

Investície predbehli spotrebu domácností

Uťahujúci sa trh práce zvyšuje tlak na rast miezd

Katarína Muchová
muchova.katarina@slsp.sk

Prehľad predpovedí

	2018	2019
Kľúčová sadzba ECB	0.00	0.25
3M Euribor (%)	-0.32	0.08
Výnos 10R SK dlhopisov	1.10	1.55

	2018	2019
Rast reálneho HDP (%)	3.9	4.2
Nezamestnanosť (%)	6.8	6.3
CPI (% priemer)	2.6	2.5
Fiškálny deficit (% HDP)	-0.8	-0.7
Verejný dlh (% HDP)	48.9	47.7
Bežný účet (% HDP)	-1.2	-0.5

Ratingy	Slovensko
Moody's	A2 (pozitívny)
S&P	A+ (stabilný)
Fitch	A+ (stabilný)

HDP na obyv. v pomere k priemeru EU (% , PKS)	77
Populácia (v mil.)	5.4

Slovenská ekonomika sa nachádza v dobrej cyklickej pozícii. Hospodársky rast dokonca zrýchľuje a trh práce pokračuje v uťahovaní. Vlni ekonomika vzrástla o 3,4 %, ťahaná domácim aj zahraničným dopytom. V tomto roku k rastu najviac prispieva domáci dopyt, hlavne investície a spotreba domácností. Celkovo tento rok očakávame zrýchlenie rastu na 3,9 % a 4,2 % v roku 2019. V štruktúre by si mal kľúčovú pozíciu udržať domáci dopyt, s menším príspevkom čistých vývozov. Investície prekvapili a rázne zrýchlili tempo rastu, takže v 2Q18 dokonca prekonal spotrebu domácností ako hlavného ťahúňa rastu HDP. Príspevok zahraničného obchodu k rastu ekonomiky tento rok neprekona domáci dopyt, ale k jeho návratu ku koncu roka a v roku 2019 prispeje stále slušný dopyt zo strany našich európskych partnerov ako aj spustená výroba v novej automobilke pri Nitre (v poslednom štvrtroku 2018).

Zároveň pokračuje rázne oživenie na trhu práce, ktoré pomáha zvyšovať disponibilné príjmy domácností. Očakávame, že miera nezamestnanosti by tento rok mohla dosiahnuť 6,8 % a v roku 2019 by mohla klesnúť na 6,3 %. Rast zamestnanosti by mal pokračovať naprieč sektormi, pričom vo viacerých sektoroch zamestnávateľia reportujú nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily a zvyšuje sa zamestnávanie cudzincov. Uťahovanie na trhu práce vytvára silnejšie tlaky na rast nominálnych miezd, ktoré zrýchľujú svoje tempo rastu na nové rekordné úrovne od roku 2008.

Inflačné tlaky sa v roku 2018 zintenzívnili a inflácia sa dokonca v apríli vyšplhala až ku 3 % r/r, pričom následne sa rast cien zmiernil. Rast spotrebiteľských cien ťahajú hlavne ceny potravín a služieb, ako aj vyššie ceny energií súvisiace s nárastom cien ropy. Ceny služieb reflektujú oživujúci sa trh práce a nárast disponibilných príjmov domácností. Očakávame, že priemerná inflácia v tomto roku dosiahne 2,6 % a budúci rok 2,5 %.

Výnosy slovenských štátnych dlhopisov sa od začiatku kvantitatívneho uvoľňovania (QE) ECB nachádzajú na nízkych úrovniach. Od rekordných miním v lete 2016 (0,29 %) sa postupne mierne zvyšovali, v reakcii na uťahovanie menovej politiky v USA, postupný návrat európskej inflácie na scénu ako aj postupnú a opatrnú ohlasovanú úpravu menovej politiky ECB. Aj keď harmonizovaná inflácia sa už mierne zvýšila, jadrová inflácia v eurozóne ostáva vlažná. Momentálne sa výnosy 10-ročných dlhopisov nachádzajú na úrovni okolo 1,10 %. V ďalších kvartáloch očakávame mierny nárast výnosov dlhopisov, ktorý však bude naďalej limitovaný menovou politikou ECB a stabilnou fiškálnou situáciou na Slovensku. Ku koncu 1Q19 by sa mohli výnosy 10-ročných dlhopisov pohybovať na úrovni 1,25 %.

ECB teraz od októbra znižuje mesačný objem nákupov v rámci programu kvantitatívneho uvoľňovania (QE) na EUR 15 mld. a program ukončí na konci roka. Politika reinvestovania maturovujúcich objemov by mala pokračovať dlhšie obdobie po skončení QE. Výhľad cesty menovej politiky ECB očakáva stabilitu sadzieb na terajších úrovniach prinajmenšom do konca leta 2019 a v každom prípade dostatočne dlho na to, aby zabezpečili zotrvanie inflácie na ceste ku cieľu ECB. Očakávame, že prvé zvýšenie (najprv depozitnej sadzby) by mohlo prísť najskôr v druhej polovici roka 2019, do úvahy prichádza ako najskorší možný termín september/október 2019. Zároveň sa očakáva pokračovanie postupného uťahovania menovej politiky v USA.

Reálna ekonomika

Ekonomický rast pokračuje dobrým tempom

Investície výrazne zrýchlili

Spotreba domácností spomalila napriek veľmi dobrému trhu práce

Očakávame rast HDP o 3,9 % tento rok a 4,2 % v roku 2019

Trh práce by mal pokračovať v oživovaní

Riziká sú pomerne vyrovnané

Rast slovenskej ekonomiky zrýchli v 2Q18 na 4,2 % medziročne. Po sezónnom očistení dosiahol hospodársky rast medzikvartálne tempo 1,1 %.

Rast potiahol domáci aj zahraničný dopyt. Štruktúra ukázala silný rast investícií (o 10,8 % r/r, podobne ako v 1Q18), pričom samotné fixné investície vyskočili o 20,4 % r/r – najrýchlejšie od eurofondovo silného roka 2015. Investície vzrástli najmä vďaka kategórii výstavba budov iných ako domov, čo môže súvisieť s výstavbami v automobilovom sektore (zrejme predovšetkým dokončenie závodu Jaguar, ktorý by mal v nadchádzajúcich týždňoch spustiť výrobu). Čisté vývozy na začiatku roka rast brzdili, v 2Q18 však prispeli k rastu ekonomiky pozitívne (približne o 0,6pb).

Rast spotreby domácností trochu prekvapivo spomalil (z 3,5% r/r v 1Q18 na 2,2 % r/r v 2Q18) napriek veľmi priaznivému vývoju na trhu práce. Nominálne mzdy reflektujú ťahajúci sa trh práce a stúpli o 6,4 % r/r (reálne o 3,5 % r/r vzhľadom na prítomnú infláciu), pričom nezamestnanosť klesla na 6,6 % (medziročný pokles o 1,5 percentuálneho bodu).

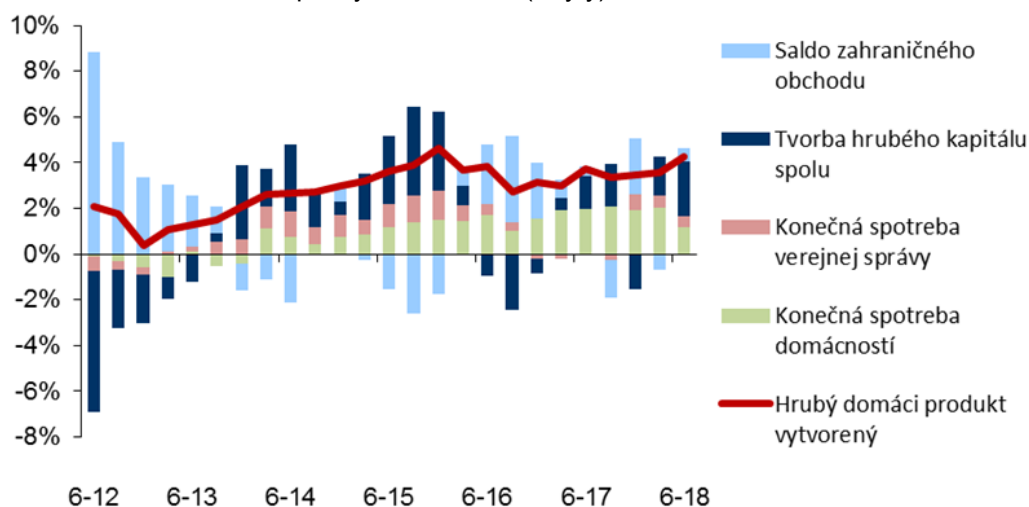
Očakávame, že tohtoročný rast slovenskej ekonomiky by mohol dosiahnuť 3,9 % a v roku 2019 by mohol zrýchliť na 4,2 %. V štruktúre by si mal kľúčovú pozíciu udržať domáci dopyt, najmä spotreba domácností a investície. Príspevok zahraničného obchodu by mohol byť podporený dopytom zo strany našich európskych partnerov. Čoskoro by tiež už mala byť spustená výroba v novej automobilke pri Nitre, čo by mohlo prispieť k rastu vývozov, aj keď výraznejší vplyv to bude mať v budúcom roku.

Priaznivý vývoj na trhu práce pomáha zvyšovať disponibilný príjem domácností. Očakávame, že miera nezamestnanosti by tento rok mohla dosiahnuť 6,8 % a v roku 2019 by mohla klesnúť na 6,3 %. Rast zamestnanosti by mal pokračovať, aj pri pretrvávajúcom nedostatku kvalifikovanej pracovnej sily v niektorých sektoroch a zvyšujúcom sa zamestnávaní cudzincov. Ťahovanie na trhu práce vytvára tlak na rast nominálnych miezd. Tento rok by rast priemernej nominálnej mzdy mohol dosiahnuť 6,2 % a v budúcom roku 6,4 %, k čomu prispievajú aj avizované 10 % (v rokoch 2019 aj 2020) navýšenia plátov vo verejnej správe.

Riziká rastu sú pomerne vyrovnané. Negatívne riziko vyplýva z protekcionizmu v zahraničnom obchode, rokovani o Brexite ako aj geopolitického vývoja. Na druhej strane, rýchlejší ako anticipovaný rast investícií či lepší vývoj domáceho trhu práce predstavujú pozitívne riziko pre rast slovenskej ekonomiky.

Spotreba domácností a investície ťahajú rast

Príspevky k rastu HDP (% y/y)



Pozn.: ESA 2010, medziročný reálny rast HDP.

Zdroj: Štatistický úrad SR, SLSP

Inflácia a menová politika

Spotrebiteľské ceny rastú rezkým tempom

Inflačné tlaky sa v roku 2018 zintenzívnili a inflácia sa v apríli vyšplhala až ku 3 % r/r (zrýchlenie v porovnaní s vlaňajším priemerom 1,3 %). V nasledujúcich mesiacoch sa zmiernila, pričom septembrový rýchly odhad rastu cien je 2,8 % r/r. Celkovo sa za prvých 8 mesiacov tohto roka zvýšili spotrebiteľské ceny v priemere o 2,6 %. Jadrová inflácia (inflácia bez volatilných komponentov ako potraviny či energie) dosiahla v auguste 3,2 % r/r a v tomto roku je zatiaľ jej priemer na úrovni 2,9 % r/r.

Prispievajú hlavne ceny potravín, služieb a energií

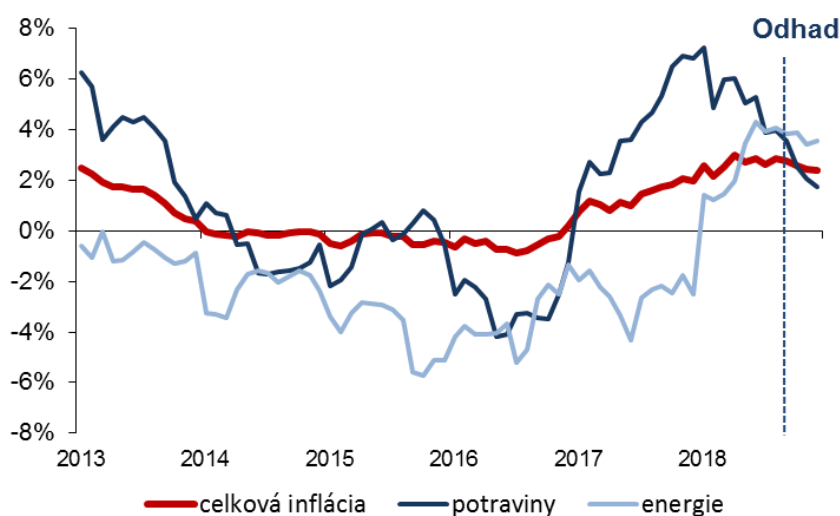
Rast spotrebiteľských cien ťahajú hlavne ceny potravín a služieb, ale pridali sa aj vyššie ceny energií súvisiace s nárastom cien ropy a emisných povoleniek. Ceny služieb reflektujú oživujúci sa trh práce a nárast disponibilných príjmov domácností. Očakávame, že priemerná inflácia v tomto roku dosiahne 2,6 % a budúci rok 2,5 %.

Slovenská cenová úroveň vlni dosiahla 69 % priemeru EÚ, pričom ceny tovarov sú skonvergované omnoho viac ako ceny služieb. Predpokladáme konvergenciu najmä cez ceny služieb, ktoré viac odzrkadľujú aj mzdovú úroveň v krajine.

Inflácia v EA

Aj celkovo v eurozóne sa inflácia postupne zvyšuje. Tento rok je jej priemer za 8 mesiacov 1,7 %, pričom podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa septembrová miera inflácie v eurozóne medziročne zrýchli na 2,1 % (z 2 % r/r v auguste). K rastu výrazne prispeli ceny energií, ktoré sa zvýšili o 9,5 % r/r. Ceny služieb si udržali tempo rastu 1,3 % r/r, zatiaľ čo ceny potravín, alkoholických nápojov a tabaku zrýchlili na 2,7 % r/r. Jadrová inflácia však mierne sklamala, keď zvolnila tempo na 0,9 % r/r (z 1 % r/r). Domáce inflačné tlaky v eurozóne stále nie sú pevne ukotvené, avšak vzhľadom na pokračujúce zlepšenie na trhu práce a následný tlak na mzdy by sa postupne mala začať zvyšovať aj jadrová inflácia. Pre ECB sú tieto dáta zmiešanou správou - celková inflácia je blízko cieľa (dokonca krátkodobo mierne nad ním, keďže ECB cieľ definuje ako infláciu blízko, ale tesne pod 2 % v medziročnom vyjadrení v strednodobom hľadisku) - ale jadrová inflácia zaostáva. Najnovšie, septembrové makroekonomické projekcie ECB rátajú s rovnakou mierou inflácie v rokoch 2018-20 a to na úrovni 1,7 %.

Ceny potravín, služieb ale aj energií ťahajú slovenskú infláciu nahor



Pozn.: Harmonizovaná medziročná inflácia (HICP, % r/r)
Zdroj: Eurostat, SLSP

Menová politika

Sadzby ostávajú nízke

Septembrové zasadnutie ECB neprinieslo žiadne zmeny, v súlade s očakávaniami. Kvantitatívne uvoľňovanie pokračuje podľa plánu a úrokové sadzby ostávajú rekordne nízke. Od marca 2016 je horný koridor jednoduchovej sadzby 0,25 %, hlavná refinančná sadzba je na nule a depozitná sadzba sa nachádza na úrovni -0,4 %.

Len v júni ECB oznámila viacero zmien na strednodobý horizont a septembrové zasadnutie tento výhľad ani politiku ECB nemenilo.

QE sa zmenšilo na polovicu a v decembri čisté nákupy končia

ECB od októbra znižuje mesačný objem nákupov v rámci programu kvantitatívneho uvoľňovania (QE) na EUR 15 mld. a program ukončí na konci decembra. Politika reinvestovania maturujúcich objemov by mala pokračovať dlhšie obdobie po skončení QE, aby ostali podmienky likvidity priaznivé a menová politika tak stále bude pôsobiť dostatočne akomodatívne. ECB očakáva stabilitu sadzieb na terajších úrovniach prinajmenšom do konca leta 2019 a v každom prípade dostatočne dlho na to, aby zabezpečili zotrvanie inflácie na ceste ku cieľu ECB (medziročná inflácia blízko, ale tesne pod 2 % v strednodobom horizonte).

Výhľad cesty menovej politiky

ECB pozitívne hodnotí progres smerom k ich inflačnému cieľu, ale situácia si stále vyžaduje istú mieru podpory menovej politiky. Ekonomika eurozóny sa vyvíja dobre, napriek miernemu spomaleniu a niektorým negatívnym rizikám (momentálne sa najviac spomína protekcionizmus), ale z pohľadu inflácie chýba presvedčivý trend smerom nahor v jadrovej inflácii, pričom vyššia inflácia je dosiahnutá so značnou podporou uvoľnenej politiky ECB.

Prvý zvýšenie sadzieb najskôr v septembri 2019

Očakávame, že prvé zvýšenie (najprv depozitnej sadzby) by mohlo prísť najskôr v druhej polovici roka 2019, do úvahy prichádza ako najskorší možný termín september 2019, o niečo pravdepodobnejšie sa však javí skôr október 2019 (zasadnutie vtedy by už bolo po lete). Menová politika teda ostane pomerne uvoľnená ešte minimálne rok.

Fiškálna politika

Vlani klesol deficit na 1 % HDP

Podľa jarnej notifikácie Eurostatu skončil slovenský deficit verejných financií za minulý rok na úrovni 1 % HDP, čím prekonal naše očakávania (1,5 % HDP) ako aj pôvodne rozpočtovaný schodok 1,3 % HDP. Priaznivá fáza ekonomického cyklu spojená s oživením trhu práce pomáha zvyšovať v posledných rokoch daňové a odvodové príjmy.

Verejný dlh sa vlani znížil na 50,9 % HDP

Positívna správa prišla tiež ohľadom verejného dlhu Slovenska, ktorý vlani klesol o 0,9 p.b. na 50,9 % HDP. Naďalej ostáva dlh pod hranicou 60 % HDP a výrazne pod priemerom eurozóny (86,7 % HDP).

V tomto roku by deficit mal znovu klesnúť

Nedávno bol zverejnený návrh rozpočtu verejnej správy na roky 2019-21, ktorý ešte potrebuje schváliť parlament. Aktuálny odhad schodku verejných financií pre tento rok sa znížil na 0,6 % HDP, čo je o 0,2 percentuálneho bodu nižšie oproti pôvodnému rozpočtovanému cieľu. Náš odhad fiškálneho deficitu pre tento rok je mierne vyšší, na úrovni 0,8 % HDP.

Ministerstvo budúci rok očakáva takmer vyrovnaný rozpočet

Budúci rok by podľa návrhu rozpočtu mal deficit verejných financií klesnúť na 0,1 % HDP a následne by v roku 2020 malo byť hospodárenie vyrovnané. Pre rok 2021 rozpočet predpokladá dokonca mierny fiškálny prebytok na úrovni 0,2 % HDP. Tieto odhady sú v súlade so strednodobým rozpočtovým cieľom.

Ekonomike sa darí a príjmy rastú

Na príjmovej strane rozpočtu, teda na výbere daní, vidieť veľmi priaznivú cyklickú pozíciu slovenskej ekonomiky a oživený trh práce. Ekonomika rastie rezkým tempom, ktoré by sa v nasledujúcom roku malo ešte zrýchliť (podporené spustením výroby v novej automobilke ako aj stále silným domácim a zahraničným dopytom). Uťahovanie trhu práce vytvára tlak na rast miezd a tak prispieva k rastu disponibilných príjmov domácností. Práve priaznivá makroekonomická situácia a lepšia efektívnosť výberu daní

výrazne navyšujú očakávané daňové a odvodové príjmy.

Na výdavkovej strane sú okrem iného zohľadnené aj nové opatrenia z tzv. sociálneho balíčka ako aj rast plátov vo verejnej správe – 10 % od januára 2019 a potom rovnako o 10 % k januáru 2020.

Dlh by mal aj naďalej klesať

Dlh verejnej správy by vďaka priaznivej hospodárskej situácii a očakávanej konsolidácii verejných financií mal v pomere k HDP klesať. V tomto roku návrh rozpočtu počíta s poklesom na 48,7 % HDP (náš odhad: 48,9 % HDP) a postupne by mal klesnúť pod 45 % HDP v roku 2021. Trendu poklesu dlhu napomáha aj situácia na finančných trhoch vďaka menovej politike ECB. Výnosy slovenských štátnych dlhopisov sú na nízkej úrovni, čo znižuje výdavky na obsluhu štátneho dlhu. Z ekonomického pohľadu považujeme za dobrú snahu využiť priaznivé časy, keď sa ekonomike darí a daňové príjmy rastú, na znižovanie verejného zadĺženia.

Náš odhad je o niečo konzervatívnejší

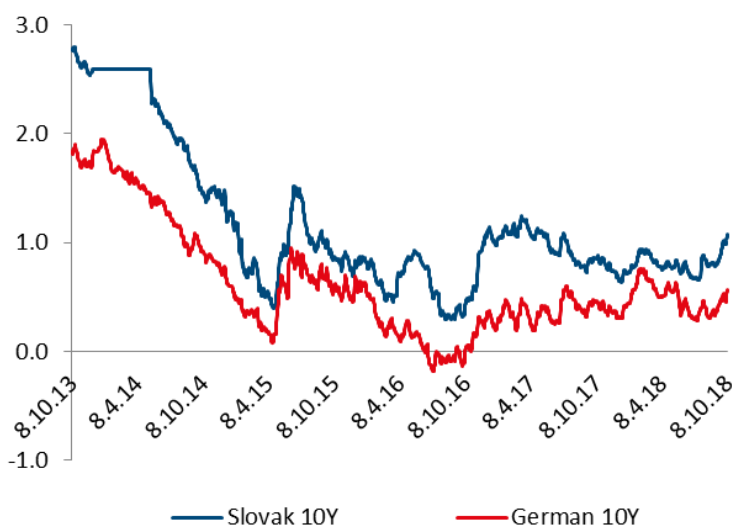
Nový návrh rozpočtu považujeme z hľadiska daňových príjmov za realistický vzhľadom na priaznivú cyklickú pozíciu slovenskej ekonomiky. Makroekonomická prognóza, hlavne čo sa týka trhu práce, je veľmi priaznivá a zvyšuje daňové a odvodové príjmy. Rozpočet počíta s výrazným rastom prebytkov ostatných subjektov verejnej správy, čo predstavuje mierne riziko prognózy. Náš odhad deficitu verejných financií na roky 2019-21 je preto o niečo konzervatívnejší oproti návrhu Ministerstva financií.

Výnosy sú ovplyvňované QE, politikou Fed-u a návratom inflácie

Výnosy slovenských štátnych dlhopisov sa od začiatku kvantitatívneho uvoľňovania (QE) ECB nachádzajú na nízkych úrovniach. Od rekordných miním v lete 2016 (0,29 %) sa postupne mierne zvyšovali, v reakcii na uťahovanie menovej politiky v USA, postupný návrat európskej inflácie na scénu ako aj postupnú a opatrnú ohlasovanú úpravu menovej politiky ECB. Aj keď harmonizovaná inflácia sa už mierne zvýšila, jadrová inflácia v eurozóne ostáva vlažná. Tento rok sa výnosy slovenských 10-ročných vládnych dlhopisov pohybujú zatiaľ v rozmedzí 0,65-1,12 %. Momentálne sa výnosy 10-ročných dlhopisov nachádzajú na úrovni okolo 1,10 %. V ďalších kvartáloch očakávame mierny nárast výnosov dlhopisov, ktorý však bude naďalej tlmený menovou politikou ECB a stabilnou fiškálnou situáciou na Slovensku. Ku koncu 1Q19 by sa mohli výnosy 10-ročných dlhopisov pohybovať na úrovni 1,25 %.

Očakávame mierny nárast výnosov

Výnosy slovenských vládnych dlhopisov sa posunuli vyššie



Pozn.: Slovenské (modrá čiara) a nemecké (červená čiara) 10-ročné dlhopisy.
Zdroje: Reuters, SLSP

Odhady vybraných ukazovateľov

	2016	2017	2018*	2019*	2020*
Nominálny HDP (mil. EUR)	81154	84986	90484	96632	102621
Populácia (mil.)	5.435	5.443	5.468	5.478	5.487
HDP na obyvateľa (EUR)	14931	15613	16549	17639	18703
Reálny HDP (r/r %)	3.3	3.4	3.9	4.2	3.6
Spotreba domácností (r/r %)	2.6	3.7	3.1	3.4	3.0
Fixné investície (r/r %)	-8.3	3.2	9.5	2.5	3.5
Nominálne mzdy (EUR)	912	954	1013	1078	1142
Nominálne mzdy (r/r %)	3.3	4.6	6.2	6.4	5.9
Reálne mzdy (r/r %)	3.8	3.3	3.5	3.8	3.3
Maloobchodné tržby (rast r/r %)	2.2	6.0	4.0	2.8	2.5
Priemyselná produkcia (r/r %)	3.7	3.0	3.2	7.0	3.0
CPI (r/r, priemer %)	-0.5	1.3	2.6	2.5	2.5
CPI (r/r, koniec roka %)	0.2	1.9	2.4	3.0	2.5
Miera nezamestnanosti (%)	9.6	8.1	6.8	6.3	5.8
Export (mil. EUR)	67164	71547	77628	85158	92226
Import (mil. EUR)	65527	70904	76718	83469	89897
Obchodná bilancia (% HDP, FOB)	2.0	0.8	1.0	1.7	2.3
Priame zahraničné investície (% HDP)	0.9	1.8	1.3	0.8	0.7
Bežný účet (% HDP)	-1.5	-2.1	-1.2	-0.5	0.4
Deficit štátneho rozpočtu (% HDP)	-2.2	-1.0	-0.8	-0.7	-0.4
Verejný dlh (% HDP)	51.8	50.9	48.9	47.7	46.3
Externý dlh (% HDP)	90.9	110.8	103.9	95.2	87.7
Kľúčový úrok ECB, priemer	0.01	0.00	0.00	0.06	
Kľúčový úrok ECB, koniec roka	0.00	0.00	0.00	0.25	
3M EURIBOR priemer	-0.26	-0.33	-0.32	-0.20	
3M EURIBOR, koniec roka	-0.32	-0.33	-0.32	0.08	
Výnos 10R dlhopisov, priemer *	0.66	0.94	0.87	1.40	
Výnos 10R dlhopisov, koniec roka *	0.98	0.72	1.10	1.55	
EUR/USD priemer	1.11	1.13	1.18	1.17	
EUR/USD koniec roka	1.05	1.20	1.13	1.20	

Poznámka: * predpovede

Zdroj: Štatistický úrad, Eurostat, NBS, SLSP, Erste Group Research

Pre ďalšie informácie navštívte, prosím

https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/MarketsAndTrends/Markets_by_Region/Slovakia/Market_insight/index.phtml

Disclaimer

Tento materiál slúži ako doplnkový zdroj pre klientov Slovenskej sporiteľne, a.s. Je založený na najlepšíh informáčnych zdrojoch dostupných v čase publikovania. Hoci použité informačné zdroje sú všeobecne považované za spoľahlivé, Slovenská sporiteľňa, a.s., neručí za správnosť a úplnosť uvedených informácií. Tento dokument nie je ponukou a ani propagáciou nákupu či predaja určitého aktíva. „Predpovede nie sú spoľahlivým indikátorom budúcej výkonnosti aktíva alebo finančného nástroja“.

This publication was prepared by Erste Group Bank AG or any of its consolidated subsidiaries (together with consolidated subsidiaries "Erste Group") independently and objectively as other information pursuant to the Circular of the Austrian Financial Market Authority regarding information including marketing communication pursuant to the Austrian Securities Supervision Act. This publication serves interested investors as additional source of information and provides general information, information about product features or macroeconomic information without emphasizing product selling marketing statements. This publication does not constitute marketing communication pursuant to Art. 36 (2) Austrian Securities Supervision Act as no direct buying incentives were included in this publication, which is of information character. This publication does not constitute investment research pursuant to § 36 (1) Austrian Securities Supervision Act. It has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research and it is not subject to the prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. The information only serves as non-binding and additional information and is based on the level of knowledge of the person in charge of drawing up the information on the respective date of its preparation. The content of the publication can be changed at any time without notice. This publication does not constitute or form part of, and should not be construed as, an offer, recommendation or invitation to subscribe for or purchase any securities, and neither this publication nor anything contained herein shall form the basis of or be relied on in connection with or act as an inducement to enter into any contract or inclusion of a security or financial product in a trading strategy. Information provided in this publication are based on publicly available sources which Erste Group considers as reliable, however, without verifying any such information by independent third persons. While all reasonable care has been taken to ensure that the facts stated herein are accurate and that the forecasts, opinions and expectations contained herein are fair and reasonable, Erste Group (including its representatives and employees) neither expressly nor tacitly makes any guarantee as to or assumes any liability for the up-to-dateness, completeness and correctness of the content of this publication. Erste Group may provide hyperlinks to websites of entities mentioned in this document, however the inclusion of a link does not imply that Erste Group endorses, recommends or approves any material on the linked page or accessible from it. Neither a company of Erste Group nor any of its respective managing directors, supervisory board members, executive board members, directors, officers of other employees shall be in any way liable for any costs, losses or damages (including subsequent damages, indirect damages and loss of profit) howsoever arising from the use of or reliance on this publication. Any opinion, estimate or projection expressed in this publication reflects the current judgment of the author(s) on the date of publication of this document and do not necessarily reflect the opinions of Erste Group. They are subject to change without prior notice. Erste Group has no obligation to update, modify or amend this publication or to otherwise notify a reader thereof in the event that any matter stated herein, or any opinion, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate. The past performance of securities or financial instruments is not indicative for future results. No assurance can be given that any financial instrument or issuer described herein would yield favorable investment results or that particular price levels may be reached. Forecasts in this publication are based on assumptions which are supported by objective data. However, the used forecasts are not indicative for future performance of securities or financial instrument. Erste Group, its affiliates, principals or employees may have a long or short position or may transact in the financial instrument(s) referred to herein or may trade in such financial instruments with other customers on a principal basis. Erste Group may act as a market maker in the financial instruments or companies discussed herein and may also perform or seek to perform investment services for those companies. Erste Group may act upon or use the information or conclusion contained in this publication before it is distributed to other persons. This publication is subject to the copyright of Erste Group and may not be copied, distributed or partially or in total provided or transmitted to unauthorized recipients. By accepting this publication, a recipient hereof agrees to be bound by the foregoing limitations.

© Erste Group Bank AG 2018. All rights reserved.

Published by:

Erste Group Bank AG
Group Research
1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1
Head Office: Wien
Commercial Register No: FN 33209m
Commercial Court of Vienna

Erste Group Homepage: www.erstegroup.com