

## Štátne dlhopisy nie sú nudné

Tak ako vo väčšine krajín sveta rastú deficitové verejné rozpočty a s tým verejné zadlženie, čoraz viac sa svet zamýšľa nad jeho udržateľnosťou a dôsledkami. Nastáva v modernej histórii nepoznaný fenomén – hrozba bankrotu vyspelých štátov. Požadované výnosy ich štátnych dlhopisov rastú. Pri iných štátoch, ktoré sú považované za bezpečné, ani rast verejného zadlženia nevyvoláva rast výnosov.

Aký bude celkový ďalší vývoj štátnych dlhopisov? Najprv rozdelíme krajiny na štyri skupiny: na vyspelé krajiny s udržateľnými verejnými financiami (udržateľné pri súčasných parametroch), na vyspelé krajiny s neudržateľnými verejnými financiami, na rýchlo sa rozvíjajúce krajiny a na ostatné (povedzme stagnujúce rozvojové) krajiny.

Udržateľnosť verejných financií nezávisí len od aktuálneho stavu verejného dlhu, ale od najmä od potenciálu jeho tvorby a jeho citlivosti na zmenu parametrov. To znamená, že v tejto skupine budú krajiny, ktoré sú svetovo konkurencieschopné (väčšinou ich meny voči košu svetových mien dlhodobo posilňujú alebo posilňovali). Tieto krajiny majú vysoký HDP na obyvateľa, veľký potenciál výrobných faktorov – vzdelanú populáciu, medzinárodne konkurencieschopné školy, dobrú technickú infraštruktúru, nerastné bohatstvo, menej korupcie, dostatočný sklon k podnikateľskému riziku v populácii, adaptabilitu na zmeny medzinárodných parametrov, schopnosť pritiahnúť mozgy. Nemenej dôležitým faktorom pre potenciál verejného zadlženia je aj úroveň súkromného zadlženia, najmä čistých úspor domácností, pretože prirodzene štát tvoria občania. Významným faktorom je aj stupeň zapojenia krajiny do medzinárodného finančného systému. Na druhej strane, tieto zrelé krajiny zvyčajne zaťažujú demografické problémy (starnutie populácie, nízka pôrodnosť) a ďalej špecifické – napríklad sociálne - kultúrne problémy prisťahovalcov a pod. Neexistuje presná hranica, platná pre všetky takéto štáty, po prekročení ktorej by sme mohli povedať, že tieto štáty sú nadmerne zadlžené. Zvyčajne však, podľa skúseností, sa verejné zadlženie blížiacie sa k hranici 100% stáva významným faktorom spomalenia hospodárskeho rastu.

### Z Európskej únie je najbezpečnejšou krajinou Nemecko

Veľmi zhruba možno medzi tieto krajiny zaradiť Nemecko, Benelux, Francúzsko, nordické krajiny Európy, Rakúsko, Švajčiarsko, USA, Kanada a Austráliu. Najmä posledné menovanú možno pre surovinovú zásobu, blízkosť dynamických trhov (Čína), nízke verejné zadlženie, úzku kooperáciu s NATO, považovať nominálne za najbezpečnejšiu krajinu pre dlhopisových investorov. Z podobných dôvodov sa investor nemusí báť ani Nórska. Reálne, za najbezpečnejšiu krajinu možno považovať USA – kvôli veľkosti ekonomiky, jej globálnej konkurencieschopnosti, „prírodnému hedžingu“ v podobe dolára ako svetovej obchodnej a devízovej rezervnej meny (ktorý získala paradoxne kvôli svojej spotrebe), historicky kvôli veľmocenskému postaveniu USA v 20. storočí, vďaka ktorému si krajina efektívne dokázala presadiť svoje záujmy. Japonsko možno považovať za zodpovednú krajinu, aj keď je zaťažená nadmerným hrubým verejným dlhom – dedičstvom chybné verejnej politiky po prasknutí hypotekárnej bubliny na začiatku 90 – tých rokov. Na druhej strane, Japonsko je aj veľkým veriteľom. Z Európskej únie je najbezpečnejšou krajinou Nemecko. Je najľahšou a najkonkurencieschopnejšou krajinou Európskej únie (napríklad krajina registruje najviac patentov v Európe, sekundovať jej absolútne nedokáže žiadna krajina, relatívne, zohľadniac aj počet obyvateľov, len Holandsko, Švajčiarsko a severné krajiny). Produktivita práce je v Nemecku v rámci EÚ jedna z najvyšších. Je najväčším exportérom a motorom EÚ a dlhodobo nemalo významné makroekonomické nerovnováhy. Vyjadrením sily ekonomiky je dlhodobá apreciacia DEM (pred zavedením eura) voči USD na dlhodobom priemere od 1971 do 1999 na úrovni 2.4% ročne. Voči väčšine ostatných členských štátov eurozóny Nemecko reálne menovo posilňuje a stimuluje

rast, aj keď samozrejme, v menovej únii k nominálnemu posilneniu fiktívnej meny nedochádza. Jeho dlhopisy sú benchmarkové a výnosy sú takmer vždy (pri normálnej likvidite na trhu) v rámci eurozóny najnižšie.

Kreditné riziko pri týchto vyspelých krajinách s udržateľnými verejnými financiami je minimálne. Dokonca môže vyššie verejné zadlženie paradoxne kreditné riziko aj „znižovať“, keď krajina na seba viaže čoraz viac kapitálu, a tým sa „prírodzene istí“ voči bankrotu v zmysle filozofie „too big to fail“. Príkladom je pasca, v ktorej USA držia Čínu s jej devízovými rezervami za 2.4 bilióna USD a americkými štátnymi dlhopismi za 750 mld. USD. Výnosy dlhopisov týchto krajín sú tak formované najmä očakávaniami budúcich úrokových sadzieb, a teda inflačnými očakávaniami.

V predchádzajúcom komentári sme uviedli, prečo neočakávame rast inflačných očakávaní v eurozóne v blízkej budúcnosti (a analogicky možno použiť pre ďalšie oblasti). Hlavným faktorom by v očiach dlhopisových investorov mohlo byť vysoké zadlženie, ktoré indikuje vyššie dane a odvody do verejných fondov a nižšie verejné výdavky, tzn. reštriktívnu fiškálnu politiku. Existujú tri riziká tohto scenára - kurz domácej meny, ktorý by vo všeobecnosti pri nižšej relatívnej ekonomickej aktivite a nižších úrokových sadzbách a výnosoch dlhopisov mal voči košu svetových mien oslabovať. A to jednak fundamentálne a jednak ako financujúcej meny v medzinárodných úrokových arbitrážach. To by infláciu podnecovalo – najmä v tých krajinách, ktoré sú citlivé na import. Ďalej, riziko externého tlaku na náklady v podobe rastu cien ropy. Tu ale predpokladáme určitú „triezvosť“ OPECu, ktorý nebude chcieť reštriktívnu ťažbu prudko zvyšovať ceny ropy. Napokon, aj ropné krajiny sa potýkajú s nerovnovahami a ropné príjmy potrebuje. A tretie riziko je, že nezvládnuteľné verejné dlhy budú chcieť vlády roztopiť v inflácii. To je však pri dnešných podmienkach v podstate možné len za pomoci prudkého zvyšovania regulovaných cien. To je nepravdepodobné. Takto, v týchto bezpečných krajinách by mali byť výnosy na dlhopisoch dlhodobo nízke. Existujú samozrejme bezpečné vyspelé krajiny, kde je rast inflácie a sadzieb pravdepodobný – ide o „komoditné“ vyspelé krajiny Austrália, Nórsko, Kanada (v prvých dvoch sa už sadzby v roku 2009 nielen znižovali, ale už aj zvyšovali).

Druhou skupinou sú vyspelé krajiny s neudržateľnými verejnými financiami. Pod neudržateľnosťou rozumieme pokračovanie doterajšieho vývoja bez zmien v nastavení fiškálnej politiky. Medzi takéto krajiny možno zaradiť najmä južné krajiny eurozóny. Tieto krajiny trpia pod spoločnou menovou politikou. „Nemecko - beneluxové“, vyššie, nastavenie sadzieb a silné euro tlačí na tieto menej výkonné ekonomiky a tamojšie vlády to kompenzujú nadpriemernými verejnými výdavkami. Tie sú doplnené neefektívnym využívaním fondov, ktoré riešia konvergenciu len „nominálne“, nie však reálne. Tieto krajiny nemusia mať nevyhnutne vysoký verejný dlh na HDP, stačí že sú štruktúrne zastaralé. Predstavme si príklad dvoch 25 – ročných ľudí. Jeden je vzdelaný, zodpovedný, cieľavedomý, ale má dlh povedzme za štúdiom vo výške 100% jeho ročného zárobku. Druhý je so základným vzdelaním, pretĺka sa životom a jeho dlh je len 50% jeho ročného zárobku (navyše nižšieho ako v prvom prípade). Koho dlhopis by ste si kúpili? Samozrejme, ide len o extrémnu a povrchnú ilustráciu. Pod vzdelaním rozumejme všetky konkurenčné výhody ako sme ich uviedli vyššie pri vyspelých krajinách s udržateľnými financiami.

Najprv sa pristavme pri celkovej konvergencii, ktorá bola pri prijímaní eura od týchto krajín očakávaná. Medzi rozpočtom EÚ v 7-ročnom rozpočtovom období 2000 – 2006 a aktuálnom období 2007 – 2013, okrem zvýšenia celkovej sumy na prerozdelenie, nenájdeme prílišné rozdiely. V rámci eurozóny, tie isté krajiny sú čistými prispievateľmi a tie isté čistými poberateľmi, snád s výnimkou Fínska, ktoré sa v druhom období stalo čistým prispievateľom. V tomto období je najväčším čistým prispievateľom v absolútnom vyjadrení Nemecko, relatívne na obyvateľa

Holandsko. Grécko je najväčším čistým poberateľom v absolútnom a aj relatívnom vyjadrení spomedzi krajín eurozóny.

### Konvergenciu v eurozóne nevidíme

Pozrime sa na mieru konvergencie pôvodnej zostavy eurozóny vrátane Grécka bez nových členských krajín (EMU12) za posledných 12 rokov. Z čistých prispievateľov, medzi ktorých patria veľké členské krajiny a severské krajiny, Benelux a Rakúsko, HDP na hlavu rástol nadpriemerne len v Holandsku a Írsku (ktoré však bolo bublinové a jeho HDP bude spolu so španielskym podľa odhadov EK klesať aj v roku 2010). Naopak, výrazne zaostávalo Taliansko, ostatné boli statické. Z čistých poberateľov výrazne konvergovalo Grécko (nadmerne fiškálne stimulované) a Španielsko (ktoré bolo hypotekárne - bublinové). Portugalsko stagnovalo napriek tomu, že je výrazným poberateľom pomoci na hlavu. Ak tu teda aj bola v týchto rizikových krajinách „nejaká konvergencia“, zostala po nej hromada priamych alebo štrukturálnych dlhov.

Ďalším príkladom je rozpor medzi HDP a produktivitou práce, meranou ako HDP na zamestnaného a ešte lepšie na odpracovanú hodinu (stále na vzorke EMU12). Kým pri vyššie uvedenom HDP na hlavu dochádzalo za posledných 12 rokov k určitej konvergencii, v produktivite práce nebola zaznamenaná takmer žiadna. Ešte pri produktivite práce na zamestnanca, viaceré krajiny prijemne prekvapili. Napríklad Španielsko, ktoré dokázalo zvýšiť produktivitu práce na zamestnanca viac ako v Nemecku, Grécko sa dokázalo na Nemecko takmer dotiahnuť, keď dokonca mierne zvyšovalo aj zamestnanosť. Portugalsko stagnovalo a Taliansko klesalo z výrazného nadpriemeru na mierny podpriemer. Avšak, pri produktivite práce v prepočte na jednu odpracovanú hodinu sú údaje ďaleko pesimistickejšie. Nemeckú hodinovú produktivitu dokázal prekonať z EMU12 len Benelux a Francúzsko, a len Holandsko a Luxembursko ju dokázalo zvyšovať rýchlejšie ako Nemecko. Najslabšie krajiny však produktivitu udržiavali na extrémne nízkych úrovniach – napríklad Španielsko na 80% úrovne Nemecka, Grécko na 65%, Portugalsko 50%. Taliansko dokonca kleslo z 90% v 1997 na 80% v 2008. Juhoeurópske krajiny jednoducho v produktivite nekonvergovali a rast sa dosahoval zvyšovaním miery pracovnej participácie, nie zvyšovaním výkonnosti zamestnancov. Ak sa vývoj nezmení, buď budú odkázané na neustále prerazovanie zdrojov so všetkými negatívnymi dôsledkami (transakčnými nákladmi, korupciou, neefektívnou vynaložených peňazí a len slabým pomerom medzi rozšírením trhu pre čistých prispievateľov a nákladmi čistých prispievateľov) alebo sa budú zvyšovať tlaky na ukončenie projektu európskej menovej únie. Potom bude rozhodujúce, ako sa autority eurozóny a Európskej únie s týmto vysporiadajú. Zatiaľ sa zdá, že sú v pasci.



Zoberme si aktuálne medializovaný príklad Grécka. Už prijímanie Grécka do eurozóny bolo – čudné. Krajina sa neklasifikovala pri vzniku eura k 1.1.1999. Podľa Konvergenčnej správy reportu z roku 1998 neplnila ani jedno z piatich maastrichtských kritérií – grécka inflácia bola 5.2% a referenčná 2.7%, deficit verejného rozpočtu 4% vs. referenčné 3%, verejný dlh 108.7% vs. 60%, výnos na dlhopisoch 9.8% vs. 7.8%. Pokiaľ ide o kurzové kritérium, Grécko vstúpilo do ERM1 16.3.1998, do ERM2 1.1.1999. Pri vstupe do ERM1 bola stanovená parita na úrovni 357 GRD/ECU, o 12.3% slabšej ako trhový spot. Devalváciou centrálnaj parity sa sledoval protiinflačný cieľ v očakávaní postupného posilňovania drachmy smerom k rovnovážnej úrovni. To sa aj čiastočne dialo, keď drachma do začiatku roku 1999 posilňovala. Posilňovanie bolo podporované vysokým úrokovým diferenciálom, keď napríklad trojmesačná sadzba bola oproti priemeru Beneluxu, Nemecka, Francúzska a Rakúska vo februári 1998 vyššia o 13.4 percentuálneho bodu. Ani to však nezabralo a od začiatku roku

1999 drachma oslabovala. Vývoj kurzu bol „umelý“. V roku 2000 Grécko formálne splnilo všetky kritériá, aj keď bolo evidentné, že udržateľnosť ich plnenia je nereálna. Grécka hodnotená inflácia bola 2.0%, referenčná úroveň bola 2.4%. Sama ECB v Konvergenčnej správe z roku 2000 uvádza, že inflácia bola v Grécku znížená o 0.9 percentuálneho bodu kvôli jednorázovému zníženiu nepriamych daní a ďalej kvôli dohode o dočasnom nezvyšovaní cien v maloobchode, priemysle a službách. ECB a EK si „nevšimli“ že drachma od začiatku roku 1999 oslabuje a zvyšuje tak riziko inflácie v budúcnosti a že toto riziko zvyšuje aj rapidný pokles úrokových sadzieb – ešte v marci 2000 boli sadzby na úrovni 9.25% (v eurozóne 3.50%), v októbri 2000 boli sadzby stále na 7.50% a Grécko napokon vstupovalo do eurozóny, kde bola v tom čase sadzba 3.00%, so sadzbou 4.75%. Deficit verejného rozpočtu bol formálne splnený (schodok 1.6% vs. 3% kritérium). Ak sa však pozrieme na predchádzajúci vývoj, polovicu 90-tých rokov malo Grécko deficit vyšší ako 10% HDP a ešte v roku 1996 bol na úrovni 7.8%. HDP. Verejný dlh tak narástol len 90-tých rokoch o 25 percentuálnych bodov a krajina vstupovala do eurozóny s verejným dlhom 104.4% HDP. Je iluzórne sa domnievať, že za tri roky sa verejných financie dostali do trvalej rovnováhy. To sa napokon aj potvrdilo. Audit v roku 2004 ukázal, že Grécko klamalo európske inštitúcie a že deficit za rok dosiahol za hodnotený rok 1999 3.4% HDP (späťne bol upravený – zvýšený - deficit do roku 1997). Grécko nielenže nesplnilo maastrichtské rozpočtové kritérium, ale ani ho nikdy minimálne za posledných 20 rokov nesplnilo, keď napríklad v roku 2004 malo deficit až 7.5% HDP. Jediný splnený rok je 2006, kde je deficit na 2.9%. Zatiaľ...Primerane k tomu bol navyšený aj verejný dlh, ktorý sa tak v rokoch členstva v EMU neznižoval a stále osciloval okolo 100% HDP. V roku 2009 bol naplánovaný schodok 3.7% HDP, avšak už v polovici roku 2009 bolo aj v európskych inštitúciách jasné, že to bude vyše 10%. Krajina bola pred októbrovými voľbami do parlamentu, a tak nešetila a problém nemedializovala (dokonca ani opozícia, aby mohla voľbami sľubovať vyššie výdavkové programy). Problém sa začal prevažovať v novembri, naplno vypukol v januári 2010.

### Tri scenáre pre Grécko

Načrtneme tri scenáre ďalšieho vývoja – ideálny, optimálny a reálny. Ideálnym scenárom by bol okamžité vylúčenie Grécka z eurozóny (aktuálna maastrichtská legislatíva to však neumožňuje) alebo založenie novej únie bez Grécka. Celkový verejný dlh dosahuje približne 100% HDP a súkromný dlh (dlh firiem a domácností) tiež toľko – spolu teda približne 200% HDP, tzn. približne 500 mld. EUR. Ak v extrémnom prípade predpokladáme, že celkový dlh je externým dlhom, potom by „kompletné odpojenie“ Grécka od eurozóny stálo daňovníkov zvyšku eurozóny približne 6% HDP. To sú maximálne možné náklady „EMU ex-Grécko“ (v skutočnosti by boli asi nižšie), pomoc by získali najmä francúzske a nemecké banky. Bola by to zároveň zodpovedná odpoveď nemeckých, holandských a pod. politikov na otázku ich voličov, ako sa starajú o ich zverenú peniaze. A odkaz talianskym, španielskym voličom a ich politikom. Krátkodobou by toto riešenie spôsobilo okamžité celosvetové zemetrasenie, avšak ak by sprevádzané ratifikáciou jasných pravidiel ostatnými členmi eurozóny, z dlhodobého hľadiska by to bolo pre eurozónu prospešné. Samozrejme, pre Grécko by to znamenalo okamžitý bankrot. Ak by aj hneď nevznikla „nová drachma“ (krajina by naďalej používala euro), pri vyšších požadovaných výnosoch dlhopisov by krajina dlh splácať neutiahla. Pri vzniku novej meny by externú dlhovú službu „pochovala“ okamžitá následná devalvácia.

Optimálnym riešením by bolo stanovenie jasných podmienok fiškálnej konsolidácie pre Grécko v krátkom, povedzme dvojiročnom, časovom horizonte. Podmienky by boli kvantifikovateľné a kontrolovateľné, čo sa týka hodnôt a času. Zároveň by bolo stanovené, že pri neplnení týchto podmienok by bola krajina z eurozóny vylúčená. Zároveň by bol uskutočnený audit vo všetkých krajinách eurozóny a každý „novozistený páchatel“ by podliehal rovnakej procedúre ako Grécko. Krajiny by tak dostali šancu na nápravu. Nevýhodou tohto riešenia je, že tak či tak by poľovačka na rizikové štáty pokračovala, najmä na dlhších splatnostiach, a pre ne by bolo prefinancovanie verejného dlhu drahšie. Euro by nebolo dôveryhodnou menou a jeho oslabovanie by si vynútilo buď vyššie úrokové sadzby pre všetkých alebo vyššiu infláciu. Na druhej strane, export z eurozóny by dostal stimul.

Reálnym riešením však pravdepodobne bude niečo iné. Európska menová únia vyrástla na dvoch pilieroch – ECB mala zabezpečovať na spoločnú menovú politiku a národné vlády mali zabezpečovať spoločnú fiškálnu politiku tým, že sa zaviazali svoje verejné financie smerovať k vyrovnanosti a k prebytku a hlavne neprekročiť deficit verejného rozpočtu 3% HDP. Inštitucionálne mal

na to slúžiť Pakt stability a rastu, na žiadosť Nemecka zakomponovaný v maastrichtskej zmluve. Avšak, keď sa v prvých rokoch eurozóny extrémne nízke úrokové sadzby (2%) a slušný svetový hospodársky rast neodzrkadlili v žiaducom raste krajín, tie pristúpili k fiškálnej stimulácii nad rámec povolenia Paktu stability a rastu. Ten bol napokon v októbri 2005 novelizovaný a existujúce nadmerné deficity boli legalizované. Takto za 9 rokov od začiatku poslednej fázy EMÚ, od roku 1999 do roku 2007, prekročilo Holandsko kritérium raz, Nemecko a Francúzsko trikrát, Portugalsko štyrikrát, Taliansko päťkrát a Grécko osemkrát. Jedinou zodpovednou krajinou s obrovským verejným dlhom, ktorá vzala Pakt stability a rastu seriózne a zodpovedne a účinne znižovala dlh prostredníctvom vyrovnaných a prebytkových verejných financií, bolo Belgicko. Verejný dlh znížilo zo 122% HDP v roku 1997 na 84% HDP v roku 2007. Európske krajiny tak majú sami maslo na hlave. Ďalej, radikálne riešenie v podobe vylúčenia Grécka by indikovalo zlyhanie kontrolných funkcií európskeho establishmentu. Voliči by sa mohli začať pýtať, prečo toľko dobre honorovaných zamestnancov európskych inštitúcií neodhalilo tak hlboké štrukturálne nerovnováhy. Následne, ak by bol „celoeurópsky nepriateľ“ - Grécko, vylúčený, pozornosť verejnosti by mohla obrátiť aj na národné verejné financie a mohla by odhalit napríklad dlhodobé kupovanie voličov národnými vládami pomocou miezd, dávok, samotného zamestnávania a pomocou neprimeraných výhod a ochrany – nielen napríklad v Grécku je priemerná mzda vo verejnom sektore oproti súkromnému sektoru vyššia o 250%, ale dokonca v „progresívnom“ Írsku mali v roku 2007 verejní úradníci pred súkromným sektorom náskok 48%, pričom požívali napríklad vyššiu istotu zamestania. Ďalej, vylúčenie Grécka by mohlo destabilizovať región juhovýchodnej Európy a podkopať aj – pre nás nepochopiteľné – ambície prijať susednú krajinu Turecko do EÚ. Európa tak nebude vyžadovať radikálne reformy od Grécka, ale bude sa snažiť komunikovať pred svojimi voličmi a investormi v pozitívnom svetle každú grécku mediálnu bublinu vydávanú za komplexný reformný štrukturálny plán. Niektorí politici si jednoducho nevedia ani len predstaviť skutočne efektívne riešenia. To vedia aj Gréci a ich politici. Preto ani nebudú znášať zbytočné politické náklady. Veď čo možno čakať od politikov, ktorí pred niekoľkými mesiacmi vyhrali voľby aj na sľuboch zvýšenia výdavkových programov, hoci vedeli o katastrofálnom stave verejného rozpočtu? Hry na reformy pravdepodobne budú spočívať najmä vo zvyšovaní nepriameho zdaňovania a zvýšení selekcie a progresivity v zdaňovaní. Škrty na výdavkoch sa, ako sa nechal počuť socialistický premiér Papandreou, „pravdaže“ nedotknú chudobných (...). Radi by sme boli prekvapení. Eurozónu tak čaká obdobie niekoľko ročného intenzívneho mediálneho masírovania investorov, najmä na začiatkoch rokov, keď sa zverejňujú fiškálne údaje za predchádzajúci rok. Tieto pretrvávajúce štrukturálne nerovnováhy budú v súčinnosti s vyššie uvedenými faktami spomaľovať hospodársky rast aj ostatných členov eurozóny. Pozornosť investorov sa bude upierať na vyspelé krajiny s udržateľnými verejnými financiami mimo eurozóny a na tretiu skupinu krajín.

---

### Šanca pre rozvojové krajiny

---

Tretiu skupinu krajín tvoria rýchlo sa rozvíjajúce sa krajiny, najmä v regióne juhovýchodnej Ázie. Viaceré z nich už dokázali v minulosti prekročiť svoj tieň. Majú predpoklady na nadpriemerné tempá hospodárskeho rastu, vyššiu infláciu, vyššie sadzby a napokon aj vyššie výnosy na dlhopisoch. Okrem Singapuru majú aj relatívne nízke verejné zadĺženia, čo je signál zodpovednej rozpočtovej politiky. Bližšie sa tomuto budeme venovať v niektorom z nasledujúcich komentárov.

**Richard Tóth**  
Hlavný ekonóm

**Kontakt:** Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6661. Fax: +421 2 3226 6910.  
E-mail: [research@privatbanka.sk](mailto:research@privatbanka.sk), [toth@privatbanka.sk](mailto:toth@privatbanka.sk). Web: [www.privatbanka.sk](http://www.privatbanka.sk).

**Upozornenie:** Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného finančného nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla kvôli vyššej politickej a ekonomickej nestabilite a nerozvinutému trhu a systému rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.