



# Privatbanka Magazine

FIREMŇY MAGAZÍN PRIVATBANKY

JESEŇ/ZIMA 2010



ROZHOVOR S MIRONOM  
ZELINOM, RIADITEĽOM  
ODBORU TREASURY

AKTÍVNE RIADENÉ  
PORTFÓLIO JE ŽIVÝ  
ORGANIZMUS

KOMODITY SÚ STÁLE  
ZAUJÍMAVOU  
INVESTIČNOU  
PRÍLEŽITOSŤOU


DISKONTNÉ CERTIFIKÁTY

ESTÓNSKO  
– NOVÝ ČLEN EUROZÓNY

ZOZNAM  
MAASTRICHTSKÝCH  
DELIKVENTOV


# PRIVATBANKA WEALTH MANAGEMENT

Váš finančný priestor



Priestor pre Váš výnos

---



Priestor pre Vaše aktivity

---



Priestor pre Váš životný štýl

---



Priestor pre Váš každodenný život

---



**Ing. Mgr. Ľuboš Ševčík, CSc.**  
predseda predstavenstva  
a generálny riaditeľ Privatbanky, a.s.

Vážení klienti, milí čitatelia,

prípravili sme pre Vás ďalšie číslo nášho časopisu Privatbanka Magazine. Pri pohľade z okna je zrejmé, že ide o jesenné vydanie magazínu. No a dátum v kalendári hovorí, že je najvyšší čas pre mobilizáciu síl na dosiahnutie plánovaných koncoročných cieľov. A mohol by to byť napríklad aj ten správny čas na investovanie voľných finančných prostriedkov do zaujímavých finančných inštrumentov, prípadne iných druhov aktív. Jednotlivé články magazínu sú zamerané na to, aby Vám pomohli pri prípadnom rozhodovaní sa o takýchto investíciách. Samozrejme, poradiť Vám je pripravený aj rozvíjajúci sa tím našich súkromných bankárov, ktorých optimisticky naladené tváre a kontaktné údaje sú už štandardnou súčasťou časopisu Privatbanka Magazine.

Čo sme teda pre Vás pripravili v tomto čísle časopisu? V rubrike „Predstavujeme Vám“ nájdete rozhovor s Mironom Zelinom, riaditeľom Odboru treasury a členom dozornej rady Privatbanky, a. s. Porozprávajte nám o tom, čím sa v banke zaoberá – o emisiách korporátnych a bankových dlhopisov, o zaujímavých produktoch svetových emitentov, ako aj o úspešnom uvedení akcií Fortuna na burzu.

Odborná rubrika „Finančné riešenia“ je v tomto čísle magazínu zvlášť bohatá. Michal Šubín, riaditeľ Odboru súkromného bankovníctva, sa vo svojom článku venuje podstate a výhodám aktívne riadeného portfólia. Hlavný ekonóm banky Richard Tóth si tentoraz zbral na mušku komodity ako investičnú príležitosť. Trojicu našich tradičných prispievateľov uzatvára Miron Zelina. Vo svojom článku čitateľom pútavou formou priblížil produkt diskontných certifikát, ktorý predstavuje určite zaujímavú alternatívu pri investičných úvahách.

V tejto časti magazínu nájdete aj informácie o dvoch cenných papieroch z našej aktuálnej ponuky – o korporátnych dlhopisoch ZSNP Invest 02 a Žabka 02. Na ďalších stranách sa dočítate o príprave výnimočného rezidenčného projektu na úpätí Malých Karpát, do financovania ktorého sme sa zapojili v roku 2008 prostredníctvom emisie dlhopisov Boháčky.

V rubrike „Aktuality“ sme pre Vás pripravili informácie o hlavných ekonomických ukazovateľoch skupiny Penta za rok 2009, o projekte Bory a o dlhopisoch Privatbanka 08. Okrem dobrých hospodárskych výsledkov, ktoré banka dosiahla k 30. 9. 2010, sa chceme pochváliť aj

tým, že finančné riešenie Privatbanka Wealth Management získalo 1. miesto v tohtoročnej súťaži Zlatá minca.

V tradičnej rubrike „Analýzy“ sa Richard Tóth zamerával na Európu. Prvý článok obsahuje jeho fundovaný pohľad na Estónsko, ktoré sa 1. 1. 2011 stane novým členom Európskej menovej únie. V druhom článku si môžeme oživiť naše vedomosti o maastrichtských kritériách – pilieroch eurozóny, a najmä zamyslieť sa nad stupňom ich plnenia v reálnom živote európskych krajín.

V rubrike „Štýl“ tentoraz nájdete autentický pohľad na Nepál očami riaditeľa Odboru súkromného bankovníctva Michala Šubína. Je dôkazom výnimočnej všestrannosti nášho kolegu, ktorý na pár týždňov utiekol z pracovného prostredia európskej civilizácie a zatrekoval si „na najvyššej úrovni“, priamo v Himalájach.

Do rubriky „Štýl“ sme zaradili aj aktuálne informácie z tohtoročnej benefičnej aukcie „Hodina fotografie deťom“. Privatbanka, a. s., zostala verná tradícii a opäť sa stala hlavným partnerom tohto benefičného podujatia, ktoré je súčasťou zbierky Hodina deťom. V banke považujeme za vhodné venovať sa, aspoň raz za čas, aj takýmto vyšším hodnotám. Peniaze totiž netreba využívať vždy len za účelom dosiahnutia zisku. Peniazmi sa dá aj pomôcť, v tomto prípade deťom, s ktorými pracuje Nadácia pre deti Slovenska.

Vážení čitatelia, svoj príhovor skončím myšlienkou, ktorú som uviedol v jeho úvode – blíži sa koniec roka, a to je čas, keď sa snažíme jednak úspešne dotiahnuť rozpracované zámery a projekty, a zároveň v pozadí mysle už uvažujeme o rozvojových plánoch na nasledujúci rok. Ak sa tieto Vaše aktivity týkajú financií, Privatbanka, a. s., je tu, aby Vám poskytla potrebný servis – či už vo forme odborného poradenstva, alebo samotnej realizácie Vašich individuálnych finančných riešení. Svojou každodennou prácou sa snažíme zdokonaľovať našu výnimočnosť, ktorú máme zakotvenú priamo v logu banky. Aby som však nezostal len pri práci – dovoľte mi zaželať Vám krásne sviatky, aby ste si v kruhu najbližších oddýchli a načerpali novú energiu. A potom, keď hodiny odbijú posledné okamihy roka 2010, aby sme spoločne začali ďalší úspešný rok.

# obsah



## PREDSTAVUJEME VÁM

Rozhovor s Mironom Zelinom, riaditeľom odboru treasury a členom dozornej rady Privatbanky, a.s.

4 – 5



## FINANČNÉ RIEŠENIA

Aktívne riadené portfólio je živý organizmus

6 – 7



## FINANČNÉ RIEŠENIA

Komodity sú stále zaujímavou investičnou príležitosťou  
Diskontné certifikáty

8 – 11



## FINANČNÉ RIEŠENIA

Emisia dlhopisov ZSNP Invest  
Dlhopisy ŽABKA

12 – 13



## FINANČNÉ RIEŠENIA

Dlhopisy Boháčky

14 – 15



## ANALÝZY

Estónsko. Nový člen eurozóny  
Zoznam maastrichtských delikventov

18 – 21



## ŠTÝL

Putovanie bez drôtov  
Hodina fotografie deťom

22 – 26

# Aktuality nielen z odboru treasury

S RNDr. Mironom Zelinom, CSc., riaditeľom Odboru treasury a členom dozornej rady Privatbanky, a. s., sme sa porozprávali o aktualitách súvisiacich s jeho prácou



**Miron Zelina**  
riaditeľ Odboru treasury a člen dozornej rady

**> Privatbanka je dlhodobo lídrom v umiestňovaní emisií korporátnych dlhopisov. Chystá sa v tejto oblasti niečo nové?**

Myslím si, že v posledných týždňoch sme boli ešte aktívnejší ako obvykle. Koncom septembra sme spustili emisiu dlhopisov ZSNP Invest v objeme 20 mil. eur, ktorú sa podarilo umiestniť do polovice októbra. Keďže sme videli vysoký dopyt od klientov a emitent avizoval ešte lepšie výsledky, ako boli pôvodne predpokladané, rozhodli sme sa urobiť ďalšiu emisiu dlhopisov toho istého emitenta, tentokrát pod názvom ZSNP Invest 02 a v objeme 10 mil. eur. Dátum vydania bol stanovený na 28. 10. 2010. Už 12. 11. 2010 je splatná emisia dlhopisov. Dňa 12. 11.

## Miron Zelina

Na finančnom trhu pôsobí od roku 1993. Päť rokov bol riaditeľom obchodníka s cennými papiermi Invest Brokers, o. c. p., a. s., a od apríla 2004 zastáva súčasnú pozíciu v Privatbanke, a. s., kde zodpovedá za obchody na peňažnom, devízovom a kapitálovom trhu. Je členom Rady garančného fondu investícií a podpredsedom Výkonného výboru Asociácie obchodníkov s cennými papiermi.

2010 bola splatná emisia dlhopisov Žabka 2010 a v ten istý deň sme vydali novú emisiu dlhopisov emitenta Zabka Holdings Public Co Ltd. s dvojročnou splatnosťou a kupónom 7,00 % p. a. Umožníme tak investorom, ktorí

## Ponúkame kvalitné produkty od špičkových svetových emitentov

boli spolu s nami v projekte Žabka 3 roky, pokračovať ďalej. Veľmi rád konštatujem, že spoločnosť Zabka Polska S.A., ktorej akcie tvoria takmer celý majetok emitenta dlhopi-

sov, má za posledné roky vynikajúce výsledky: znížil sa dlh, výrazne sa zvýšilo vlastné imanie a EBITDA na konci roka 2010 dosiahne cca 120 mil. PLN oproti 76 mil. PLN v roku 2007.

### > A čo iné produkty?

Už od septembra je v predaji dlhopis Privatbanka 08, dvojročný dlhopis s výnosom 3,5 % p. a., kde na rozdiel od iných bánk robíme aj funkciu market – maker – a. To znamená, že v prípade potreby odkúpime od klienta dlhopis pred jeho splatnosťou za férovú cenu. Ďalšou novinkou, takpovediac vianočným darčekom, je zvýhodnené úročenie bežného účtu. Od 5. 11. 2010 sú bežné účty fyzických osôb úročené sadzbou 1,10 % p. a. pri zostatku od 50 000 eur.

### > Špecifikom Privatbanky je produktová nezávislosť. Aké sú aktuality v tejto oblasti?

Ponúkame kvalitné produkty od špičkových svetových emitentov. Sú to napríklad ETF (exchange traded funds, t. j. fondy obchodované na burze), garantované certifikáty alebo diskontné certifikáty. V tomto čísle magazínu je rozsiahly článok o diskontných certifikátoch, s cieľom priblížiť našim klientom princípy ich fungovania. Na Slovensku totiž stále prevažujú tradičné formy investovania, napríklad podielové fondy, preto považujeme osvetu – rozširovanie investičného obzoru, za veľmi dôležitú súčasť nášho vzťahu s klientom. Chceme zdôrazniť, že ku každému tradičnému podielovému fondu vieme ponúknuť alternatívu, a to zvyčajne s lepšími parametrami.

### > Ako hodnotíte uvedenie akcií Fortuny na burzu?



Sledoval som túto udalosť s veľkým napätím a bol som zvedavý, ako trh ocení akcie najväčšieho hráča v stávkovom biznise v strednej a východnej Európe. Pre skupinu Penta išlo o historický okamih v tom zmysle, že doterajšie exity z projektov sa uskutočňovali formou priameho predaja strategickému investorovi. Toto bol prvý prípad, keď sa akcie jednej z projektových spoločností ponúkli verejnosti prostredníctvom burzy. Penta predávala 35 % akcií spoločnosti Fortuna Entertainment Group N.V., ktorá zastrešuje stávkový biznis v Čechách, na Slovensku a v Poľsku. To okrem iného znamená, že Penta aj naďalej zostane majoritným vlastníkom firmy. Samotné IPO (Initial Public Offering = prvotná verejná ponuka) dopadlo veľmi úspešne, dopyt prevýšil ponuku asi 1,7-násobne a konečná cena dosiahla 4,3 eura. To znamená, že trh ocenil firmu približne na 220 mil. eur. Samotná Penta utrhla za predaj akcií asi 78 mil. eur, čo predčilo očakávania.

#### > Prečo sa akcie neobchodujú na Slovensku, ale vo Varšave a Prahe?

Dôvod je veľmi jednoduchý: slovenská burza je nelikvidná a prakticky nefunkčná. Takisto je tu veľmi malý počet subjektov, inštitucionálnych investorov, ktorí investujú do akcií. Napríklad Česká republika je počtom obyvate-

ľov len dvakrát väčšia ako Slovensko, ale jej akciový trh je minimálne desaťkrát väčší ako slovenský (a to som bol k Slovensku milosrdný). O Poľsku radšej ani nehovorím. Vedúcim manažérom emisie dlhopisov bola UniCredit Bank AG (londýnska pobočka) a akcie boli ponúkané predovšetkým inštitucionálnym investorom vo Veľkej Británii, Poľsku, Českej republike a Rakúsku. Výsledok bol taký, že

### V portfóliách našich klientov dominujú dlhopisy

inštitucionálni investori upísali 90 % ponúkaných akcií a retailoví investori asi 10 %.

#### > Ponúkala akcie Fortuny aj Privatbanka?

Áno, informáciu o ponuke dostali prakticky všetci klienti privátneho bankovníctva, ale nijako výrazne sme ich do akcií „netlačili“. V portfóliách našich klientov dominujú dlhopisy a len postupne a v malom objeme pridávame volatilnejšie instrumenty (napr. akciové alebo komoditné ETF). Slovenskí investori aj historicky nemajú veľké skúsenosti

s akciami a mnohí zažili nepríjemné sklamanie, keď vstupovali na trh v čase najväčšej bubliny (2006 – 2007). A navyše, potom sa aj diverzifikované akciové portfóliá prepadli o desiatky percent. Takže konkrétne: akcie Fortuny úhrnne netvorila ani pol percenta finančného majetku našich klientov.



# Aktívne riadené portfólio je živý organizmus

Kvalitné cash flow vnútri portfólia umožňuje aktívne využívanie novovznikajúcich investičných možností



Ing. Michal Šubín  
riaditeľ Odboru privátneho bankovníctva

Viacrát sme sa v našom magazíne venovali problematike investovania do portfólií a nákupu jednotlivých produktov. Dnes sa chcem, okrem iného, zamerať aj na výhody vnútorného cash flow portfólia, ako jedného z nástrojov na vytvorenie nových zdrojov voľnej hotovosti, vďaka ktorej môže portfólio manažér využívať novovznikajúce investičné možnosti. Dnešná doba je charakteristická veľkou nestabilitou a investor čelí výzvam,

ktoré neboli historicky témou. Či už hovoríme o problémoch jednotlivých štátov a ich dlhoch, alebo tlačení hotovosti do ekonomiky. To všetko robí investovanie náročnejším na neustále sledovanie, a jednoduché riešenia známe z minulých rokov nie sú aktuálne.

Tradičný prístup k investovaniu je často obmedzovaný na otázky spojené s očakávaným výnosom a akceptovateľnou mierou rizika. Klientom ponúknuť likvidita potom naznačí, či si má klient kúpiť dynamickejší alebo konzervatívnejší produkt. Veľmi často sa však problém kvalitného investovania začína práve v nákupe špecifického produktu, ktorý má ponúknuť recept na všetko.

Všeobecne sa domnievame, že objem už od 200-tisíc eur vám ponúka všeobecne širšie možnosti investovania ako len pravidlá vo-

---

## Súčasná doba je charakteristická svojou dynamikou a nestabilitou

---

pred definovaného produktu. Ten je väčšinou konštruovaný s ohľadom na aktuálny stav na trhoch a odzrkadľuje informácie, ktoré sú známe v danom období. Ako som už spomenul, súčasná doba je charakteristická svojou

dynamikou a nestabilitou. Zafixovanie svojich zdrojov v jednom produkte môže ponúknuť atraktívne vlastnosti počas najbližších 12 mesiacov, po nich však môže svoju atraktivitu čiastočne alebo aj úplne stratiť. Ak potom nedisponuje možnosťou výhodne ho odpredať, je jeho majiteľ odkázaný len mlčky sledovať to, ako preberá...

Ako príklad môžeme uviesť nákup hypotetického 4-ročného HZL s fixným 4,0 % ročným kupónom. Z dnešného pohľadu sa to zdá atraktívna investícia, ktorá ponúka o 40 % vyšší výnos než tradičné jednoročné depozity. Na druhej strane by však tento výnos pri raste úrokových sadzieb mohol stratiť na svojej atraktivite už v treťom roku a štvrtý by ste len čakali, kedy sa z neho dostanete.

Zloženie portfólia rešpektuje tri základné prvky diverzifikácie – rozloženie kreditného rizika (využitie CP viacerých emitentov, ktorí reprezentujú individuálne riziko), zníženie investičného rizika (zníženie rizika fluktuácie cien jednotlivých CP) a zohľadnenie likviditného rizika (každý cenný papier je na trhu obchodovaný, jeho obchodovnosť je daná typom daného CP, jeho emitentom, splatnosťou a aj trhom, na ktorom sa obchoduje. Toto všetko potom definuje jeho schopnosť prinášať priebežný, resp. konečný výnos).

Na jednej strane je likvidita dôležitá z pohľadu novej potreby klienta po voľnej



hotovosti. Na druhej strane ponúka schopnosť pravidelne prinášať novú hotovosť, a teda príležitosť podieľať sa na nových investičných možnostiach, ktoré zmeny na trhoch prinášajú. Na inom mieste v tomto magazíne sa venujeme skutočnosti, že majorita našich portfólií je zainvestovaná do dlhopisov. To sa stotožňuje s filozofiou banky pri správe portfólií – teda konzervatívny prístup snažiaci sa predovšetkým o zveľadenie klientovho majetku a vysokú mieru transparentnosti.

### **Filozofiu banky pri správe portfólií je konzervatívny prístup snažiaci sa o zveľadenie klientovho majetku a vysokú mieru transparentnosti**

Práve dlhopisy ponúkajú jednu z foriem, ako do portfólia dostať čerstvú hotovosť. Kupóny, ktoré prichádzajú s jasne definovanou pravidelnosťou a hodnotou, umožňujú dobré plánovanie. Správca vášho portfólia vie teda vopred vybrať inštrument, ktorým vhodne doplní už existujúce portfólio. Aj preto je viacero emisií, ktoré Privatbanka aranžovala vybavená kupónmi, ktoré sa vyplácajú področne, t. j. polročne (napr. emisia dlhopisov Bory),

alebo dokonca štvrťročne (emisia bankových dlhopisov Privatbanka 08).

Samozrejme, okrem kupónov je pre portfólio z hľadiska priebežnej dostupnosti k hotovosti dôležitý aj výber dlhopisov z hľadiska ich splatnosti. Je zjavné, že v strednodobom horizonte musíme počítať s nárastom úrokových sadzieb. Dobre riadené portfólio s dostatočnou časovou diverzifikáciou ponúkne svojmu správcovi možnosť včas nahradiť napr. dlhopis s fixným kupónom za floater a profitovať z tohto nárastu.

Druhou formou riešenia vnútornej likvidity portfólia je investovanie do CP s kratšou lehotou splatnosti. Prezentované diskontné certifikáty ponúkajú splatnosť aj na úrovni 6 – 12 mesiacov a súčasne atraktívny výnos odvodený od akciových, ale napríklad aj komoditných trhov, pričom svojou konštrukciou, ktorá limituje možné straty, jednoznačne pasujú do obdobia, v ktorom aktuálne žijeme, teda do obdobia s vysokou mierou volatility na finančných trhoch. Vhodným doplnkom sú napr. aj defenzívne akcie, ktoré dlhodobo generujú solídne dividendy. Ich celková pozícia je však v portfóliách našich klientov dlhodobo pod 10 %.

Ak teda zvažujete, či svojich 350-tisíc eur dlhodobo (s horizontom 3 rokov) investovať do jedného produktu, alebo si dáte vytvoriť svoje vlastné portfólio, mali by ste zvážiť

uvedené výhody a nevýhody oboch riešení. A určite odporúčam zvážiť istú mieru neistoty týkajúcej sa očakávaného výnosu a prípadne ju vymeniť za schopnosť prispôsobiť sa cez skúsených portfólio manažérov, ktorí uvedené zastrešia za vás.



|         |         |
|---------|---------|
| 8,483.0 | 8,369.0 |
| 3,080.0 | 3,025.0 |
| 5,804.0 | 5,803.0 |
| 5,874.0 | 5,792.0 |
| 2,783.0 | 2,627.0 |
| 9,814.0 | 9,478.0 |
| 2,364.0 | 2,255.0 |
| 3,885.0 | 3,611.0 |
| 2,861.0 | 1,911.0 |
| 9,784.0 | 9,573.0 |
| 1,286.2 | 1,110.0 |
| 3,877.0 | 2,980.0 |

# Komodity sú stále zaujímavou investičnou príležitosťou

Mgr. Richard Tóth, PhD., hlavný ekonóm Privatbanky, a. s.

Máte zlatý prsteň? Potom aj vy ste už investovali do komodít. Pod týmto pojmom sa skrýva široké spektrum predmetov. Spoločným znakom komodít je to, že vo všetkých prípadoch ide o hmotné veci s nízkou elasticitou dopytu a s veľmi obmedzenou možnosťou substitúcie. Relatívne stabilný a predpovedateľný dopyt zabezpečuje budovanie primeraných zásob a pomáha ceny do určitej miery stabilizovať. Ponukové faktory sú však pomerne komplikované a do veľkej miery nepredvídateľné.

Komodity pozostávajú zo štyroch hlavných skupín – z energií, agrokomodít, zo základných kovov a z drahých kovov. Energie tvoria ropa, zemný plyn a ropné deriváty. Agrokomodity pozostávajú z troch hlavných skupín – zo zŕn (pšenica, fazuľa), z mäkkých komodít (angl. softs – bavlna, kakao, cukor, ovocie) a zo živých zvierat (hovädzí dobytok a ošípané). Priemyselné kovy predstavujú relatívne široké spektrum kovov – hliník, meď, zinok, olovo, cín a nikel. Drahé kovy zahŕňajú okrem zlata a striebra aj platínu a paládium.

Na investovanie možno využiť široké portfólio komoditných indexov. Vo všeobecnosti sú indexy vyskladané z jednotlivých komodít v rôznom pomere, pričom však frekvencia prehodnocovania váh je spravidla rovnaká, a to ročná. Porovnajme štyri známe komoditné indexy – Rogers International (Rogers), Thomson Reuters/Jefferies CRB (Thomson), Standard&Poors Goldman Sachs (SPGS) a Dow Jones – UBS (DJUBS). Tak napríklad podiel energií sa aktuálne pohybuje od 33 % (DJUBS) po 69 % (SPGS), podiel agrokomodít od 21 % (SPGS) po 41 % (Thomson), priemyselných kovov od 7 % (SPGS) po 19 % (DJUBS) a drahých kovov od 3 % (SPGS) po 12 % (DJUBS). Index Rogers je zo štvorice jediný, ktorý nemá hraničné hodnoty ani v jednej z kategórií. Každý index má vlastný spôsob výpočtu svojej hodnoty a vôbec všetky ostatné pravidlá, napríklad maximálny podiel jednej komodity a pod. Každá komodita má vlastnú mernú jednotku (metrický cent, trójska unca, bušel – približne 35 litrov, barel, galón atď.). Skoro vždy sú oceňované v USD, výnimočne aj v EUR, JPY,

CAD či AUD. Všeobecné komoditné indexy sa často členia podľa druhu, aj subindexy (energie, priemyselné kovy atď.), pričom váhy jednotlivých komodít v subindexoch bývajú v rovnakom pomere ako v súhrnnom indexe. Z jednotlivých druhov komodít majú v týchto indexoch spravidla najvyššie zastúpenie ropa a zemný plyn, potom pšenica a kukurica, hliník a meď, zlato a striebro. Pozrime sa na vývoj cien týchto komodít za posledných 30 rokov, t. j. za obdobie troch konjunktúr a štyroch recesií.

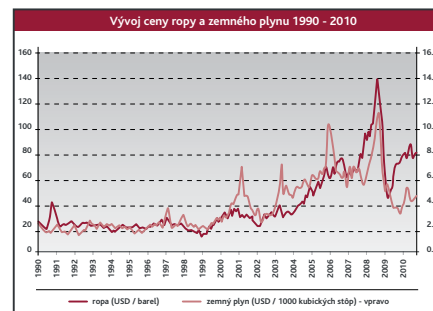
Ceny (týchto ôsmich) komodít boli v 80. rokoch veľmi volatilné, v 90. rokoch sa ich ceny mierne stabilizovali. S nástupom nového tisícročia sa opätovne rozkolísali. Obdobia rastu a poklesu vo všeobecnosti trvali dva až štyri roky, poklesy boli prudšie. Nulté roky boli výrazným úspechom pre komodity, keď ich ceny nepretržite od roku 2003 do roku 2008 rástli. Rast bol navyše veľmi prudký. Ak zoberieme do úvahy priemerný medziročný rast cien za posledných 10 rokov, všetkých osem komodít zaznamenalo rast – od priemerných 6,4 % pri hliníku po takmer 24 % pri medi. Vysoký priemerný rast nad 17 % medziročne zaznamenali ropa, zlato a striebro. Ak sa pozrieme na obdobie posledných 20 rokov, aj vtedy priemerne medziročne rástli ceny všetkých ôsmich komodít. Najnižší rast zaznamenal hliník (2,5 %) a najviac ropa (13,2 %). Nadpriemerne vysoký rast zaznamenali aj meď a zemný plyn.

Zlatý vek komodít v novom storočí môže mať niekoľko dôvodov. Rast svetového hospodárstva bol síce v druhej polovici nultých rokov (najmä v rokoch 2006 a 2007) pravdepodobne najvyšší v histórii planéty, ale nebol významne vyšší než povedzme v druhej polovici 80. alebo 90. rokov. Avšak kým v minulom storočí bol hospodársky rast najmä dôsledkom rastu sektora služieb vo vyspelých krajinách, v tomto storočí rástli predovšetkým rozvojové krajiny, ktoré zaznamenali masívnu industrializáciu. Takýto rast HDP je oveľa náročnejší na spotrebu komodít. Dopyt po komoditách sa rýchlo zvyšoval, pričom ponuka mierne zaostávala. Navyše, každá komodita zaznamenala špecifické faktory, ktoré jej cenu ovplyvňovali –

napríklad pri rope spory s Iránom či dôsledky hurikánu Katrina, pri kukurici podpora výroby bioetanolu. Tradičný vplyv vysokej inflácie na rast cien komodít sa nepotvrdil, keďže v nultých rokoch nebola celosvetová inflácia vysoká. Pri mohutnom náraste celosvetového obchodu tlmili infláciu nastavenia a pohyby menových kurzov.

Ceny ropy, zemného plynu, pšenice, kukurice, hliníka, medi, zlata a striebra sa nehýbali rovnomerne, avšak vzájomný vzťah bol veľmi silný. Z dlhodobého hľadiska sa ich cena priemerne približne z dvoch tretín pohybovala tak ako trh a z jednej tretiny mali vlastný senový pohyb. Takúto nadpriemernú koreláciu so zvyškom vzorky komoditného trhu mala meď a najnižšiu pšenica a kukurica. Vôbec najvyššiu vzájomnú koreláciu pri porovnaní dvoch komodít mali meď a striebro, potom v poradí meď a ropa, pšenica a kukurica, meď a zlato a ropa a zemný plyn, nasleduje zlato a ropa. Umiestnenie tejto dvojice nie na popredných miestach môže byť prekvapením, pretože vo všeobecnosti sa pri raste cien ropy očakáva vyššia inflácia, čo by malo učebnicovo generovať vyššie ceny zlata. V rámci skupín (energie, agrokomodity atď.) mali najvyššiu koreláciu pšenica a kukurica a ropa a zemný plyn. Stále kladný, ale najmenej intenzívny vzťah možno badať pri dvojici zemný plyn a kukurica a zemný plyn a striebro. Korelácia teda nie je stopercentná, a preto diverzifikácia rizika prostredníctvom investície do všeobecných komoditných indexov má zmysel.

Aktuálne hovorí pre investovanie do komodít viac dôvodov ako proti nemu. Predovšetkým naďalej pokračuje hospodársky vý-





voj rozvojových krajín. Tie sa napokon podľa údajov MMF ako celok ani nedostali v roku 2009 do recesie a v ďalších rokoch by mali dosahovať opätovne vysoké tempá rastu priemerne nad 6 % ročne. To by mohlo ovplyvniť najmä energie a priemyselné kovy. Významným faktorom, najmä z dlhodobého hľadiska, je demografia, keď rast počtu obyvateľov a urbanizácia zvyšujú dopyt po komoditách. A napríklad zaberaním osevných plôch dlhodobo znižuje potenciál svetovej ponuky potravín. Ďalej globálne klimatické zmeny predstavujú významné riziko pre produkciu potravín v budúcnosti. Pri ropy a zemnom plyne pretrvávajú politické riziko obmedzenia dodávok, a teda aj rastu ceny pri limitovanej ponuke. Obavy z budúcnosti tlačia na cenu drahých kovov, najmä zlata. Zlato by mohlo rásť aj vtedy, keby sa napokon súčasne masívne menové expanzie vo vyspelých krajinách prejavili vo zvýšenej inflácii. Komodity môžu byť i terčom na špekulácie – pri nízkych výnosoch na dlhopisoch bezpečných krajín a obmedzeným reálnym investičným príležitostiam sa môžu prebytky likvidity masívnejšie investovať okrem akcií aj do komodít.

Na druhej strane, rizikom je masívna menová a fiškálna stimulácia, ktorú takmer všetky krajiny sveta pri nástupe krízy uplatňovali. V niektorých spôsobila bubliny na cenách aktív, v iných zvýšila verejné zadĺženie na také úrovne, kde je šetriť už absolútne nevyhnutné. Dôsledkom spomalenia hospodárskeho rastu by bolo aj zníženie dopytu po komoditách, a teda pri nepružnej ponuke prudké zníženie cien (napríklad priemyselných kovov alebo ropy). Hrozba deflácie vo vyspelých krajinách by mohla ďalej oslabiť zmysel protiinflačného investovania do komodít. A napokon – každá komodita je ohrozená špecifickým vplyvom. Napríklad pre zlato by mohol byť hrozbou návrat ku konjunktúre vo vyspelých krajinách. Pre poľnohospodárske plodiny veľmi dobrá úroda alebo masívny odklon od politiky biopalív. Pre priemyselné kovy objavenie nových nálezísk či z dlhodobého hľadiska postupné maturovanie rýchlo sa rozvíjajúcich ekonomík. V tomto momente sú však komodity napriek pomerne výrazným nárastom cien



v poslednom období stále zaujímavou investičnou príležitosťou.

Pri investovaní do komodít má investor viacero alternatív, záleží na jeho rizikovom profile. Za podkladové aktívum si môže zvoliť jednu konkrétnu komoditu (napr. zlato, pšenicu a meď) alebo široko diverzifikovaný komoditný index (napr. Goldman Sachs Commodity Index = GSCI).

Pre konzervatívnych klientov je vhodné zvoliť cestu garantovaného produktu, pri ktorom dostane klient pri jeho splatnosti celú istinu a podieľa sa na pozitívnom zhodnotení podkladového aktíva. Výhodou je to, že pri negatívnom vývoji ceny komodít klient nestratí nič z istiny a z nárastu ceny profituje.

Pre investorov ochotných podstúpiť mierne riziko vývoja ceny komodity je vhodný diskontný certifikát. Jeho výhoda spočíva v tom, že pri tomto type certifikátu investor zarába aj zo stagnácie, resp. z mierneho poklesu ceny komodity, a pri výraznejšom poklese ceny komodity je ochránený pred poklesom o úvodných 10 – 20 %.

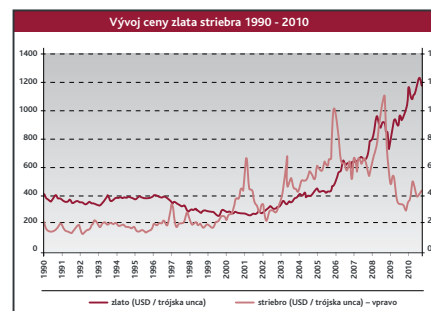
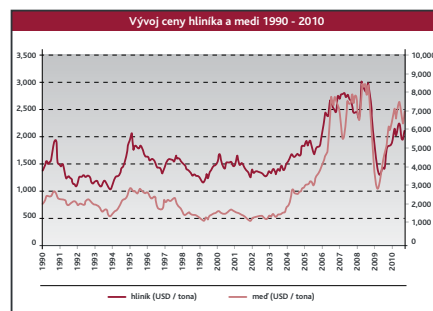
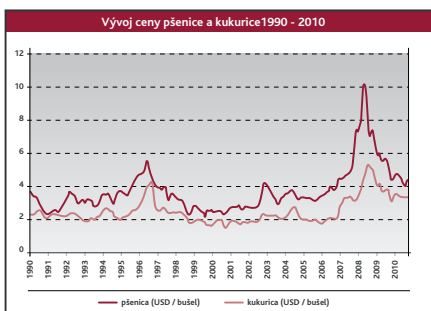
Dynamickí klienti, ktorí sú ochotní v plnej miere podstúpiť riziko vývoja danej komodity, pretože veria v jej pozitívny rast, môžu investovať do tzv. ETC, Exchange-traded commodities. Ide o pasívne riadené fondy, ktorých investičnou stratégiou je v maximálnej možnej miere kopírovať cenu komodity (napr. zlata, ropy, striebra, paládia) alebo komoditného indexu (napr. RICI index,

t. j. Rogers International Commodity Index). Ich výhodou je, že investor pri náraste ceny komodity napr. o 30 % zhodnotí svoju investíciu o rovnaké percento. Možnosť je viac. Konkrétny výber investičného nástroja však záleží na klientovi.

### Komodity – súčasť aktívne riadeného portfólia

Komentár Ing. Jozefa Kramera

Ako už bolo v článku spomenuté, dnes má investor viaceré cesty, ako vstúpiť do sveta komoditných investícií. Či už cez fyzický nákup zvolenej komodity, formou finančných nástrojov, akými sú garantovaný certifikát, diskontný certifikát alebo tzv. ETC (Exchange – traded commodities). Každá zvolená cesta má svoje klady, ale aj zápory, ktoré prevažujú v závislosti od vývoja globálnej ekonomiky. Ako už v článku odznelo, ani komodity nie sú uchránené od špekulatívnych nákupov, cenových bublín a nestabilného vývoja na svetových trhoch. Individuálny nákup niektorého zo spomenutých finančných nástrojov dokáže síce niektoré riziká znížiť či eliminovať, ale nie úplne vylúčiť. Z tohto titulu je pre investorov najobzretniejšia cesta, ako vstúpiť do sveta komodít – aktívne riadené portfólio. Aktívne riadenému portfóliu sa venujeme v inej časti tohto magazínu, všeobecne však platí, že aj investície do komodít by mali byť súčasťou väčšieho investičného portfólia spĺňajúceho investičný a rizikový profil klienta.



# Diskontné certifikáty: triafanie do väčšej bránky (nižšie riziko a stále zaujímavý výnos)

RNDr. Miron Zelina, CSc., riaditeľ Odboru treasury



RNDr. Miron Zelina, CSc.  
riaditeľ Odboru treasury

Predstavme si takúto hru: na futbalovom ihrisku sú dve bránky – jedna veľká a druhá asi o polovicu menšia. Budete strieľať zo vzdialenosti pokutového kopu, ale máte na výber, či budete strieľať do menšej bránky alebo do väčšej. Ak si vyberiete väčšiu, za každý strelený gól dostanete 5 eur. Ale ak budete strieľať do menšej bránky – čo je, pochopiteľne, ťažšie – dostanete za každý strelený gól až 10 eur. Odvážni futbalisti zrejme zvolia strelbu do menšej bránky – šanca trafiť je menšia, ale odmena je lákavejšia. Naopak, opatrní futbalisti zvolia väčšiu bránku – pre nich je dôležité, že šanca trafiť je podstatne vyššia, a teda je aj šanca získať odmenu, hoci menšiu než v prvom prípade.

Diskontné certifikáty sú cenné papiere, ktoré umožňujú hrať podobnú hru: poskytujú nižší výnos než priama investícia do akcií (akciových indexov, komodít...), ale zároveň znižujú riziko (teda pravdepodobnosť dosiahnutia tohto nižšieho výnosu je oveľa vyššia). Ale podme pekne po poriadku.

## > Definícia diskontného certifikátu

Diskontný certifikát (DC) je cenný papier s nasledovnou charakteristikou:

- má presne určenú splatnosť,
- je určené podkladové aktívum (napr. akcia, akciový index alebo komodita), od ktorého sa odvíja výplata pri splatnosti (a teda aj cena pred splatnosťou),
- je určený cap (t. j. konkrétna hodnota pod-

kladového aktíva), ktorý definuje maximálnu výplatu pri splatnosti.

Všetky tieto parametre sú definované pri vydaní (emisii) diskontného certifikátu a sú nemenné.

Keďže maximálna výplata je limitovaná hodnotou cap, táto nevýhoda je vyvážená zľavou (diskontom) pri nákupe – **diskontný certifikát je vždy lacnejší než samotné podkladové aktívum**, na ktoré sa viaže. Odtiaľ pochádza aj názov „diskontný“.

V čase splatnosti môžu nastať dve situácie:

- podkladové aktívum je obchodované za hodnotu rovnajúcu sa, resp. prevyšujúcu cap – v tomto prípade je držiteľovi vyplatená maximálna suma,
- podkladové aktívum je obchodované za hodnotu nižšiu než cap – podkladové aktívum (akcia, indexový certifikát) je zvyčajne dodané držiteľovi.

Maximálna suma, ktorá je vyplatená pri splatnosti, je definovaná ako

$$\text{cap} \times \text{pomer (ratio)},$$

kde cap, ako sme už spomínali, je konkrétna hodnota podkladového aktíva a pomer (ratio) vyjadruje násobok tejto hodnoty. Pomer (ratio) je zavedený len kvôli tomu, aby tieto cenné papiere boli prístupné aj drobným investorom, sám osebe

## Diskontné certifikáty poskytujú nižší výnos než priama investícia do akcií, ale zároveň znižujú riziko

nemení rizikovo-výnosový profil investície. Napr. index DAX má v súčasnosti hodnotu cca 6 200 bodov, to znamená, že ak by bola pri splatnosti vyplácaná hodnota indexu, jeden cenný papier by stál 6 200 eur. Keďže emitenti sa snažia sprístupniť tieto produkty čo najširšiemu okruhu investorov, obchodujú sa diskontné certifikáty (ale aj indexové certifikáty a iné druhy certifikátov) v určitom pomere k svojmu podkladovému aktívu. Často je to pomer 0,1 alebo 0,01. To znamená, že ak diskontný certifikát na nemecký index DAX má cap 6 200 bodov a pomer (ratio) je 0,01, tak pri splatnosti dostane investor 6 200 x 0,01 = 62 eur.

## > Príklad konkrétneho diskontného certifikátu:

Keďže jednotlivé akcie sú pomerne volatilné, a to aj v prípade známych titulov (napr. cena akcie spoločnosti Nokia klesla za posledný polrok takmer o 40 %), odporúčame klientom ako podkladové aktíva radšej indexy, ktoré predsa len obsahujú diverzifikovanejšiu množinu akcií (od 30 až po 500, ba i viac titulov). Jedným z najznámejších indexov je index DJ Euro Stoxx 50, ktorý obsahuje 50 akcií z celej Európy diverzifikovaných regionálne aj sektorovo. Uvažujme konkrétny diskontný certifikát:

|                     |                        |
|---------------------|------------------------|
| ISIN:               | DE000CG7TCL7           |
| Podkladové aktívum: | index DJ Euro Stoxx 50 |
| Cap:                | 2 300 bodov            |
| Splatnosť:          | 21. 10. 2011           |
| Pomer (ratio):      | 0,01                   |

Akú sumu dostane klient pri splatnosti takéhoto diskontného certifikátu?

Sú dve základné možnosti:

1. Hodnota indexu DJ Euro Stoxx 50 pri splatnosti diskontného certifikátu (21. 10. 2011) bude vyššia alebo rovnajúca sa capu:  
V takomto prípade dostane investor sumu  $\text{Cap} \times \text{Pomer}$ , teda  $2\,300 \times 0,01 = \mathbf{23\,eur}$
2. Hodnota indexu DJ Euro Stoxx 50 pri splatnosti diskontného certifikátu (21. 10. 2011) bude nižšia než cap:

V takomto prípade dostane investor **za každý kus diskontného certifikátu**

**indexový certifikát** na index DJ Euro Stoxx 50, pričom tento indexový certifikát má taký pomer (ratio) voči indexu ako pôvodný diskontný certifikát, teda v našom prípade 0,01; konkrétne, ak bude mať index hodnotu 2 200, indexový certifikát sa bude obchodovať za cca 22 eur, ak bude mať index hodnotu 2 100 bodov, tak sa bude indexový certifikát obchodovať za približne 21 eur.

Dnes stojí tento diskontný certifikát na burze v Stuttgarte **21,13 eura**, pričom hodnota indexu DJ Euro Stoxx 50 je **2 748 bodov**. Predpokladajme, že ho kúpime za túto cenu dňa 30. 9. 2010.

Pozrime sa, koľko môžeme zarábať alebo prerobiť pri rôznych scenároch vývoja indexu\*:

**Hodnota investície 21. 10. 2010** predstavuje

| hodnota indexu 21. 10. 2011 | hodnota investície 21. 10. 2011 | zisk/strata v % | zisk/strata v % pri priamej investícii |
|-----------------------------|---------------------------------|-----------------|--|
| 3 500                       | 23 eur                          | 8,85 %          | 27,37 %                                |
| 3 300                       | 23 eur                          | 8,85 %          | 20,09 %                                |
| 3 100                       | 23 eur                          | 8,85 %          | 12,81 %                                |
| 2 900                       | 23 eur                          | 8,85 %          | 5,53 %                                 |
| 2 800                       | 23 eur                          | 8,85 %          | 1,89 %                                 |
| 2 700                       | 23 eur                          | 8,85 %          | -1,75 %                                |
| 2 600                       | 23 eur                          | 8,85 %          | -5,39 %                                |
| 2 500                       | 23 eur                          | 8,85 %          | -9,02 %                                |
| 2 300                       | 23 eur                          | 8,85 %          | -16,30 %                               |
| 2 200                       | 22 eur                          | 4,12 %          | -19,94 %                               |
| 2 100                       | 21 eur                          | -0,62 %         | -23,58 %                               |
| 1 900                       | 19 eur                          | -10,08 %        | -30,86 %                               |
| 1 700                       | 17 eur                          | -19,55 %        | -38,14 %                               |

sumu 23 eur, ktorá bude vyplatená dňa 21. 10. 2010 v prípade, že index bude mať hodnotu aspoň 2 300 bodov, v opačnom prípade predstavuje hodnotu indexového certifikátu (s pomerom 0,01) pri konkrétnej hodnote indexu (ľavý stĺpec).

**Zisk/strata v %** predstavuje percentuálny zisk (alebo stratu) z našej investície do diskontného certifikátu; kupovali sme ho za 21,13 eura, takže porovnáваме hodnotu v druhom stĺpci s nákupnou cenou 21,13 eura.

**Zisk/strata v %** pri priamej investícii predstavuje percentuálny zisk (alebo stratu) v prípade, že by sme investovali priamo do indexu: to znamená, že by sme dňa 30. 9. 2010 kúpili indexový certifikát za 27,48 eura (2 748 x 0,01) a 21. 10. 2011 by sme ho predali za aktuálnu cenu, teda za jednu stotinu indexu; takže porovnáваме jednu stotinu hodnoty uvedenej v prvom stĺpci s nákupnou cenou 27,48 eura.

*\* všetky úvahy v tomto príklade abstrahujú od poplatkov spojených s nákupom, predajom a držbou cenných papierov, keďže tieto sa líšia v závislosti od objemu obchodu a obchodníka s cennými papiermi, ktorý dané obchody sprostredkúva*

Z tabuľky možno vycítať niekoľko zaujímavých zistení:

1. Pri priamej investícii môžeme oveľa viac zaraobiť, ale aj oveľa viac prerobiť.
2. Pri diskontnom certifikáte získame maximálny možný výnos vo výške 8,85 % aj pri poklese ľubovoľného nárastu indexu, pri jeho stagnácii (teda v prípade, že sa bude motať okolo súčasnej hodnoty cca 2 750 bodov), ale, čo je najzaujímavejšie, aj pri poklese indexu.
3. Pri diskontnom certifikáte získame **maximálny možný výnos** vo výške **8,85 %** aj pri poklese indexu zo súčasných 2 748 bodov na 2 300 bodov, teda **pri poklese o 16,30 %!** Táto vlastnosť je na diskontnom certifikáte najcennejšia.
4. V prípade poklesu indexu pod hodnotu cap, teda pod 2 300, sme ešte stále v zisku, hoci miernejšom. Pri hodnote indexu 2 200 bodov

(pokles takmer o 20 % oproti súčasnosti) budeme v pluse 4,12 %.

5. Pri hlbšom poklese (pod 2 113 bodov) sa dostaneme do straty, ale táto strata je vždy nižšia, ako keby sme investovali priamo do indexu.

A teraz sa dostávame k futbalistom z úvodu tohto článku. Opatrnejší futbalista zvolí väčšiu bránku, hoci vie, že dostane menšiu odmenu. Opatrnejší investor zvolí diskontný certifikát, hoci vie, že má obmedzený maximálny výnos. Investor, ktorý zvolí priamu investíciu (v našom prípade indexový

### Opatrnejší investor zvolí diskontný certifikát, hoci vie, že má obmedzený maximálny výnos

certifikát), stavia na rast indexu, pri poklese prerobí. Teda triafa do bránky, ktorá začína na súčasnej hodnote indexu (2 748 bodov) a pokračuje smerom k vyšším hodnotám. Investor do diskontného certifikátu zarobí aj v prípade poklesu, takže triafa do väčšej bránky (v našom príklade začína jeho bránka na hodnote 2 113 bodov). Samozrejme, šanca trafiť bránku je v prípade diskontného certifikátu väčšia.

#### > Zhrnutie vlastností diskontných certifikátov

##### Rizikovo-výnosový profil:

Diskontný certifikát je vždy menej rizikový (menej volatilný) ako samotné podkladové aktívum.

Maximálny výnos je limitovaný a známy pri nákupe konkrétneho diskontného certifikátu.

Riziko diskontného certifikátu významne závisí od voľby hodnoty cap; v prípade veľmi nízkeho capu sa svojím rizikom blížila k dlhopisom príslušného emitenta a v prípade veľmi vysokého capu sa

svojou volatilitou takmer vyrovnajú certifikátom alebo ETF (exchange traded funds), ktoré kopírujú dané podkladové aktívum.

#### Výhody diskontných certifikátov:

- zvyčajne ide o jednoduchý produkt s transparentnou a výhodnou poplatkovou štruktúrou,
- flexibilita – možno voliť podkladové aktívum, cap a splatnosť diskontného certifikátu; to znamená, že na rozdiel od produktov, ktoré mnohé banky klientovi doslova „tlačia“ a ktoré majú nemenné parametre, pri diskontných certifikátoch si sám klient môže zvoliť riziko, ktoré je ochotný podstúpiť, a to tým, že volí vyšší alebo nižší cap. Prípadne si zvolí výnos (napr. 5 % p. a.) a my nájdeme príslušný diskontný certifikát, ktorého riziko je adekvátne tomuto výnosu. Okrem toho si môže investor zvoliť podkladové aktívum (akciu, akciový index, komoditu,...) a splatnosť.
- likvidita – najkvalitnejšie diskontné certifikáty majú maximálnu likviditu; sú obchodované na burzách a emitent spravidla robí tvorcu trhu (tzv. market maker), pričom rozpätia medzi najlepšou cenou-nákup a najlepšou cenou-predaj sú často len 1 cent pri cene 20 – 30 eur, teda menej ako 1 promile,
- nízke kreditné riziko, emitentmi sú najväčšie bankové domy na svete alebo ich dcéry (v tom prípade je obvyklá garancia matky),
- možnosť dosiahnuť zaujímavý výnos pri náraste, stagnácii alebo aj miernom poklese ceny podkladového aktíva, čo klasické produkty (napr. podielové fondy) neposkytujú.

#### Nevýhody diskontných certifikátov:

- obmedzený maximálny výnos – investor neprofituje z nárastu podkladového aktíva nad hodnotu cap,
- absencia dividend – pri investícii do akciového ETF alebo priamo do akcií investor dostane dividendy, diskontný certifikát nevypláca žiadne výnosy z podkladových aktív.

#### Použitie a vhodnosť produktu:

Produkt je vhodný pre klientov, ktorí hľadajú vyšší výnos, než ponúka bezriziková investícia, ale nie

### Investor do diskontného certifikátu zarobí aj v prípade poklesu podkladového aktíva

sú pripravení znášať plné riziko podkladového aktíva, prípadne s ním ešte nemajú skúsenosti. Takisto je vhodný v situácii, keď klient neočakáva výrazný nárast ceny podkladového aktíva, skôr jeho stagnáciu alebo mierny pokles.

# Emisia dlhopisov ZSNP Invest 02



Dlhopisy ZSNP Invest 02 sa začali vydávať 28. 10. 2010, celkový objem emisie je 10 mil. eur. Výnos je určený kombináciou pevnej úrokovej sadzby vo výške 7,50 % p. a. a pohyblivej úrokovej sadzby (maximálne vo výške 4 % p. a.), ktorej výška závisí od vývoja cien hliníka.

ZSNP, a. s., vznikla v roku 1951 pod pôvodným názvom Kovohuty Hron, n. p., so zameraním na výrobu hliníka. V roku 2002 bola táto spoločnosť sprivatizovaná. Aktuálne ju ovláda spoločnosť PENTA INVESTMENTS LIMITED, ktorej akcionársky podiel k 31. 12. 2009 dosahoval 96,06 %. Spoločnosť prešla pod taktovkou majoritného akcionára rozsiahlou reštrukturalizáciou, procesom odpredaja množstva jej dcérskych spoločností a zvýšenia efektívnosti riadenia jej aktív. V súčasnosti je hlavnou podnikateľskou činnosťou ZSNP správa 100 % akciového podielu v spoločnosti ZSNP SCO, a. s., ktorej najhodnotnejším aktívom je 44,688 % akcií spoločnosti Slovalco, a. s., významného výrobcu hliníka. Druhým akcionárom spoločnosti Slovalco, a. s., je nórska spoločnosť Hydro Aluminium, svetový hráč č. 5, ktorý spoločnosti poskytuje technologické know-how. Spolupráca skupiny Penta s akcionárom z Nórska trvá už 8 rokov. Všetky dôležité rozhodnutia vrátane rozhodnutia o výplate dividend sú prijímané konsenzom

oboch partnerov. Medzi oboma partnermi je podpísaná investičná zmluva, ktorá oprávňuje spoločnosť vyplácať dividendu, a to v takej výške, aby jej vyplatenie nespôsobilo porušenie kovenantov z existujúcich zmlúv s úverovými inštitúciami a schopnosti spoločnosti riadne fungovať.

Pre ZSNP je spoločnosť Slovalco významným zdrojom cash-flow práve v podobe dividend. Trend maximalizácie výplaty dividend potvrdzuje história, keď za posledné štyri roky Slovalco vyplatilo akcionárom kumulatívnu dividendu vo výške 316 miliónov USD.

Dividendy v rokoch 2011 až 2013 môžu dosiahnuť výšku 40 – 100 mil. USD v závislosti od trhovej ceny hliníka, avšak ich vyplatenie závisí od rozhodnutia valného zhromaždenia.

Jediným obchodným partnerom Slovalca je spoločnosť Hydro Aluminium, ktorá odoberá 100 % produkcie na základe dlhodobej zmluvy a zároveň zabezpečuje surovinu nutnú na výrobu hliníka. Spoločnosť ZSNP Invest, a. s., je 100 % dcérskou spoločnosťou ZSNP, a. s. Táto firma sa stala emitentom emisie dlhopisov, keďže nebolo možné v krátkom čase získať súhlas s emisiou

od banky financujúcej spoločnosť ZSNP, a. s. Emisia dlhopisov ZSNP Invest prináša investorom možnosť participovať na ukončení (exite) tohto úspešného projektu, ktoré je predpokladané vo februári 2014.

| Parametre dlhopisov                    |  |
|--|--|
| Názov emisie                           | Dlhopis ZSNP Invest 02 (ďalej „dlhopisy“)  |
| Emitent                                | ZSNP Invest, a. s. (sídlo v SR)  |
| Veľkosť emisie                         | 10 mil. EUR  |
| Splatnosť                              | 28. 4. 2014  |
| Minimálna investícia jedného investora | 50 000 EUR v menovitej hodnote   |
| Kupón:                                 | fixný, 7,50 % p. a. + variabilný, max. 4,00 % (v závislosti od ceny hliníka); vyplácaný ročne a pri splatnosti   |
| Účel použitia                          | financovanie investičných, prevádzkových a iných aktivít spoločnosti ZSNP Invest, a. s.  |
| Spôsob umiestňovania                   | neverejný predaj   |
| Zdroj splatenia                        | z peňažného toku emitenta dosiahnutého z jeho podnikateľskej činnosti a/alebo prostredníctvom emisie ďalších dlhopisov, bankovým úverom, pôžičkou alebo z budúceho vlastníctva akcií |



História a predikcia výšky dividend v mil. USD

|           | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011f  | 2012f  | 2013f  |
|-----------|------|------|------|------|--------|--------|--------|
| Dividenda | 39   | 127  | 60   | 90   | 40-100 | 40-100 | 40-100 |

# Dlhopisy ŽABKA 02



predajnou plochou a so širším sortimentom poskytovaných služieb. Predaj v obchodoch Žabky je založený na blízkosti, rýchlosti a pohodlí nákupu pre zákazníka. Týmto spoločnosť nielenže priťahuje čoraz viac zákazníkov, ale takisto nie je v priamej konkurencii medzinárodných retailových sietí, ktoré zákazníci využívajú na úplne iný typ nákupov.

Emitentom Dlhopisov Žabka 02 je spoločnosť Zabka Holdings Public Co Ltd. Tá bola založená spoločnosťou Penta Investment, a. s., na účely akvizície Žabky Polska S. A.

| Parametre dlhopisov                     |  |
|---|--|
| Názov emisie:                           | Dlhopis ŽABKA 02 (ďalej „dlhopisy“)  |
| Emitent:                                | Zabka Holdings Public Co Ltd   |
| Veľkosť emisie:                         | 25 mil. EUR  |
| Splatnosť:                              | 12. 11. 2012   |
| Minimálna investícia jedného investora: | 50 000 EUR v menovitej hodnote   |
| Kupón:                                  | fixný, 7,00 % p. a. vyplácaný polročne   |
| Účel použitia:                          | refinancovanie emisie Dlhopisov Žabka 2010                                       |
| Spôsob umiestňovania:                   | neverejný predaj   |
| Zdroj splatenia:                        | predaj akcií alebo časti akcií Žabka Polska S.A., prípadne refinancovanie emisie |
| Predčasná splatnosť:                    | možná, zo strany emitenta  |

Dňa 12. 11. 2010 sa začal predaj dlhopisov ŽABKA 02 v celkovom objeme 25 mil. eur a s výnosom 7,00 % p.a.

Žabka je sieť maloobchodných predajní v Poľsku a Česku, ktoré ponúkajú potraviny a doplnkový tovar a služby predovšetkým v centrách miest, ale aj v rušných komerčných i rezidenčných oblastiach. Špecializuje sa na budovanie sietí predajní typu „Convenience Stores – pohodlných predajní“ so širokým sortimentom potravín, čerstvého tovaru a ďalších výrobkov každodennej spotreby.

Prvé obchody boli otvorené v roku 1998, v roku 2001 sa sieť rozrástla na 600 predajní na celom území Poľska. Spoločnosť Žabka Polska S. A. kúpila v roku 2007 Penta Investments a získala 100-percentný podiel na spoločnosti. V roku

2009 spoločnosť expandovala do Českej republiky, prvá predajňa pod značkou Žabka bola otvorená v Prahe. Česká vetva však nie je súčasťou skupiny Zabka Holdings Public Co Ltd.

Za posledné tri roky má spoločnosť za sebou veľmi úspešný rozvoj. S vyše 2 100 predajňami sa Žabka Polska S. A. stala 3. najväčším maloob-

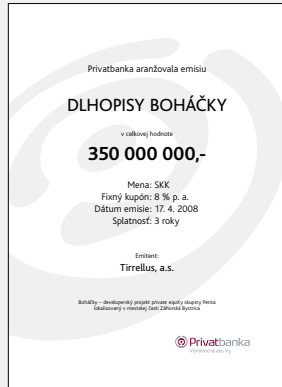
#### Najdôležitejšie ukazovatele spoločnosti Žabka Polska S. A. k 30. 9. 2010 (v mil. PLN):

|                 |       |
|-----------------|-------|
| Tržby           | 1 698 |
| EBITDA          | 93,6  |
| Aktíva          | 1.024 |
| Úročené záväzky | 260   |
| Vlastné imanie  | 294   |

chodným reťazcom. V roku 2009 bol otvorený prvý obchod Freshmarket, predajňa s väčšou



# Dlhopisy Boháčky



Dlhopisy BOHÁČKY sa začali vydávať dňa 17. 4. 2008. Umiestnené boli za necelé štyri mesiace. Výťažok z emisie bol použitý na refinancovanie nákladov na výkup pozemkov a development lokality Záhorská Bystrica.

## Na úpäť Malých Karpát vzniká výnimočná rezidenčná štvrť



Na úpäť Malých Karpát v katastrálnom území bratislavskej mestskej časti Záhorská Bystrica pripravuje investičná skupina Penta jedinečný rezidenčný projekt. V súčasnosti prebieha na stránke Domymalekarpaty.sk prieskum, v ktorom developer projektu ponúka záujemcom príležitosť vyjadriť svoje predstavy o ideálnom bývaní a tak spoluvytvárať výnimočnú rezidenčnú štvrť.

Na základe názoru respondentov sa

bude Penta rozhodovať o ďalšom smerovaní projektu. Buď bude ponúkať samostatné stavebné pozemky jedinečné svojou výmrou, tvarom a orientáciou, alebo zabezpečí komplexnú výstavbu novej rezidenčnej štvrte a domov s nadčasovou modernou architektúrou. Developer pripravil pre záujemcov projekty rodinných domov z dielní popredných európskych architektov, s ktorými sa môžu podrobnejšie zoznámiť v rámci

samotného prieskumu na stránke Domymalekarpaty.sk. Nový rezidenčný projekt vznikne na severozápade Bratislavy v mestskej časti Záhorská Bystrica, len necelých trinásť kilometrov od centra hlavného mesta. Napriek malej vzdialenosti poskytne svojim obyvateľom výhody bývania na úpäť Malých Karpát. Táto lokalita predstavuje ideálne miesto na bývanie pre ľudí, ktorých profesionálne povinnosti držia v meste, ale vo svojom voľnom čase túžia po tichu, bezpečnosti, prechádzkach a bývaní na najvyššej úrovni.

Štvrť je situovaná na mieste bývalých ovocných sádov v malebnom prírodnom prostredí na úpäť Malých Karpát a lemovaná je Vápenickým potokom. Svojím obyvateľom prinesie kultivovaný obytný celok na komfortný život vďaka kvalitnej

krajinnej architektúre a prepracovanému mestskému interiéru, ktorý podporí jedinečnosť tejto lokality. Urbanistický návrh popredného londýnskeho ateliéru Serie Architects vyzdvihuje prirodzené kvality lokality. Na pozemku s celkovou rozlohou 25 ha tak vytvára ponuku 85 unikátnych stavebných pozemkov s orientáciou a výhľadom podľa individuálnych požiadaviek klienta. Začiatok stavebných prác a výstavba inžinierskych sietí sú naplánované na prvú polovicu roka 2011.



Vaša *realita* môže byť to,  
čo iní nazývajú *fantázia*

[www.domymalekarpaty.sk](http://www.domymalekarpaty.sk)

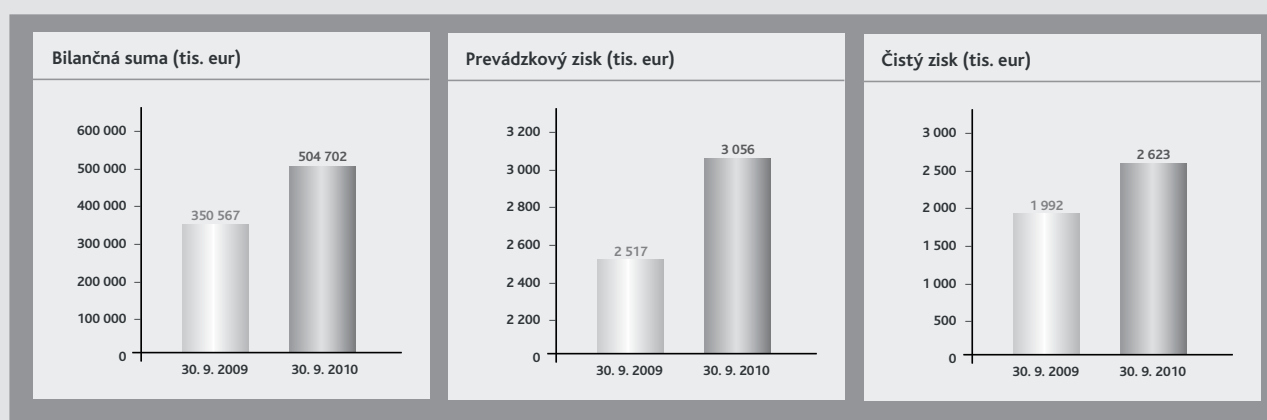


# Aktuality

## Dosiahnuté hospodárske výsledky banky za tretí štvrťrok roku 2010

Aj v treťom štvrťroku nadviazala Privatbanka, a.s., na pozitívne hospodárske výsledky a rastové trendy. K 30. 9. 2010 sú výsledky nasledovné:

|                                     | 30. 9. 2010 (tis. eur) | 30. 9. 2009 (tis. eur) | nárast o |
|-------------------------------------|------------------------|------------------------|----------|
| <b>Bilančná suma (aktíva spolu)</b> | 504 702                | 350 567                | 44 %     |
| <b>Prevádzkový zisk</b>             | 3 056                  | 2 517                  | 21,5 %   |
| <b>Čistý zisk</b>                   | 2 623                  | 1 992                  | 32 %     |



## Kľúčové ukazovatele skupiny Penta v roku 2009\*

|  |                   |
|--|-------------------|
| <b>Aktíva skupiny</b>                    | 2,7 miliardy eur  |
| <b>Vlastné imanie</b>                    | 859,3 milióna eur |
| <b>Konsolidovaný zisk po zdanení</b>     | 156,2 milióna eur |
| <b>Konsolidované tržby skupiny Penta</b> | 2,2 miliardy eur  |

\* zdroj: Penta, konsolidované výsledky spoločnosti Penta Holding Ltd. (Cyprus)

Hospodárenie skupiny pozitívne ovplyvnili hlavne investície v energetike, retaile a v zdravotníctve. V roku 2009 skupina uzavrela 7 transakcií, v tomto roku mala Penta k 1. septembru uzavretých už 5 akvizícií.

## Projekt Bory

Projekt Bory má ambíciu byť novou mestskou štvrťou Bratislavy, pôjde o prvý mix development tohto rozsahu na Slovensku. Navyše, nachádza sa v katastrálnom území mestských častí Lamač a Devínska Nová Ves, ktorá je značne poddimenzovaná možnosťami nákupu či voľnočasovými aktivitami. Projekt Bory pozostáva z komerčnej zóny Bory a obchodno-zábavného centra Bory Mall a bude zrealizovaný na území s rozlohou 220 ha. Projekt je v súčasnosti v prvej fáze, keď prebieha výstavba infraštruktúry.

V rámci komerčnej zóny sa začala v lete tohto roka výstavba. Prvý obchod, ktorý tam bol postavený, je veľkoobchod Metro Cash & Carry. Otvorený bol na konci októbra 2010. Nasledovať bude výstavba ďalších predajní rôzneho druhu v rámci komerčnej zóny a postavenie obchodno-zábavného centra Bory Mall.

Investície spojené s prípravou územia dosiahli zhruba 120 mil. eur. Výstavba obchodno-zábavného centra Bory Mall si vyžiada investíciu vo výške 200 mil. eur.





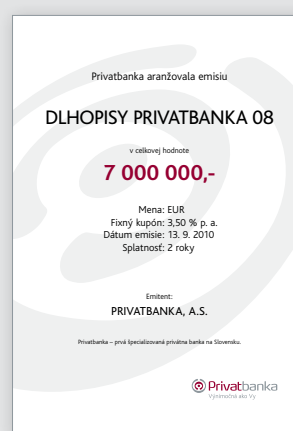
## Zlatá minca pre Privatbanka Wealth Management

Finančné riešenie Privatbanka Wealth Management získalo aj tento rok ocenenie v súťaži Zlatá minca. V kategórii investičné bankovníctvo mu odborná porota udelila 1. miesto. Zlatá minca je súťaž produktov bánk, poisťovní a iných finančných subjektov, ktorú organizuje spoločnosť Media Project Agency.



## Dlhopisy Privatbanka 08

Dňa 13. 9. 2010 začala Privatbanka, a.s., s predajom v poradí už ôsmej emisie vlastných dlhopisov s názvom „Dlhopisy Privatbanka 08“ a nadštandardným výnosom 3,50 % p. a. Presné znenie emisných podmienok bolo zverejnené v Hospodárskych novinách dňa 6. 9. 2010.



## Prehľad korporátnych emisií dlhopisov, ktoré aranžovala Privatbanka, a. s.

| Názov dlhopisu          | Emitent                        | Celková hodnota emisie | Splatnosť    | Fixný kupón                  |
|-------------------------|--------------------------------|------------------------|--------------|------------------------------|
| Digital Park 01         | Digital Park Einsteinova, a.s. | 250 000 000,00 SKK     | 27. 7. 2010  | 8,00 % p. a.                 |
| Žabka                   | Žabka Holdings                 | 680 000 000,00 SKK     | 12. 11. 2010 | 9,00 % p. a.                 |
| Bohačky                 | Tirrellus, a.s.                | 350 000 000,00 SKK     | 17. 4. 2011  | 8,00 % p. a.                 |
| Bussines Centrum Košice | CMT- real, s.r.o.              | 5 000 000,00 EUR       | 30. 9. 2011  | 8,00 % p. a.                 |
| Dr. Max 1               | Česká lékárna holding, a.s.    | 20 000 000,00 EUR      | 14. 8. 2012  | 8,00 % p. a.                 |
| Dr. Max 2               | Česká lékárna holding, a.s.    | 200 000 000,00 CZK     | 21. 8. 2012  | 8,00 % p. a.                 |
| Alpha Medical 01        | Sandwedge B.V.                 | 12 000 000,00 EUR      | 29. 1. 2013  | 7,50 % p. a.                 |
| Alpha Medical 02        | Sandwedge B.V.                 | 100 000 000,00 CZK     | 29. 1. 2013  | 7,50 % p. a.                 |
| Bory                    | Bory, a.s.                     | 20 000 000,00 EUR      | 20. 4. 2013  | 7,50 % p. a.                 |
| Digital Park 02         | Digital Park Einsteinova, a.s. | 8 300 000,00 EUR       | 27. 7. 2013  | 6,75 % p. a.                 |
| ZSNP Invest             | ZSNP Invest, a.s. (sídlo s SR) | 25 000 000,00 EUR      | 28. 3. 2014  | 8,00 % p. a. – 12,00 % p. a. |
| Žabka 02                | Žabka Holdings                 | 25 000 000,00 EUR      | 12. 11. 2012 | 7,00 % p. a.                 |
| ZSNP Invest 02          | ZSNP Invest, a.s. (sídlo s SR) | 10 000 000,00 EUR      | 28. 4. 2014  | 7,50 % p. a. – 11,50 % p. a. |

\* Presné znenie emisných podmienok všetkých emisií dlhopisov, ktoré predáva Privatbanka, a. s., sú k dispozícii u vášho privátneho bankára alebo na vyžiadanie na adrese [treasury@privatbanka.sk](mailto:treasury@privatbanka.sk)

# Estónsko. Nový člen eurozóny.

Ešte v roku 1991 bolo sovietskou socialistickou republikou. O dvadsať rokov neskôr však definitívne kotví na západe. Prvého januára 2011 sa Estónsko stáva sedemnástym členom Európskej menovej únie.



Ing. Mgr. Richard Tóth, PhD.  
hlavný ekonóm

Estónsko je so svojimi 45 000 km<sup>2</sup> rozlohy takmer také veľké ako Slovensko, dokonca aj hlavné mesto Tallinn je so 410-tis. obyvateľmi takmer také početné ako Bratislava. Tak ako Slovensko, aj Estónsko je v schengenskom priestore. Avšak, na rozdiel od Slovenska, má len 1,3 milióna obyvateľov, pričom až 26 % z nich sa narodilo mimo krajiny, prevažne v dnešnom Rusku. Náboženstvo je prevažne protestantské. Aj geograficky sa Estónsko od Slovenska výrazne odlišuje – najvyšší bod má len 318 metrov. Krajina má viac ako 1 500 ostrovov.

Podľa prepočtu na osobu je HDP na úrovni dvoch tretín priemeru EÚ. Krajina má rozvinutý sektor služieb. Polovicu pridanej hodnoty v krajine tvorili v roku 2008 reálny biznis a prenájom, priemysel a obchod. Tretinu z priemyselnej produkcie tvorila výroba potravín, drevených a papierových výrobkov a výroba kovov a kovových výrobkov. Estónska ekonomika je otvorenou ekonomikou (v roku 2008 bol podiel exportu a importu tovarov a služieb na HDP 160 %), keď podiel obchodu so službami na HDP je jeden z najvyšších v EÚ vôbec. Najväčším obchodným partnerom je Fínsko a spolu s Lotyšskom, Litvou, so Švéd-

skom, s Nemeckom a Ruskom tvorí vyše 60 % zahraničného obchodu. Celkovo s eurozónou realizuje približne tretinu svojho zahraničného obchodu.

Za posledných desať rokov bola inflácia v Estónsku veľmi volatilná. Od začiatku nultých rokov najprv pozvoľna klesala. V roku 2004 stúpila najmä ako dôsledok uvoľnenia regulovaných cien kvôli vstupu krajiny do EÚ. Inflácia zostala vysoká aj v ďalších rokoch, keď ju ťahal vysoký rast miezd a prudký rast cien komodít. Okrem toho už v roku 1992 bola estónska koruna fixovaná na nemeckú marku a neskôr na euro. Kraji-

## Estónska koruna bola po celý čas fixovaná

na vstúpila do ERM 2 už v júni roku 2004. Takto, v situácii oveľa vyššieho hospodárskeho rastu v Estónsku v porovnaní s eurozónou, chýbali protiinflačné účinky posilňujúcej sa domácej meny. Navyše, úrokové sadzby kopírovali európske, keď trojmesačná medzibanková sadzba (Talibor) bola od roku 2000 do roku 2007 len o 0,1 až 0,2 percentuálneho bodu vyššia než takáto sadzba v eurozóne (Euribor). Menové prostredie bolo preto veľmi priaznivé. Rýchly rast miezd, často nad rastom produktivity práce, prudko zvyšoval domáci dopyt a spôsoboval cenové bubliny v aktívach. Bežný účet platobnej bilancie bol najmä pre bilanciu tovarov vysoko záporný.

Príjmy verejného rozpočtu rástli a krajina zaznamenávala neustály prebytok verejného hospodárenia. Vláda však dane neznižila, aby ešte viac neprilievala olej do prehriatej ekonomiky. A ani nevyužila kladné saldo svojho hospodárenia na znižovanie verejného dlhu. Nebolo totiž čo znižovať – podiel verejného dlhu na HDP sa totiž po celé desaťročie pohyboval okolo piatich percent. Vláda tak investovala rozpočtové prebytky do nákupu aktív v zahraničí, najmä do nákupu cudzích štátnych dlhopisov. Priemernú splatnosť dlhu zvýšila na bezpečných sedem rokov.

Na konci roku 2007 sa rast hospodárstva začal spomaľovať. Pre predchádzajúce vysoké nerovnováhy bol pokles veľmi prudký. V roku 2008 klesol reálny HDP o 3,6 % a v roku 2009 o ďalších 14,1 %. Napríklad cena rezidenčných nehnuteľností klesla do roku 2010 oproti vrcholu v roku 2007 o 50 %. Nezamestnanosť vzrástla z 5,5 % na takmer 14 %. Verejný rozpočet sa dostal do deficitu. Krajina však maastrichtské kritériá splnila.

Ďalší vývoj hospodárstva by mal byť vcelku optimistický, keď prudký prepád zvýšil jej me-

## Pre predchádzajúce vysoké nerovnováhy bol pokles veľmi prudký

dziárovú konkurencieschopnosť. V strednodobom horizonte však nemožno čakať návrat k číslam z nultých rokov.

Niektoré makroekonomické parametre Estónska

|  | 2000 | 2001 | 2002  | 2003  | 2004  | 2005 | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  |
|--|------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| Rast reálneho HDP, r/r, %                  | 10,0 | 7,5  | 7,9   | 7,6   | 7,2   | 9,4  | 10,0  | 7,2   | -3,6  | -14,1 |
| Harmonizovaná inflácia, %                  | 3,9  | 5,6  | 3,6   | 1,4   | 3,0   | 4,1  | 4,4   | 6,7   | 10,6  | 0,2   |
| Miera nezamestnanosti, %                   | 13,6 | 12,6 | 10,3  | 10,0  | 9,7   | 7,9  | 5,9   | 4,7   | 5,5   | 13,8  |
| Rast miezd, r/r, %                         | 14,5 | 9,6  | 9,1   | 11,7  | 12,2  | 10,9 | 14,1  | 24,8  | 9,8   | -3,0  |
| Rast bankových úverov, r/r, %              | 28,5 | 19,4 | 22,2  | 40,0  | 34,4  | 34,8 | 43,8  | 33,9  | 7,6   | -4,6  |
| Rast cien nehnuteľností na bývanie, r/r, % | 1,6  | 34,2 | 29,5  | 12,9  | 27,8  | 30,9 | 51,8  | 10,1  | -12,3 | -39,1 |
| Saldo verejného rozpočtu, % HDP            | -0,2 | -0,1 | 0,3   | 1,7   | 1,6   | 1,6  | 2,5   | 2,6   | -2,7  | -1,7  |
| Verejný dlh, % HDP                         | 5,1  | 4,8  | 5,7   | 5,6   | 5,0   | 4,6  | 4,5   | 3,8   | 4,6   | 7,2   |
| Bežný účet platobnej bilancie, % HDP       | -4,9 | -4,9 | -10,1 | -10,6 | -10,6 | -9,2 | -14,7 | -16,8 | -8,4  | 7,4   |

Poznámka: r/r = medziročný rast

# Zoznam maastrichtských delikventov

Maastrichtské kritériá mali zabezpečiť primeranú mieru konvergencie členských krajín eurozóny. Nezabezpečili.

Prvého januára 1999 vstúpil projekt Európskej menovej únie do tretej záverečnej fázy. Zrodilo sa euro. Eurozónu tvorilo najprv jedenásť krajín z vtedajšej pätnásťčlennej EÚ, o dva roky neskôr sa k nej pripojilo Grécko. Trinástou krajinou sa v roku 2007 stalo Slovinsko, o rok neskôr sa pridali Malta a Cyprus a o ďalší rok Slovensko. V roku 2011 do nej pribudne sedemnásť člen Estónsko.

Menová únia je trvalo udržateľná len vtedy, ak sa členské krajiny vyvíjajú harmonicky. V diskusiách na pôde európskych inštitúcií vzniklo päť parametrov, ktorých plnenie malo jednak vypovedať o miere konvergencie krajín, ktoré do Únie vstupujú, a zároveň sa požadovalo, aby krajiny tieto kritériá, samozrejme, okrem kritéria stability výmenného kurzu, plnili aj naďalej po vstupe. Cieľom bolo trvalo udržiavať celkovú mieru konvergencie vnútri celej menovej únie. Keďže menová politika (tzn. politika sadzieb a menového kurzu) sa už prostredníctvom ECB zabezpečovala spoločne, dôraz sa kládol na druhú nohu hospodárskej politiky – na trvalo udržateľnú rozpočtovú politiku. Neplnenie kritéria deficitu verejného rozpočtu malo byť postihované.

## > Päť predvstupových kritérií a štyri povstupové

Jedným z kritérií bolo inflačné kritérium. Aby sa krajiny kvalifikovali na vstup do eurozóny, nemal priemer ich medziročnej harmonizovanej inflácie v referenčnom období presiahnuť priemer troch krajín s najnižšou infláciou, zvýšený o jeden a pol percentuálneho bodu. Referenčným obdobím bolo posledné známe dvanásťmesačné obdobie pred hodnotením krajiny. Referenčná hodnota sa vypočítava z inflácie všetkých krajín EÚ, nielen z tých v eurozóne. Ďalej, výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov navzájom sa nemali priveľmi odlišovať. Priemer požadovaných výnosov desaťročných štátnych dlhopisov v referenčnom období nemal presiahnuť priemer takýchto dlhopisov tých krajín, ktoré boli referenčnými pre infláciu, zvýšený o dva percentuálne body. Referenčné obdobie bolo identické ako pre infláciu.



Krajiny museli pred vstupom preukázať a zároveň sa aj do budúcnosti zaviazat, že deficit ich verejného rozpočtu neprekročí v žiadnom roku hranicu troch percent nominálneho HDP. Zároveň podiel verejného dlhu na HDP nemal prekročiť 60 % HDP.

Posledným kritériom bolo kurzové kritérium, podľa ktorého mal byť kurz meny prístupujúcej krajiny stabilný voči ostatným menám členských krajín eurozóny a k euru. Fluktučné pásmo bolo relatívne úzke –  $\pm 2,25\%$  okolo centrálnej parity stanovenej pri vstupe do dvojročného sledovacieho obdobia ERM 2, pričom devaluácia domácej

prirodzene, po vstupe do EMÚ dodržiavať.

O vhodnosti výberu samotných kritérií a aj samotných referenčných hodnôt možno viesť polemiku, avšak tak či tak ich mali krajiny dodržiavať. A dokonca nielen krajiny eurozóny, ale celá Európska únia, tak ako sa zaviazala v Pakte stability a rastu, ktorý je súčasťou Zmluvy o EÚ. De facto plne v rukách vlád zostalo len kritérium fiškálneho deficitu, a teda aj verejného dlhu. Infláciu však mohli vlády ovplyvniť tiež, aj keď len obmedzene, napríklad prostredníctvom regulovaných cien. Kritérium výnosov na dlhopisoch vlády mali ovplyvňovať len prostredníctvom dôveryhodnosti svojej fiškálnej politiky. Kurzové kritérium, samozrejme, po vstupe do Únie prestalo pre členské krajiny existovať.

Chceli sme zistiť, ako sa za posledných vyše 11 rokov tieto kritériá dodržiavajú.

## > Inflačné kritérium

Referenčnú mieru inflácie sme vypočítavali pre každý mesiac zvlášť od januára 1999 do septembra 2010. Prvé dvanásťmesačné obdobie sa teda začalo vo februári 1998 a skončilo sa v januári 1999 a posledné bolo v októbri 2009 až septembri 2010. Následne sme za každý mesiac porovnávali namerané hodnoty pre jednotlivé krajiny eurozóny (alebo EÚ) s referenčnou hod-

**Plne v rukách vlád zostalo len kritérium fiškálneho deficitu, a teda aj verejného dlhu. Nepriamo však aj inflačné a dlhopisové kritériá. Čiže v podstate všetky**

meny bola postačujúcou podmienkou na vylúčenie krajiny z prístupových rokovanií. Revaluácia bola povolená. Toto kritérium nebolo potrebné,



notou. Nie všetky súčasné krajiny eurozóny (EÚ) boli jej súčasťou od roku 1998. Aby boli krajiny porovnateľné, plnenie kritérií sme hodnotili relatívne. Sledovali sme podiel obdobia, v ktorom krajina plnila kritériá počas celého obdobia pobytu krajiny v eurozóne (EÚ). Ak plnila po celý čas pobytu, plnila ich na 100 %.

Zoznam referenčných krajín sa takmer každý mesiac menil, najčastejšie sa však v ňom zobrazovali Nemecko, Švédsko, Fínsko a Veľká Británia (t. j., že tieto krajiny mali najnižšiu mieru inflácie). Pomerne často aj Francúzsko, Portugalsko, Holandsko a Rakúsko. Počas krízy sa doň dostali aj ekono-

### Medzi referenčné krajiny pre infláciu najčastejšie patrili Nemecko, Švédsko, Fínsko, Veľká Británia a Francúzsko, teda veľké a severské krajiny

miky, ktoré boli predtým prehriate a v kríze veľmi utrpeli – Írsko, Estónsko, Lotyšsko. Počas pobytu v eurozóne plnili krajiny inflačné kritérium len na 53,8 % (časť A.1 v tabuľke č. 1). Na viac ako 90 % ho plnili len Nemecko a Rakúsko a na viac ako 75 % aj Francúzsko, Belgicko, Fínsko a Taliansko. Ak zoberieme do úvahy všetky členské krajiny EÚ (časť A.2 tabuľky č. 1) za celé obdobie pobytu v EÚ (prvých jedenásť členských krajín EMÚ sa od 1. 1. 1999 nachádzalo aj v EMÚ a v EÚ, preto v časti A.2 tabuľky č. 1 nefigurujú a ich hodnoty sú rovnaké ako pre pobyt v EÚ), na viac ako 90 % plnilo inflačné kritérium okrem Nemecka a Rakúska aj Švédsko. Grécko plnilo počas celého pobytu v eurozóne (od 1. 1. 2001) maastrichtské kritérium len na 1,7 %, ak započítame aj obdobie od 1. 1. 1999, potom plnilo kritérium na 8,5 %

(časť A.2 tabuľky č. 1). Z krajín mimo eurozóny vôbec neplnili kritérium počas svojej účasti v EÚ Maďarsko, Bulharsko a Rumunsko.

Avšak v skutočnosti by ECB a Európska komisia medzi referenčné krajiny pravdepodobne nezapočítali tie, ktorých priemer medziročnej inflácie by bol za posledných 12 mesiacov záporný. Preto sme pripravili ďalší zoznam referenčnej inflácie, kde sme vylúčili záporné hodnoty. Potom medzi referenčné krajiny najčastejšie patrili Nemecko, Švédsko, Fínsko, Veľká Británia a Francúzsko, teda veľké a severské krajiny.

Podľa tohto by potom Nemecko a Rakúsko po celý čas pobytu v eurozóne dodržali maastrichtské inflačné kritérium. Relatívne dobre ho plnili aj Francúzsko, Belgicko, Fínsko, Taliansko, Cyprus a Holandsko. Na konci pelotónu sa ocitlo Grécko len 7,8-percentným plnením. Z krajín mimo eurozóny ho na vyše 90 % plnili Dánsko a Švédsko. Naopak, vôbec ho neplnili Maďarsko a Rumunsko. Paradoxne tak napríklad Dánsko, ktoré nie je členom eurozóny, plnilo inflačné kritérium oveľa lepšie než Grécko, a pritom kurzový režim malo takmer taký istý (dánska koruna je fixovaná na euro pri úzkom fluktuálnom pásme).

Slovensko, zdá sa, neplnilo uspokojivo inflačné kritérium. Krajina má však „smolu“ v tom, že vstúpila do eurozóny len pred rokom a pol a vo veľmi turbulentných časoch. Hádám najrelevantnejší údaj je v časti B.2 tabuľky č. 1 – tu Slovensko plnilo kritériá takmer na 40 %.

#### > Kritérium výnosov štátneho dlhopisu

Toto kritérium patrilo medzi tie, ktoré krajiny poväčšine plnili. Takmer v celej histórii eurozóny od 1. 1. 1999 až do decembra 2009 nepresiahlo rozpätie medzi najnižším a najvyšším výnosom desaťročného štátneho dlhopisu spomedzi krajín eurozóny dva percentuálne body. Odchýlky nastali až príchodom hospodárskej krízy.

Tab. č. 1: Plnenie maastrichtského inflačného kritéria

| A. V referenčnej inflácii všetky zistené hodnoty |      | B. Z referenčnej inflácie vylúčené záporné hodnoty |       |
|--|------|--|-------|
| A.1 Počas pobytu v eurozóne                      |      | B.1 Počas pobytu v eurozóne                        |       |
| Nemecko  | 95,7 | Nemecko  | 100,0 |
| Rakúsko  | 95,0 | Rakúsko  | 100,0 |
| Francúzsko                                       | 87,9 | Francúzsko   | 95,0  |
| Belgicko   | 82,9 | Belgicko   | 85,7  |
| Fínsko   | 80,0 | Fínsko   | 85,7  |
| Taliansko  | 76,4 | Taliansko  | 84,3  |
| Holandsko  | 67,1 | Cyprus   | 81,3  |
| Cyprus   | 59,4 | Holandsko  | 75,7  |
| Luxembursko                                      | 57,1 | Luxembursko  | 62,1  |
| Portugalsko                                      | 45,7 | Slovensko  | 60,0  |
| Írsko  | 40,7 | Malta  | 53,1  |
| Malta  | 28,1 | Portugalsko  | 46,4  |
| Španielsko                                       | 25,0 | Slovinsko  | 40,9  |
| Slovinsko  | 13,6 | Írsko  | 40,7  |
| Slovensko  | 5,0  | Španielsko   | 27,9  |
| Grécko   | 1,7  | Grécko   | 7,8   |
| Priemer EMÚ                                      | 53,8 | Priemer EMÚ  | 65,4  |
| A.2 Počas členstva v EÚ                          |      | B.2 Počas členstva v EÚ                            |       |
| Švédsko  | 90,1 | Dánsko   | 90,1  |
| Veľká Británia                                   | 87,2 | Švédsko  | 90,1  |
| Dánsko   | 81,6 | Veľká Británia                                     | 87,2  |
| Cyprus   | 70,7 | Cyprus   | 84,0  |
| Česko  | 46,1 | Česko  | 61,8  |
| Polsko   | 46,1 | Malta  | 53,3  |
| Malta  | 41,3 | Polsko   | 47,4  |
| Slovinsko  | 25,3 | Slovinsko  | 41,3  |
| Slovensko  | 24,0 | Slovensko  | 38,7  |
| Litva  | 14,5 | Litva  | 21,1  |
| Estónsko   | 13,2 | Estónsko   | 18,4  |
| Grécko   | 8,5  | Grécko   | 13,5  |
| Lotyšsko   | 7,9  | Lotyšsko   | 9,2   |
| Maďarsko   | 0,0  | Bulharsko  | 6,8   |
| Bulharsko  | 0,0  | Maďarsko   | 0,0   |
| Rumunsko   | 0,0  | Rumunsko   | 0,0   |
| Priemer EÚ                                       | 48,6 | Priemer EÚ   | 54,4  |

Poznámka:  
V časti „Počas členstva EÚ“ sa nenachádzajú krajiny, ktoré boli v EMÚ od jej začiatku

Opätovne zoberme do úvahy referenčné krajiny pre infláciu, pričom raz akceptujeme aj tie so zápornou infláciou a inokedy iba tie, ktoré majú len kladnú infláciu. Potom v prvom prípade dlhopisové kritérium neplnili len Írsko a Grécko. Celkovo za celú dĺžku ich pobytu v eurozóne 99,8 % a 93,6 %. Paradoxne, Írsko a Portugalsko sú pre nízku infláciu medzi referenčnými krajinami. Ak zoberieme do úvahy len referenčné krajiny s kladnou infláciou, potom dlhopisové kritérium neplnilo okrem Írska (na 99,4 %) a Grécka (93,2 %) aj Portugalsko (99,2 %).

### > Kritérium rozpočtového deficitu

| Plnenie kritéria deficitu v % |       |
|-------------------------------|-------|
| Fínsko                        | 100,0 |
| Luxembursko                   | 100,0 |
| Belgicko                      | 90,9  |
| Írsko                         | 81,8  |
| Španielsko                    | 81,8  |
| Holandsko                     | 81,8  |
| Rakúsko                       | 81,8  |
| Slovinsko                     | 66,7  |
| Nemecko                       | 54,5  |
| Francúzsko                    | 54,5  |
| Portugalsko                   | 54,5  |
| Cyprus                        | 50,0  |
| Taliansko                     | 45,5  |
| Grécko                        | 0,0   |
| Malta                         | 0,0   |
| Slovensko                     | 0,0   |
| Priemer EMÚ                   | 59,0  |
| EMÚ16 (celok)                 | 81,8  |

Inflačné a „dlhopisové“ kritériá ovplyvňujú národné vlády len nepriamo. Naozaj majú pod kontrolou len deficit. A ich výsledky sú veľmi slabé. Len dve krajiny po celých prvých 11 rokoch trvania menovej únie plnili toto kritérium na 100 % – Fínsko a Luxembursko. Belgicko „zlyhalo“ len raz v roku 2009. Malta a Slovensko nespĺnili kritérium ani raz, je to však dôsledok ich vstupu

do eurozóny práve v období nástupu hospodárskej krízy. Až tragický prípad je Grécko, ktorého vlády nedokázali hospodáriť s deficitom nižším než 3 % HDP od roku 2001 ani raz.

### > Kritérium verejného dlhu

| Plnenie kritéria verejného dlhu v % |       |
|-------------------------------------|-------|
| Cyprus                              | 100,0 |
| Luxembursko                         | 100,0 |
| Slovinsko                           | 100,0 |
| Slovensko                           | 100,0 |
| Fínsko                              | 100,0 |
| Írsko                               | 90,9  |
| Španielsko                          | 90,9  |
| Holandsko                           | 81,8  |
| Portugalsko                         | 54,5  |
| Francúzsko                          | 36,4  |
| Nemecko                             | 18,2  |
| Rakúsko                             | 9,1   |
| Begicko                             | 0,0   |
| Grécko                              | 0,0   |
| Taliansko                           | 0,0   |
| Malta                               | 0,0   |
| Priemer EMÚ                         | 55,1  |
| EMÚ16 (celok)                       | 0,0   |

Toto kritérium priamo súvisí s predchádzajúcim, keďže dlh je vlastne súčet deficitov. Len päť krajín toto kritérium plnilo, medzi nimi aj Slovensko. Naopak, štyri krajiny ho ani raz nespĺnili, pričom najhoršie na tom sú Grécko, Taliansko a Belgicko. Posledná menovaná krajina bola však jedinou, ktorá systematicky znižovala gigantický dlh, ktorý mala pri zrode eurozóny.

### > Zhrnutie

Pokúsili sme sa zostaviť celkové poradie krajín podľa toho, ako plnili kritériá od januára 1999 do septembra 2010 (inflácia a dlhopisy), resp. do konca roka 2009 (deficit a dlh). Každé zo štyroch kritérií má rovnakú váhu. Zo zoznamu referenčných krajín pre infláciu a dlhopisy sme vylúčili tie krajiny, ktoré mali zápornú infláciu.

Potom je celkovo „najpochvejšou“ krajinou Fínsko nasledované Luxemburskom. Obe krajiny plnili až tri zo štyroch kritérií na 100 % po celý čas. Vcelku dobre (povedzme na úrovni 75 % a viac) plnili kritériá aj Holandsko, Cyprus, Írsko, Slovinsko a Španielsko. Veľké ekonomiky – Francúzsko, Nemecko a Taliansko sa nachádzajú v druhej polovici rebríčka. Malta a Grécko plnili kritériá na menej ako 50 %, Grécko dokonca len na úrovni 25 % a bez dlhopisového kritéria ostatné plnilo len na 2,6 %. Kým však Malta vstúpila do eurozóny na začiatku roku 2008, Grécko svoju neschopnosť plniť kritériá preukazovalo už od roku 2001.

V skutočnosti možno penalizovať len neplnenie rozpočtového kritéria. Ani jedna krajina však nebola nikdy naozaj potrestaná. Ani Grécko, ktoré malo každý rok deficit vyšší než 3 % HDP. Veď napokon, maslo na hlave majú samotné piliere eurozóny – Nemecko, Francúzsko a Taliansko.

| Celkové plnenie maastrichtských kritérií podľa krajín |          |          |         |       |         |
|---|----------|----------|---------|-------|---------|
|   | Inflácia | Dlhopisy | Deficit | Dlh   | Priemer |
| Fínsko  | 85,7     | 100,0    | 100,0   | 100,0 | 96,4    |
| Luxembursko   | 62,1     | 100,0    | 100,0   | 100,0 | 90,5    |
| Holandsko   | 75,7     | 100,0    | 81,8    | 81,8  | 84,8    |
| Cyprus  | 81,3     | 100,0    | 50,0    | 100,0 | 82,8    |
| Írsko   | 40,7     | 99,4     | 81,8    | 90,9  | 78,2    |
| Slovinsko   | 40,9     | 100,0    | 66,7    | 100,0 | 76,9    |
| Španielsko  | 27,9     | 100,0    | 81,8    | 90,9  | 75,1    |
| Rakúsko   | 100,0    | 100,0    | 81,8    | 9,1   | 72,7    |
| Francúzsko  | 95,0     | 100,0    | 54,5    | 36,4  | 71,5    |
| Belgicko  | 85,7     | 100,0    | 90,9    | 0,0   | 69,2    |
| Nemecko   | 100,0    | 100,0    | 54,5    | 18,2  | 68,2    |
| Slovensko   | 60,0     | 100,0    | 0,0     | 100,0 | 65,0    |
| Portugalsko   | 46,4     | 99,2     | 54,5    | 54,5  | 63,7    |
| Taliansko   | 84,3     | 100,0    | 45,5    | 0,0   | 57,4    |
| Malta   | 53,1     | 100,0    | 0,0     | 0,0   | 38,3    |
| Grécko  | 7,8      | 93,2     | 0,0     | 0,0   | 25,2    |
| Priemer EMÚ   | 65,4     | 99,5     | 59,0    | 55,1  | 80,4    |

Ďalší uhol pohľadu je plnenie kritérií v jednotlivých rokoch fungovania eurozóny. V prvých dvoch rokoch krajiny plnili kritériá vcelku dobre, keď dokonca všetky splnili aj kritérium deficitu. Potom, s nástupom celosvetovej recesie, sa disciplína postupne uvoľňovala. Prispeli k tomu aj vlády veľkých krajín, ktoré vnímali zvýšenie rozpočtového deficitu ako nástroj na podporu

ekonomiky a napokon tento názor aj v októbri 2005 presadili do Paktu stability a rastu. Rok 2004 bol v plnení kritérií najhorším, potom sa disciplína postupne zlepšovala. V roku 2007 sa dostala na úroveň zo začiatku nultých rokov. V roku 2009 však prudko padla na „historické dno“.

| Celkové plnenie maastrichtských kritérií podľa rokov |          |          |         |      |         |
|--|----------|----------|---------|------|---------|
|  | Inflácia | Dlhopisy | Deficit | Dlh  | Priemer |
| 1999   | 75,0     | 100,0    | 100,0   | 45,5 | 80,1    |
| 2000   | 72,7     | 100,0    | 100,0   | 72,7 | 86,4    |
| 2001   | 48,6     | 100,0    | 75,0    | 66,7 | 72,6    |
| 2002   | 63,2     | 100,0    | 75,0    | 58,3 | 74,1    |
| 2003   | 56,3     | 100,0    | 58,3    | 50,0 | 66,1    |
| 2004   | 51,4     | 100,0    | 50,0    | 50,0 | 62,8    |
| 2005   | 62,5     | 100,0    | 66,7    | 41,7 | 67,7    |
| 2006   | 69,4     | 100,0    | 75,0    | 41,7 | 71,5    |
| 2007   | 76,9     | 100,0    | 92,3    | 53,8 | 80,8    |
| 2008   | 69,4     | 100,0    | 66,7    | 46,7 | 70,7    |
| 2009   | 72,9     | 99,2     | 12,5    | 37,5 | 55,5    |
| Priemer  | 65,3     | 99,9     | 70,1    | 51,3 | 71,7    |

Zmluva o Európskej únii (Maastrichtská zmluva) pamätala aj na sankcie. Tie v konečnej fáze spočívali v požadovaní informačného nadštandardu pri vydávaní dlhopisov, v požiadavke pre Európsku investičnú banku na prehodnotenie úverovej politiky voči takému štátu, v dočasnom poskytnutí bezúročného vkladu a v primeraných pokutách. V skutočnosti sa tieto sankcie nepoužívali, keď sa authority odvolávali na ďalšie ustanovenia zmluvy, podľa ktorých sa za porušenie rozpočtovej disciplíny nepovažovalo prekročenie limitu dlhu a deficitu, ak sa postupne znižoval alebo bol dôsledkom dočasných faktorov.

Aktuálne sa však diskusia o sankciách obnovila. Napríklad zatiaľ podľa návrhu Európskej komisie by mali členské krajiny uložiť depozit vo výške 0,2 % HDP, ktorý by sa pri neplnení rozpočtového kritéria stal pokutou. Problémom je, že tento depozit by bol príliš malý a niektoré krajiny sú proti automatickému uplatňovaniu tejto sankcie – len na základe hlasovania členských štátov. Navyše, depozit by neriešil problém štrukturálnych nerovnováh, ktoré vedú k prehlbovaniu deficitov v čase hospodárskej stagnácie. Napríklad z krajín PIIGS malo len Grécko v roku 2007 nadlimitný deficit a dokonca Španielsko a Írsko hospodárili s prebytkom.

Zhrnúc – maastrichtské kritériá boli nastavené tak, aby kontrolovali a zabezpečovali primeranú mieru konvergencie jednotlivých krajín. Dnes vieme, že divergencia v eurozóne sa za vyše 10 rokov trvania eurozóny nezmenšila. Únia je stále rozdelená na centrum a periférie. Nemusí to však byť, samozrejme, len dôsledkom toho, že sa niektoré kritériá neplnili, ale že neboli vybrané správne kritériá. A možno by žiadne zmysluplné kritériá nepreukázali, že nejaká konvergencia v eurozóne vôbec nastala.

# Putovanie bez drôtov...



Chharka Bot



Mustang

Existuje veľa možností, ako opustiť našu stredoeurópsku civilizáciu so všetkými jej prednosťami a možnosťami. Pôvodne som sa chcel len pozrieť do miest, kde nevidím drôty elektrického napätia, teda signál toho, že aj sem dorazila nová doba so všetkými svojimi výtobytkami. Sprievodným javom tejto návštevy bol fakt, že tieto miesta sú často vo výške 4 000 m nad morom a vyššie. A že sa k nim musíte dostať pešo... Jedným z takýchto miest vo svete je Nepál. A ako som už spomenul, treba k nemu vystúpiť. Rozhodne sa nepovažujem za tradičného cestovateľa dobrodruha. V podstate poznám predovšetkým tú tzv. civilizovanú časť sveta. Ale možnosť ísť sa pozrieť do Nepálu a Himalájí znela vo svojej podstate od začiatku veľmi lákavo. A keď k tomu pridáte ďalšie detaily v podobe takmer dvojtyždňového pochodu Himalájami, skutočnosť, že treba absolvovať výšku cez 5 000 m a celý čas sa spí v stane, začína to pre našinca vyzerať čoraz lákavejšie. Tak sa stalo, že koncom augusta 2010 som sa spolu s výpravou ďalších ôsmich „čechoslo-

vákov" vybral na miesta, ktoré sa svetu otvorili len pred niečo vyššie 20 rokmi. Ja, čo som celý život prežil pod elektrickými drôtmi. Namasté!

#### > Káthmandú

Do Káthmandú, hlavného mesta Nepálu, priletíme ráno. Hneď mi je jasné, že vchádzam niekam, čo je od mojich predchádzajúcich skúseností na míle ďaleko. Tradičný check in na letisku a transfer do hotela. Začínam vnímať svet tak, ako ho žije viac než 80 % obyvateľov tejto planéty. Nasleduje poobedňajšia prechádzka mestom

---

**Káthmandú je  
však hlavné mesto  
so všetkým, čo k tomu  
v tomto regióne patrí**

---

a môj prvý kultúrny šok... Neskôr som dozvedám, že v Nepále prebieha štrajk zamestnancov štátnej správy, kam patrí aj odvoz smetí.

Na uliciach to vidieť... Káthmandú je však hlavné mesto so všetkým, čo k tomu v tomto regióne patrí. Veľké množstvo ľudí a šialený chaos na cestách. Raz som zažil cestu taxíkom v Istanbule, a to som si hovoril, že horšie to snáď ani byť nemôže. Môže. Som v meste, kde dopravnú zápchu vie spôsobiť aj rikša. Súčasne však začínam vnímať, že napriek tomu všadeprítomnému chaosu je tu významne menej nám známeho stresu. Tuším, že ma týchto neočakávaností čaká viac.

#### > Pokhara

Na to, aby sme sa dostali na začiatok nášho treku, treba ísť do Pokhary. Je to druhé najväčšie mesto v Nepále a s Káthmandú ho spája jedna z mála asfaltovaných ciest v Nepále. Na mape je označená ako highway... Pre tradičného návštevníka Tatier by som Pokharu prirovnal k nášmu Popradu. Z Pokhary máme naplánovaný let do Jomsomu. Avšak, ako to v týchto miestach býva, nikto nič negarantuje a počasie víťazí nad našimi plánmi a do Jomsomu sa

pre monzún nelieti. Sadáme preto do auta a zužujúcou sa asfaltkou dorazíme do Beni. Tu sa asphalt končí... Presadáme do lokálnych džípov a pokračujeme ďalej. Nič proti našim offroadom, mám však pocit, že tu by boli kompletne stratené.

#### > Jomsom

Cesta do Jomsomu (niečo ako tatranský Smokovec) je dobrodružstvom. Všetko je tu neskutočne veľké. Bežný návštevník Tatier zisťuje, že 2 650 m nad morom nie je najvyšší bod, a že na všetko, čo do dnešných dní považoval za dobrodružstvo, treba rýchlo zabudnúť, pretože ho čaká niečo úplne nové. V Jomsome sa definitívne lúčime s civilizáciou, ráno opúšťame mesto a vydávame sa údolím Kali Gandaki, najhlbším údolím na svete, ktoré z jednej strany tvorí Dhaulagiri a z druhej Annapurna. Samotná rieka ponúka unikátne pohľady a jej veľkosť zodpovedá Himalájam.

#### > Visuté mosty

Jednou z vecí, ktoré som si nechcel pripúšťať, bol prechod visutým mostom. Kombinácia závrata a sku-



Vo vetre



Prechod vodopadom

točne vzdušnej konštrukcie mosta sa zdá nereálna. Ale v týchto končinách cesty späť niet a už v prvý deň pochodu som nútený absolvovať ich niekoľko. Tým pádom mám prvý zo svojich štítov dobytý...

#### > Treking

Trekovať v Himalájach je pre našinca niečo mimoriadne. Postupne začíname cítiť výšku, nohy sú ťažšie, dych je kratší. To je však

## Slnko spolu s mrakmi vytvára hru tieňov, ktorá s farebnosťou Mustangu dotvára konečné čaro

kompenzované výhľadmi. Tie sú nekonečné a úchvatné. Slnko spolu s mrakmi vytvára hru tieňov, ktorá s farebnosťou Mustangu dotvára konečné čaro. Nemusíte sa obávať, že by ste absolvovali dva rovnaké dni. V každej chvíli vám okolie poskytne iný, jedinečný pohľad a postupne, tak ako putujete, sa mení ráz okolitého prostredia. Vrchol dosahujeme v piaty deň treku. Pôvodne som si ani nevedel predstaviť, ako to vyzerá vo výške 5 500 m. Už som sa sústredil len na najbližších 30 – 40 krokov.

Následne po dosiahnutí sedla nastala skutočná úľava. Škoda, že nám snežilo, takže sme sa museli obísť bez povestného výhľadu do „údolia“. Pýtam sa nášho šerpu, či mu neprípadá divné, že sa sem niekto prihrnie zo strednej Európy a potom mu dychčí za krkom. Chápavo sa usmial a mohli sme kráčať ďalej.

Postupne klesáme a krajina sa opäť začína meniť. Po ďalších dvoch dňoch sa dostávame do jedného z najkrajších miest celého treku – dedina Chharka Bhot a jej okolie sú skutočne čarovné.

#### > Chharka Bhot

Pre mňa rozhodne jeden z cieľov celého putovania. Skutočné miesto, kde civilizácia ešte nedorazila. Dedinu s približne 600 obyvateľmi delí od Tibetu vlastne len kopec. Jediný spôsob dopravy je po horských chodníkoch, kde stretávate domácich, ktorí sprevádzajú svoje „karavany“ jakov, mulíc a koňov. Aj vďaka tomu tu pôsobíme veľmi cudzo. V každom prípade sa však cítim veľmi slobodne, vnímam okolie tejto „horskej“ dediny a miestnych ľudí. Čokoľvek tu navštívite, pôsobí na vás špecifickým čarom. Miestny mních nás sprevádza po kláštorech, ktoré majú podobu malých domov, avšak skrývajú niekoľkostoročné knihy a zvitky prinesené

z Tibetu. V našich končinách vec nepredstaviteľná...

Zapôsobili na mňa aj miestne deti. V škole sú štyri triedy plus škôlka. Mladý učiteľ je pôvodom z Káthmandú, tu pôsobí rok za stravu a ubytovanie. A mám skutočne pocit, že ho to baví a robí to s nadšením. Deti okolo nás hľadajú len jeden „poklad“ – pero. Aj toto ukazuje na výnimočnosť tejto krajiny.

#### > Rieka Tarap Khola

Sme v polovici nášho putovania a dostávame sa do údolia rieky Tarap Khola. Z horského potoka sa postupne stáva divoká rieka, ktorá vytvorila 400 m hlboké údolie. Pre mňa padá ďalší z mojich pôvodných vrcholov. Ešte pred mesiacom som sa bál pozrieť z 50-m výšky, dnes sledujem, ako rieka putuje hlboko v údolí. Kráčame kaňonom a chodník nás chvíľu ťahá strmo nahor, potom zase opačne. Dostávame sa k zberačom lariev, ktoré vraj blahodarne pôsobia na mužskú potenciu.... Po dlhšom čase mäsové oživenie v jedálnom lístku, večera z kozieho mäsa a je to skutočne dobrota.

#### > Cesta späť

Postupne opúšťame údolie rieky Tarap Khola a ďalším údolím smerujeme k centru oblasti Dolpo – k mestečku Dunai. Vegetácie

výrazne pribudlo, sme vo výške niečo okolo 2 500 m a schádzame dolu. Vidieť, že život je v týchto oblastiach jednoduchší, postupne objavujeme aj stĺpy elektrického napätia a je teda zrejmé, že civilizácia sa blíži. Mesto žije, kráčame ulicou, ktorá je lemovaná obchodmi. Rozmýšľam, kto a komu čo predáva.

Posledný trek smeruje do dediny Juphal, kde je miestne letisko. Na to treba urobiť asi 500 výškových metrov a začínam mať neblahé tušenie o tom, ako toto letisko môže vyzeráť. Nie som sklamaný. Trávnato-kamenistá prístavacia plocha s rozmermi cca 100 x 500 m na skale a do kopca. Už som si zvykol na veľa vecí, ale mám pocit, že by som radšej putoval peši ďalších päť dní, ako absolvoval ten 45-minútový let. Opäť však zasahuje vyššia moc. Lietadlá nelietajú, je monzún, a teda hmľa. O piatej večer dorazia dva vrtuľníky a my sa dostávame na letisko Nepalgunj. Na druhý deň odlietame do Káthmandú a konečne máme možnosť vidieť povestné osemtisícovky – Dhaulaghiri, Annapurnu a Manaslu.

#### > Epilóg

Hneď po návrate sa ma manželka spýtala, či by som šiel znovu. Jednoznačne som konštatoval, že stačilo. Pomaly však mením názor...

Michal Šubín



# Hodina fotografie deťom

Dňa 8. novembra 2010 sa uskutočnil už 9. ročník benefičnej aukcie **HODINA FOTOGRAFIE DEŤOM**. Tento rok sa dražilo v príjemnom prostredí hotela Sheraton.



Predstavenstvo Privatbanky pri preberaní dražobných čísiel



Zľava: Michal Šubín, Emília Vášáryová a Ľuboš Ševčík



Prihovor Ľuboša Ševčíka, generálneho riaditeľa Privatbanky



Nina Gažovičová a Matej „Sajfa“ Cífra



Fotografia Petra Homolu a Stana Dančiaka



Bálová sieň hotela Sheraton počas aukcie



Benefičná aukcia umeleckých fotografií HODINA FOTOGRAFIE DEŤOM je súčasťou zbierky Hodina deťom. Nadácia pre deti Slovenska ju v spolupráci s Aukčnou spoločnosťou SOGA organizuje už od roku 2002. V predchádzajúcich ročníkoch sa spolu vydražilo 567 fotografií v celkovej sume 137 935 eur. Hlavným partnerom 9. ročníka tohto charitatívneho projektu sa stala už štvrtýkrát Privatbanka, a.s. Výťažok z aukcie je určený na pomoc deťom a mladým ľuďom na Slovensku.

Tento rok sa vydražilo 52 umeleckých fotografií, ktoré do

aukcie venovalo 28 renomovaných fotografů. Vyvolávacia cena za fotografiu bola symbolických 200 eur. Skúsená licitátorka Nina Gažovičová však v tandeme s vtipným moderátorom Matejom „Sajfom“ Cifrom vyburcovala dražiteľov k oveľa vyšším ponukám. V histórii aukcie bola v najvyššej sume vydražená fotografia od Milana Rastislava Štefánika s názvom Mont Blanc za takmer 2 700 eur, no tento rok ju prekonala ponuka 2 800 eur za fotografiu Martina Machaja – Object of Desire. Pod túto rekordnú sumu, ktorá poputuje na charitu, sa podpísala Privatbanka. Celkovo na tejto benefičnej

aukcii pribudlo do Fondu Hodiny deťom 31 000 eur.

Úlohy „domácej paney“ sa bravúrne zhostila Emília Vášáryová, čestná predsedníčka Hodiny deťom. Atmosféru tohtoročného benefičného večera spríjemnilo jazzové kvarteto La3no Cubano. Úspešní dražitelia si spolu so skvelými fotografiami aj tento rok odniesli domov skvelé víno.

Aukcia bola aj tento rok veľmi úspešná a opäť sa podarilo vydražiť všetky fotografie. Znovu sme tak pomohli tým, ktorí našu pomoc potrebujú.

Tento rok svoje fotografie venovali: Andrej Bán, Juraj Bartoš, Tomáš Farkaš, Petra Áčová, Martin Machaj, Josef Hník, Pavel Pecha, Karol Benický, Jana Keketi, Šymon Kliman, Ľubo a Monika Stacho, Vladimír Kampf, Miriam Petraňová, Jindřich Štreit, Ľubo Špirko, Peter Župník, Ferdinand Valent, Martin Fridner, Martin Levinne, Sára Saudková, Maňo Štrauch, Eugen Blaškovič, Petr Šálek, Martin Vrabko, Karol Kállay, Fedor Nemeč, Martin Martinček a Daniel Sheehan. Prekvapením večera bola dražba fotografie Petra Homolu so spoluautorstvom herca Stana Dančiaka za prítomnosti oboch autorov.



Najdrahšie vydražená fotografia od Martina Machaja



Foto: Martin Vrabko



Foto: Martin Fröhner



Foto: Martin Levinne



Foto: Luboš Špirko

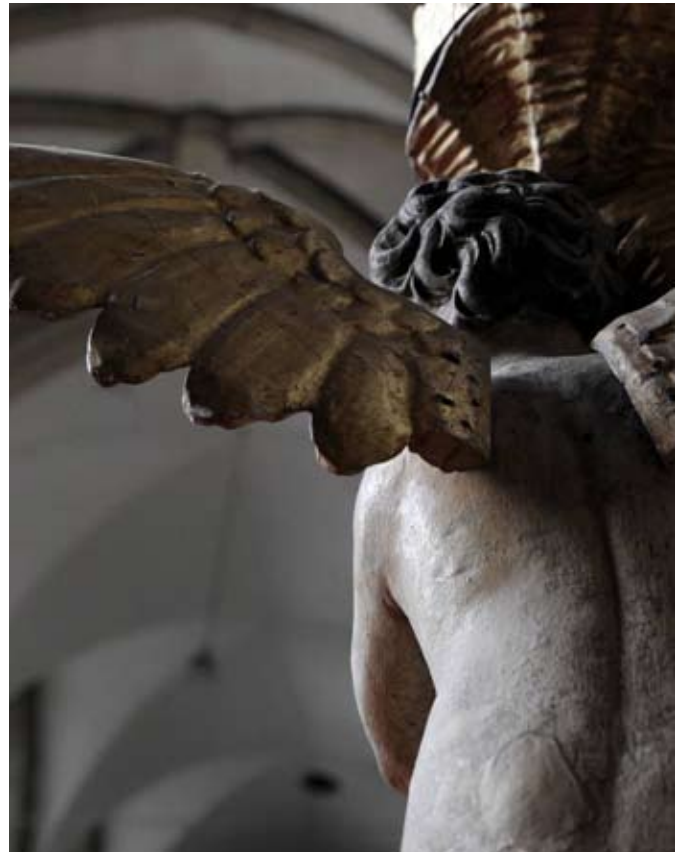


Foto: Peter Župník

Bratislava



Ing. Michal Šubín  
mobil: +421 905 134 935  
tel.: +421 2 3226 6605  
subin@privatbanka.sk

Bratislava



Ing. Jozef Krammer  
mobil: +421 914 342 041  
tel.: +421 2 3226 6601  
krammer@privatbanka.sk

Bratislava



Ing. Eva Havasová  
mobil: +421 907 878 769  
tel.: +421 2 3226 6668  
havasova@privatbanka.sk

Bratislava



Ing. Ľubica Homerová  
mobil: +421 915 785 536  
tel.: +421 2 3226 6663  
homerova@privatbanka.sk

Banská Bystrica



Ing. Rastislav Štafurík  
mobil: +421 915 773 878  
tel.: +421 48 4153 076  
stafurik@privatbanka.sk

Košice



PhDr. Imrich Urbančík, Csc.  
mobil: +421 915 930 114  
tel.: +421 55 7205 206  
urbancik@privatbanka.sk

Bratislava



Ing. Lucia Litvová  
mobil: +421 911 880 907  
tel.: +421 2 3226 6691  
litvova@privatbanka.sk

Bratislava



Zlatica Murányiová  
mobil: +421 911 856 846  
tel.: +421 2 3226 6606  
muranyiova@privatbanka.sk

Bratislava



Ing. Mária Zajková  
mobil: +421 908 938 206  
tel.: +421 2 3226 6765  
zajkova@privatbanka.sk

Žilina



Antónia Podkrivacká  
mobil: +421 911 994 442  
tel.: +421 41 5001 925  
podkrivacka@privatbanka.sk

Košice



Ing. Marek Fekete  
mobil: +421 903 250 117  
tel.: +421 55 7205 205  
fekete@privatbanka.sk

Bratislava



Ing. Viktória Teplanová  
mobil: +421 911 656 082  
tel.: +421 31 5503 673  
teplanova@privatbanka.sk

Bratislava



Ing. Zuzana Šubová  
mobil: +421 911 789 598  
tel.: +421 2 3226 6768  
subova@privatbanka.sk

Bratislava



Ing. Juraj Rybár  
mobil: +421 940 854 654  
tel.: +421 2 3226 6767  
rybar@privatbanka.sk

Košice



Ing. Milan Bielený  
mobil: +421 911 677 096  
tel.: +421 2 3226 6767  
bieleny@privatbanka.sk

Žilina



Ing. Alina Tóthová  
mobil: +421 915 252 949  
tothova@privatbanka.sk

Piešťany



Mgr. Alena Urbanová  
mobil: +421 911 677 095  
urbanova@privatbanka.sk

Praha, CZ



RNDr. Radovan Jakubčík, PhD.  
mobil: +420 731 675 979  
tel.: +420 221 803 303  
jakubcik@privatbanka.cz

Praha, CZ



Ing. Pavlína Tomšů  
mobil: +420 734 523 932  
tel.: +420 221 803 307  
tomsu@privatbanka.cz

Praha, CZ



Ing. Alexander Cetl  
mobil: +420 734 432 808  
tel.: +420 221 803 305  
cetl@privatbanka.cz

Praha, CZ



Marek Sýkora  
mobil: +420 724 839 760  
tel.: +420 221 803 306  
sykora@privatbanka.cz

Privatbanka, a.s. – ústredie  
Einsteinova 25, 851 01 Bratislava 5  
tel.: +421 2 3226 6111  
fax: +421 2 3226 6900

Adresa zastúpenia pre ČR:  
Revoluční 3, 110 00 Praha 1  
tel.: +420 221 803 301  
fax: +420 221 803 302



Privatbanka aranžovala emisiu

# DLHOPISY PRIVATBANKA 08

v celkovej hodnote

**7 000 000,-**

Mena: EUR

Fixný kupón: 3,50 % p. a.

Dátum emisie: 13. 9. 2010

Splatnosť: 2 roky

Emitent:

**PRIVATBANKA, A.S.**

Privatbanka – prvá špecializovaná privátna banka na Slovensku.

