



Privatbanka Magazine

JESEŇ/ZIMA 2022

ROZHOVOR
S VÁCLAVOM JIRKŮ,
PARTNEROM
SKUPINY PENTA

VELKÉ STAROSTI MALÉHO
INVESTORA

POKLESY NA FINANČNÝCH
TRHOCH – HROZBA
ČI PRÍLEŽITOSŤ?

BOJ S DÉMONOM
INFLÁCIE: NEJDÚ
CENTRÁLNE BANKY
AŽ PRÍLIŠ ĎALEKO?

PRIVATBANKA
EXCLUSIVE ZONE

Nemocnica Bory v Bratislave

PÍŠEME PRÍBEH ÚSPEŠNÉHO PRIVÁTNEHO BANKOVNÍCTVA



obsah



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

Vážení klienti, milí čitatelia,

keď píšem tento úvodník najnovšieho čísla Privatbanka Magazine, vonku svieti jasné slnko a všade je šťavnatá zelená tráva. Pritom je už koniec novembra. Akoby bolo všetko odklonené od normálu. A týka sa to i finančnej oblasti. Čelíme vysokej inflácii, finančnej i vecnej neistote v oblasti energetických zdrojov, rastu cien potravín, výrazným pohybom na trhoch atď. A politické elity akoby nevedeli túto situáciu „uchopiť“, a už vonkoncom nie efektívne uchopiť. Prednostne dnes všade rezonuje téma vojny. Toto všetko logicky vyúsťuje do neistoty, neistoty nás ako občanov a tiež nás ako investorov. Známe slovenské príslovie hovorí – kto sa bojí, nech nejde do lesa. Ale v investovaní táto všeobecná pravda nemusí automaticky fungovať. Do tohto čísla magazínu sme preto zaradili viacero príspevkov, ktoré sa venujú práve uvedenej téme. Ale podme pekne po poriadku.

V úvode magazínu, v rubrike *Predstavujeme Vám*, nájdete rozhovor s Václavom Jirků, ktorý je partnerom skupiny Penta, zodpovedným za riadenie jej významného portfólia v oblasti zdravotníctva. Porozprával nám o zámeroch skupiny v segmente nemocníc, polikliník a zdravotníckych zariadení, ako aj v oblasti siete lekární Dr. Max. Všetci sa už tešíme na otvorenie nemocnice novej generácie na bratislavských Boroch.

V rubrike *Finančné riešenia* reaguje na neľahké časy pre investorov Marek Benčat, člen predstavenstva Privatbanky. V článku s titulkom *Veľké starosti malého investora* dáva návod na to, ako by sa mal správny investor zachovať v súčasnosti, keď je svet finančných trhov v poslednom období v takej dynamike, akú veľká skupina investorov doteraz nezažila a ani na ňu nebola pripravená. Má sa investor „báť“ alebo má „ísť do lesa“, inými slovami, má počkať alebo má investovať?

V rubrike *Analýzy*, ktorá je v tomto čísle magazínu obzvlášť bohatá, nájdete dva príspevky hlavného ekonóma banky Richarda Tótha. V prvom z nich s názvom *Komu sa darí v ťažkých časoch?* sa zamerá na otázku, ako sa firmám darí v prostredí vysokej inflácie, ako sa vyvíjajú tržby a zisky firiem podľa sektorov v indexoch S&P 500 a Stoxx 600, a teda kto na inflácii získava a kto na nej stráca. V druhej analýze *Pušky alebo maslo* rozoberá dnes, bohužiaľ, vysoko aktuálnu tému vojenských výdavkov a vojenského potenciálu jednotlivých krajín sveta – ako sa tieto vyvíjali doteraz a ako sa budú vyvíjať v budúcnosti, keďže faktory destabilizácie sa aktuálne materializovali. Na základe ekonomickej teórie, ktorá ilustruje vzácnosť zdrojov, potenciál ekonomiky ich využiť

a zmysluplnosť výsledku ukazuje, že rast vojenských výdavkov veru neznamená ekonomické oživenie, ale, naopak, spôsobuje spomalenie hospodárskeho rastu.

A nasledujú ďalšie sľúbené analýzy. Náš portfólio manažér Tibor Féher si zbral do pozornosti tému geopolitiky a v analýze s tvorivým názvom *Pu Ťin-pching* sa bližšie pozrel na vývoj vzťahov medzi Ruskom a Čínou – v akých oblastiach je možná ich úzka spolupráca, aké môže mať vplyvy na svet, či dokáže Čína nahradiť Európu v obchodnom styku s Ruskom. Hľadá takto odpoveď na otázku, či môže byť tento vzťah udržateľný a kto z toho bude najviac ťažiť.

V ďalšej analýze *Poklesy na finančných trhoch – hrozba či príležitosť?* produktový manažér banky Pavol Ondriška hľadá odpoveď na túto, pre našich klientov investorov kľúčovú, otázku. Na základe historických ukazovateľov vývoja indexových trhov dospel k jasnej odpovedi: pokles na vyspelých akciových trhoch, hoci v danej chvíli bolestivý, sa v historickom kontexte vždy ukázal ako dočasný. Budúcnosť nepoznáme, ale minulosť nám ukazuje, že „tríaťať dno“ nemá zmysel, dôležité je však investovať, keď nám situácia ponúka „výpredajové“ ceny. K tomu ešte pripája jednu kľúčovú myšlienku: pri poklesoch trhov neparikárte, nesledujte denne hodnotu svojho portfólia, ale majte na zreteli jeho dlhodobý vývojový horizont.

Analytickú časť magazínu uzatvára náš externý prispievateľ Mário Blaščák so svojim príspevkom s dynamickým názvom *Boj s démonom inflácie: Nejdú centrálné banky až príliš ďaleko?* Je faktom, že všetky hlavné centrálné banky sveta začali v priebehu roka 2022 v reakcii na prudko rastúcu infláciu zvyšovať úrokové sadzby, teda priškrcovať menovú politiku. Dôsledky tohto trendu sú širokospektrálne. V analýze sa autor pozrel aj na „odvrátenú stranu“ rastúcich úrokov, ich vplyv na finančné trhy, ekonomiku a späťne aj na menovú politiku.

V záverečnej časti časopisu si už oddýchneme od ťažkých, ale aktuálnych a potrebných analytických tém. V rubrike *Aktuality* sa vrátíme k našej akcii Raňajky s Privatbankou, ktorú sme zorganizovali v novembri, a pochválime sa tým, že v tohtoročnej súťaži Trend Top Privatbanka, a. s., získala bronzovú priečku v hodnotení bánk. Je to pre nás veľký úspech a ocenenie našej práce v uplynulom období.

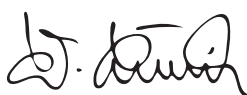
Nasleduje príspevok o kráse, zdraví a relaxe, ktoré ponúka náš partner z Exclusive Zone spoločnosť Interklinik. Jej generálny riaditeľ Lukáš Struhár nás prevedie ponukou služieb, ktoré skrášujúci pobyt v prostredí Interklinik ponúka. Program časopisu zakončíme návštevou luxusného brašnárstva Verbua, kde budete môcť obdivovať umenie spracovania kože.

Vážení klienti, milí čitatelia,

nachádzame sa v komplikovanom období, ktoré na nás kladie nové požiadavky a nároky. Ale čas to nezastaví. Nech sa za oknom deje čokoľvek, blížia sa Vianoce a s nimi pokoj, pohoda a láska. Musíme sa vedieť venovať aj týmto hodnotám. Chcel by som vám preto čo najsrdečnejšie popriať krásne, pokojné Vianoce strávené v kruhu najbližších.

Prajem vám tiež, aby ste následne do roka 2023 vstúpili „šťastnou nohou“, hlavne aby ste boli zdraví a aby sa vám darilo v osobnej i profesionálnej sfére. S investovaním vám radi pomôžeme my, aby vám zostalo viac času na oddych a relax.

Prajem príjemné čítanie.




PREDSTAVUJEME VÁM

Rozhovor
s Václavom Jirků,
partnerom
skupiny Penta

4 – 6



FINANČNÉ RIEŠENIA

Veľké starosti malého
investora

7 – 8



ANALÝZA

Komu sa darí
v ťažkých časoch?

9 – 11



ANALÝZA

Poklesy na akciových
trhoch – hrozba
či príležitosť?

12 – 14



ANALÝZA

Boj s démonom inflácie:
Nejdú centrálné banky
až príliš ďaleko?

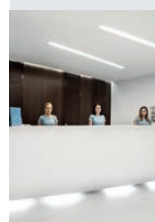
20 – 23



AKTUALITY

Privatbanke patrí bronz
v súťaži TREND Banka
roka 2022

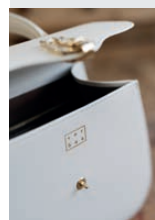
25



PRIVATBANKA EXCLUSIVE ZONE

Interklinik: Krása,
zdravie a relax pod
jednou strechou

26 – 27



ŠTÝL

Verbua: Tichý luxus
ušíty z kože

28 – 30

Z radového lekára šéf zdravotníckeho biznisu a partner Penty

Rozhovor s Václavom Jirků, zodpovedným za riadenie zdravotníckeho investičného portfólia a medzinárodnej siete lekární Dr. Max, o tom, ako sa z pozície lekára stal partnerom Penty a ako sa podniká v zdravotníckom sektore.



Václav Jirků
partner Penty, zodpovedný za zdravotnícke portfólio

> **V minulom roku ste sa stali novým partnerom Penty. Ako sa lekár z kolínskej nemocnice stane poradcom pre projekt zdravotníctva a neskôr partnerom Penty?**

Asi som mal šťastie. Ako lekára v nemocnici v Kolíne ma ľudia z Penty poznali už roky a asi pred sedemnástimi rokmi, keď sa

privatizovali nemocnice v Stredočeskom kraji, ma oslovili na externú spoluprácu, pretože ma nevnímali len ako lekára, ale aj ako človeka s takpovediac biznisovým premýšľaním a know-how.

Penta vtedy, žiaľ, nakoniec žiadnu z nemocníc v našom kraji nekúpila, mne však ponúkli pozíciu investičného analytika. Začínal som

ako junior, v priebehu rokov som na manažérskej a neskôr už na riaditeľskej pozícii pracoval na rôznych úspešných projektoch, akým bola napríklad sieť lekární Dr. Max, a postupne som si získal dôveru vedenia.

> **Na čo ste za ten rok a pol pôsobenia ako partner v Pente najviac hrdý?**

Posledný rok a pol vnímam ako veľmi zaujímavý, naplňujúci, ale aj extrémne náročný, keďže časť každého týždňa trávim na Slovensku, a teda dosť cestujem. Musím však povedať, že možno aj preto ma táto práca začala baviť ešte viac ako predtým, prináša so sebou aj veľkú zodpovednosť.

A na čo som zatiaľ najviac hrdý? Podarilo sa mi presvedčiť ďalších partnerov, že zdravotníctvo a nemocnice majú v portfóliu Penty svoje dôležité miesto a zo strategického hľadiska aj veľkú budúcnosť, preto si zaslúžia, aby sme do nich investovali oveľa viac. Sám si totiž uvedomujem, že posledné roky sme v tomto segmente až tak neexpandovali, venovali sa skôr konsolidácii a interne diskutovali, ako pokračovať ďalej. Chvíľu sme uvažovali, že do tohto biznisu kvôli jeho náročnosti a zložitosti prizveme ďalšieho strategického partnera, minulý rok sme sa však rozhodli, že tento segment ideme rozvíjať ďalej sami a z nemocníc Penta Hospitals International spravíme firmu s prevádzkovým ziskom presahujúcim 100 mil. €.

> **Ako sa podniká v zdravotníckom biznise? V čom vnímate najväčšie úskalia?**



Václav Jirků

Dátum a miesto narodenia:

10. 5. 1972, Praha

Vzdelanie:

Karlova univerzita v Prahe,
Lekárska fakulta

Práca:

Začínal na Klinike anestéziológie a resuscitácie FN Motol, neskôr pracoval ako šéf ARO v Nemocnici Kolín. V roku 2005 začal spolupracovať s Pentou, najskôr ako externý poradca, neskôr ako investičný analytik, manažér a následne investičný riaditeľ zodpovedný za zdravotnícky biznis skupiny. Vo februári 2021 sa stal jedným z troch nových partnerov skupiny Penta.

Záujmy:

lyže, bicykel, golf a knihy

Podnikanie asi v žiadnom odvetví nie je jednoduché, v zdravotníctve navyše do hry vstupuje aj ďalší veľmi dôležitý faktor – štátna regulácia. Ako na Slovensku, tak aj v ďalších krajinách, v ktorých pôsobíme, sa už roky vedie zdanlivo nekonečná debata o tom, ako financovať zdravotnú starostlivosť a akú rolu v tom má hrať štát, poisťovne a súkromný kapitál klientov. Táto debata bude so starnutím populácie, prirodzene, naberať na intenzite.

Druhé úskalie, ktorému tiež dlhodobo čelíme, je stav trhu práce v sektore. Nájsť a udržať si kvalifikovaných a motivovaných pracovníkov nie je jednoduché, najmä v prostredí, kde práca lekárov aj zdravotných sestier bola dlhodobo podhodnocovaná a mnohí odchádzajú do západnej Európy. Aj preto stále opakujem, že naše zariadenia musia byť tou najlepšou alternatívou nielen pre pacientov, ale aj pre personál.

> Koľko nemocníc, polikliník, zdravotníckych zariadení má Penta celkovo vo svojom portfóliu?

V portfóliu máme celkovo 34 nemocníc, 31 menších či väčších polikliník a 26 ďalších zdravotníckych zariadení, akými sú ústavy pre dlhodobo chorých. Na Slovensku pôsobíme pod značkami Procare a Svet Zdravia, v Česku ako Penta Hospitals CZ a Poľsku ako EMC Instytut Medyczny.

Spolu v týchto troch krajinách zamestnávame vyše 13-tisíc ľudí, medzinárodný holding Penta Hospitals International je tak najväčším súkromným prevádzkovateľom nemocníc v celom regióne strednej a východnej Európy.

A v októbri sme medzi nami privítali Petra Lednického, nového holdingového generálneho riaditeľa, ktorého čaká množstvo práce.

> Aktuálne sa v médiách často skloňuje výstavba prvej koncovej nemocnice novej generácie Bory. Čím bude výnimočná a kedy sa plánuje jej otvorenie?

Výnimočná bude už len svojím vznikom. Nikde na Slovensku ani v širšom regióne sa v posledných rokoch nepostavila nemocnica v takejto veľkosti a dôležitosti, čo sa týka počtu a vybavenosti jednotlivých pracovísk. Pacientom prinesie množstvo inovácií, napríklad jednolôžkové izby s vlastným sociálnym zariadením. Môže sa to zdať ako banalita, ale takýto štandard bude poskytovať ako vôbec prvá nemocnica na Slovensku, v Česku i Poľsku.

Aktuálne dokončovaná Nemocnica Bory bude stredo európskym unikátom

Výnimočná bude aj svojimi vnútornými procesmi riadenia, fungovať v nej bude napríklad aj takzvaný systém plávajúcich lôžok, ktorý sme si otestovali v Michalovciach a tento systém sa vníma ako inšpiratívny aj vo svete. Samozrejme, bude disponovať celým radom špičkového technologického vybavenia, za všetky spomeniem operačného robota da Vinci. Nemocnica Bory bude teda stredo európskym unikátom.

Plánujeme ju otvoriť v marci budúceho roka, najskôr ambulancie časti, v priebehu ďalších mesiacov budú pribúdať aj ďalšie pracoviská.

> Na starosti máte aj mimoriadne úspešný projekt medzinárodnej siete lekární Dr. Max. V čom je rozdiel oproti riadeniu nemocníc a polikliník?

V samotnej povahe biznisu. Lekárne, samozrejme, nemožno považovať za klasický maloobchod ako predajne potravín či oblečenia, z manažérskeho hľadiska sa však aj na lekárnach vzťahujú princípy riadenia

z retailu. Súvisí s tým štandardizovanie procesov, od centralizovaného nákupu liečiv alebo IT vybavenia až po HR procesy, keďže každá z vyše dva a pol tisíce lekární v sieti je vo svojej podstate vlastne rovnaká v zmysle svojho fungovania a líši sa len rozlohou alebo polohou prevádzky.

Pri nemocniciach to neplatí, ani v našom portfóliu neexistujú dve rovnaké, každá si preto vyžaduje vlastnú organizáciu riadenia. Nemocnicu by som prenesene prirovnal ku komplexnej továrni, ktorú nemožno riadiť niekde z centra.

> **Penta v súčasnosti pôsobí v zdravotníckom biznise v troch krajinách – na Slovensku, v Českej republike a Poľsku. Vnímate odlišnosti na týchto trhoch?**

V mnohých ohľadoch sú tieto tri trhy veľmi podobné. Štandardy liečby a procesy riadenia nemocníc sú v zásade všade rovnaké, rovnako je to, žiaľ, s nedostatkom personálu.

Zásadné rozdiely však vidím v dvoch faktoroch. Prvým je štátna regulácia a samotný model systému financovania zdravotnej starostlivosti. V Poľsku funguje systém jedného platiteľa, ktorý ja považujem za veľmi neefektívny a nešťastný. Na Slovensku a v Česku je systém liberálnejší, keďže v nich funguje viacero zdravotných poisťovní (v SR tri a v ČR sedem), Slovensko je v tomto ešte konkurenčnejšie tým, že tu bol zavedený systém nákupu zdravotnej starostlivosti, ktorý v Česku neexistuje, keďže ceny určuje vyhláškou ministerstvo.

Do hry však vstupujú aj rozpočty jednotlivých štátov a tu, žiaľ, musím skonštatovať, že Slovensko v tomto smere zaostalo, pretože všetky okolité štáty si aj v súvislosti s pandemiou uvedomili potrebu mať robustnejšie zdravotníctvo a navýšili rozpočty v tejto oblasti.

> **Veľa sa hovorí aj o celkovom stave našich nemocníc a obrovskom investičnom dlhu.**

To je, žiaľ, druhý faktor, kde vidíme významné rozdiely medzi krajinami, kde pôsobíme. Slovensko v tomto smere roky nekonalo takmer vôbec a v porovnaní so susedným Českom, ktoré má, samozrejme, v tejto oblasti tiež medzery, je rozdiel markantný. Tam municipality a ďalší prevádzkovatelia nemocníc do nich roky relatívne systematicky investovali. Dnes je stav taký, že do akéhokoľvek okresu v Českej republike pôjdete, nájdete v ňom vynovenú nemocnicu s často úplne novými pavilónmi s relatívne moderným technickým vybavením.

V tomto ohľade si, žiaľ, Slovensko vytvorilo dlh, ktorý sa nedá odstrániť za rok alebo dva, a dôsledkom toho je aj súčasná kríza v zdravotníctve.

> **Aké sú strategické plány Penty v zdravotníckom biznise do budúcnosti?**

Chceme rásť a v horizonte piatich rokov náš biznis v zdravotníctve dokonca až zdvojnásobiť. Sústreďovať sa budeme na zlepšova-



nie procesov riadenia a racionálne investície v už existujúcich zariadeniach. Na Slovensku sa v tomto smere budeme správať už skôr selektívne, jednak sme tu v minulých rokoch dosť rástli, jednak nás čaká ešte sprevádzkovanie Nemocnice Bory.

Otvorení tu však ostávame menším akvizíciám, napríklad do zariadení jednodňovej chirurgie, nedávno sme do nášho portfólia zaradili pracovisko Sportclínik. Výhľadovo ako veľmi perspektívne vnímame aj segmenty takzvanej následnej a sociálno-zdravotnej starostlivosti, veľmi to však bude záležať na systéme ich financovania, keďže to

príprav a know-how priamo z danej krajiny a jej regiónov, ale aj investície rádovo v stovkách miliónov €.

> **Na záver nám prezradte, ako relaxujete, aké sú vaše koníčky?**

Prioritou vo voľnom čase je moja rodina, mám dve malé deti, takže je prirodzené, že s nimi chcem stráviť čo najviac času. Zároveň mám aj dve dospelé deti, ktoré veľmi úspešne študujú vo Veľkej Británii, a musím priznať, že diskusie s nimi na témy ako politika, ekonómia či svet sú pre mňa veľmi inšpirujúce a bavia ma – nie je to koníček, ale radosť, ktorá ma obohacuje.

Zdravotníctvo a nemocnice majú v portfóliu Penty svoje dôležité miesto a zo strategického hľadiska aj veľkú budúcnosť

súčasné stále stojí na masívnych príspevkoch od samotných klientov.

> **Plánujete rozšírenie pôsobnosti aj na ďalšie trhy?**

V krajinách, v ktorých pôsobíme, teda na Slovensku, v Česku a Poľsku, stále vidíme veľký potenciál, na iné trhy preto v horizonte štyroch-piatich rokov zatiaľ neplánujeme vstupovať. Samozrejme, pozeráme sa aj po iných štátoch a i mňa osobne by to veľmi lákalo, najprv však musíme využiť potenciál súčasných trhov a až potom zhodnotiť, či ideme aj do ďalších krajín.

Vstup na iné trhy je totiž mimoriadne zložitý krok, ktorý si vyžaduje množstvo

Inak medzi moje koníčky patria lyže, bicykel, golf a knihy, musím sa však priznať, že od vtedy, ako som sa stal partnerom Penty, mi na ne nezostáva až tak veľa času.

Golf som v tomto roku hral len raz, na bicykli som za posledných 12 mesiacov nese-del dokonca vôbec. Knihy síce stále nakupujem pomerne intenzívne, k samotnému čítaniu sa však dostanem len výnimočne. Poznáte to, odkladám si ich na kôpky a hovorím si, že čoskoro sa k nim vrátim.

Byť partnerom Penty so sebou prináša aj takéto stránky, mne to však až tak neprekáža, máme naozaj mnoho plánov a som nadšený, že môžem byť pri tom.

Veľké starosti malého investora

Svet finančných trhov zažíva v ostatných mesiacoch a rokoch dynamiku, ktorú veľká skupina investorov doteraz nezažila a ani na ňu nebola pripravená. Ako sa má v takej situácii zachovať správny investor? Počkať alebo investovať?



Marek Benčat
člen predstavenstva Privatbanky, a. s.

bol názov akčného filmu z deväťdesiatych rokov. A dvojitý negatívny zásah dostávajú aktuálne aj portfóliá všetkých investorov: akcie aj dlhopisy strácajú na svojej hodnote.

Absencia trhovej logiky a pôsobenie kombinácie negatívnych faktorov vyvolávajú v investoroch značnú mieru neistoty. Navyše vyriešením jedného problému vzniká druhý. Viacerí investori v súčasnej nejistej situácii preferujú držať disponibilnú hotovosť na bežnom účte ako prípadnú rezervu na horšie časy a odkladajú svoje investície na neskôr. Avšak bežný účet neprináša žiadne zhodnotenie, preto v inflačnom prostredí, v akom sa aktuálne nachádzame, peniaze na bežnom účte strácajú svoju reálnu hodnotu a kúpnu silu ešte rýchlejšie. Investovaním síce peniaze investora získajú potenciál spomaliť pokles reálnej hodnoty, avšak na úkor ich likvidity.

až 30 % lacnejšie ako pred rokom, príležitosti získať do portfólia americké štátne dlhopisy s výnosom 4,5 %, korporátne dlhopisy s výnosom o minimálne 2 % vyšším. Avšak veľké starosti malého investora nedokáže vyriešiť jeden jediný finančný nástroj. Aktuálne totiž neexistuje jeden konkrétny finančný nástroj, ktorý by pri rozumnej miere rizika dokázal „poraziť“ dvojcifernú infláciu. Ak chce investor zabrániť poklesu hodnoty svojich peňazí a infláciu poraziť, dokáže to len prostredníctvom svojich budúcich výnosov. A to tak, že v čase klesajúcich úrokových sadzieb bude mať vo svojom portfóliu dlhopisy, ktoré nakúpil v čase rastúcich úrokových sadzieb, a v čase rastúcich akciových trhov bude mať vo svojom portfóliu akcie, ktoré nakúpil v čase klesajúcich trhov. Iba takto vytvorená budúca hodnota dokáže vrátiť späť zhodnotenie a kúpnu silu peniazom investorov.

V súčasnosti neexistuje jeden konkrétny investičný nástroj, ktorý by pri rozumnej miere rizika dokázal poraziť dvojcifernú infláciu

Súčasnú dynamiku na finančných trhoch spôsobuje nie jeden negatívny faktor, ale hneď kombinácia viacerých. Inflácia, pokles reálnej kúpnej sily peňazí, zvyšovanie úrokových sadzieb, pokles hodnoty portfólia, spomaľovanie ekonomického rastu, geopolitické napätie. Faktory súčasne ovplyvňujúce nielen dianie na finančných trhoch, ale aj správanie investorov a hodnotu ich portfólií.

Akciové indexy v dôsledku očakávaného spomalenia globálneho ekonomického rastu už takmer rok klesajú, čo má negatívny vplyv na aktuálnu hodnotu akciových pozícií v portfóliách klientov. No ani konzervatívnejšie, dlhopisové investície nie sú v bezpečí. Zvyšovanie referenčných úrokových sadzieb zo strany centrálnych bánk vytvára tlak na nárast výnosov dlhopisových investícií, čo má za následok pokles ich ceny. Double impact

A keď investovať do čoho? Do dlhopisov? Čo keď budú centrálné banky naďalej zvyšovať svoje úrokové sadzby a hodnota dlhopisov bude ešte ďalej klesať? Do akcií? Čo keď bude pokles hodnoty akciových indexov pokračovať a ešte viac sa prehĺbi? Všetky tieto otázky vyvolávajú vrásky na čele investorov a najhoršie je, že neexistuje jedna jednoznačná odpoveď, jedno riešenie, ako vyriešiť veľké starosti malého investora.

Vždy však existuje riešenie. Aktuálna volatilita a dynamika finančných trhov vytvárajú príležitosti, príležitosti nakúpiť akcie o 20 %

Každý cyklus zvyšovania úrokových sadzieb trvá limitovaný čas. Zvyšovanie úrokových sadzieb má za cieľ spomaliť infláciu. Avšak vysoké úrokové sadzby nespomaľujú len infláciu, ale aj ekonomiku. Spomalenie ekonomického rastu sa následne prejaví v horších hospodárskych výsledkoch firiem, ako aj v poklese hodnoty ich akcií. Ale len čo sa bude cyklus zvyšovania sadzieb blížiť ku svojmu koncu, akciové trhy, ktoré sa vždy pozerajú o niekoľko mesiacov dopredu, začnú pretavovať svoje pozitívne očakávania do nárastu budúcej hodnoty

firiem a ich akcií. Odpoveď na otázku, kedy to bude, nevieme. To, čo však takmer s istotou povedať vieme, je, že začať nakupovať v tom čase už bude neskoro. Pretože vtedy budú už nakupovať všetci.

Warren Buffett raz povedal: „Keď ostatní majú strach, nakupujte. Keď ostatní nakupujú, majte strach.“ Inými slovami, kupovať treba, keď sú veci lacné, predávať, keď sú drahé. Súčasné ocenenie akcií a dlhopisov vnímame ako lacné, zároveň však nehovoríme, že nemôže byť ešte lacnejšie. Ale čo by sme minulý rok dali za to, ak by sme si mohli kúpiť akcie najvyspelejších technologických spoločností v indexe Nasdaq o 30 % lacnejšie. Preto aj pri súčasných úrovniach považujeme investície do akcií za zmysluplné, no realizované nie s cieľom rýchleho „zbohatnutia“, ale s cieľom vytvoriť v portfóliu investora potenciál na budúce zhodnotenie. Existuje veľa spôsobov, ako investovať do akcií. Od nákupu jednej konkrétnej akcie cez nákup celého indexu akcií prostredníctvom ETF fondov až po využitie služby riadenia portfólia Privatbanka Wealth Management, v rámci ktorej alokáciu do akciovej zložky urobia naši profesionálni portfólio manažéri. Voľba je na samotnom investovi, ak však s investíciami do akcií zatiaľ nemáte skúsenosti, služba riadenia portfólia je pre vás najlepšia voľba. Vytvoríme pre vás portfólio na mieru, ktoré bude rešpektovať váš rizikový profil, investičný horizont a vaše investičné obmedzenia.

Tak ako súčasné poklesy akciových indexov vnímame ako príležitosť, rovnako sa pozeráme aj na aktuálne dianie na trhu dlhopisov. Všetky triedy dlhopisov, štátne, bankové, korporátne, aktuálne poskytujú investorom príležitosť získať do portfólia výnosy, ktoré viac ako dekádu možnosť získať nemali. A vzhľadom na to, že cyklus zvyšovania sadzieb ešte bude pokračovať, majú investori súčasne príležitosť zafixovať

Warren Buffett raz povedal: „Keď ostatní majú strach, nakupujte. Keď ostatní nakupujú, majte strach.“

si tieto vyššie výnosy aj pri dlhších splatnostiach dlhopisov. Keď sa však cyklus skončí, výnosová krivka sa stane „inverznou“ a vyššie výnosy budú dostupné len pri kratších splatnostiach.

A nevádi, že cyklus zvyšovania ešte bude pokračovať? Nepôjdu výnosy ešte vyššie? Rov-



naké otázky si kladiete možno aj vy a rovnaké otázky nám kládli aj účastníci nášho pravidelného odborného podujatia pre klientov *Raňajky s Privatbankou*, ktorým by som sa chcel touto cestou poďakovať za ich aktívnu a obojstranne obohacujúcu účasť. Verím, že si všetci okrem nových odborných poznatkov odniesli aj kúsok odvahy investovať aj v týchto neistých časoch a užili si „genius loci“ ná-

Tak ako súčasné poklesy akciových indexov vnímame ako príležitosť, rovnako sa pozeráme aj na aktuálne dianie na trhu dlhopisov

rodnej kultúrnej pamiatky Jurkovičovej Teplárne. Ale späť k otázkam, resp. odpovediam na ne. Samozrejme, môžu, ale všetky očakávané zvýšenia sadzieb zo strany amerického Fedu a európskej ECB sú už zahrnuté v aktuálnych trhových výnosoch dlhopisov. Môžu byť aj vyššie, ale obdobne ako pri akciách,

aj aktuálne ocenenie dlhopisov vnímame za lacné a považujeme za rozumné fixovať vyššie výnosy na dlhšie obdobie.

Dlhopisy v porovnaní s akciami predstavujú konzervatívnejšie a menej „dynamické“ nástroje. Na druhej strane potenciál ich budúcich výnosov je omnoho menší ako v prípade

akcií. Zvyčajne však prinášajú investorom pravidelný výnos v podobe vyplácaných kupónov, sú menej volatilné a vzhľadom na očakávané znižovanie sadzieb v bližšej či vzdialenejšej budúcnosti ponúkajú možnosť zhodnotenia nielen prostredníctvom kupónov, ale aj prostredníctvom nárastu ich ceny v budúcnosti. Rovnako ako v prípade akcií, voľba konkrétnej investície je výlučne na rozhodnutí investora.

Pre klientov preferujúcich nízke riziko investície sú štátne dlhopisy najjednoduchšou voľbou, klienti hľadajúci vyšší výnos a diverzifikáciu kreditného rizika medzi stovky až tisícky „globálnych“ firiem by mali svoju pozornosť upriamiť na dlhopisové ETF fondy. Naopak, pre tých, ktorí uprednostňujú investície do im známych lokálnych firiem, pravidelnú výplatu kupónov a nízku volatilitu, podnikové dlhopisy skupiny Penta predstavujú vhodnú investičnú alternatívu, ako dosiahnuť dlhodobé zhodnotenie na úrovni 6 % ročne.

Cestou k úspechu je budovanie budúcej hodnoty portfólia vašich investícií. Ak v súčasnosti začnete rozširovať svoje portfólio prostredníctvom nákupu akcií, nákupu dlhopisov alebo ich kombináciou, ani v jednom prípade z dlhodobého hľadiska neurobíte chybu. Najväčšiu chybu urobí rozumný investor, ak neurobí nič.

Komu sa darí v ťažkých časoch?

Po covidových lockdownoch sme si mysleli a dúfali, že sa skoro vrátíme do starých dobrých časov. Niektorí sa možno nádejali, že budú ešte lepšie ako tie staré. Nuž, prudko sme sa mýlili. Namiesto rastu sme dostali vysoké úrokové sadzby, namiesto rozvojovej perspektívy vojnu a energetickú krízu.



Ing. Mgr. Richard Tóth, PhD.
hlavný ekonóm

Na Ukrajine sa odohráva skutočná vojna a v Európe studená vojna. Mnohé európske krajiny si vybudovali závislosť od dodávok ropy a plynu z Ruska, ktoré ich teraz využíva ako prostriedok vydierania. Škrťí hlavne plyn, lebo ten je ťažšie diverzifikovať, najmä pre chýbajúcu infraštruktúru v Európe na dovoz a „rozvoz“ LNG. Hoci cena plynu a naň naviazanej elektriny niekoľko mesiacov klesá, voči dlhodobému trendu je veľmi vysoká a významne zasahuje do firemných rozpočtov a aj rozpočtov domácností – spotrebiteľov. V Európe nie je domáci dopyt zďaleka taký silný ako v USA, ale ECB ho začala škrťiť až v lete. A navyše vysoké a vo-

latilné ceny energií vytvárajú na trhu stres. Akcie v Európe sú pod tlakom.

V Číne praská realitná bublina, nulová tolerancia ku koronavírusu zatvára celé mestá a krajina čelí aj obmedzeniu technológií z USA. Ohýbanie pravidiel tak, že najsilnejším Číňanom bude naďalej Si Ťin-pching, neveští nič dobré. Na druhej strane krajina získava konkurenčnú výhodu kvôli lacnejším ruským energiám, ale v kontexte celkového HDP Číny na úrovni 18 bil. USD ročne nejde o zásadný faktor. Akcie v Číne sú pod tlakom.

Akcie sú pod tlakom aj v Japonsku, kde jen pre nízke úroky voči zahraničiu oslabuje

**Akciev investori očakávajú dlhodobú stagfláciu.
To je však vysoko nepravdepodobné**

Zatvorené a zároveň dotované ekonomiky vytvorili doteraz nepoznané makroekonomické nerovnováhy a tie sa stretli s novými problémami pre ruskú studenú vojnu voči Západu, ktoré vyústili do vysokých cien energií. Inflačné inferno nemá konca-kraja, firmy trpia.

Akcie padali po celom svete a mali na to aj dôvod. V USA extrémne silné fiškálne a menové stimulačné v rokoch 2020 a 2021 spolu s odloženou spotrebou amerických domácností pre lockdowny v týchto rokoch vytvorili v rokoch 2021 a 2022 extrémne silný domáci dopyt, ktorý sa centrálna banka snaží od marca tohto roka tlmieť prudkým zvyšovaním sadzieb, kvantitatívnym utahovaním, pomáha aj silný dolár. Akcie v USA sú pod tlakom.



a podporuje export, na druhej strane zdražuje dovážané energie a zvyšuje náklady pre podniky. Akcie sú pod tlakom dokonca aj v krajinách, ktoré sú čistými exportérmi energií. Lebo buď majú tieto krajiny rozvinutý finančný trh, a teda energie nie sú jeho jediným pilierom a trpia na „klasický“ nadmerný dopyt, alebo trebárs na rast úrokových nákladov na dolárový dlh pre oslabenie svojej meny voči doláru. Alebo ide o čisto komoditné krajiny, ktoré však nemajú rozvinutý finančný trh. A tak trpia v podstate všetci majitelia akcií. Alebo takmer všetci.

Klesali všetky sektory

Oba hlavné indexy sveta – americký index S&P 500 a európsky index Stoxx 600 – boli na najvyššej úrovni v histórii práve na začiatku tohto roka, potom však postupne klesali. Za prvých 9 mesiacov tohto roka klesol S&P 500 o 25 %. Klesali všetky sektory, niektoré viac, niektoré menej. Významne viac, o vyše 40 %, spadla bežná spotreba, výroba polovodičov a médiá. Na druhej strane – o menej ako 10 % klesol sektor nápojov a tabaku, poisťovníctva a utilít.

Európsky index Stoxx 600 oslabil od začiatku roka do konca septembra o 20 %. O viac ako 40 % klesli sektory maloobchodu a real estate, významne nadpriemerne

klesol aj technologický sektor. Naopak, len o asi 10 % klesli materiállový sektor a sektor nápojov a tabaku. Energetický sektor dokonca vzrástol o 10 %.

Pri oboch národných indexoch vzrástla oproti predchádzajúcim rokom aj volatilita, a teda veľkosť pohybov akcií jedným či druhým smerom. V americkom S&P 500 bola najvyššia v tých sektoroch, ktoré napokon aj najviac klesli – čo je vcelku prirodzené. Okrem nich však aj v automobilovom sektore. Analogicky najnižšia bola v tých

latilný bol sektor nápojov a tabaku. Materiálový sektor, ktorý si napokon viedol po energiách najlepšie, bol tiež dosť volatilný.

Ako sa zmenilo ocenenie akcií za tento čas?

Ceny akcií v pomere k ziskom za posledných 12 mesiacov (price to earnings ratio) pri S&P 500 klesli z 25 na 18 (akcie sa na konci septembra obchodovali za 18-násobok ročného zisku na akciu). Takáto hodnota bola najnižšia od roku 2018 a aj pod 10-ročným priemerom na úrovni 20 a ešte viac pod 10-ročným trendom na úrovni 25.

Inflačné inferno nemá konca-kraja

sektoroch, ktoré klesli najmenej, a aj v sektore služieb pre firmy (odpady, dezinfekcia, manažment zákazníkov a pod.). Vcelku však nebola volatilita medzi sektormi extrémne rozdielna, čo znamená, že investori medzi sektormi priveľmi nerozlišovali a posudzovali ekonomiku ako celok.

Európske akcie sú dlhodobo volatilnejšie ako americké a nebolo to inak ani za prvých 9 mesiacov tohto roka. V európskom indexe Stoxx boli tiež najvolatilnejšie tie akcie, ktoré klesli najviac, a okrem nich rovnako ako v USA aj automobilový sektor. Najmenej vo-

Aktuálne ocenenie akcií je nízke, hlavne pre vysoké výnosy na dlhopisoch a slabšiu perspektívu ekonomik. Akcioví investori v podstate očakávajú dlhodobú stagfláciu. To je však vysoko nepravdepodobné. Ropná politika kartelu OPEC+ je síce mimo kontroly USA, ale nie je jediným zdrojom inflácie a nie je určujúcim faktorom v krajine, ktorá je energeticky sebestačná. A ďalej, je jasné, že ekonomika spomalí, ale očakávať dlhodobú stagnáciu vo veľmi konkurencieschopnej ekonomike nie je na mieste. Dlhodobé štrukturálne faktory hovoria v prospech nízkych úrokových



sadzieb, nízkych dlhopisových výnosov a vyššieho price to earnings ratio.

Na konci septembra 2022 boli najdrahšie akcie v sektore služieb pre spotrebiteľov (plavby po Karibiku, hotely, kasína a pod.), tie sa obchodovali za 100-násobok ročného zisku. Automobilový sektor a real estate za približne 35-násobok, boli teda dvojnásobne drahšie ako celý index. Naopak, o polovicu lacnejší než celý index bol sektor telekomunikácií, bánk, energií a bežnej spotreby.

Najviac od začiatku roka do konca septembra kleslo ocenenie v sektore služieb pre spotrebiteľov, v doprave, real estate. Naopak, v sektore nápojov a tabaku, pri bankách, utilitách a diverzifikovanom finančnictve (správcovia portfólií, ratingové agentúry) klesli ocenenia len málo.

Za 9 mesiacov roka kleslo ocenenie európskeho Stoxx 600 zo 17-násobku ročného zisku na akciu na 14-násobok ročného zisku na akciu. A teda aj európske akcie zlacneli. Sú tak teraz o 3 body nižšie, historicky je to však naopak, o 2-3 body bývajú drahšie než americké.

Vyhliadky Európy sú však horšie než USA

Európa je čistým dovozcom energií, má horšie podnikateľské prostredie, horšiu demografiu a čaká ju zvýšenie výdavkov na obranu. Nižšie P/E je v Európe namieste.

Na konci septembra boli najdrahšie akcie firiem v sektore voľného času a cestovania, drahé boli aj v sektoroch médií a spotrebiteľských služieb. Tieto najdrahšie európske sektory boli však výrazne lacnejšie ako americké. Za 9 mesiacov najviac kleslo P/E v oblasti sektora liekov na voľný predaj a potravín a sektora tovarov pre domácnosť. Investori zjavne počítajú s oslabením spotrebiteľského dopytu v Európe. Celkovo sa teda pesimizmus na akciovom trhu výrazne prehĺbil, hlavne v sektoroch osobnej spotreby.

V americkom indexe S&P 500 v rokoch 2021 a 2022 tržby na akciu akcelerovali, medziročne rasty sú trojnásobné oproti dlhodobým priemerom. Vyššia inflácia teda priniesla vyššie tržby. K zrýchleniu tržieb došlo takmer vo všetkých sektoroch, najviac v energetike, v doprave a v sektore služieb pre spotrebiteľov. Naopak, za hlavným indexom a aj za svojou vlastnou históriou tentoraz zaostávajú tržby v sektoroch ban-



kovníctva a diverzifikovaného finančnictva. Nedarí sa ani telekomunikáciám, ale na druhej strane tým sa nedarí dlhodobo. Tržby v kľúčovom technologickom sektore rástli len o niečo pomalšie než celkový index, navyše tempo rastu bolo vcelku stabilné.

Zisky na akciu v S&P 500 rastú o niečo rýchlejšie než tržby, firmám sa darí ziskovú

spomalenie nastalo oproti USA skôr. Relatívne dobre sa darilo bankám, zdravotníctvu, energetickému sektoru, chemickému sektoru, maloobchodu. Vyslovene sa nedarilo – paradoxne napriek vysokým tržbám – sektoru cestovania a voľného času.

Akcie v európskom indexe Stoxx 600 majú dlhodobo nižšiu ziskovú maržu než

Akcie sú pod tlakom dokonca aj v krajinách, ktoré sú čistými exportérmi energií

maržu dokonca zvyšovať. Za celý index S&P 500 je od roku 2021 vyššia než v dlhobehj histórii a je vyššia aj v drvivej väčšine sektorov. Dlhodobo vysokú ziskovú maržu má technologický sektor, sektor produkcie softvéru sektor výroby polovodičov a bankový sektor. A tieto sektory si túto ziskovú maržu držali aj za posledné turbulentné mesiace a dokonca ju ešte zvýšili.

Aj v Európe rast tržieb v rokoch 2021 a 2022 oproti dlhodobému priemeru zrýchli. Medzi sektormi však boli oproti americkému indexu oveľa väčšie rozdiely, približne dvojnásobné. Zároveň boli tržby „viac nepravidelné“ v porovnaní viacerých kvartálov v rámci jedného sektora. Celkovo sa darilo sektoru cestovania a voľného času, materiálovému sektoru, sektoru chemických podnikov a, samozrejme, sektoru energií.

Zisky na akciu boli ešte volatilnejšie než tržby, avšak najmä v 2Q 2022 začali klesať –

americký S&P 500, a aj keď sa v roku 2022 marža zvýšila, bolo to o menej ako v USA. Spomedzi sektorov sa najlepšie vodilo realitnému sektoru, médiám, bankám a finančným sprostredkovateľom. Naopak, sektor cestovania a voľného času sa dostal do zápornej marže.

Celkovo uplynulé mesiace priniesli enormné tlaky na manažmenty firiem. Museli sa popasovať s chýbajúcimi alebo drahými komponentmi do svojej produkcie, s problematickou dopravou, rastúcimi nákladmi na zamestnancov, s enormnými zvýšeniami cien energií a na druhej strane s klesajúcim dopytom nielen doma, ale po celom svete. V takomto prostredí je podnikateľ naozaj umením. A firmy to zvládli dobre. Vzhľadom na nižšiu ziskovú maržu, nižšie tržby a zisky a celkovú volatilitu akcií však americké firmy o niečo lepšie ako európske.

Poklesy na finančných trhoch – hrozba či príležitosť?

Poklesy sú súčasťou života finančných trhov. Či už ide o korekciu, alebo výraznejší prepád, raz za čas sa vyskytnú. Treba sa poklesov báť? Alebo je lepšie tešiť sa z naskytnutej príležitosti?



Ing. Pavol Ondriska
produktový manažér

V úvode skúsme malý príbeh. Jožko Mrkvička začal investovať do akcií. Na začiatok si vybral na nákup dva tituly, každý po 5-tisíc EUR. Za nejaké obdobie mu prvá akcia priniesla zhodnotenie 500 EUR a druhá investícia, naopak, stratu 500 EUR. V súčte tak bol na nule. Čo myslíte, ako vnímal túto situáciu? A ako by ste sa v jeho koži cítili vy?

Hoci v uvedenom príklade je zisk zhodný s výškou straty, nie je hanbou si priznať, že zrejme každý z nás by viac ľutoval stratu na jednom titule, ako by sa tešil z rovnako veľkého zisku na druhom. Nejde iba o môj subjektívny výmysel. Veď táto tzv. averzia k strate je jedným z najznámejších skreslení, resp. chýb pri uvažovaní, ktoré opisuje behaviorálna ekonómia v oblasti finančných trhov. Áno, ľudia pociťujú stratu intenzívnejšie ako rovnako veľké zisky. Vnímame straty a zisky asymetricky. Práve v tomto mentálnom nastavení asi možno hľadať príčinu, prečo sa mnohí (najmä menej skúse-

ní) investori boja poklesov trhov. Ale tak ako ekonomická recesia je pre celé hospodárstvo za určitých okolností skôr ozdravný proces (napriek negatívnym vplyvom na časť spoločnosti), tak aj pokles na finančných trhoch môže byť skôr príležitosť ako hrozba. Navyše príležitosť, ktorá nemusí trvať dlho.

Je viac býkov alebo medvedov?

Poklesy sú súčasťou života finančných trhov a obzvlášť tých akciových. Či už ide

údaje odrážajú vývoj ceny indexu bez efektu reinvestície dividend). Od konca druhej svetovej vojny došlo k dvanástim medvedím trhom (nerátajúc ten aktuálny v prebiehajúcom roku 2022), pri ktorých priemerný pokles dosiahol 34 % (medián, t. j. stredná hodnota poklesu, bol 31 %) a trval v priemere zhruba 12 mesiacov (medián 10 mesiacov). Okrem uvedených prepádov indexu S&P 500 o viac ako 20 % došlo po druhej svetovej vojne aj k tridsiatim

Aj pokles na finančných trhoch môže byť skôr príležitosť ako hrozba

iba o korekciu (t. j. pokles indexu od 10 % do 20 % zo svojho aktuálneho maxima), alebo o tzv. medvedí trh (t. j. prepád o viac ako 20 % od maxima). Príčiny týchto poklesov môžu byť rôzne, ale buďte si istí, že z času na čas nejaký nastane. Dokladujú to historické fakty týkajúce sa napríklad najsledovanejšieho akciového indexu na svete, a to indexu S&P 500 (uvedené

korekciám akciového trhu, pričom niektoré korekcie len veľmi tesne nedosiahli úroveň medvedieho trhu (napr. pokles o 19,9 % od 16. 7. 1990 do 11. 10. 1990).

Zo štatistického hľadiska by sa dalo povedať, že k prepadom o viac ako 20 % dochádza v priemere každých zhruba 7 rokov a zároveň k poklesu aspoň o 10 % každé 2 roky.



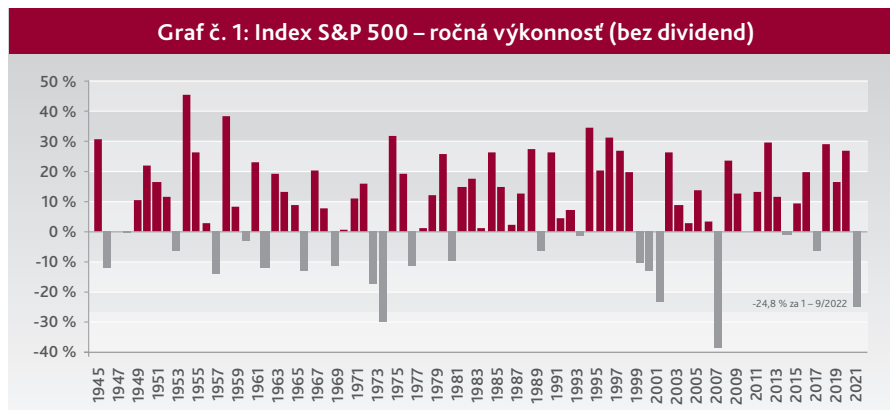
Pomerne často, však? Záporná výkonnosť za určité obdobie je tak skutočne prirodzenou súčasťou vývoja akciových trhov. Naopak, rast bez aspoň korekcie je podozrivý jav. Hovorí sa, že kto sa bojí, nemal by ísť do lesa. Takže kto sa bojí zápornej výkonnosti investícií, nemal by investovať, musí si vystačiť s termínovaným vkladom.

Pokiaľ však dlhodobý (podčiarkujem slovo dlhodobý) investor akceptuje možnosť poklesov trhov, nevníma ich ako hrozbu, ale ako príležitosť. Prečo? Lebo rast akciového trhu je oveľa častejšou črtou, ako by sa na prvý pohľad mohlo zdať. Opäť si pomôžeme historickými faktmi vo väzbe na akciový index S&P 500. Vývoj v jednotlivých kalendárnych rokoch vizuálne zobrazuje graf č. 1. Počas obdobia rokov 1945 až 2021, čo je 77 rokov, dosiahol index kladné ročné zhodnotenie 54-krát s priemerným rastom o vyše 17 % (počítaný ako aritmetický priemer) a s mediánom vyše 16 %. V dvoch prípadoch (roky 1947 a 2011) výsledná výkonnosť indexu bola v podstate nulová. Záporné zhodnotenie za tých 77 rokov nastalo iba 20-krát s priemerom aj mediánom necelých -11 %. Čo z toho plynie? Rast akciového trhu v jednotlivých kalendárnych rokoch nastal takmer 3-krát častejšie ako pokles a zároveň priemerný rast indexu bol výrazne vyšší ako priemerný pokles. Ešte raz, ku kladnému zhodnoteniu dochádzalo častejšie a navyše bolo v priemere vyššie. K poklesom síce dochádza, ale dlhodobý investor sa častejšie teší zo zisku.

Nemusíme sa však pozeráť len na výsledky za kalendárne roky. Tak ako dochádza k medvedím trhom, dochádza aj k tzv. býčím trhom (rast indexu aspoň o 20 % od svojho dna). Od konca druhej svetovej vojny bolo zaznamenaných 13 býčích trhov s priemerným rastom až o 170 % (medián 102 %) a s priemernou dĺžkou zhruba 61 mesiacov (medián 50 mesiacov). Priemerné hodnoty sú síce formované aj extrémne silným a dlhým zhodnotením akciových trhov v rokoch 1988 – 2000, resp. 2009 – 2020, ktoré vyústili do bubliny. Ale nič to nemení na fakte, že obdobia silného rastu akciových trhov trvajú dlhšie a sú silnejšie ako obdobia a intenzita silných prepádov.

Bezpečný dlhopisový prístav v troskách

Výpredaj na akciovom trhu počas prebiehajúceho roka, ktorý sa už preklopil do medvedieho trhu, je zatiaľ pod úrovňou



Zdroj: Bloomberg

priemeru veľkých prepádov. Akciový index S&P 500 od 3. 1. 2022 po 12. 10. 2022 poklesol o vyše 25 % (doterajšie dno poklesu na denných hodnotách v čase písania tohto textu) a trval tak necelých 10 mesiacov. Tohtoročný vývoj je však predsa len v niečom mimoriadny. Negatívny vývoj na akciových trhoch sprevádza (a do veľkej miery spôsobuje) negatívny vývoj na dl-

pisového trhu bol prepád vo výkonnosti dokonca výraznejší ako v prípade akcií.

Tento mimoriadny vývoj na dlhopisovom trhu sa dá ilustrovať na súhrnnom dlhopisovom indexe Bloomberg US Aggregate Total Return Unhedged USD Bond Index, ktorý reprezentuje dlhopisy investičného stupňa v USA (zjednodušene povedané, zahŕňa štátne dlhopisy Spojených

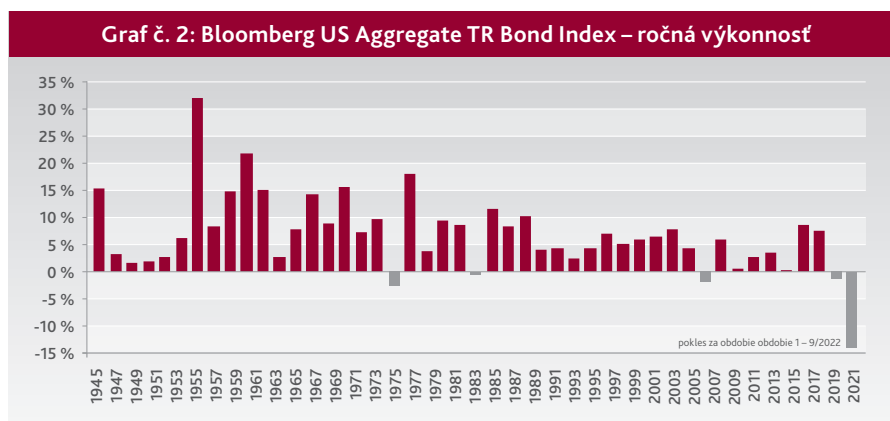
Rast akciového trhu nastáva častejšie ako pokles a jeho ročný priemerný rast je vyšší ako priemerný pokles

hopisovom trhu. Na pripomenutie, nárast dlhopisových výnosov znamená zníženie ich cien, a teda straty pre dlhopisových investorov. Povesť bezpečného prístavu dlhopisových investícií (obzvlášť v prípade štátnych dlhopisov) dostala tento rok na frak. Nemožno sa čudovať. Inflačné tlaky prinútili centrálné banky opustiť svoju dlhodobu uvoľnenú menovú politiku, čo sa premietlo do vyšších, tzv. bezrizikových úrokových sadzieb (ešte nedávno záporných). No a zvyšujúce sa úrokové náklady vrhajú tieň na finančné zdravie firiem, čo zase zvyšuje rizikovú prirážku korporátnych dlhopisov. V niektorých segmentoch dlho-

štátov, ako aj korporátne a kryté dlhopisy amerických subjektov). Ako vidno na grafe č. 2, dlhopisový trh sa tešil dlhobodo z kladnej výkonnosti v jednotlivých kalendárnych rokoch, ktorá len občas bola prerušená kozmetickým poklesom. Teda až do roku 2022. Za obdobie od začiatku roka do konca septembra 2022 tento index zaznamenal rekordnú stratu vyše 14 %. Od začiatku existencie tohto súhrnného indexu (existuje od roku 1976) sa nič také nestalo.

Nepanikáriť ani netriať dno

Keď kapitálové trhy prinášajú investorom negatívne zhodnotenie ich investícií, ne-

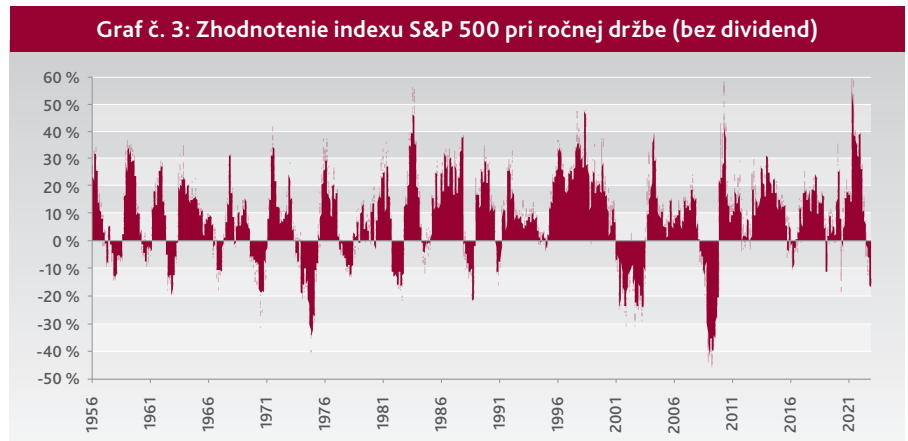


Zdroj: Bloomberg

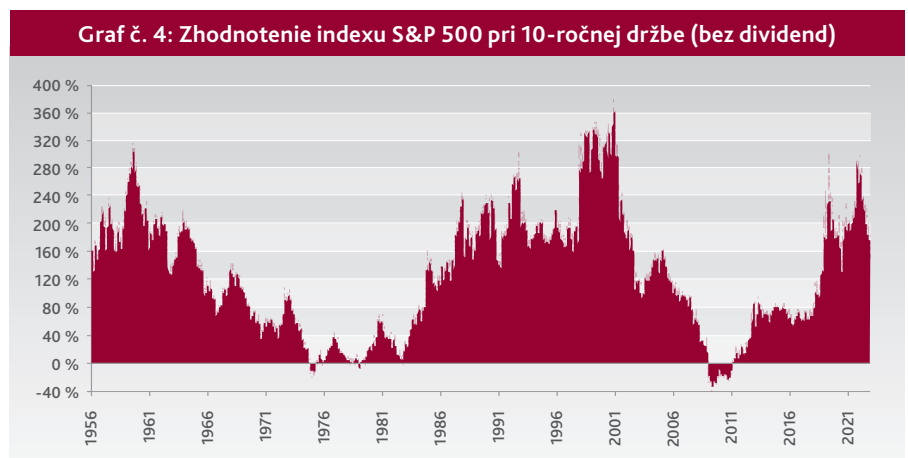
možno sa až tak čudovať dezilúzii mnohých z nich či dokonca strachu zo zväčšovania strát. Lenže po každom poklese, bez ohľadu na jeho dĺžku a intenzitu, zatiaľ vždy došlo na vyspelých trhoch k obnoveniu rastu akciových indexov. Hovoríme však o obnovení rastu trhu ako celku. To neznamená, že niektoré individuálne akcie, resp. firmy nemôžu skončiť na prepahlisku dejín.

Rast akciových trhov v princípe odráža najmä očakávaný rast ziskov korporátnej sféry a tie sa vždy dokázali vzhopíť. Práve súčasný pokles tak na akciovom, ako aj dlhopisovom trhu vytvára príležitosti k nákupom v mnohých prípadoch za atraktívne ohodnotenie. Časovanie trhu síce intuitívne láka, ale praktické podanie zvyčajne úspech neprinesie. Dno trafíte iba ak náhodou, resp. svojej vysnívanej úrovni dna sa dočkať ani nemusíte, príležitosť utečie medzi prsty. O zväčša neúspešnom aktívnom výbere akciových titulov v porovnaní s držaním diverzifikovaného ETF na dlhom období sme na našom blogu písali už viackrát. Kto čítal, vie, že nákup diverzifikovaného ETF prináša na dlhodobom horizonte zväčša vyššie zisky ako triafanie sa do akciových šampiónov.

Takže ako sa pri poklesoch zachovať? Nepanikárte, majte na zreteli dlhodobý horizont. Nesledujte dennodenne hodnotu svojho portfólia (teda pokiaľ ste investor a nie krátkodobý špekulant, pre ktorého je práve volatilita jeho denným chlebom). Nie je až také dôležité, či hodnota portfólia napr. z pondelka na utorok alebo zo štvrtka na piatok poklesla alebo narástla o 1 percento. Dôležitý je vývoj na oveľa dlhšom horizonte. Prínos dlhodobého hori-



Zdroj: Bloomberg



Zdroj: Bloomberg

zontu možno ilustrovať na kľzavej výkonnosti indexu S&P 500 (bez vplyvu dividend, poplatkov a daní), ako vidno na grafe č. 3 (zhodnotenie vždy za 1 rok), resp. grafe č. 4 (zhodnotenie vždy za 10 rokov) od roku 1956 až po súčasnosť. Pri držbe na 12 mesiacov by investor dosahoval pomerne volatilné výsledky. Ale čím dlhší horizont, tým vyšší a trvácnejší zisk.

Okrem dôležitého časového horizontu sú aj ďalšie princípy, ktoré je dobré sledovať. Nemárnite čas premýšľaním, čo by bolo, keby ste vtedy a vtedy urobili to či ono. Minulosť nezmeníte, z minulosti sa treba poučiť. Pri spätnom pohľade sa síce dá určiť, kedy bolo dobré byť 100-percentne zainvestovaný a kedy, naopak, byť 100 percent „v cashi“, ale pri investovaní v reálnom čase nikto nevie, kde bude trh o mesiac či rok. Držte sa stratégie, ktorú ste si zvolili (ak žiadnu nemáte, tak asi bude chyba aj tu...). Pokiaľ investujete častejšie, presné dno a vrchol síce sotva trafíte, ale ak sú trhy fundamentálne predražené (ako to bolo napríklad na prelome 2021 a 2022), treba byť opatrný v navyšovaní svojich investícií. A, naopak, ak sa trhy javia z historického pohľadu lacné (momentálne to neplatí plošne), nebude zrejme ideálnou stratégiou obavami poháňaný predaj pozícií, ale, naopak, skôr selektívne nákupy. Teda žiadna predajná ani nákupná mánia, ale premyslený a systematický prístup.



Pu Ťin-pching

Vzťahy medzi Európou, Čínou a Ruskom sa počas tohto roka výrazne zmenili. Dôvodom je ruská invázia na Ukrajinu, ktorá sa začala 24. februára 2022. Aké zmeny to vyvolalo v medzinárodnom obchode a kto z toho bude ťažiť najviac?



Tibor Féher
portfólio manažér

Na Rusko bolo uvalených množstvo sankcií, ktoré ovplyvnili export energií do Európy. Tieto sankcie mali negatívne ovplyvniť schopnosť Ruska financovať vojnové aktivity, no pre zvýšené ceny energií to úplne neplatí. Odklon Európy od Ruska znamenal, že sa Rusko začalo obzerat za ďalšími spojencami. Dňa 14. júna 2022 sa ruský prezident Vladimir Putin s čínskym prezidentom Si Ťin-pchingom dohodli na prepojení svojich ekonomických vzťahov, čo môže ovplyvniť celosvetové hospodárstvo. Dohoda má zahŕňať pomoc pre energetickú, finančnú, priemyselnú a dopravnú sféru.

Ďalším dôvodom tohto paktu môže byť ambícia Číny prevziať dominanciu v indo-pacifickú oblasť a využiť ju ako základňu na to, aby pripravila Spojené štáty o postavenie vedúcej svetovej veľmoci. Nemałym bonusom sú zvýhodnené ruské ceny pri dodávkach plynu, ropy, uhlia a poľnohospodárskych komodít.

Medzi Ruskom a Čínou teda nevznikla vojenská, ekonomická alebo politická

aliancia. Stále ide o „partnerstvo z rozumu“, no s tým rozdielom, že aktuálna situácia medzi oboma krajinami je horúcejšia ako v minulosti.

Nebolo to vždy ružové

Vzťahy medzi Ruskom a Čínou neboli vždy priateľské. V 60. rokoch sa dokonca obe veľmoci ocitli na pokraji jadrovej vojny v súvislosti s udalosťami čínsko-sovietskeho konfliktu na pohraničnom území. Zdrojom konfliktu boli nepresnosti Pekinskej zmluvy z roku 1860. Tá síce určovala hranicu medzi brehmi riek Ussuri a Amur, ale nedoriešila vlastníctvo území v priestoroch medzi brehmi. Hraničný spor medzi Sovietskym zväzom a Čínou sa dostal do centra

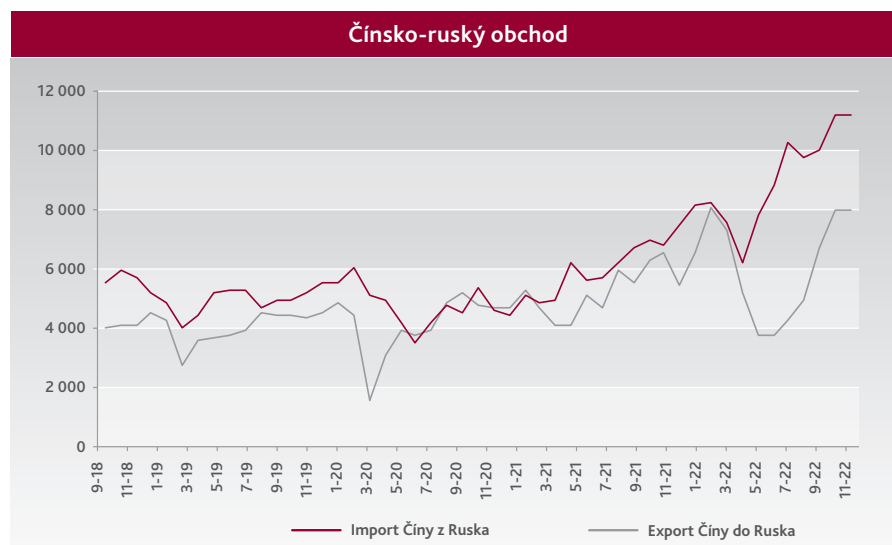
Kto z toho najviac ťaží?

Čína výrazne navýšila import ruských energií. Augustové čísla dosahujú rekordných 8,3 mld. USD. Od ruskej invázie na Ukrajinu vzrástol import energií do Číny o 74 % na 44 mld. USD, medziročne to je nárast o 68 %. Hlavnou importnou časťou bolo ruské uhlie. Dovozy ropy takisto dosiahol maximum, keďže Čína obmedzila dovoz z Afriky a zo Saudskej Arábie, a tak sa Rusko stalo oficiálne najväčším dovozcom. Väčšina ruskej ropy sa do Číny dováža cez more, septembrové hodnoty dosiahli rekordne viac ako 2 mil. barelov denne. Okrem mora týchto spojencov spája aj novovybudovaný most medzi Blagoveščenskom a Chej-che, ktorý rozšíri obchod o 1 mil. ton tovaru ročne.

Medzi Ruskom a Čínou ide stále o „partnerstvo z rozumu“

svetovej pozornosti v roku 1969, keď v regióne Amur-Ussuri vypukli otvorené boje. Konflikt sa skončil prímerím, ktoré viedlo k návratu k status quo.

Ruskej energetickej exportnej časti sa tento rok rekordne darilo, zatiaľ čo zvyšná časť ekonomiky, naopak, trpela. Sankcie ovplyvnili ruskú infláciu, ktorá sa dostala



Zdroj: Bloomberg



na 20-ročné maximá. Okrem toho sa veľké množstvo firiem stiahlo z ruského trhu a medzinárodný obchod začal vysychať. Ekonomické a finančné problémy sa výrazne prehĺbili a ovplyvnili celé Rusko.

Invázia Ruska negatívne ovplyvnila celú Európu. Masívny nárast cien bol zaznamenaný na všetkých segmentoch, ktoré Európa dovážala z Ruska, ako napríklad plyn, ropa alebo obilniny. Plyn v najväčšom ovplyvnil stav ekonomík, lebo sa využíva na výrobu elektriny, ktorá vzrástla niekoľkonásobne. Odhady analytikov hovoria, že vyššie ceny energií tu budú s nami na dlhšie obdobie. Väčšina firiem bude nútená pre ceny energií obmedzovať výrobu a prepúšťať.

ným odberateľom plynu je Európa, ktorá vytvára až 70 % podiel na celkovom príjme. Európa dováža 40 % plynu, 35 % ropy a 40 % uhlia z Ruska. Keďže neistota z plynulých dodávok energií vzrastá, Európa sa snaží nájsť nových dodávateľov. Nie je to však jednoduché, keďže LNG infraštruktúra od iných dodávateľov chýba.

Európa sa v minulosti pripútala k Rusku štyrmi plynovými terminálmi, a to Nord Stream, Jamal, TurkStream, BlueStream. Tieto plynové terminály prevádzali až 75 % z celkového dovážaného plynu. Rusko začalo obmedzovať export plynu a požadovalo zrušenie sankcií, ktoré naň uvalil Západ. Dňa 26. septembra však boli dodávky

novodov. Pre Rusko bude jednou z mála možností presmerovať sa na Čínu. Jediný plynovod, ktorý prepravuje plyn do Číny, je Sila Sibíri. Avšak exportné množstvo je len malým zlomkom toho, čo kupovala Európa. Tým, že je Čína najväčším importérom energií na svete, si dala záležať na diverzifikácii dodávateľov. Na porovnanie, čínsky import plynu je na úrovni množstva, ktoré prepraví Gazprom do Česka. Z tohto dôvodu nemožno nahradiť Európu Čínou.

Pokračovanie odberu ruskej ropy do Európy by bolo možné, ak by sa zmenil režim v Rusku. Avšak v aktuálnej situácii to vyzerá ako nereálna možnosť.

Výhody a nevýhody pre svet

Hlavnými nevýhodami pre svet sú zvýšené energetické ceny, ktoré sa podieľajú na vysokej inflácii. Centrálné banky musia robiť reštriktívne kroky na spomalenie rastu cien, a to vytvára tlak na obyčajných ľudí, ktorým sa bude znižovať životný štandard. Tým, že je Rusko energetickou veľmocou, je veľmi ťažké predpovedať, čo sa stane v najbližších mesiacoch či rokoch. Pre Európu bude dôležité prečkať zimu v čo najmenšej ujme a snažiť sa pripraviť na nasledujúci rok, pretože podľa analytikov bude nasledujúca zima kľúčová.

Z tohto konfliktu sa bude svet ešte dlho spamätávať, no možno vidieť aj malé množstvo pozitívnych stránok. Odklon od nespoľahlivého spojenca a vyššia diverzifikácia by nás mohla ochrániť pred podobnými situáciami v budúcnosti. Odklon Európy od Ruska bude spočiatku „boliť“, no je potrebné zrealizovať ho čo najskôr.

Jediný plynovod, ktorý prepravuje plyn do Číny, je Sila Sibíri. Avšak exportné množstvo je len malým zlomkom toho, čo kupovala Európa

Na opačnej strane je reálne si myslieť, že aktuálne najviac na tomto konflikte môže benefitovať Čína, pre ktorú sú obidva scenáre tzv. win-win stratégia. Ruská výhra vo vojne by znamenala geopolitické posilnenie na úkor Západu, čo Číne prospeje. Ak Rusko prehrá, bude oslabené a závislé od Číny. Oba scenáre nahrávajú Číne do karát. Samozrejme, aj Číne hrozia riziká z tohto paktu. Sankcie uvalené na Čínu zo Západu by mohli negatívne ovplyvniť krajinu, tento scenár je zatiaľ v nedohľadne.

Možno nahradiť Európu Čínou?

Pre Rusko je plyn hlavnou energetickou surovinou, z ktorej benefituje. Ruským hlav-

plynu natrvalo zastavené po zaútočení na plynovod Nord Stream, čo vyvolalo ešte väčšie obavy zo stabilných dodávok pre EÚ. Podľa Gazpromu by oprava najdôležitejšieho plynovodu Nord Stream mala trvať viac ako rok. Európa nemá na výber a musí sa odkloniť od Ruska. Nebude to však také jednoduché. Šéf Svetovej banky (SB) David Malpass varoval, že odklon od Ruska môže trvať roky. To by podľa neho predĺžilo riziko stagflácie, teda obdobia nízkeho ekonomického rastu a vysokej inflácie.

Rusi by chceli presmerovať plyn na niekoho, kto stojí na ich strane, no aktuálne to nie je možné. Hlavným dôvodom je nedostatočne vybudovaná infraštruktúra ply-

Pušky alebo maslo

Celé desaťročia, hlavne po páde železnej opony a bipolárneho sveta na konci 80. rokov, sme sa na vojny pozerali ako na niečo, čo sa nás už, chvalabohu, netýka. Ministerstvá obrany nám pripadali pomaly ako anachronizmy, výdavky na obranu v podobe percenta na HDP vo väčšine krajín, a hlavne v Európe, klesali. Vojna v Juhoslávii v 90. rokoch bola pre ostatných len lokálnym konfliktom a ani ruský vpád na Ukrajinu v roku 2014 nás z toho sna neprebudil.



Ing. Mgr. Richard Tóth, PhD.
hlavný ekonóm

žiermi. Budíkom sa stala až ruská invázia na Ukrajinu vo februári tohto roka.

Vojenská sila sa dá merať viacerými spôsobmi. Väčšinou ide o kvantitatívne merania, to znamená počty vojakov, tankov, rakiet, lodí, prístavov, finančné zázemie a pod. Kvalita – taktické zručnosti, profesionalita personálu a hlavne odhodlanie a motivácie – sa merať nedá.

Všeobecne akceptovaným vrcholom obrany sú jadrové zbrane. Krajina, ktorá nimi disponuje, je nedotknuteľná, nikto si nedovolí na ňu zaútočiť, lebo by to znamenalo odvetu, ktorá sa nedá zvládnuť bez okamžitých a dlhodobých obrovských strát na životoch a bez obrovských škôd na majetku. Jadrové zbrane majú psychologicky

mimoriadne silný odstrašujúci účinok, lebo boli použité v Hirošime a Nagasaki a všetci dobre vieme, aké majú dôsledky.

Jadrových mocností nie je veľa

Jadrových mocností nie je veľa. Historicky najväčšou jadrovou veľmocou bol Sovietsky zväz, ktorý mal na svojom vrchole v roku 1988 podľa odhadov asi 43 000 jadrových hlavíc, USA kulminovali v roku 1966 na úrovni 32 000 hlavíc. Najviac takýchto zbraní na svete bolo v roku 1984, asi 70-tis. Dnes má jadrové zbrane len osem krajín – Rusko má podľa odhadov 5 977 jadrových hlavíc, USA 5 428, Čína 350, Francúzsko 290, Veľká Británia 225, Pakistan 165, India 160, Izrael 90 a Severná Kórea 20.

Jadrové mocnosti získavajú nezaslúženú konkurenčnú výhodu

„Idylku“ narušil až americký prezident Donald Trump, ktorý Nemecku a iným jasne odkázal, že sa nemôžu ekonomicky a tým aj strategicko-politicky viazať s Ruskom a zároveň žiadať od USA ochranu, za ktorú ani nezaplatili dodržaním limitu svojich výdavkov na úrovni aspoň dvoch percent HDP (samozrejme, že D. Trump sledoval aj záujem predávať americký plyn v Európe).

Trend znižovania obranných výdavkov sa začal pomaly otáčať – kým v roku 2014 splňali z dnešných 30 krajín NATO 2 % limit len tri štáty (USA, Veľká Británia a Grécko), v roku 2021 to už bolo 8 štátov (USA, Veľká Británia, Grécko a ďalej Chorvátsko, Estónsko, Lotyšsko, Litva a Poľsko), väčšinou krajiny na východnej hranici NATO. Najväčšie a najbohatšie ekonomiky EÚ – Nemecko, Taliansko, Benelux alebo Dánsko – však 2 % cieľ nedosiahli a zostali tak čiernymi pasa-



Celkovo sa veľkosť vojenského sektora najčastejšie udáva ako výdavky na obranu na (ročnom) HDP krajiny. V tomto ukazovateli dominujú krajiny na Blízkom východe. Svetovou jednotkou bol v roku 2020 Omán s 11 %, dvojkou Saudská Arábia s 8,5 % a trojkou Alžírsko so 6,6 %. Nasledovali Kuvajt, Izrael, Azerbajdžan, Jordánsko, Arménsko, Libanon, Maroko. Prvú desiatku ukončilo Rusko s vojenskými výdavkami na úrovni 4,3 % HDP.

Severná Kórea či Sýria vydávajú na obranu pravdepodobne viac, ale štatistiku k dispozícii nemáme, rovnako ako pri ďalších krajinách. Celkovo vo väčšine krajín výdavky na obranu dlhodobo klesali, ale v niektorých ohrozených krajinách stúpali. Napríklad Ukrajina mala v roku 2013 takéto výdavky na úrovni 1,6 % HDP, v roku 2014 2,2 % a v 2015 už 3,2 % HDP. V roku 2020 mala 4,1 %, takmer toľko ako Rusko (4,3 % HDP).

Z krajín G7 vydali v roku 2020 na obranu USA 3,7 % HDP, Kanada 1,4 %, Veľká Británia 2,2 %, Nemecko 1,4 %, Francúzsko 2,1 %, Taliansko 1,6 % a Japonsko 1 % HDP. Slovenské výdavky na obranu tvorili 1,8 % HDP, a na túto úroveň stúpili z veľmi nízkych predchádzajúcich úrovní okolo 1,2 % až v roku 2019.

Na opačnom konci rebríčka výdavkov na obranu stoja Haiti (0,003 % HDP), Maurícius (0,2 %) a určite prekvapením je Írsko, ktoré nie je členom NATO a na obranu vydáva asi 0,3 % zo svojho HDP. A prekvapením je asi aj štvrté Moldavsko, ktoré vydáva 0,4 % HDP, nasledované Papuou-Novou Guineou (tiež 0,4 % HDP).

V absolútnych sumách sú kráľom USA

V absolútnych sumách sú kráľom USA, v roku 2020 vydali na obranu 780 mld. USD, nasledovali Čína s 230 mld. USD, India 73 mld., Rusko 62 mld., Veľká Británia 59 mld., Saudská Arábia 58 mld., Nemecko a Francúzsko po 53 mld., Japonsko 49 mld. a Južná Kórea 46 mld. USD. Slovenské výdavky dosiahli 1,8 mld. USD. Na opačnej strane stálo tiež Haiti, ktoré v roku 2021 vydalo na obranu 264-tis. USD.

Celkovo slúžilo vo svete v roku 2019 asi 27,8 milióna profesionálnych vojakov, najviac v Indii 3 mil., v Číne 2,5 mil., Severnej Kórei 1,5 mil., Rusku 1,5 mil., USA 1,4 mil., Pakistane 940-tis., Brazílii 760-tis., Indonézii 680-tis. a Iráne 650-tis. Na druhej

strane Island nemá žiadnu armádu a napríklad Luxembursko má „symbolických“ cca 1 000 vojakov. Samozrejme, hovoríme len o profesionálnych vojakoch, niektoré krajiny zapájajú do obrany aj ďalšie skupiny obyvateľstva (záložné oddiely a iné).

Relatívne najviac vojakov k celkovému počtu pracovnej sily má Eritrea, v roku 2019 tvorili 12,4 % pracovnej sily v krajine. V druhej Severnej Kórei 8,7 %, v treťom Džibuti 5,9 %. Nasledovali Sýria, Jordánsko, Izrael, Čierna Hora, Južný Sudán, Arménsko, Srí Lanka. Na Slovensku je približne 16-tis. vojakov, čo je cca 0,6 % pracovnej sily.

Celkovo vojenskú kvantitu sumarizuje takzvaný Index vojenskej sily (Global Firepower Ranking), ktorý triedi 142 krajín podľa viac ako 50 kvantitatívnych kritérií, najmä

krajiny striedali, ale dlhodobo rastie relatívna sila Japonska, Južnej Kórey a Austrálie a dlhodobo klesá sila Nemecka a Španielska. Zjavne každá krajina vyhodnotila rast rizík inak.

Celkom zaujímavo vyznieva porovnanie potenciálov krajín v niektorých veľkých súčasných a aj vcelku pravdepodobných vojenských konfliktoch. Ide o rusko-ukrajinský, čínsko-taiwanský a turecko-grécky konflikt.

Rusko je v rebríčku Global Firepower na 2. mieste, Ukrajina na 22. mieste (údaje sa zbierali ešte pred vojnou). Rusko dominuje v personálnych kapacitách okrem záložného personálu, kde sú sily vyrovnané. Rusko dominuje aj vo finančnom zázemí a aj v pozemnej, vzdušnej a námornej sile. A prevahu má aj v logistike okrem námorných prístavov a terminálov, kde sú však sily vy-

V absolútnych sumách kraľujú USA, v roku 2020 vydali na obranu 780 mld. USD

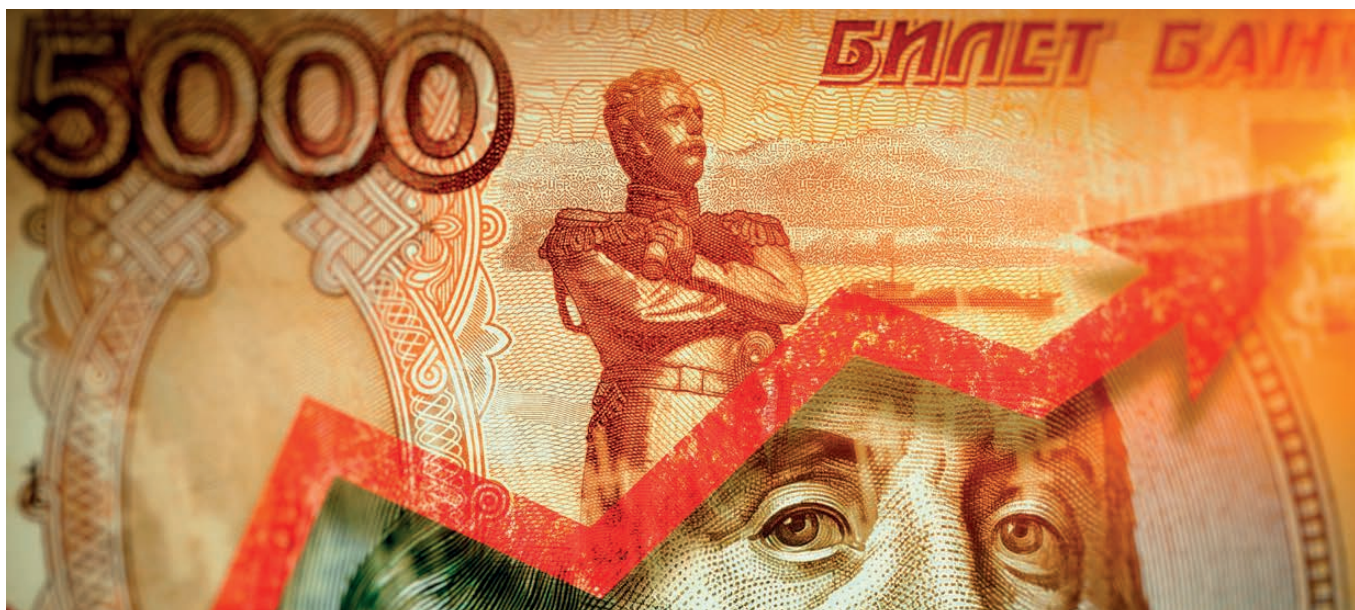
podľa počtu vojakov, leteckej, pozemnej, námornej sily, finančných zdrojov, logistiky, prírodných zdrojov, geografie. Pri zbraniach ide len o konvenčné zbrane, jadrové zbrane sa tu nezohľadňujú.

V roku 2022 boli na čele rebríčka USA. Nasledujú Rusko, Čína, India, Japonsko, Južná Kórea, Francúzsko, Veľká Británia, Pakistan a Brazília. Slovensko je na 60. mieste medzi Rakúskom a Srbskom, všetci susedia Slovenska sú v tomto rebríčku vyššie. Mnohé roky sú stabilne na čele rebríčka USA, nasledujú Rusko, Čína a India. Na ostatných miestach sa

rovnané (medzitým sa však pozícia Ruska kvôli anexii zlepšila). Rusko dominuje aj vo fyzických zdrojoch (ropa), v geografii. Navyše – čo tento rebríček nezahŕňa – má aj jadrové zbrane. V tejto vojne je jasným favoritom. A predsa sú výsledky iné – rebríček nezahŕňa zahraničnú pomoc a ani kvalitatívne faktory od rôznej úrovne profesionality armády až po úplne nemerateľné rozhodnutia vojakov a motivácie.

Pri potenciálnom čínsko-taiwanskom konflikte je pozícia krajín veľmi podobná. Čína je na 3. mieste za Ruskom a Taiwan





na 21. mieste pred Ukrajinou. Čína jasne dominuje v personálnom faktore okrem záložnej sily, kde dominuje Taiwan. Čína má vzdušnú, leteckú a námornú prevahu, ale rozdiely nie sú také veľké ako medzi Ruskom a Ukrajinou. Jasne navrch má Čína v logistike, zdrojoch a geografii. A Čína je tak ako Rusko aj jadrová veľmoc, a Taiwan nie. Obsadiť Taiwan sa zdá ľahké, ale ten môže počítať s pomocou krajín NATO, navyše ide o ostrov. Čína môže počítať len s pomocou Ruska a podporou Severnej Kórey.

A napokon napätie neustáva ani medzi Tureckom a Gréckom. Celková pozícia krajín je veľmi podobná ako Rusko – Ukrajina či Čína – Taiwan, dokonca aj rozdiely medzi absolútnymi hodnotami indexu (ktoré vyjadrujú absolútnu silu krajiny) sú veľmi podobné. Turecko je v poradí krajín na 13. mieste, Grécko na 27. mieste. Turecko vedie v personálnej oblasti s výnimkou záložného personálu, vo finančných otázkach okrem zahraničného dlhu, v letectve okrem stíhacieho letectva, v pozemnej sile, v námornej sile okrem ponoriek a hlídkových člnov, v logistike okrem obchodného námorníctva, v geografii okrem dĺžky pobrežia. Obe krajiny sú členmi NATO, konflikt by bol z tohto pohľadu v podstate absurdný, ale nie je nereálny. Rovnako ako v Rusku a v Číne stojí na čele Turecka autokrat so zorganizovaným aparátom a mohol by rátať aj s pomocou obyvateľstva. V tomto konflikte by však podporu hlavných členov NATO asi získalo Grécko.

To, či vypukne vojna na Taiwane a prípadne v Grécku, bude závisieť aj od toho, ako sa skončí vojna na Ukrajine.

Vojna na Ukrajine je desivým ľudským nešťastím, ktoré je však precitnutím pre mnohých politikov. Uvedomili si, že naivná viera vo falošné kamarátstva dláždené ekonomickými výhodami predstavujú jasné strategické riziko zničenia ich vlastných krajín. A tak ako koronakrizové problémy so svetovými dodávateľsko-odberateľskými vzťahmi znamenajú postupný návrat k preferencii bezpečnosti a spoľahlivosti kľúčových vstupov pred cenou a de facto lokalizáciu (deglobalizáciu) výroby a prepravy, bezpečnostné hrozby prinesú akúsi deglobalizáciu na úrovniach štátov, hľadanie skutočných spojení založených na podobných hodnotách a aj rast verejných výdavkov na obranu.

na výrobu pušného prachu, alebo alternatívne na výrobu hnojív. Vo všeobecnosti to ilustruje príklad obmedzeného použitia obmedzených zdrojov. A tak aj zvýšenie výdavkov na obranu bude znamenať tlak na spomalenie hospodárskeho rastu.

Týkať sa to bude hlavne krajín, ktoré výrazne zaostávali, najmä tých európskych. Benefitovať budú firmy a krajiny, ktoré sú čistými exportérmi zbraní, pôjde predovšetkým o americké firmy a USA.

Samozrejme, vojenský výskum prináša inovácie, ktoré sú využiteľné aj civilne a takýmto spôsobom prispievajú

Zvýšenie výdavkov na obranu bude znamenať tlak na spomalenie hospodárskeho rastu

Všeobecne je rozšírený názor, že vojna a tým spôsobený rast výdavkov na obranu zvyšuje verejný dopyt a tým zvyšuje hospodársky rast. Je to však doslova hlúposť, to by potom na stimuláciu svetového dopytu bolo postačujúce uskutočniť každý mesiac vojnu v odľahlom „kúte“ Zeme a hospodársky rast by bol zaručený.

Rast vojenských výdavkov odčerpáva zdroje

Je to práve naopak, rast vojenských výdavkov odčerpáva zdroje a spôsobuje spomalenie hospodárskeho rastu. Tak ako v tej známej krivke „pušky verzus maslo“ (guns vs. butter). Termín pochádza z reálneho rozhodovania sa o použití dostupných dusičnanov v americkej Alabame v minulom storočí buď

k hospodárskemu rastu. Tak ako napríklad GPS (Global Positioning System), ktoré síce prevádzkuje americká vláda, ale jednu jeho časť, SPS (Standard Positioning Service), dala k dispozícii na komerčné použitie a na vojenské účely si ponechala PPS (Precise Positioning Service).

Svet teda čaká ďalšie náročné obdobie. Vyššie vojenské výdavky a hľadanie a utvrdzovanie hodnotových vzťahov v rámci aliancií, v našom prípade v rámci NATO. Myšlienka na samostatnú európsku obranu, dúfam, nateraz zanikne. Zlepšila by síce pozíciu niektorých európskych firiem, ale celkovú bezpečnostnú pozíciu starého kontinentu by výrazne oslabil. A to nechceme.

Boj s démonom inflácie: Nejdú centrálné banky až príliš ďaleko?

Všetky hlavné centrálné banky sveta začali v priebehu roka 2022 v reakcii na prudko rastúcu infláciu zvyšovať úrokové sadzby. Cyklus začala britská Bank of England ešte v decembri 2021, no americký Fed ju rýchlo dobehol a trojnásobným zvýšením základných úrokových sadziieb až o 75 bázických bodov rýchlo zobral vietor z plachiet svojim rivalom na opačnom brehu Atlantiku.

Dôsledky sú širokospektrálne. Dolár je na výslni, kým euro a japonský jen sú na niekoľko dekádnych minimách, to spomalí rast úverov, rýchlosť obehu peňazí v ekonomike a hospodársky rast. S prudkým zvyšovaním úrokových sadziieb a menovými intervenciami centrálni bankári tvrdošijne trvajú na porážke démona inflácie za každú cenu.

Inflácia v hlavných menových zónach sveta poskočila na niekoľkodekádne maximá a po rokoch monetárnych stimulov s úrokovými sadzbami blízky nule alebo dokonca v zápornom teritóriu urobili centrálné banky náhlu otočku o 180 stupňov a celému svetu ukazujú svoju jastrabiu tvár. Uťahovanie menovej politiky je na programe dňa v celej zbroji, možno len s výnimkou Turecka, ale to je úplne iný príbeh. Taký ostrý jazyk, akým Fed a ECB komunikujú svoj zámer obnoviť cenovú stabilitu takmer za každú cenu, tu už nebol celé desaťročia.

Pritom ešte na začiatku roka označovali americký Fed aj ECB infláciu za dočasný fenomén, ktorého jednorazový výstrelok čoskoro pomínie, teraz prišlo vytriezvenie. Energiami a potravinami napumpovaná inflácia naďalej rastie a nič nenasvedčuje tomu, že by sa mala v dohľadnom čase zmierniť. Po ruskej invázii na Ukrajine ceny energetických surovín vyleteli prudko nahor a rétorika dočasnosti cenového rastu sa ukázala ako nemiestny vtíp. Namiesto toho sa ceny špirálovite šplhajú vyššie a vyššie.

Horúce leto centrálnych bánk

Leto bolo také horúce, že aj tradične pokojní a konzervatívni centrálni bankári sa poriadne zapotili. Americký Fed od marca zvýšil základnú úrokovú sadzbu o 275 bázických bodov do pásma od troch do 3,25 percenta. Podľa analytického nástroja Fedwatch od CME Group je pravdepodobnosť, že aj začiatkom

novembra zvýši úrokové sadzby o 75 bázických bodov, viac ako 95-percentná. Dve tretiny analytikov a ekonómov na finančnom trhu si myslia, že do nového roka 2023 Amerika vstúpi s referenčnými úrokovými sadzbami v pásme 4,50 – 4,75 percenta. Úrokové sadzby pre pôžičky komerčných bánk od centrálnej banky sa tak dostanú na úroveň z roku 2006.

Tradičnou reakciou centrálnych bánk na rastúcu infláciu je zvyšovanie úrokových sadziieb



V lete hovoril šéf Fedu Jerome Powell o tom, že zvyšovanie nákladov na pôžičky sa možno skončí „mäkkým pristátím“ ekonomiky. To by znamenalo, že hospodárstvo sa vyhne recesii a inflácia sa postupne zmierni aj vďaka vysokej porovnávacej báze z tohto roka. V závere septembra však aj on svoju rétoriku otočil a pripustil, že takýto scenár je skôr nepravdepodobný. „Najprv musíme skončiť s infláciou. Prial by som si, aby existoval bezbolestný spôsob, ako to urobiť,“ povedal Powell, ale sám iste vie, že taký neexistuje.

No nie je to len americký Fed, ktorý koná. Britská Bank of England, švajčiarska SNB aj Európska centrálna banka takisto pristúpili k menovému príškrteniu. Bank of England bola dokonca prvá spomedzi hlavných centrálnych bánk sveta, ktorá pristúpila k menovému príškrteniu. Už v decembri 2021 zvýšila základnú úrokovú sadzbu v ekonomike o štvrt percenta a odvtedy postupne, ale neustále pokračuje v jej zvyšovaní. Napriek tomu, že v polovici októbra uňahlené fiškálne plány britskej vlády premiérky Liz Trussovej spustili krízu na dlhopisovom trhu, ktorá si vyžiadala núdzovú intervenciu starej dámy z Threadneedle Street, ako finančníci familiárne Bank of England volajú, stúpnu úrokové sadzby vo Veľkej Británii na tri percentá.

Pre ostrovnú krajinu, ktorej inflácia dosiahla v júli 2022 dvojicifernú úroveň 10,1 percenta a ekonomická aktivita lavíruje na prahu



Boj s démonom inflácie nenechal chladnou ani tradične konzervatívnu švajčiarsku centrálnu banku

recesie, je zdražovanie úverov ďalšou z radu morových rán. Priemerné úrokové sadzby na hypotéky vo Veľkej Británii pravdepodobne prekročia úroveň 6 percent, čo je pri medziročnom náraste cien domov a bytov o 15,5 percenta pre Angličanov dvojitý úder.

Tradičnou reakciou centrálnych bánk na rastúcu infláciu je zvyšovanie úrokových sadzieb. To môže motivovať k tomu, aby viac

sporili, ale zároveň to znamená, že ľuďom s hypotékou sa zvýšia mesačné splátky.

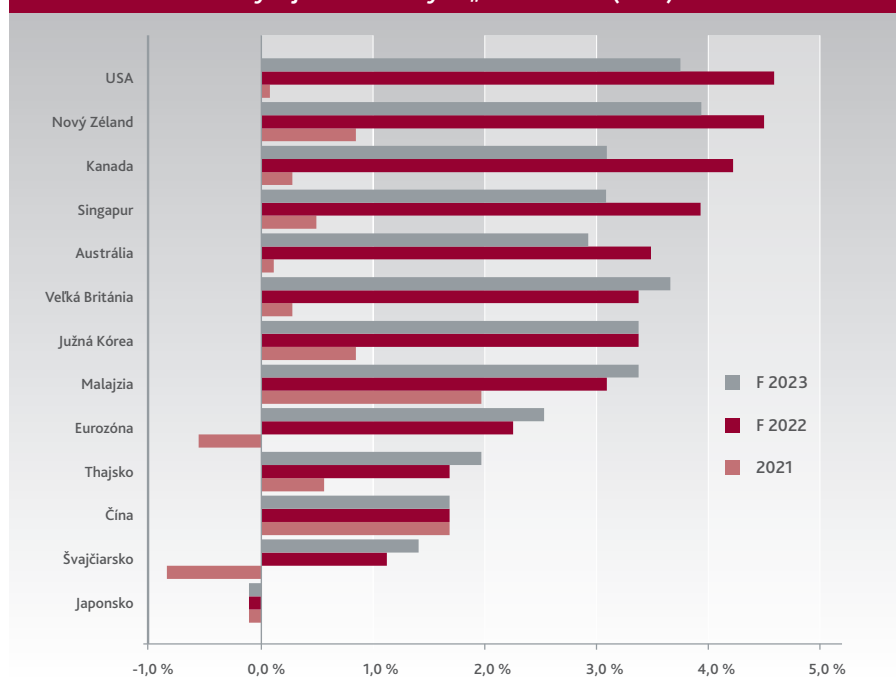
Konvenčné fungovanie transmisného mechanizmu centrálnych bánk však zaberá s 12- až 18-mesačným oneskorením. To znamená, že to, že centrálna banka zvýši úrokové sadzby, začne reálne ovplyvňovať ekonomiku krajiny o rok až rok a pol. Zvyšovanie úrokových sadzieb združuje požičiavanie si peňazí, a tak ľuďom ostane menej na mňaňanie. Dopytový tlak na ceny klesne a tie potom nemajú dôvod ďalej stúpať.

Problémom je, že inflačný šok súčasnosti nie je spôsobený dopytom spotrebiteľov, ale externými faktormi mimo dosahu menovej politiky. Na to, že vojna spôsobí brutálny rast cien energií a nárast energetických vstupov, následne predraží výrobu tovarov vrátane potravín, totiž nemá monetárna politika centrálnej banky žiaden vplyv. Úroková politika centrálnych bánk má istý, limitovaný vplyv na roztočenie cenovo-mzdovej špirály, ktorej sa zdražovaním úverov snaží zabrániť.

Švajčiari a eurozóna v akcii

Plán Fedu na obmedzenie spotrebiteľských a podnikateľských výdavkov v snahe znížiť infláciu opakujú všetky centrálny banky na svete aj napriek tomu, že príčiny rastu cien sa môžu mierne od prípadu k prípadu líšiť. V Európe mimoriadne ceny zemného plynu

Vývoj cien niektorých „meme“ akcií (USD)



Zdroj: Investičná banka UBS, the Financial Times



spôsobili, že celková miera inflácie dosiahla podobnú úroveň ako v USA, ale jadrová inflácia je výrazne nižšia.

V rozvíjajúcich sa ekonomikách, akými sú Turecko, ale aj Poľsko, Maďarsko či susedná Česká republika, zas spôsobuje problémy

kríža ceny medziročne v septembri stúpili len o 3,2 percenta, SNB sa odhodlala k vážnym krokom a bez váhania zvýšila úrokové sadzby zo záporného teritória na 0,5 percenta. Centrálna banka so sídlom v Berne nechce ostať príliš pozadu za dopredu cválajúcim Fedom.

Mnohí ekonómovia a analytici sa domnievajú, že centrálny banky konajú unáhle

klesajúca hodnota lokálnych mien voči americkému doláru. V mnohých z týchto krajín oslabili meny na niekoľko dekádne či historické minimá, čo následne zvyšuje ceny dovezených tovarov, vrátane životne dôležitých energetických surovín, ktoré sa na burzách obchodujú v dolároch.

Boj s démonom inflácie nenechal chladnou ani tradične konzervatívnu švajčiarsku centrálnu banku. Aj keď v krajine helvétskeho

Na rozdiel od ECB, ktorá v dôsledku názorovej roztrieštenosti a fiškálnych problémov Talianska nebola schopná konať ráznejšie, je však švajčiarsky frank, spoločne s dolárom, symbolom bezpečného prístavu investícií v čase neistoty. Status bezpečnej meny si frank uchováva aj v prebiehajúcej energetickej a stagflačnej kríze.

Napriek tomu, že nominálne úrokové sadzby centrálnych bánk sú v eurozóne

0,75 percenta a vo Švajčiarsku 0,5 percenta, status bezpečia a rozhodnosť centrálnej banky konať ochránili kurz švajčiarskeho franku. Kým euro voči doláru stratilo za posledných 12 mesiacov do polovice októbra zhruba 15,5 percenta, švajčiarsky frank len necelých osem percent.

Centrálny banky vo svete si uvedomujú, že váhavým postojom môžu spôsobiť oslabenie vlastnej meny, pretože rozširujúci sa úrokový diferenciál medzi dolárom a ich vlastnými menami je vábnickou pre medzinárodný špekulatívny kapitál.

Pre devízových obchodníkov nie je nič jednoduchšie, ako kúpiť lepšie úročené doláre a čakať, ako im swapové body zvyšujú priemernú cenu nákupu.

Švédka Riksbank v závere septembra začala Fed kopírovať zvýšením svojej referenčnej úrokovej sadzby o 1 percentuálny bod na 1,75 percenta, čo predstavuje najväčšie zvýšenie úrokových sadzieb za posledné tri desaťročia. Saudská Arábia a Spojené arabské emiráty tiež oznámili zvýšenie o 0,75 percentuálneho bodu.

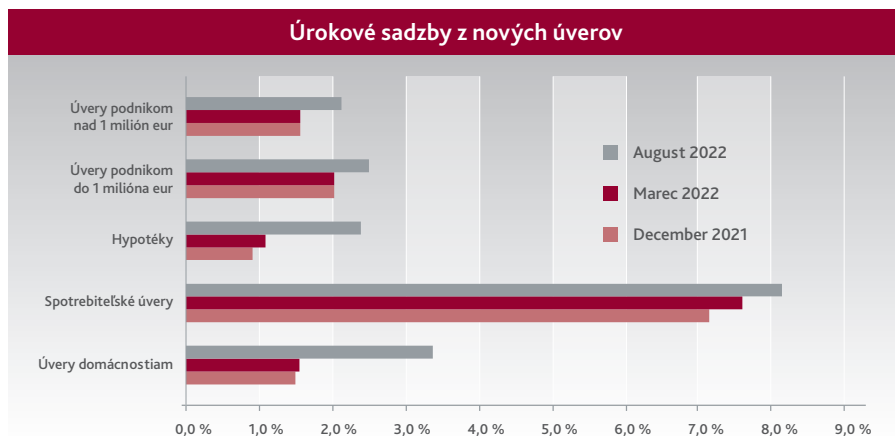
Dokonca aj v Japonsku, ktoré dekádu bojovalo s defláciou, teda poklesom cien, a s aplikáciou záporných úrokových sadzieb začalo už dávno, začala vláda podnikať kroky proti rastúcej inflácii. Na rozdiel od zvyšku sveta však centrálna banka nezvyšuje úrokové sadzby, ale ministerstvo financií intervenuje na devízovom trhu s cieľom posilniť japonský jen a zmierniť tak tlaky na dovoz inflácie prostredníctvom výmenného kurzu. V auguste totiž inflácia v Japonsku poskočila na nezvyčajne vysokú úroveň 2,8 percenta.

Príliš veľa príliš rýchlo?

Svet zachvátili dramatické vyjadrenia centrálnych bankárov celého sveta, no niektorí ekonómovia sa oprávnenne pýtajú, nezachádzajú príliš ďaleko, keď zdražujú peniaze tak rýchlo?

Fed signalizoval, že sa sprísňovanie jeho menovej politiky zďaleka nekončí. Nevidanú rozhodnosť konať verbálne naznačujú aj predstavitelia ECB.

Po tom, čo banka zvýšila základnú úrokovú sadzbu v septembri o 75 bázických bodov, sa rovnaký rozsah sprísnenia menovej politiky od banky čaká aj na konci októbra a na predvianočnom zasadnutí Rady guvernérov ECB 15. decembra.



Zdroj: Banková štatistika NBS

Ekonomovia Deutsche Bank si všimli, že na každú jednu centrálnu banku na svete, ktorá v súčasnosti znižuje úrokové sadzby, pripadá 25 bánk, ktoré úroky zvyšujú. To je mimoriadne jastrabí pomer, ktorý je vysoko nad bežnou úrovňou a na trhu sa neobjavil od konca 90. rokov, teda v čase, keď mnohé centrálné banky získali nezávislosť pri určovaní menovej politiky.

Mnohí ekonómovia a analytici sa domnievajú, že centrálné banky konajú unáhle, pretože sa dekadou nízkej inflácie dali ukolísť a v náhlom boji proti inflácii nemysleli na ekonomické dôsledky prudkého zdražovania peňazí.

Navyše jastrabia úroková politika amerického Fedu spôsobuje na devízovom trhu výrazne zhodnocovanie dolára, prostredníctvom ktorého sa dovoz komodít obchodovaných v amerických dolároch na svetových burzách predražuje a ešte viac podporuje rast inflácie.

Ak by sme sa pozreli na kurzový vývoj vyspelých krajín G10, najhoršie je na tom japonský jen, ktorý od začiatku roka do 19. októbra stratil 23 percent svojej hodnoty. Voči doláru padol koncom septembra na 24-ročné minimum a napriek tomu, že japonské ministerstvo financií spoločne s Bank of Japan minuli na intervenciu na devízovom trhu 19,7 miliardy dolárov, do polovice októbra kurz jenu padol na nové, 30-ročné minimum.

Úverové príškrtenie

Spôsob, ktorým sa centrálné banky snažia stlmiť infláciu, vychádza z predpokladu, že ak už nemôžu ovplyvniť

Dolár valcuje meny vyspelých krajín sveta		
USD/SEK	11,1556	-18,84 %
USD/NOK	10,5965	-16,78 %
USD/JPY	149,4	-22,97 %
USD/DKK	7,5747	-13,66 %
USD/CHF	0,9996	-8,67 %
USD/CAD	1,3777	-8,28 %
NZD/USD	0,5673	-16,89 %
GBP/USD	1,1256	-16,82 %
EUR/USD	0,9821	-13,63 %
AUD/USD	0,629	-13,40 %

Zdroj: Bloomberg, údaje k 19. októbru 2022



ponuková infláciu danú cenami energií či potravín, tak sa aspoň zdražovaním úrokov snažia skrotiť nákupné chůtky spotrebiteľov. Snažia sa tiež zamedziť roztočeniu cenovo-mzdovej špirály, keď budú kvôli vyšším cenám ľudia žiadať vyššie platy a tie sa opätovne cez náklady premietnu do ešte vyšších cien tovarov.

Faktom je, že spotrebiteľia na celom svete dostávajú v tomto roku trojitý úder. Po prvé, reálnu kúpyschopnosť ich peňazí znížila inflácia. Po druhé, ceny aktív na finančných trhoch vrátane dlhopisov a akcií padajú a hod-

Z necelých dvoch miliárd novoposkytnutých úverov domácnostiam boli v decembri minulého roka tri štvrtiny nových obchodov a zvyšok boli nanovo prerokované sadzby. No už v marci tohto roka dosiahli refixácie úrokov na hypotékach rekord, keď prevýšili objem novoposkytnutých úverov o 480 miliónov eur a z celkových 3,1 miliardy tvorili 58 percent.

Úroky na nových úveroch pre domácnosti sa vtedy zvýšili v porovnaní s decembrom o pár stotín percenta. V apríli to už boli desiatiny percenta a na konci augusta boli na viac

Spotrebiteľia na celom svete dostávajú v tomto roku trojitý úder

nota finančných úspor je preto nižšia. A po tretie, úrokové sadzby centrálnych bánk sa premietajú do zdražovania úverov a na drahšie peniaze sa zarába ťažšie.

Po príklady netreba chodiť ďaleko. Stačí sa pozrieť na vývoj objemov a úrokových sadzieb z nových úverov na Slovensku a vidíme, ako sa zmena očakávaní premietla už do cien hypoték.

V čase, keď centrálni bankári vo Frankfurte ešte o sprísňovaní menovej politiky ani len nespívali a o rastúcich cenách hovorili len ako o dočasnom jave, zmena nálad na našom úverovom trhu dosiahla vrchol.

Dva roky strachu z vírusu vystriedal strach z vojny a z toho, že ľudia nebudú mať s prílevom imigrantov kde bývať. V kombinácii so slabou ponukou to vyhnalo ceny nehnuteľností na nové rekordy.

ako dvaaplnásobku decembrových sadzieb. Hypotéky zdraželi z úrovne pod jedným percentom na 2,5 percenta. Sadzby úverov podnikom stúpili o pol percenta, no dynamika zvýšenia je neporovnateľne miernejšia.

Pomer nových úverov domácnostiam a refixácií sa znormalizoval na šesť ku štyrom a objem klesol na menej ako polovicu. A to máme pritom za sebou len septembrové zvyšovanie úrokových sadzieb ECB. Ďalšie zvýšenie úrokových sadzieb príde koncom októbra a aj 15. decembra.

Prísna protiinflačná rétorika ECB u nás funguje. Novou normou hypoték u nás budú na konci roka tri a budúci rok štyri percentá.

Mário Blaščák
Autor článku je externý prispievateľ a komentátor diania na finančných trhoch.

Investičná zoo – holubice a jastraby, medvede a býky. Kto nakoniec zvíťazí?

Aj to bola jedna z tém na odbornom seminári Privatbanky pre klientov privátneho bankovníctva, ktorý sa 27. októbra 2022 uskutočnil v exkluzívnych priestoroch Jurkovičovej Teplárne v Bratislave.

Spojenie príjemného s užitočným, t. j. odborného seminára a biznis raňajok, vytvorilo pre účastníkov priaznivý formát, v rámci ktorého si vypočuli prednášky na zaujímavé a aktuálne témy:

- „Investičná zoo – Holubice a jastraby, medvede a býky. Kto nakoniec zvíťazí?“, ktorú prezentoval riaditeľ odboru asset management Ing. Mojmír Hojer a
- „Najhoršie, čo môže investor urobiť, je neurobiť nič.“, ktorú predstavil člen predstavenstva a vrchný riaditeľ úseku privátneho bankovníctva Ing. Marek Benčat.



Ide o ďalšiu zo série akcií, na ktorej mali klienti privátneho bankovníctva možnosť položiť otázky priamo profesionálom v oblasti investovania. Účastníci tak okrem chutných raňajok získali aj cenné odborné rady a informácie.



V súťaži TREND TOP Banka roka 2022 patrí Privatbanke bronzová priečka!

Ekonomický týždenník Trend každoročne vyhlasuje súťaž TREND TOP Banka roka. Medzi päťicu finalistov tohtoročnej súťaže sa prebojovala aj Privatbanka a získala tretie miesto! Privatbanka si váži už samotnú nomináciu, ale byť treťou na bankovom trhu je znakom toho, že sa banke skutočne darilo a dosahuje výborné výsledky.

Pri rozhodovaní o umiestnení jednotlivých bánk sa posudzovali viaceré ukazovatele, ako napríklad vývoj tržieb a ukazovateľa EBITDA, ale aj pomer prevádzkových nákladov a prevádzkových výnosov vrátane posúdenia návratnosti kapitálu a kapitálovej primeranosti banky.

„Po prvom covidovom roku sme v roku 2021 už dokázali zabezpečiť rast počtu klientov a najmä rastúce počty a objemy obchodov klientov. Išlo hlavne o sprostredkovanie a predaj cenných papierov, na ktoré sa Privatbanka špecializuje. Tento pozitívny posun sme dosiahli jednak vďaka prostriedkom online komunikácie, ale aj vďaka práci obchodných tímov. Výsledkom bol výrazný rast čistých finančných výnosov banky z poplatkov súvisiacich s emisiami dlhopisov a obchodovaním s cennými papiermi,“ zhodnotil generálny riaditeľ Privatbanky Ľuboš Ševčík.



Na jubilejnom 25. ročníku vyhlasovania výročných cien TREND TOP 2022 zastupovali Privatbanku generálny riaditeľ Ľuboš Ševčík a člen predstavenstva Vladimír Hrdina.

Rezidenčný projekt Bory Bývanie sa rozrastie o piatu etapu

V novej mestskej štvrti Bory na severozápade Bratislavy pripravuje spoločnosť Penta Real Estate v poradí už piatu etapu úspešného rezidenčného projektu Bory Bývanie. Prinesie do lokality 366 bytov.

Piata etapa Bory Bývania ponúkne kvalitnú architektúru z pera architektonického štúdia Perspektiv. Celkovo šesť bytových domov so štyrmi až ôsmimi nadzemnými podlažiami vznikne na území medzi rezidenčnou etapou Bory Promenáda a obchodným domom s nábytkom,

v blízkosti Dúbravčického potoka. Architektúra bytových domov umožní vznik štyroch poloprívátnych dvorov s množstvom zelene, ktoré môžu obyvatelia využiť nielen na oddych, ale aj na športové aktivity. Nachádzať sa tu budú detské, ale aj workoutové ihriská.

V rámci projektu vznikne 596 podzemných parkovacích miest umiestnených v dvojpodlažnej podzemnej garáži, ktorá prepojí všetkých šesť bytových domov. Piata etapa bude napojená aj na blízky cyklochodník, v areáli bytových domov sa počítá aj s umiestnením cyklostojanov.

Interklinik: Krása, zdravie a relax pod jednou strechou

„Prečo by sa mal človek cítiť zle vo vlastnom tele, keď súčasná medicína ponúka celú paletu možností, ako to zmeniť?“ pýta sa Lukáš Struhár, CEO spoločnosti Interklinik. V rozhovore nám predstavil fungovanie kliniky špecializujúcej sa nielen na estetickú medicínu a porozprával aj o nových trendoch v tejto oblasti.

> **Predstavte nám v krátkosti príbeh spoločnosti Interklinik. Čo stálo za jej vznikom a aká je jej filozofia?**

Naša spoločnosť pôsobí na trhu už takmer tri desaťročia, dali sme sa inšpirovať zahraničnými klinikami, ktoré sa venovali lekárskej turistike a ponúkali viacero oddelení pod jednou strechou. Naša filozofia je krása, zdravie a relax pod jednou strechou. Snažíme sa podčiarknuť prirodzenú krásu a držíme sa hesla „etika v estetike“.

> **Čo všetko ponúkate klientom?**

Klienti u nás môžu nájsť široké portfólio oddelení so špičkovým vybavením. Delíme ich na zdravotnícke – plastická chirurgia, estetická dermatológia, stomatológia, urológia, gynecológia, cievné oddelenie, ORL, a na relaxačnú časť – medical spa, kozmetika, masáže, prístrojové ošetrenia na formovanie postavy -, ktorú nájdú v samostatnom oddelení Spaklinik.

Naše portfólio je veľmi rozsiahle, vykonávame asi 300 rôznych zákrokov. Pri každom z nich dbáme na individualitu klienta tak, aby dostal najlepšie poradenstvo a na výber zákroku, ktorý nie je takpovediac cez čiaru vkusu a estetikosti.

> **S plastickou chirurgiou bolo v minulosti spojených mnoho predsudkov, tie sa však postupne vytrácajú. Aké zákroky realizujete na vašej klinike?**

Estetická medicína a predovšetkým plastická chirurgia už nie sú až takou tabuizovanou témou, akou boli pred rokmi. Zároveň sa posúva veková hranica produktivity človeka a očakáva sa, že ľudia majú vyzeráť sviežo a dobre aj v neskoršom veku. Koniec koncov každý z nás sa chce páčiť a cítiť sa vo svojom tele dobre.

Sme presvedčení, že neexistuje dôvod, prečo by sa niekto mal trápiť pre svoj zovňajšok, necítiť sa dobre alebo dokonca trpieť zdravotnými problémami, ktoré sa dajú odstrániť. Dôležité však je, aby to klient chcel sám a aby jeho rozhodnutie obrátiť sa na nás nebolo ovplyvnené tlakom spoločnosti alebo nejakým ideálom krásy.

je napríklad ošetrovanie Profhilo ocenené titulom inovácia roka, ktoré prináša klientom jedinečnú koncentráciu kyseliny hyaluronovej a slúži na biorevitalizáciu pleti. Okrem procedúr, ktoré spomaľujú proces starnutia, klienti najčastejšie hľadajú zákroky ako augmentácia poprsia, modelácia a zväčšenie pier, hifu pen,

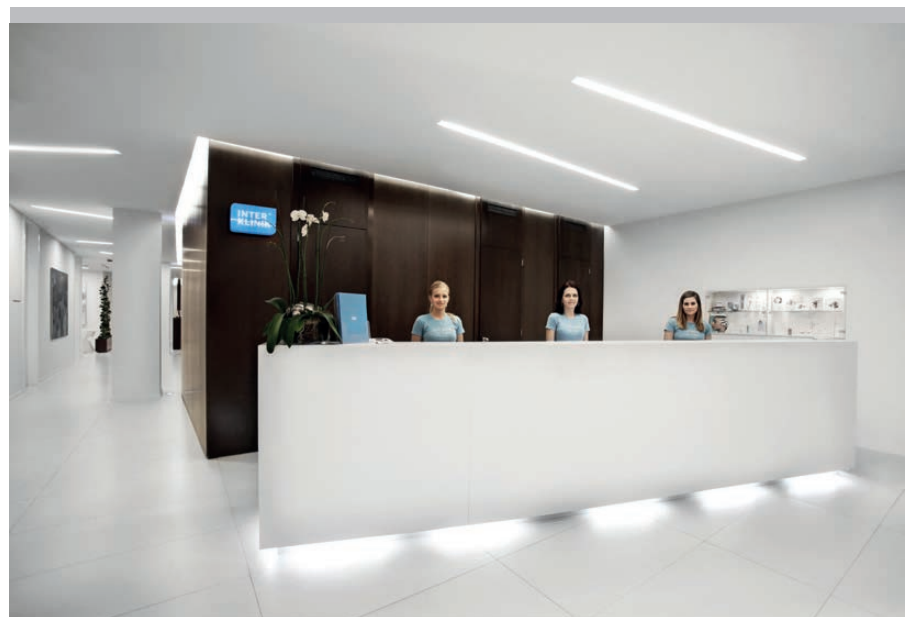
Naša filozofia je krása, zdravie a relax pod jednou strechou

> **S akými požiadavkami sa na vás klienti obracajú najčastejšie? Evidujete nejaké trendy v estetickú medicínu, prípadne zákroky, ktoré sú takzvané in?**

Definoval by som ich ako dôraz na prirodzenosť. Klienti sa viac orientujú na menej invazívne ošetrenia a zákroky, ktoré konzultujú s našimi lekármi. Veľmi obľúbené

teda ultrazvukový neinvazívny lifting, či kozmetické ošetrenia pleti. Najdôležitejšia je však prirodzenosť, trend, keď klienti chcú vyzeráť na dvadsať aj v päťdesiatke, tu už našťastie nie je. „In“ je byť oddychnutý, dobre vyspatý a „nemať vek“.

> **Celý čas používame rodovo neutrálnu označenie klienti, aj keď správnejšie**



by bolo hovoriť o klientkach, ktoré pravdepodobne tvoria väčšinu vašej klientely. Ako by ste opisali typickú zákazníčku spoločnosti Interklinik?

Nedá sa to priamo vymedziť, navštevujú nás rôzne vekové kategórie a ľudia s rôznymi spoločenskými statusmi a postavením. Naše klientky hľadajú odborníkov, s ktorými môžu procedúry skonzultovať a ktorí na ne nerobia nátlak podstúpiť zákrok, s ktorým by neboli stotožnené. Najčastejšie ide teda o ženy na našej dermatologickej a plastickej sekcii.

Našou veľkou devízou je diskretnosť, intimita a komfort. Chodí k nám totiž množstvo známych slovenských osobností zo sveta kultúry, politiky a šoubiznisu, ktoré všetky tieto atribúty veľmi oceňujú. Samozrejme, zdravie klienta je pre nás na prvom mieste, všetko ostatné je však veľmi príjemný bonus a naša veľká pridaná hodnota aj v porovnaní s konkurenciou.

> Služby vašich centier však určite využívajú aj muži, koniec koncov v ponuke máte aj služby urológa. Na aké procedúry sa orientujú oni? A vidíte stúpajúci trend v záujme mužov o takýto druh služieb?

Tým, že vnímanie nášho odvetvia sa v spoločnosti detabuizuje, každým rokom nám v klinike pribúdajú aj mužskí klienti, ktorí postupne „dobiehajú“ ženy. Muži tvoria najväčšiu klientelu na urologickej ambulancii, stomatológii a fyzioterapii. Najčastejším zákrokom u mužov v oblasti plastickej chirurgie je operácia viečok, ktorá je vlastne nevyhnutná – okrem estetického hľadiska totiž ovisnuté viečka zhoršujú periférne videnie a videnie celkovo.

Ďalšími obľúbenými zákrokmi u mužov sú najmä fazety, zubné implantáty, abdominoplastika, gynecomastia, teda odstránenie tuku z oblasti brucha a päs, celková liposukcia a urologické zákroky.

> S akou netradičnou požiadavkou ste sa počas fungovania spoločnosti stretli? Riešili ste aj prípady, keď ste klientom museli výkon odmietnuť?

Je to asi ako v každých službách, napríklad aj u kaderníka. Občas sa stane, že klientka k nám príde s fotografiou svojej obľúbenej celebrity, pričom vôbec neberie do úvahy svoju telesnú schránku, stavbu tela a prirodzené črty tváre. Niekedy klientky chcú tiež úplne rovnaké zákroky, aké absolvovali ich kamarátky.



Naši lekári však vždy musia objektívne zhodnotiť stav každej klientky a všímajú si celý rad faktorov, aby od nás neodchádzali s úplne iným výsledkom. Bizarných požiadaviek máme našťastie už menej a čoraz častejšie sa naši klienti dajú presvedčiť skúsenými lekármi, lebo im už dôverujú.

A či sme už niekoho odmietli? Samozrejme. Držíme sa hesla „etika v estetike“ a naši lekári neurobia nič, o čom nie sú presvedčení, že neuškodí pacientovi či už zo zdravotnej alebo z vizuálnej stránky. Klienti od nás za žiadnych okolností nemôžu odísť s výsledkom, ktorý by bol nevkusný, prehnaný či neprirodzený.

> Čo chystáte pre svojich klientov do budúcnosti?

Držíme krok s trendmi a snažíme sa spĺňať aj tie najnáročnejšie požiadavky našich klientov, zachovávajúc si individuálny prístup ku každému z nich, a zároveň dbáme na odbornosť. Samozrejmosťou je u nás ponuka tých najmodernejších technológií a prístrojov, ale uvedomujeme si, že na každý prístroj či techniku je potrebný človek, a preto neustále pracujeme a podporujeme náš tím odborníkov vo vzdelávaní.

Každý rok prinášame na Slovensko medzi prvými rôzne efektívne a inovatívne

Držíme sa hesla „etika v estetike“

> Jedným z oddelení Interklinik je aj relaxačné a masážne centrum Spaklinik – Medical Spa. Predstavte ho v krátkosti našim čitateľom. Čo všetko v ňom nájdú?

Medical SPA je miesto plné oddychu, príjemných zážitkov a trvácnej krásy. Naši klienti ho vyhľadávajú s cieľom prevencie a starostlivosti o pleť a telo. Čo všetko v ňom klient nájde? Individuálny prístup, najmodernejšie technológie a techniky pri formovaní postavy rádiofrekvenciou, LPG, Hi-Fu, odbornú pomoc pri bolestiach chrbtice pomocou metódy McKenzie, kinesio tape, poradenstvo pri výbere vhodných cvičení a naozaj účinné riešenie mobility. Okrem thajských masáží je v ponuke celý rad manuálnych terapií. Je to miesto, kde klienti nájdu dokonalý relax – koniec koncov harmóniu potrebuje človek v dnešnom svete najviac.

technológie a metódy ošetrovania zamerané nielen na ozdravenie a skrášenie pokožky tváre, celého tela, ale tiež povzbudenie mysle a naštartovanie celej osobnosti. Už teraz naši lekári navštevujú medzinárodné, ale i domáce konferencie či workshopy a tešíme sa na rok 2023, keď prinesieme opäť množstvo nových služieb. Našou najlepšou reklamou sú spokojní klienti.



INTERKLINIK Bratislava
Relax centrum Einsteinova 7,
Bratislava
interklinik@interklinik.sk

Verbua: Tichý luxus ušitý z kože

Koža je moja životná vášeň, hovorí majiteľ bratislavského brašniarskeho ateliéru Verbua, ktorého sme navštívili pri práci. Porozprával nám o tom, ako sa spolu s manželkou dostal k tomuto remeslu, aj o tom, ako vznikajú luxusné výrobky z kože, ktoré vyrába s dôrazom na kvalitu, originalitu a zdedené skúsenosti.

> Ako sa Francúz pôvodom z Normandie a Slovenka z Nového Mesta nad Váhom dostali k nápadu otvoriť si luxusný brašniarsky ateliér v Bratislave?

Do Bratislavy som prišiel študovať medzinárodné vzťahy ešte v roku 2008 a počas štúdia som stretol Veroniku, ktorá tiež v tom čase študovala intermédiá na VŠVU. Ona bola dôvod, prečo som sa rozhodol ostať na Slovensku aj po škole. Prácu s kožou mám však takpovediac v rodine – môj otec v tejto oblasti podnikal dlhé roky a v meste Saint-Arnoult prevádzkoval ateliér Au sellier. V jeho dielni som sa pohyboval celé detstvo a priučil sa od neho remeslu maroquinerie, teda umeniu spracovania kože. Keď mi otec oznámil, že plánuje odísť do dôchodku a chce mi ateliér prenechať, dlho som nerozmýšľal. Koniec koncov aj Veronika má k umeniu blízko.

Späť do Francúzska sa mi však nechcelo vracieť, jednak som tu už mal vybudovaný vlastný život, jednak som v Bratislave videl veľký potenciál na tento druh podnikania, keďže remeselných brašnárstiev tu vtedy bolo len zopár. Ani otec už nových klientov nehľadal, takže všetko do seba „zapadlo“.

> Premiestniť tradičnú kožiarsku výrobu z Normandie do Bratislavy asi nebolo jednoduché. Ako si spomínate na úplné začiatky podnikania a s čím všetkým ste sa museli popasovať?

Máte pravdu, nebolo to vôbec jednoduché a od prvotného nápadu pokračovať v otcových šlapajach, akurát na Slovensku, až po samotné otvorenie ateliéru prebehli dlhé mesiace príprav. Trvalo rok, kým sme si s teraz už manželkou našetřili na rozbeh biznisu, obaja sme vtedy pracovali v korporátnej sfére.



Nasledovalo intenzívnych 6 mesiacov priamo v otcovej dielni vo Francúzsku, kde sme sa od neho obaja učili techniky spracovania a šitia. Ja som, samozrejme, nejaké základy už mal, rozhodne som však vtedy nebol majstrom tohto remesla ako môj otec. Keď sme cítili, že je ten správny čas pohnúť

> Ako sa vám podarilo rozbehnúť biznis? A aký význam vlastne má názov vášho ateliéru – Verbua?

Názov je kombinácia krstného mena mojej manželky Veroniky a fonetického prepisu prvých hlások môjho – a vlastne teraz už aj manželkinho – priezviska Boisanfray.

Prvý ateliér sme otvorili v roku 2013 na Košickej ulici v budove už neexistujúcej Cvernovky

sa ďalej, naložili sme prakticky celú otcovu dielňu, všetky stroje a náradie, do kamióna a previezli sme ju do Bratislavy.

Prvý ateliér sme otvorili v roku 2013 na Košickej ulici v budove už neexistujúcej Cvernovky, po dvoch rokoch sme sa presťahovali sem na Račiansku ulicu, odkiaľ to máme aj bližšie k nám domov.

Už od začiatku sme vnímali, že výroba z kože má na Slovensku tradíciu a ľudia majú kvalitné ručne robené výrobky z kože radi, my sme si však z Francúzska priniesli vlastné know-how a chceli sme veci robiť trochu inak.

Spočiatku sme svoje produkty predstavovali na mestských podujatiach ako Dobrý trh a Urban Market, do povedomia verejnosti



nám pomohli dostať sa aj spolupráce s rôznymi fashion blogerkami, neskôr si nás začali všímať aj časopisy.

Pamätám sa aj na úplne prvú kabelku, ktorú sme predali. Bol to tyrkysový model Retro, ktorý sme mali vystavený na galavečere Holandskej obchodnej komory. Doteraz tento typ patrí k našim bestsellerom.

Klientelu sme si teda budovali postupne, tak povediac organicky, vidíme však, že takýto pomalý rast sa nám vypláca – väčšina našich klientov sa k nám pravidelne vracia, čo si veľmi vážime a vnímame to ako potvrdenie toho, že zákazníci sú s našou prácou spokojní.

> Čo všetko nájdeme v ponuke vášho ateliéru?

U nás v dielni ručne tvoríme luxusné kožené kabelky, aktovky a tašky na notebooky pre dámy i pánov, peňaženky, opasky, kľúčenky a ďalšie doplnky podľa tradičných remeselných postupov nami zdedeného francúzskeho brašnárstva. Pri výrobe kladieme dôraz na ich funkčnosť, trvácnosť, nadčasovosť a eleganciu, chceme totiž, aby naše výrobky robili radosť svojim majiteľom dlhé roky, pri správnej údržbe potenciálne aj do konca ich života. Nejde teda o trendy kúsky, ale o výrobky, ktoré nepodliehajú módnym vlnám a vyzerajú skvele v každej dobe.

Sortiment nami vyrábaných produktov by som rozdelil do troch kategórií – v prvej, Collection Sellier, sú už hotové výrobky v rokmi overenom dizajne, väčšinou peňa-

ženky, ale aj odolné brašny a ďalšie doplnky, ktoré si môžu klienti rovno kúpiť.

Do druhej kategórie, ktorú sme nazvali Macroquinerie Classique, spadajú kabelky alebo aktovky, ktoré klientom šijeme na objednávku, pričom vybrať si môžu z niekoľkých modelov – prototypov, ktoré na želanie personalizujeme – zákazníci si môžu vybrať z niekoľkých veľkostí a tiež kožu, farbu a kovanie podľa vlastného želania. Špeciálne pre nich ich môžeme doplniť aj o iniciais alebo logo.

si „ohmatali“ naše vzorkovníky koží, podšivok a kovaní a vybrali si všetky materiály svojej budúcej tašky tak, aby bola naozaj ich vysnívaná. Osobná návšteva však pomáha aj nám, počas rokov praxe už s manželkou vieme z človeka, jeho štýlu oblečenia a osobného vyžarovania odhadnúť, čo by sa mu páčilo.

Šijeme z prvotriednych koží, ktoré kupujeme z overených garbiarní väčšinou z Francúzska a Talianska, radi však siahneme aj po kožiach z domácej

Z Francúzska sme priniesli vlastné know-how a chceli sme veci robiť trochu inak

Pre tých, ktorí by chceli niečo naozaj špeciálne a „nenájdu sa“ v našich prototypoch, je posledná, tretia kategória Sur-mesure, v preklade na mieru, teda kabelky a aktovky, ktoré na základe konzultácie s klientmi nakreslíme, navrhne a vyvineme len pre nich. Výsledkom sú absolútne unikáty.

> Povedzte, že som klient, ktorý má záujem o aktovku či kabelku z vášho ateliéru. Prevedte ma procesom výberu mojej vysnívanej tašky a koľko si musím na ňu počkať?

Zakladáme si na osobnom stretnutí s klientmi, preto nemáme a ani neplánujeme e-shop. Klienti nás teda navštevujú priamo u nás v ateliéri na Račianskej 22-A. Na jednej strane na vlastné očividia, ako prebieha výroba, ich osobná návšteva je však potrebná na to, aby

slovenskej produkcie. Pri tvorbe najradšej používame byvoliu, teľaciu či koziu kožu.

So zákazníkmi skonzultujeme všetky detaily vrátane šitia a nasleduje už samotný proces výroby. Tá trvá v závislosti od zložitosti výrobku týždeň až dva, zákazníci si však od podania objednávky budú musieť počkať približne dva mesiace, keďže zákazky robíme postupne a v ateliéri pracujeme len dvaja – ja a manželka.

> Priblížte nám proces výroby kabelky alebo aktovky. Z kolkých krokov pozostáva?

Prvý a zároveň najťažší krok je rezanie kože. Každý kus je originál a práve pri rezaní treba dbať na to, aby sme na jednotlivé komponenty budúcej tašky našli správne miesta, pretože koža má štruktúru

s prirodzenými defektmi ako štipance či odreninky. Je preto potrebné si všetko poriadne premyslieť, pretože všetky časti tašky musia spolu ladiť svojou štruktúrou, pričom treba dbať aj na to, ako sa tá či ona časť bude ďalej upravovať.

Každý diel pritom robíme po dvoch kusoch, teda interiér aj exteriér tašky. K tomu treba pripočítať ďalšie komponenty ako vnútorné vrecká a výstuže, jedna kabelka teda pozostáva aj z vyše 50 dielov.

Nasleduje úprava jednotlivých dielcov, niektoré je nutné stenčiť, aby nebola kabelka príliš masívna a ťažká, pri iných brúsime a ohýbame okraje kože, aby sa dala lepšie zošiť.

Keď je všetko pripravené, pristupujeme k samotnej montáži, teda k lepeniu a šitiu, vkladaniu výstuží a inštalácii hardvéru, teda kovania. Na záver ešte brúsime, farbíme, leštíme alebo inak upravujeme hrany a finalizujeme celý proces. Práve moment samotnej montáže je najčarovnejší, pretože po dňoch strávených rezaním a úpravou dielcov konečne aj my vidíme, ako kabelka či aktovka dostáva svoj tvar.

> Náročnosti výroby i použitým materiálom asi zodpovedá aj cena. Koľko si máme pripraviť, ak by sme chceli tašku z vašej dielne? A kto je vašim typickým klientom?

Rodovo je naša klientela vyvážená, muži a ženy sú v nej zastúpení približne rovnakým dielom. Tým, že sa sústreďíme na časovo náročnú výrobu naozaj luxusných výrobkov, musíme tomu prispôbiť aj cenu a tomu, samozrejme, zodpovedá aj klientela. Sú to všetko úspešní ľudia, ktorí vedia oceniť kvalitu a nadčasovosť a nepotrebujú okázalý luxus známych značiek. Zároveň hľadajú originalitu – aktovku či kabelku, ktorú si môžu personalizovať podľa svojich predstáv a nestane sa im teda, že stretnú niekoho, kto má takú istú.

Ceny našich kabeliek a aktoviek veľmi závisia od zvolených materiálov, teda kože, ale aj toho, či si zákazník praje na svoju tašku aj pozlátané kovanie. Môže sa teda pohybovať rádovo od 600 eur za menšie kusy až do niekoľkých tisíc za zložitejšie výrobky.

> Spomínate si na najdrahší kúsok zo svojho ateliéru? S akými netradičnými alebo nejakým spôsobom extravagantnými požiadavkami od klientov ste sa stretli?



Najdrahšia bola aktovka zo pštrosej kože v hodnote 6 500 eur, ktorú sme vyrobili pre istého Brita žijúceho v Ománe. Išlo o skutočne unikátny kúsok, ktorý u nás nerobíme každý deň.

Medzi našich klientov patria aj manželka bývalého prezidenta Kisku a súčasná prezidentka, pre ktoré sme na inauguráciu vyrobili každej po dve kabelky. Boli výnimočné tým, že mali na sebe veľmi staré vintage kovania ešte z dielne môjho otca, ktoré sme nanovo pozlátali. Celý proces navrhovania a výroby bol pre nás výzvou, pretože doň vstupovali protokolistka prezidentky i jej módnym stylistka Boris Hanečka a tlačil nás aj čas.

So zákazníkmi skonzultujeme všetky detaily vrátane šitia

Z netradičných výrobkov si spomínam ešte na kožený kôš na bielizeň alebo fotorámik vyrobený z kože, pravdou však je, že takýchto požiadaviek od klientov až tak veľa nedostávame, pretože väčšinou už našu tvorbu poznajú a sami chcú nadčasovú klasiku. Pri kabelkách rôznych pestrých farieb o extravagancii asi hovoriť nemôžeme, hoci klienti preferujú skôr zemité farby. Občas nás prekvapia mužskí klienti, ktorí do aktoviek chcú podšívky netradičných farieb, napríklad ružové. Samozrejme, toto pranie im vždy radi splníme, ide nám predsa o ich spokojnosť a fakt, že dostanú kvalitný výrobok, s ktorým budú spokojní. Fantázii klientov u nás medze nekladáme, samozrejme, v rámci možného.



> Na záver nám prezradte, čo plánujete do budúcnosti.

Čo sa týka expanzie, veľké plány nemáme. Neplánujeme dokonca ani zamestnať ďalších ľudí, náš ateliér teda ostane ako dvočlenná rodinná firma druhej generácie umeleckých brašniarov, v ktorej všetky produkty prejdú len mojimi a manželkinými rukami. Dôraz teda aj naďalej budeme klásť na kvalitu a osobný prístup, rozhodne sa nechceme stať masovou výrobou a tlačiť na kvantitu.

Prednedávnom sme však začali organizovať poldňové tvorivé dielne – workshopy, kde záujemcov prevedieme základnými technikami spracovania a šitia kože. Robí nám to na-

ozaj veľkú radosť. Koža úžasne vonia, človek sa tej vône nikdy nenabaží. Vidieť nadšenie v očiach ľudí, ktorí k nám prídu a my im môžeme ukázať našu prácu, je obrovská satisfakcia a nám samým to pripomína, prečo sme sa pred takmer desiatimi rokmi dali na túto dráhu – koža je naša životná vášeň.

v e r
b u a

l'atelier Verbua
Račianska 22/A
+421 948 219 266
atelier@verbua.com

Privatbanka, a. s. – ústredie

Einsteinova 25
851 01 Bratislava 5
www.privatbanka.sk

BRATISLAVA

Ing. Eva Havasová



mobil: +421 907 878 769

BRATISLAVA

Ing. Ľubica Homerová



mobil: +421 915 785 536

BRATISLAVA

Ing. Branislav Zvonár



mobil: +421 903 266 766

BRATISLAVA

Mgr. Martin Švec



mobil: +421 908 730 790

BRATISLAVA

Ing. Juraj Rybár



mobil: +421 940 854 654

BRATISLAVA

Mgr. Miroslava Juhászová



mobil: +421 911 880 907

BRATISLAVA

Ing. Juraj Kalivoda



mobil: +421 903 552 743

BRATISLAVA

Ing. Ján Kšínský



mobil: +421 915 773 878

BRATISLAVA

Mgr. Ján Pašteka



mobil: +421 904 634 354

BRATISLAVA

Zdenko Tokoš



mobil: +421 911 113 979

BANSKÁ BYSTRICA

Ing. Jana Kováčsová



mobil: +421 904 664 828

KOŠICE

Ing. Milan Bielený



mobil: +421 911 677 096

KOŠICE

PhDr. Dušan Ťrge



mobil: +421 904 850 583

PIEŠŤANY

Mgr. Alena Urbanová



mobil: +421 911 677 095

TRNAVA

Ing. Roman Novák, PhD.



mobil: +421 911 244 502

ŽILINA

Ing. Ladislav Mahút



mobil: +421 904 899 438

ŽILINA

Ing. Jana Trizuliaková



mobil: +421 903 250 117

ŽILINA

Ing. Alina Tóthová



mobil: +421 915 252 949

ZAÚJALI SME VÁS?

Vaše názory a podnety
na náš magazín
prítvame na:
magazine@privatbanka.sk



Privatbanka, a. s. – pobočka v ČR

Na Florenci 15
110 00 Praha 1
www.privatbanka.cz

PRAHA, CZ

MgA. Lenka Milionová



mobil: +420 734 264 194

PRAHA, CZ

Jan Losert



mobil: +420 602 671 443

PRAHA, CZ

Bc. Marek Pihoriňa



mobil: +420 604 199 789

PRAHA, CZ

Petr Petriska



mobil: +420 732 390 813

PRAHA, CZ

Ing. Ladislava Vavroušková



mobil: +420 604 199 810

BRNO, CZ

Ing. Hana Andryšková



mobil: +420 603 800 371

OSTRAVA, CZ

Ing. Aleš Mrkva



mobil: +420 734 523 932

OSTRAVA, CZ

Ing. Alena Djibrila Löw



mobil: +420 605 496 207

HRADEC KRÁLOVÉ, CZ
PARDUBICE, CZ

Otto Tauchman



mobil: +420 602 688 120

HRADEC KRÁLOVÉ, CZ
LIBEREC, CZ

Ing. Václav Havlíček



mobil: +420 604 273 243

**Tvoríme svet
privátneho bankovníctva**

VIA€

**transparentnosti, odbornej starostlivosti
i výnosov**

 **Privatbanka**

www.privatbanka.sk

