

## Oblaky nad externým prostredím spomaľujú rast

Trh práce naďalej podporuje domáci dopyt

Katarína Muchová  
[muchova.katarina@slsp.sk](mailto:muchova.katarina@slsp.sk)

### Prehľad predpovedí

	2019	2020
Kľúčová sadzba ECB	0.00	0.25
3M Euribor (%)	-0.32	0.25
Výnos 10R SK dlhopisov	1.00	1.55
	2019	2020
Rast reálneho HDP (%)	3.4	3.6
Nezamestnanosť (%)	6.3	5.8
CPI (% priemer)	2.5	2.5
Fiškálny deficit (% HDP)	-0.7	-0.4
Verejný dlh (% HDP)	48.3	46.6
Bežný účet (% HDP)	-0.9	0.2
Ratingy	Slovensko	
Moody's	A2 (pozitívny)	
S&P	A+ (stabilný)	
Fitch	A+ (stabilný)	
HDP na obyv. v pomere k priemeru EU (% PKS)	76	
Populácia (v mil.)	5.4	

Slovenská ekonomika vlani vzrástla o 4,1 %, čo pravdepodobne predstavuje vrchol cyklu. Rast potiahol výlučne domáci dopyt, hlavne spotreba domácností a investície, pričom čisté vývozy rast mierne brzdili. Tento rok očakávame zmiernenie tempa rastu slovenskej ekonomiky na 3,4 % vzhľadom na vývoj externého prostredia a prítomné negatívne riziká (pomalší rast Číny, následne aj Nemecka a eurozóny, nedoriešený protekcionizmus, Brexit, a možné implikácie týchto faktorov pre automobilový sektor). Nižšie tempo rastu je výlučne na vrub externého prostredia; hlavným ťahúňom ostane silný domáci dopyt. V budúcom roku výhľad nemeníme a očakávame rast HDP o 3,6 %. Od tohto roku sa očakáva výraznejší vplyv na čisté vývozy vzhľadom na produkciu novej automobilky, avšak tento faktor nepreváži spomaľujúce tempo rastu eurozóny. Pozitívnym rizikom by mohol byť rýchlejší ako anticpovaný rast investícií či lepší vývoj trhu práce.

Silnej spotrebe domácností pomáha priaznivý vývoj na trhu práce, ktorý prispieva k zvyšovaniu disponibilného príjmu. Miera nezamestnanosti v roku 2018 klesla na 6,6 %. Tento rok by mohla dosiahnuť priemer 6,3 % a potom sa znížiť na 5,8 % v roku 2020. Rast zamestnanosti by mal pokračovať, avšak tempo rastu zamestnanosti sa spomalí. Uťahovanie na trhu práce vytvára silnejšie tlaky na rast nominálnych miezd, ktoré zrýchľujú svoje tempo rastu na nové rekordné úrovne od roku 2008 – vlani nominálne mzdy vzrástli o 6,2 %. V tomto roku by tempo rastu nominálnych miezd mohlo mierne zrýchliť na 6,4 %, následne sa zmierniť tesne pod 6 % v 2020.

Inflačné tlaky sa vlani zintenzívnili a inflácia sa dokonca v apríli vyšplhala až ku 3 % r/r, pričom následne sa rast cien zmiernil. Celkovo dosiahla miera inflácie priemer 2,5 % a podobne by sa mala vyvíjať aj v tomto a budúcom roku. K medziročnému rastu spotrebiteľských cien prispievajú najmä ceny potravín a služieb, ako aj ceny energií. Ceny služieb reflektujú oživujúci sa trh práce a nárast disponibilných príjmov domácností.

Výnosy slovenských štátnych dlhopisov sa od začiatku kvantitatívneho uvoľňovania (QE) ECB nachádzajú na nízkych úrovniach. Vlani sa pohybovali v rozmedzí 0,65 -1,13 % a momentálne sú výnosy 10-ročných dlhopisov v okolí 0,61 %, čo predstavuje viditeľný pokles oproti začiatku roka spôsobený hlavne holubičou pozíciou ECB. Očakávame iba mierny nárast výnosov dlhopisov, ktorý bude naďalej limitovaný menovou politikou ECB a stabilnou fiškálnou situáciou na Slovensku. ECB nedávno poskytla dodatočné uvoľnenie cez výhľad sadziab a rozhodnutie zaviesť TLTRO3. ECB zmenila svoj výhľad na cestu menovej politiky vzhľadom na pomalší rast eurozóny a očakávaný dopad na infláciu - očakáva stabilitu sadziab na terajších úrovniach prinajmenšom do konca tohto roka (pôvodne to bolo leto 2019) a v každom prípade dostatočne dlho na to, aby zabezpečili zotrvanie inflácie na ceste ku cieľu. Politika reinvestovania maturujúcich objemov bude pokračovať dlhšie obdobie aj po začiatku zvyšovania sadziab a v každom prípade dostatočne dlho na to, aby ostali podmienky likvidity priaznivé. Od septembra ECB spúšťa tretie kolo programu cielených dlhodobých refinančných operácií (TLTRO3), ktoré budú na kvartálnej báze prebiehať do marca 2021. Tento program pôžičiek bankám má pomôcť udržať priaznivé úverové podmienky a umožniť hladký prenos menovej politiky. Opatrnosť v menovej politike vidieť aj na druhej strane Atlantiku, v prípade amerického Fed-u.

## Reálna ekonomika

**Cyklický vrchol bol pravdepodobne vlani**

Ekonomický rast v štvrtom kvartáli 2018 bol potvrdený na úrovni 3,6 % medziročne, čo predstavuje medzikvartálne tempo 0,8 %. Aj keď ekonomika koncom roka spomalila, za celý rok dosiahol rast HDP priemer 4,1 %, čo predstavuje pravdepodobný cyklický vrchol. Je to najrýchlejšie tempo rastu od roku 2015, kedy rast výrazne potiahol čerpanie eurofondov z predchádzajúceho programového obdobia.

**Hlavný ťahúň rastu bol domáci dopyt**

Rast koncom roka potiahol výlučne domáci dopyt. Najvýraznejším ťahúňom boli investície, ktoré sa medziročne zvýšili o 13,9 %, a prispeli 2,9 percentuálneho bodu k celkovému rastu HDP. Pozitívna správa prišla aj zo strany spotreby domácností, ktorá v 4Q18 zrýchlila tempo na 3,4 % r/r a k rastu prispela v rozmere 1,8 p.b.

**Čisté vývozy rast vlani mierne brzdili**

Vzhľadom na rýchlejšie tempo rastu dovozov ako vývozov bol príspevok čistých vývozov k rastu HDP koncom roka viditeľne negatívny (-2,7 p.b.) a aj v celkovom priemere roka 2018 čistý zahraničný obchod rast skôr brzdil. Podobne ako v predchádzajúcom kvartáli, štatistická diskrepancia zodpovedala za približne 0,8 p.b. rastu v 4Q18.

**Spotreba domácností benefituje z trhu práce**

Rezké tempo rastu spotreby domácností reflektuje naďalej priaznivý vývoj na trhu práce, ktorý pomáha zvyšovať disponibilný príjem domácností. Nominálne mzdy odrážajú ťahajúci sa trh práce a hoci v 4Q18 zmiernili svoje medziročné tempo rastu na 5,8 %, celkový priemer vlnajška bol na úrovni 6,2 %, v súlade s očakávaniami. Po zohľadnení inflácie sa reálne mzdy zvýšili o 3,5 % r/r ku koncu roka (za celý rok vzrástli o 3,6 %). V 4Q18 dosiahla priemerná mzda v hospodárstve úroveň EUR 1101 a v priemere vlani dosiahla EUR 1013.

**Rast miezd je rezký**

Zamestnanosť meraná Výberovým zisťovaním sa v 4Q18 medziročne zvýšila o 1,9 %, rýchlejšie ako v predchádzajúcom kvartáli. Priemer roka 2018 ukazuje na veľmi slušné tempo rastu zamestnanosti, na úrovni 1,4 %.

**Miera nezamestnanosti klesá**

Miera nezamestnanosti koncom roka klesla na 6,1 %, čo predstavuje pokles o 1,6 percentuálneho bodu oproti roku predtým (4Q17). Za všetky štvrťroky minulého roka dosiahla miera nezamestnanosti priemer 6,6 %.

**Očakávame pokračovanie rastu, ale pomalším tempom**

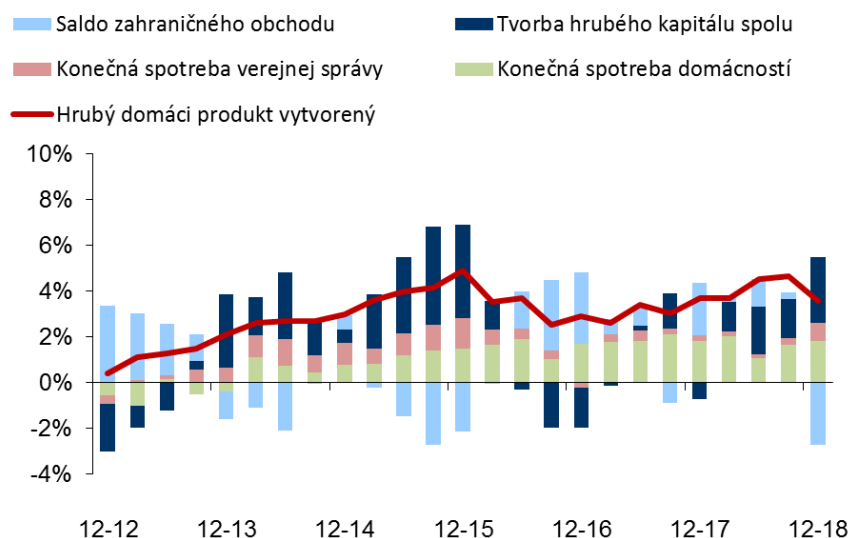
V tomto roku očakávame zmiernenie tempa rastu slovenskej ekonomiky na 3,4 % vzhľadom na vývoj externého prostredia a prítomné negatívne riziká (pomalší rast Číny, následne aj Nemecka a eurozóny, nedoriešený protekcionizmus, Brexit, a možné implikácie týchto faktorov pre automobilový sektor). Nižšie tempo rastu je výlučne na vrub externého prostredia; hlavným ťahúňom ostane silný domáci dopyt.

V budúcom roku výhľad nemeníme a očakávame rast HDP o 3,6 %. Od tohto roku sa očakáva výraznejší vplyv na čisté vývozy vzhľadom na produkciu novej automobilky, avšak tento faktor nepreváži spomaľujúce tempo rastu eurozóny. Pozitívnym rizikom by mohol byť rýchlejší ako anticipovaný rast investícií či lepší vývoj trhu práce.

**Trhu práce by sa mohlo dariť aj naďalej**

Tento rok by mohla miera nezamestnanosti dosiahnuť priemer 6,3 % a potom sa znížiť na 5,8 % v roku 2020. Rast zamestnanosti by mal pokračovať, avšak jeho tempo sa spomalí. Ťahovanie na trhu práce vytvára silnejšie tlaky na rast nominálnych miezd, ktoré zrýchľujú svoje tempo rastu na nové rekordné úrovne od roku 2008 – vlani nominálne mzdy vzrástli o 6,2 %. V tomto roku by tempo rastu nominálnych miezd mohlo mierne zrýchliť na 6,4 %, následne sa zmierniť tesne pod 6 % v 2020.

### Spotreba domácností a investície sú hlavnými ťahúňmi rastu Príspevky k rastu HDP (% y/y)



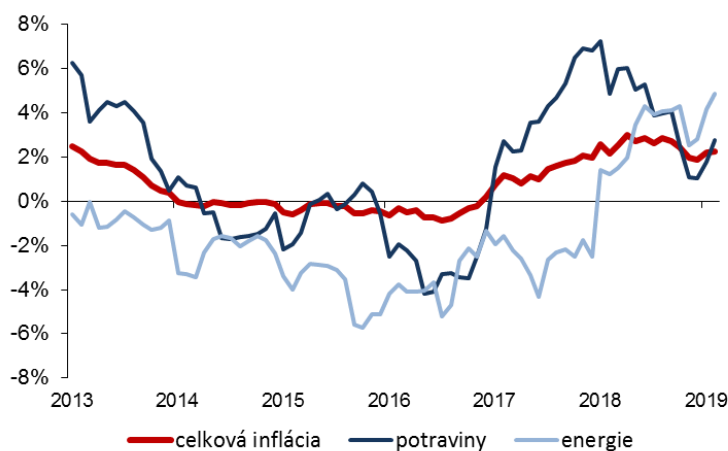
Pozn.: ESA 2010, medziročný reálny rast HDP. Štatistická diskrepancia zodpovedala za približne 0,7 percentuálneho bodu rastu v 3Q18 a 0,8 p.b. rastu v 4Q18.  
Zdroj: Štatistický úrad SR, SLSP

## Inflácia a menová politika

**Spotrebiteľské ceny  
rastú tempom mierne  
nad 2 %**

Inflačné tlaky sa vlani zintenzívnili a inflácia sa dokonca v apríli vyšplhala až ku 3 % r/r, pričom následne sa rast cien zmiernil. Celkovo dosiahla miera inflácie priemer 2,5 % a podobne by sa mala vyvíjať aj v tomto a budúcom roku. Jadrová inflácia (t.j. inflácia očistená o volatilné komponenty ako potraviny či energie) vlani dosiahla priemer 2,8 % a tento rok očakávame jej zmiernenie na 2,1 %. V budúcom roku by priemer jadrovej inflácie mohol byť na úrovni 2,3 %.

### Ceny potravín, služieb ale aj energií ťahajú slovenskú infláciu



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

**Prispievajú hlavne ceny potravín, služieb a energií**

K medziročnému rastu spotrebiteľských cien prispievajú najmä ceny potravín a služieb, ako aj ceny energií. Ceny služieb reflektujú oživujúci sa trh práce a nárast disponibilných príjmov domácností.

Slovenská cenová úroveň v roku 2017 dosiahla 70 % 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.

## **ECB**

**ECB sadzby nezmenila**

Na marcovom zasadnutí ECB nezmenila nastavenie sadzieb - 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 %. Avšak centrálna banka eurozóny oznámila niekoľko zmien. Od septembra spúšťa tretie kolo programu cielených dlhodobých refinančných operácií (TLTRO3), ktoré budú na kvartálnej báze prebiehať do marca 2021 (maturita pri každom kole bude dva roky a sadzba bude naviazaná na hlavnú refinančnú sadzbu ECB). Tento program pôžičiek bankám má pomôcť udržať priaznivé úverové podmienky a umožniť hladký prenos menovej politiky.

**TLTRO3 od septembra**

**Sadzby sa tento rok nezmenia**

Okrem toho zmenila ECB svoj výhľad na cestu menovej politiky - očakáva stabilitu sadzieb na terajších úrovniach prinajmenšom do konca tohto roka (pôvodne to bolo leto 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).

**Reinvestície pokračujú**

Nastavenie reinvestovania maturujúcich objemov z programu kvantitatívneho uvoľňovania (QE) ostalo nezmenené. Politika reinvestovania maturujúcich objemov by mala pokračovať dlhšie obdobie aj po začiatku zvyšovania sadzieb a v každom prípade dostatočne dlho na to, aby ostali podmienky likvidity priaznivé.

**Nižšie projekcie rastu a inflácie**

Prichádzajúce dáta z ekonomík eurozóny boli o niečo slabšie ako ECB pôvodne očakávala, čo bolo zohľadnené v nových, nižších odhadoch rastu a inflácie. Nové marcové makroekonomické projekcie sú oproti decembru nižšie – v tomto roku ECB očakáva infláciu na úrovni 1,2 % (-0,4 p.b.). V roku 2020 by sa mohla mierne zrýchliť na 1,5 % a následne v 2021 je inflácia odhadovaná na úrovni 1,6 % (obidva roky -0,2 p.b. oproti decembru). Po dynamickom roku 2017 (2,4 %) vlni eurozóna spomalila tempo rastu na 1,8 %. Vývoj eurozóny naznačuje, že vrchol ekonomického cyklu bloku už prešiel a vraciame sa smerom k potenciálnemu rastu, prípadne krátkodobo pod neho. V tomto roku by podľa ECB mohla eurozóna rásť tempom 1,1 % (revízia nadol o 0,6 p.b.) a potom zrýchliť na 1,6 % v roku 2020 (-0,1 p.b. oproti decembru) a ustáliť sa na 1,5 % v roku 2021.

Ako však Prezident Draghi zdôraznil, Rada guvernérov sa zhodla na nízkej pravdepodobnosti recesie, skôr sa jedná o spomalenie dynamiky rastu, a zdôraznila silné fundamenty trhu práce ako aj celkovú solídnu pozíciu bankového sektora v eurozóne. Draghi spomenul prítomné negatívne riziká ako protekcionizmus, nejasný Brexit, spomalenie v Číne či odznenie fiškálneho stimulu v USA, avšak zároveň naznačil, že už sa zároveň v niektorých prípadoch črtá ich vyriešenie (napr. oznámenie čínskej vlády rázne podporiť ekonomiku, či pozitívne rokovania o zahraničnom obchode medzi USA a Čínou). Globálny rast pokračuje, aj keď miernejšie ako predtým. Zavedením TLTRO3 a posunutím výhľadu cesty menovej politiky ECB prináša dodatočné uvoľnenie monetárnych podmienok v eurozóne.

**Prvé zvýšenie najskôr koncom 1Q 2020**

Očakávame, že prvé zvýšenie sadzieb zo strany ECB by mohlo prísť najskôr v prvom kvartáli budúceho roka (možný marec 2020). Celkovo však menová politika bude v rokoch 2019-20 pôsobiť dostatočne akomodatívne.

## Fiškálna politika

**Deficit za rok 2017 klesol na 0,8 % HDP**

Deficit za rok 2017 dosiahol 0,8 % HDP, menej ako pôvodne rozpočtovaný schodok 1,3 % HDP. Priaznivá fáza ekonomického cyklu v posledných rokoch spojená s oživením trhu práce prispievala k zvyšovaniu daňových a odvodových príjmov, čo pomáha v konsolidácii verejných financií.

**Konsolidácia verejných financií by mohla pokračovať**

Aktuálny odhad fiškálneho deficitu zo strany Ministerstva financií za minulý rok sa znížil na 0,6 % HDP, čo je o 0,2 p.b. nižšie oproti rozpočtovanému cieľu. Náš odhad deficitu pre rok 2018 je na úrovni 0,8 % HDP.

**Ministerstvo tento rok očakáva vyrovnaný rozpočet**

V tomto roku by podľa návrhu rozpočtu mal byť rozpočet vyrovnaný. Dobrá makroekonomická situácia, hlavne na trhu práce, a lepšia efektívnosť výberu daní výrazne navyšujú očakávané daňové a odvodové príjmy. Návrh rozpočtu považujeme z hľadiska daňových príjmov za realistický, aj keď isté riziká predstavuje spomalenie tempa rastu slovenskej ekonomiky. Rozpočet počíta s výrazným rastom prebytkov ostatných subjektov verejnej správy, čo predstavuje určité riziko prognózy. Náš odhad deficitu verejných financií na roky 2019-21 je preto konzervatívnejší.

**Náš odhad je konzervatívnejší**

**Verejný dlh by mal klesať v najbližších rokoch**

Positívna správa vlani prišla aj ohľadom verejného dlhu Slovenska, ktorý v roku 2017 klesol o 0,9 percentuálneho bodu na 50,9 % HDP. Naďalej ostáva dlh pod hranicou 60 % HDP a výrazne pod priemerom eurozóny (86,8 % HDP).

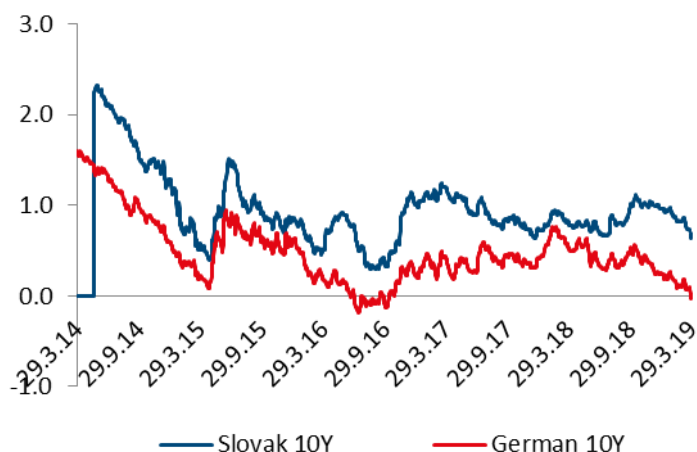
Dlh verejnej správy by vďaka priaznivej hospodárskej situácii a očakávanej konsolidácii verejných financií mal v pomere k HDP klesať. V tomto roku by mohol klesnúť na 48,3 % HDP a postupne by mal klesnúť pod 45 % HDP v roku 2021. Trendu poklesu dlhu napomáha aj situácia na finančných trhoch vďaka menovej politike ECB. Výnosy slovenských štátnych dlhopisov sú na nízkej úrovni, čo znižuje výdavky na obsluhu štátneho dlhu.

**Výnosy klesli, reagujú na holubičiu ECB aj Fed**

Výnosy slovenských štátnych dlhopisov sa od začiatku kvantitatívneho uvoľňovania (QE) ECB nachádzajú na nízkych úrovniach. Vlani sa pohybovali v rozmedzí 0,65 -1,13 % a momentálne sú výnosy 10-ročných dlhopisov v okolí 0,61 %, čo predstavuje viditeľný pokles oproti začiatku roka spôsobený hlavne holubičou pozíciou ECB. Očakávame iba mierny nárast výnosov dlhopisov, ktorý bude naďalej limitovaný menovou politikou ECB a stabilnou fiškálnou situáciou na Slovensku. Opatrnosť v menovej politike vidieť aj na druhej strane Atlantiku, v prípade amerického Fed-u.

**Očakávame iba mierny nárast výnosov**

### Výnosy slovenských vládnych dlhopisov klesli



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

## Odhady vybraných ukazovateľov

	2016	2017	2018	2019*	2020*
<b>Nominálny HDP (mil. EUR)</b>	81226	84851	90202	95343	101159
<b>Populácia (mil.)</b>	5.435	5.443	5.461	5.480	5.496
<b>HDP na obyvateľa (EUR)</b>	14944	15589	16518	17400	18406
<b>Reálny HDP (r/r %)</b>	3.1	3.2	4.1	3.4	3.6
<b>Spotreba domácností (r/r %)</b>	2.9	3.5	3.0	3.3	3.0
<b>Fixné investície (r/r %)</b>	-9.4	3.4	6.8	2.0	3.0
<b>Nominálne mzdy (EUR)</b>	912	954	1013	1078	1141
<b>Nominálne mzdy (r/r %)</b>	3.3	4.6	6.2	6.4	5.9
<b>Reálne mzdy (r/r %)</b>	3.8	3.3	3.6	3.8	3.3
<b>Maloobchodné tržby (rast r/r %)</b>	2.2	6.0	3.6	2.8	2.5
<b>Priemyselná produkcia (r/r %)</b>	4.6	3.3	4.4	7.0	3.0
<b>CPI (r/r, priemer %)</b>	-0.5	1.3	2.5	2.5	2.5
<b>CPI (r/r, koniec roka %)</b>	0.2	1.9	1.9	3.5	2.5
<b>Miera nezamestnanosti (%)</b>	9.6	8.1	6.5	6.3	5.8
<b>Export (mil. EUR)</b>	67164	71479	77412	84456	91213
<b>Import (mil. EUR)</b>	65527	70789	76594	82875	89007
<b>Obchodná bilancia (% HDP, FOB)</b>	2.0	0.8	0.9	1.7	2.2
<b>Priame zahraničné investície (% HDP)</b>	0.9	1.8	1.3	0.8	0.7
<b>Bežný účet (% HDP)</b>	-2.2	-2.0	-1.5	-0.9	0.2
<b>Deficit štátneho rozpočtu (% HDP)</b>	-2.2	-0.8	-0.8	-0.7	-0.4
<b>Verejný dlh (% HDP)</b>	51.8	50.9	49.1	48.3	46.6
<b>Externý dlh (% HDP)</b>	90.8	111.0	104.2	96.5	89.0
<b>Kľúčový úrok ECB, priemer</b>	0.01	0.00	0.00	0.00	0.06
<b>Kľúčový úrok ECB, koniec roka</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25
<b>3M EURIBOR priemer</b>	-0.26	-0.33	-0.32	-0.32	-0.03
<b>3M EURIBOR, koniec roka</b>	-0.32	-0.33	-0.31	-0.32	0.25
<b>Výnos 10R dlhopisov, priemer *</b>	0.66	0.94	0.86	0.77	1.00
<b>Výnos 10R dlhopisov, koniec roka *</b>	0.98	0.72	0.96	0.85	1.25
<b>EUR/USD priemer</b>	1.11	1.13	1.18	1.17	
<b>EUR/USD koniec roka</b>	1.05	1.20	1.15	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.p.html](https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/MarketsAndTrends/Markets_by_Region/Slovakia/Market_insight/index.p.html)

## **Disclaimer**

*Tento materiál slúži ako doplnkový zdroj pre klientov Slovenskej sporiteľne, a.s. Je založený na najlepších informačných 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 2019. 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](http://www.erstegroup.com)