

Zatiahnuté externé prostredie pretrváva

Trh práce sa naďalej uťahuje a podporuje domáci dopyt

Katarína Muchová
muchova.katarina@slsp.sk

Prehľad predpovedí

	2019	2020
Kľúčová sadzba ECB	0.00	0.00
3M Euribor (%)	-0.30	-0.10
Výnos 10R SK dlhopisov	0.45	0.80
	2019	2020
Rast reálneho HDP (%)	3.4	3.3
Nezamestnanosť (%)	5.8	5.7
CPI (% priemer)	2.5	2.5
Fiškálny deficit (% HDP)	-0.7	-0.4
Verejný dlh (% HDP)	47.7	46.2
Bežný účet (% HDP)	-2.2	-1.5

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

HDP na obyv. v pomere k priemeru EU (% PKS)	78
Populácia (v mil.)	5.4

Vrchol cyklu dosiahla slovenská ekonomika vlani, keď vzrástla o 4,1 %. Minulý rok rast potiahol iba domáci dopyt (spotreba domácností a investície) a čisté vývozy rast mierne brzdili. **Tento rok očakávame zmiernenie tempa rastu HDP na 3,4 %** vzhľadom na vývoj externého prostredia a prítomné negatívne riziká. Aj keď začiatok roka bol vcelku dobrý, oblaky nad externým prostredím sa ešte nerozplynuli. Práve naopak, niektoré sú prominentnejšie ako predtým – hlavne Brexit, kde sa hrozba, neriadeného tvrdého odchodu Veľkej Británie z EÚ rázne zvýšila a určité negatívne efekty by mohlo byť cez zvýšenú mieru neistoty cítiť už v druhej polovici tohto roka. V hre ostáva tiež pomalší rast Nemecka, eurozóny a Číny, či nedoriešené spory v zahraničnom obchode a hrozba protekcionizmu (ako aj následné možné implikácie týchto faktorov pre automobilový sektor). **Vzhľadom na tieto pretrvávajúce faktory sme znížili odhad hospodárskeho rastu na budúci rok z 3,6 % na 3,3 %.** 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.

Silnej spotrebe domácností pomáha vývoj na trhu práce, ktorý prispieva k zvyšovaniu disponibilného príjmu. Vzhľadom na lepšie ako očakávané údaje trhu práce za prvý štvrtrok tohto roka sme pristúpili k zlepšeniu projekcií. **V tomto roku očakávame pokles miery nezamestnanosti na 5,8 % v priemere a v budúcom roku by mohla dosiahnuť 5,7 %** (predchádzajúce odhady bol 6,3 % a 5,8 % pre roky 2019-20). **Odhad rastu nominálnych miezd v tomto roku sme zrevidovali smerom nahor na 6,6 %** (z 6,4 % predtým) a v budúcom roku by mohol pokračovať tempom 6,1 %.

Inflačné tlaky sa vlani zintenzívnili, pričom 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 medzi 0,65 -1,13 % a **momentálne sú výnosy 10-ročných dlhopisov ešte nižšie, v okolí 0,22 %.** Hlavným faktorom je **holubičia pozícia ECB a Fed-u.** Očakávame iba mierny nárast výnosov, ktorý bude naďalej limitovaný menovou politikou ECB a stabilnou fiškálnou situáciou na Slovensku. Výhľad ECB očakáva stabilitu sadzieb na terajších úrovniach prinajmenšom počas prvej polovice roka 2020 a v každom prípade dostatočne dlho na to, aby zabezpečili zotrvanie inflácie na ceste ku cieľu ECB. Oproti predchádzajúcej pozícii ECB je to posunutie horizontu o 6 mesiacov. Politika reinvestovania maturujúcich objemov bude pokračovať dlhšie obdobie aj po začiatku zvyšovania sadzieb 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, ktorý sa už pripravuje na zníženie sadzieb.

Reálna ekonomika

Rast v 1Q19 dosiahol 3,7 % r/r

Rast slovenskej ekonomiky v prvom kvartáli bol potvrdený na úrovni 3,7 % medziročne, v súlade s našimi očakávaniami. Oproti priemeru minulého roka (4,1 %) to však predstavuje očakávané spomalenie tempa. Hospodársky rast dosiahol medzikvartálne tempo 0,9 %.

Potiahli ho domáci aj zahraničný dopyt

Rast začiatkom roka potiahol domáci aj zahraničný dopyt. Výrazným ťahúňom boli investície, ktoré sa medziročne zvýšili o 6,6 % (hrubé fixné investície vzrástli o 2,1 % r/r), a prispeli 1,3 percentuálneho bodu k celkovému rastu HDP. Spotreba domácností bola vlažná, v 1Q19 zjemnila tempo na 1 % medziročne a k rastu tak prispela len 0,6 p.b. Napriek naďalej veľmi priaznivej situácii na trhu práce a rastu disponibilného príjmu boli domácnosti opatrnejšie. Potvrzuje to aj nárast miery úspor v úvode roka.

Spotreba domácností sklamala

Čisté vývozy prispeli k rastu

Priemyslu, hlavne v automobilovom sektore, sa začiatkom roka darilo dobre, čo sa prejavilo aj v lepšom príspevku čistých vývozov k rastu HDP. Zatiaľ čo koncom minulého roka čisté vývozy rast brzdili, v 1Q19 k nemu prispeli 1 p.b. Vývozy zaznamenali medziročný rast o 7,2 % a tempo rastu dovozov dosiahlo 6,4 % r/r. Celkovo sa tento rok očakáva výraznejší vplyv na čisté vývozy vzhľadom na produkciu novej automobilky. Avšak tento faktor nepreváži v plnej miere pomalšie tempo rastu eurozóny.

Podobne ako v predchádzajúcich dvoch kvartáloch zodpovedala štatistická diskrepancia za približne 0,4 p.b. rastu v 1Q19.

Nové rekordy na trhu práce v miere nezamestnanosti a raste nominálnych miezd

Trh práce začiatkom roka lámal rekordy – miera nezamestnanosti sa znížila na svoje nové minimum 5,8 %, čo predstavuje medziročný pokles o 1,3 p.b. Zamestnanosť meraná Výberovým zisťovaním sa v 1Q19 medziročne zvýšila o 1,8 %, o niečo miernejšie ako koncom vlaňajška.

Nominálne mzdy reflektujú uťahujúci sa trh práce a v prvom kvartáli zrýchlili na nové pokrízové maximum 7,1 % r/r, čím prekonalí naše očakávania. Výrazný vplyv na rast nominálnych miezd mal nárast tarifných plátov vo verejnom sektore od začiatku roka. Po zohľadnení inflácie sa reálne mzdy zvýšili o 4,6 % r/r v 1Q19. V prvom štvrtroku dosiahla priemerná mzda v hospodárstve úroveň EUR 1023, čo je o EUR 68 viac oproti rovnakému obdobiu minulého roka.

Očakávame pokračovanie rastu, ale pomalším tempom

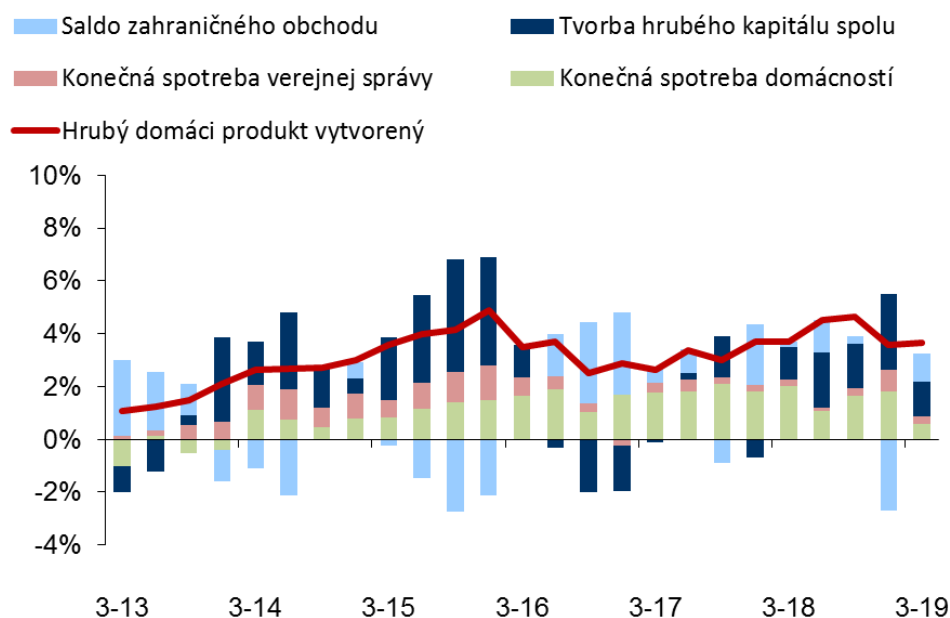
Tento rok očakávame zmiernenie tempa rastu HDP na 3,4 % vzhľadom na vývoj externého prostredia a prítomné negatívne riziká. Aj keď začiatok roka bol vcelku dobrý, oblaky nad externým prostredím sa nerozplynuli. Práve naopak, niektoré sú prominentnejšie ako predtým – hlavne Brexit, kde sa hrozba, neriadeného tvrdého odchodu Veľkej Británie z EÚ rázne zvýšila a určité negatívne efekty by mohlo byť cez zvýšenú mieru neistoty cítiť už v druhej polovici tohto roka. V hre ostáva tiež pomalší rast Nemecka, eurozóny a Číny, či nedoriešené spory v zahraničnom obchode a hrozba protekcionizmu (ako aj možné implikácie týchto faktorov pre automobilový sektor). **Vzhľadom na tieto pretrvávajúce faktory sme znížili odhad hospodárskeho rastu na budúci rok z 3,6 % na 3,3 %.** 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 dať aj naďalej

Silnej spotrebe domácností pomáha priaznivý vývoj na trhu práce, ktorý prispieva k zvyšovaniu disponibilného príjmu. Vzhľadom na lepšie ako očakávané údaje trhu práce za 1Q19 sme pristúpili k zlepšeniu projekcií. **V tomto roku očakávame pokles miery nezamestnanosti v priemere na 5,8 % a v budúcom roku by mohla dosiahnuť 5,7 %** (predchádzajúce odhady bol 6,3 % a 5,8 % pre roky 2019-20). **Odhad rastu nominálnych miezd v tomto roku sme zrevidovali smerom nahor na 6,6 %** (z 6,4 % predtým) **a v budúcom roku by mohol pokračovať tempom 6,1 %.**

Domáci aj zahraničný dopyt ťahajú rast

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 a za 0,4 percentuálneho bodu rastu v 1Q19.

Zdroj: Štatistický úrad SR, SLSP

Inflácia a menová politika

**Spotrebiteľské ceny
rastú v priemere
tempom 2,5 %**

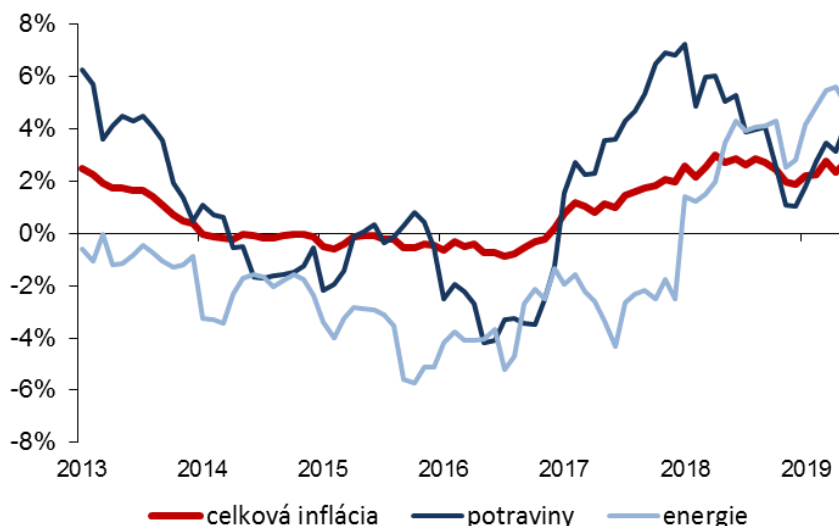
**K rastu prispievajú
ceny potravín, energií
aj služieb**

Inflačné tlaky sa vlani zintenzívnili a tento rok pokračujú podobným tempom. Rýchly odhad inflácie za jún poukazuje na medziročný rast spotrebiteľských cien o 2,7 %, rovnako ako v máji a mierne viac ako v predchádzajúcich mesiacoch roka. **Vlani 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 2,2 %. V budúcom roku by priemer jadrovej inflácie mohol byť na úrovni 2,3 %.

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 sa pohybuje v blízkosti 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.

Ceny potravín, služieb ale aj energií ťahajú slovenskú infláciu



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

ECB

ECB sadzby sú stále rekordne nízke

Na júnovom zasadnutí ECB nezmenila nastavenie menovej politiky, v súlade s očakávaniami. 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 %. Nastavenie reinvestícií maturujúcich objemov QE ostalo taktiež bez zmeny.

Sadzby sa nezmenia min. do konca 1H2020

Výhľad ECB očakáva stabilitu sadzieb na terajších úrovniach prinajmenšom počas prvej polovice roka 2020 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). Oproti predchádzajúcej pozícii ECB je to posunutie horizontu o 6 mesiacov. V nedávnom príhovore na konferencii v portugalskej Sintre však nasadil prezident ECB Mario Draghi ešte viac holubičí tón a dokonca otvoril možnosť zníženia sadzieb (depozitnej sadzby) či obnovenia nákupov v rámci kvantitatívneho uvoľňovania, ak by si to zhoršenie ekonomickej situácie vyžadovalo. Zdá sa však, že to nie je jednotný názor Rady guvernérov, keďže iní predstavitelia ECB sa proti tomu následne ohradili. V každom prípade ale veľa bude závisieť od vývoja ekonomických ukazovateľov a rozuzlenia geopolitických rizík.

TLTRO3 od septembra

ECB tiež oznámila detaily k plánovanému **tretiemu kolu programu cielených dlhodobých refinančných operácií (TLTRO3)**, ktoré budú na kvartálnej báze prebiehať od septembra do marca 2021. Maturita pri každom kole bude dva roky a sadzba bude 10 bázických bodov nad priemernou hlavnou refinančnou sadzbou. Pri splnení určitých podmienok v úverovaní môže sadzba klesnúť, maximálne na úroveň priemernej depozitnej sadzby (momentálne -0,4 %) plus 10 bázických bodov. Tento program pôžičiek bankám má pomôcť udržať priaznivé úverové podmienky a umožniť hladký prenos menovej politiky.

Riziká nadol pretrvávajú

Aj keď údaje z eurozóny za prvý štvrtrok 2019 boli lepšie ako pôvodne očakávané, výhľad je stále zastrený viacerými rizikami. Pokračujúce riziko protekcionizmu v zahraničnom obchode, nejasný Brexit či problémy rozvíjajúcich sa ekonomík stále vplyvajú na ekonomický sentiment.

**Prvé možné zvýšenie
v decembri 2020 alebo
až neskôr**

Vzhľadom na pretrvávajúcu neistotu, riziká smerom nadol – hlavne vyššia hrozba tvrdého Brexitu – ako aj naďalej vlažné tempo rastu a inflácie v eurozóne **predpokladáme prvé možné zvýšenie sadzieb zo strany ECB až v druhej polovici roka 2020, pravdepodobne až v decembri 2020.** Riziko je skôr smerom k neskoršiemu utiahnutiu menovej politiky.

Fed

Fed sadzby nevyšší

Opatrnosť v menovej politike vidieť aj na druhej strane Atlantiku, v prípade amerického Fed-u. **Júnové zasadnutie americkej centrálnej banky neprinieslo zmenu sadzieb, ktoré ostali na úrovni 2,25 – 2,5 %.** Rast pokračuje, aj keď pomalším tempom, no geopolitické riziká pretrvávajú. **Trh už s viditeľnou pravdepodobnosťou započítava pohyb sadzieb smerom nadol, dokonca už tento rok a premýšľa s vysokou pravdepodobnosťou nad júlovým zasadnutím.** Takýto krok by mohol byť odôvodnený vzhľadom na mierne oslabnutie trhu práce ako aj pretrvávajúce negatívne riziká v zahraničnom obchode.

**Trh čaká pokles
sadzieb už tento rok...**

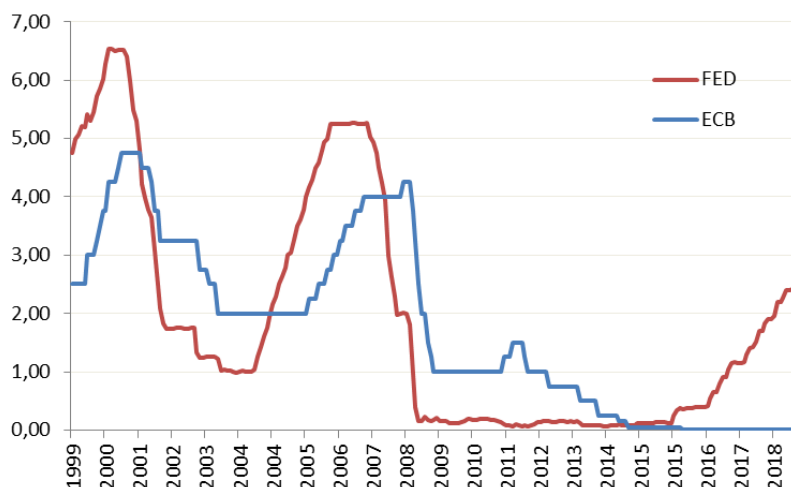
**...ale Fed až v roku
2020**

Ak by sa však trh zameril na nové projekcie Fed-u, musel by byť sklamaný. **Fed vo svojich nových odhadoch neočakáva zmenu sadzieb v tomto roku** (rovnako ako v marcových projekciách) **ale pre rok 2020 pristúpil k úprave svojich očakávaní a po novom ráta s jedným znížením sadzieb o 25 bázických bodov** (ešte v marci mal predpoklad jedného zvýšenia sadzieb v budúcom roku). Zdá sa však, že trh aj tak čaká zníženie sadzieb už v tomto roku a viac si všíma vynechanie slova „trpezlivý“ v súvislosti s komunikáciou Fed-u ohľadom stavu inflácie (ktorá sa zmiernila) a riziká zahranično-obchodných vojen. Fed to však svojou komunikáciou výrazne nevyvracia, takže je možné, že sa pripravuje na rôzne možné scenáre. Ak je potrebné znížiť sadzby, z politického hľadiska to bude ľahšie tento ako budúci rok, keďže budúci jeseň sa konajú prezidentské voľby v USA a zmena sadzieb by sa dala chápať ako podpora jednej alebo druhej strane.

**V hre je žiadna zmena
alebo pokles sadzieb v
USA**

Naši kolegovia z EG Research v tomto roku neočakávajú žiadnu zmenu sadzieb v USA. Veľa však bude záležať na prichádzajúcich ekonomických dátach a na urovaní sporov v zahraničnom obchode – v prípade negatívneho vývoja v týchto dvoch aspektoch je skôr pravdepodobné zníženie sadzieb.

Hlavné sadzby centrálnych bánk v USA (Fed) a eurozóne (ECB)



Zdroje: Refinitiv (Thomson Reuters Eikon), SLSP

Fiškálna politika

Deficit za rok 2018 klesol na 0,7 % HDP

Výhrada Eurostatu

Ministerstvo tento rok plánuje vyrovnaný rozpočet

Očakávame deficit 0,7 % HDP

Dlh klesol mimo sankčné pásma

Verejný dlh by mal klesať v najbližších rokoch

Výnosy klesli, reagujúc na holubičiu ECB aj Fed

Očakávame iba veľmi mierny nárast výnosov

Vlaňajší deficit dosiahol 0,7 % HDP, čo je menej ako pôvodne rozpočtovaný deficit aj náš odhad 0,8 % HDP. Deficit verejných financií sa vlni oproti roku 2017 posunul smerom nadol o 0,1 p.b.. Priaznivá fáza ekonomického cyklu spojená s oživením trhu práce pomáhala zvyšovať daňové a odvodové príjmy, čo do značnej miery pomohlo v konsolidácii verejných financií. **Na finálnu verziu stavu verejných financií za minulý rok si budeme musieť počkať do jesene, kedy bude zverejnená druhá notifikácia – Eurostat pri jarnom zverejnení vyjadril rezervácie ohľadom poskytnutých dát vo výške 0,3 % HDP**, ktoré ak sa nevyriešia by mohli navýšiť odhadovaný deficit za minulý rok.

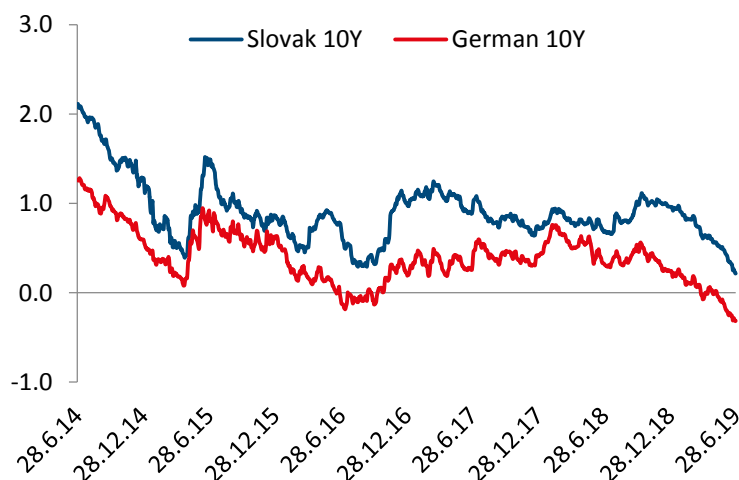
V tomto roku by podľa návrhu rozpočtu malo byť verejné hospodárenie vyrovnané. Spomalenie rastu ekonomiky je do istej miery kompenzované stále veľmi priaznivým vývojom na trhu práce. Rozpočet počíta so značným rastom prebytkov ostatných subjektov verejnej správy, čo spolu s výpadkom príjmov zo zrušeného odvodu pre reťazce predstavuje určité riziko prognózy. **Náš odhad deficitu verejných financií na rok 2019 je preto konzervatívnejší a počíta s deficitom 0,7 % HDP v tomto roku.**

Pozitívna správa prišla ohľadom verejného dlhu Slovenska, ktorý vlni klesol o 2 percentuálne body na 48,9 % HDP. Je to prvý raz od schválenia ústavného zákona o dlhovej brzde kedy sa dlh dostal pod spodnú hranicu (vlni 49 %), čiže mimo sankčné pásma. Naďalej ostáva dlh pod Maastrichtskou hranicou 60 % HDP a výrazne pod priemerom eurozóny (85,1 % 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 47,7 % 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 slovenských štátnych dlhopisov sa od začiatku kvantitatívneho uvoľňovania (QE) ECB nachádzajú na nízkych úrovniach. Vlni sa pohybovali v rozmedzí 0,65 -1,13 % a **momentálne sú výnosy 10-ročných dlhopisov ešte nižšie, v okolí 0,22 %.** Hlavným faktorom je holubičia pozícia ECB a Fed-u. Očakávame iba mierny nárast výnosov dlhopisov, ktorý bude naďalej limitovaný menovou politikou ECB a stabilnou fiškálnou situáciou na Slovensku.

Výnosy slovenských vládnych dlhopisov znovu klesli



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

Odhady vybraných ukazovateľov

	2016	2017	2018	2019*	2020*
Nominálny HDP (mil. EUR)	81226	84851	90202	95527	100976
Populácia (mil.)	5.435	5.443	5.450	5.480	5.496
HDP na obyvateľa (EUR)	14944	15589	16549	17433	18373
Reálny HDP (r/r %)	3.1	3.2	4.1	3.4	3.3
Spotreba domácností (r/r %)	2.9	3.5	3.0	2.4	2.8
Fixné investície (r/r %)	-9.4	3.4	6.8	2.4	2.9
Nominálne mzdy (EUR)	912	954	1013	1080	1146
Nominálne mzdy (r/r %)	3.3	4.6	6.2	6.6	6.1
Reálne mzdy (r/r %)	3.8	3.3	3.6	4.0	3.5
Maloobchodné tržby (rast r/r %)	2.2	6.0	3.6	2.8	2.5
Priemyselná produkcia (r/r %)	4.6	3.3	4.4	7.0	3.0
CPI (r/r, priemer %)	-0.5	1.3	2.5	2.5	2.5
CPI (r/r, koniec roka %)	0.2	1.9	1.9	3.0	2.5
Miera nezamestnanosti (%)	9.6	8.1	6.5	5.8	5.7
Export (mil. EUR)	67164	71479	76412	82219	88632
Import (mil. EUR)	65527	70789	76365	81863	88085
Obchodná bilancia (% HDP, FOB)	2.0	0.8	0.1	0.4	0.5
Priame zahraničné investície (% HDP)	1.0	0.6	1.5	0.7	0.6
Bežný účet (% HDP)	-2.2	-2.0	-2.5	-2.2	-1.5
Deficit štátneho rozpočtu (% HDP)	-2.2	-0.8	-0.7	-0.7	-0.4
Verejný dlh (% HDP)	51.8	50.9	48.9	47.7	46.2
Externý dlh (% HDP)	92.2	111.0	113.3	105.7	98.0
Kľúčový úrok ECB, priemer	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
Kľúčový úrok ECB, koniec roka	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3M EURIBOR priemer	-0.26	-0.33	-0.32	-0.31	-0.27
3M EURIBOR, koniec roka	-0.32	-0.33	-0.31	-0.30	-0.10
Výnos 10R dlhopisov, priemer *	0.66	0.94	0.86	0.48	0.68
Výnos 10R dlhopisov, koniec roka *	0.98	0.72	0.96	0.45	0.80
EUR/USD priemer	1.11	1.13	1.18	1.13	
EUR/USD koniec roka	1.05	1.20	1.15	1.13	

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 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