

## Externé prostredie a riziká spomaľujú tempo rastu

Trh práce ostáva v dobrej kondícii a podporuje domáci dopyt

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

	2019	2020
Kľúčová sadzba ECB	0.00	0.00
3M Euribor (%)	-0.50	-0.50
Výnos 10R SK dlhopisov	-0.05	0.30
	2019	2020
Rast reálneho HDP (%)	2.5	2.3
Nezamestnanosť (%)	5.8	5.9
CPI (% priemer)	2.6	2.3
Fiškálny deficit (% HDP)	-0.8	-0.7
Verejný dlh (% HDP)	48.4	47.7
Bežný účet (% HDP)	-2.8	-1.6

Ratingy	Slovensko
Moody's	A2 (stabilný)
S&P	A+ (stabilný)
Fitch	A+ (stabilný)
HDP na obyv. v pomere k priemeru EU (% PKS)	76
Populácia (v mil.)	5.4

Vrchol cyklu dosiahla slovenská ekonomika vlani, keď vzrástla o 4 % (po revízii). Minulý rok rast potiahol iba domáci dopyt (spotreba domácností a investície) a čisté vývozy rast mierne brzdili. Vzhľadom na slabší ako očakávaný výkon v druhom štvrtroku, ako aj naďalej pretrvávajúce riziká v zahraničnom prostredí sme pristúpili k revízii odhadu rastu HDP smerom nadol. **Tento rok očakávame rast slovenskej ekonomiky tempom 2,5 % (jarný odhad: 3,4 %) a v budúcom roku by mohol hospodársky rast dosiahnuť priemer 2,3 % (predchádzajúci odhad: 3,3 %).** Domáci dopyt ostáva stále v slušnej kondícii, ale oblaky nad externým prostredím sa nerozplynuli. Hrozba neriadeneho, tvrdého odchodu Veľkej Británie z EÚ pretrváva a v hre ostáva tiež pomalší rast Nemecka, eurozóny a Číny, či nedoriešené spory v zahraničnom obchode, ako aj postupné štrukturálne zmeny v automobilovom sektore. Vysoká báza zásob pravdepodobne prispeje k miernej korekcii u hrubých investícií v 2020.

Spotrebe domácností pomáha vývoj na trhu práce, ktorý prispieva k zvyšovaniu disponibilného príjmu, aj keď lepšie príjmy sa nepremietali v plnej miere do vyššej spotreby, ale rástli aj úspory. **V tomto roku očakávame pokles miery nezamestnanosti na 5,8 % a v budúcom roku by mohla jemne vzrásť na 5,9 %.** Vzhľadom na veľmi silný druhý kvartál sme zvýšili odhad rastu **nominálnych miezd v tomto roku na 7,3 % (z 6,6 % predtým) a v budúcom roku by mohol pokračovať miernejším tempom 4,8 %.**

Inflačné tlaky sa vlani zintenzívnili a v takomto vývoji pokračujú aj **v roku 2019, kedy priemer inflácie očakávame na úrovni 2,6 %.** **Budúci rok by inflácia mohla poľaviť na 2,3 %.** K medziročnému rastu spotrebiteľských cien prispievajú najmä ceny potravín, služieb a ceny energií. Ceny služieb reflektujú dobrý vývoj na trhu práce a rast 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 **od júla sa výnosy 10-ročných dlhopisov nachádzajú pod nulou.** Momentálne sú v okolí -0,22 %. Od začiatku roka tak klesli o 123 % (v januári boli okolo 0,95 %). Hlavným faktorom je holubičia pozícia ECB a Fed-u. ECB v septembri priniesla veľký balík voľnejšej menovej politiky: depozitná sadzba klesla na -0,5 % a od konca októbra bude dvojúrovňový systém sadzieb (na obmedzenie efektu negatívnych sadzieb na banky). ECB od novembra znovu spustí čisté nákupy aktív (QE) v mesačnom objeme EUR 20 mld., ktoré skončia až tesne pred začiatkom zvyšovania sadzieb. Centrálna banka tiež očakáva stabilitu sadzieb na terajších alebo nižších úrovniach až pokiaľ sa výhľad inflácie robustne nepriblíži k jej cieľu (blízko, ale tesne pod 2 %) v prognózovacom horizonte ECB. Navyše, tretie kolo programu cielených dlhodobých refinančných operácií (TLTRO3) dostalo voľnejšie podmienky.

Aj keď sa trhu práce v eurozóne darí, prenos inflačných tlakov odtiaľ je pomalší a externé riziká sú smerom nadol. Zároveň si ECB uvedomuje blížiacu sa hranicu svojich možností a viac apeluje na potrebu fiškálnej podpory pre ekonomiky – hlavne v situácii slabého rastu. Opatrnosť v menovej politike je vidieť aj na druhej strane Atlantiku, kde americký Fed v júli aj septembri znížil sadzby a ďalšie zníženie je ešte tiež v hre.

## Reálna ekonomika

Rast v 2Q19 pribrzdil na 2 % r/r

Rast slovenskej ekonomiky v druhom kvartáli 2019 spomalil na 2 % medziročne, mierne prevyšujúc rýchly odhad (1,9 % r/r). Hospodársky rast dosiahol medzikvartálne tempo 0,5 % (po sezónnom očistení). Ekonomika teda šliapla na brzdu ráznejšie ako sa predpokladalo, keďže ešte začiatkom roka bol rast 3,7 % r/r.

...hlavne kvôli slabým čistým vývozom

Za spomalením tempa rastu stáli hlavne čisté vývozy, ktoré rast brzdili (prispeli -2,6 percentuálneho bodu k rastu HDP). Zahraničnému obchodu sa v 2Q19 darilo viditeľne horšie ako na začiatku roka. Určitá slabosť nemeckého priemyslu sa preniesla aj na slovenský priemysel, ktorý je na Nemecko a celkovo EÚ výrazne napojený. Je tu síce impulz novej automobilky, ktorý pomáha v priemyselnej produkcii aj v zahraničnom obchode, no slabšie externé prostredie naplno kompenzovať nedokáže. **Fixné investície sa prepadli o 3,7 % r/r, ovplyvnené vysokou bázou z minulého roka súvisiacou s výstavbou štvrtej automobilky. Avšak kvôli ráznemu rastu zásob dosiahol rast hrubých investícií celkovo 11,9 % r/r a prispel k rastu ekonomiky 2,8 p.b.**

Fixné investície mali vplyv bázou

Spotreba domácností sa zlepšila

Domácnostiam sa darilo lepšie ako na začiatku roka a ich spotreba stúpila o 1,9 % medziročne, čím prispela k rastu 1 p.b. Spotrebe domácností pomáha stále priaznivý stav na trhu práce a s ním spojený rast disponibilného príjmu, avšak nepretavuje sa v plnej miere do vyššej spotreby (rástli aj úspory). **Miera nezamestnanosti sa znížila na svoje nové minimum 5,7 %, čo predstavuje medziročný pokles o 0,9 p.b. Zamestnanosť meraná Výberovým zisťovaním sa v 2Q19 medziročne zvýšila iba o 0,5 % (po sezónnom očistení bola o 0,5 % q/q nižšia ako v prvom kvartáli), čím zmiernila svoje tempo rastu.**

Nové rekordy na trhu práce v miere nezamestnanosti

...a raste nominálnych miezd

Nominálne mzdy reflektujú uťahujúci sa trh práce a tiež legislatívu (13. plat a presun odmien, vyššie príplatky za prácu cez víkend a v noci). **Ich rast v 2Q19 zrýchlil na pokrizové maximum 9,7 % r/r, čím prekonal naše očakávania.** Po zohľadnení inflácie sa reálne mzdy zvýšili o 7 % r/r. V druhom štvrťroku dosiahla priemerná mzda úroveň EUR 1101, čo je o EUR 97 viac oproti rovnakému obdobiu minulého roka.

Očakávame spomalenie tempa rastu tento aj budúci rok

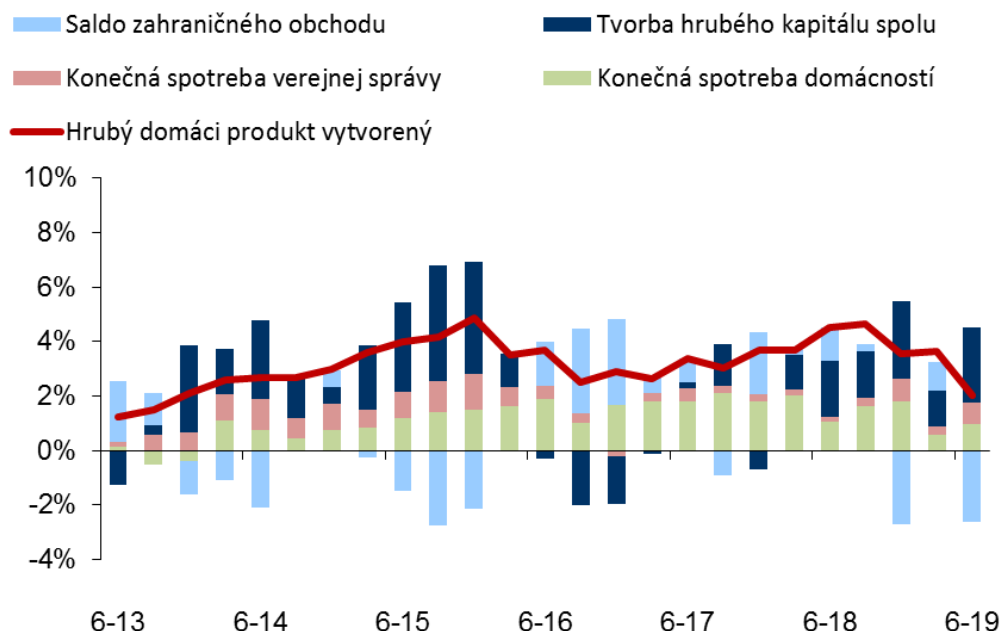
Vzhľadom na slabší ako očakávaný výkon v druhom štvrťroku, ako aj naďalej pretrvávajúce riziká v zahraničnom prostredí sme pristúpili k revízii odhadu rastu HDP smerom nadol. **Tento rok očakávame rast slovenskej ekonomiky tempom 2,5 % (jarný odhad: 3,4 %) a v budúcom roku by mohol hospodársky rast dosiahnuť priemer 2,3 % (predchádzajúci odhad: 3,3 %).** Domáci dopyt ostáva stále v slušnej kondícii, ale oblaky nad externým prostredím sa nerozplynuli. Hrozba neriadeného, tvrdého odchodu Veľkej Británie z EÚ pretrváva a v hre ostáva tiež pomalší rast Nemecka, eurozóny a Číny, či nedoriešené spory v zahraničnom obchode, ako aj postupné štrukturálne zmeny v automobilovom sektore. Vysoká báza zásob pravdepodobne prispeje k miernej korekcii u hrubých investícií v 2020.

Trh práce by mohol ostať v dobrej kondícii

Spotrebe domácností pomáha vývoj na trhu práce, ktorý prispieva k zvyšovaniu disponibilného príjmu, aj keď lepšie príjmy sa nepremietali v plnej miere do vyššej spotreby, ale rástli aj úspory. **V tomto roku očakávame pokles miery nezamestnanosti na 5,8 % a v budúcom roku by mohla jemne vzrásť na 5,9 %.** Vzhľadom na veľmi silný druhý kvartál sme zvýšili odhad rastu **nominálnych miezd v tomto roku na 7,3 % (predtým 6,6 %) a v budúcom roku by mohol pokračovať miernejším tempom 4,8 %.**

## Ochladené zahraničné prostredie sa prejavuje

Príspevky k rastu HDP (% y/y)



Pozn.: ESA 2010, medziročný reálny rast HDP. Štatistická diskrepancia zodpovedala za približne 0,4 percentuálneho bodu rastu v 1Q19.  
Zdroj: Štatistický úrad SR, SLSP

## Inflácia a menová politika

**Spotrebiteľské ceny rastú v priemere tempom 2,6 %**

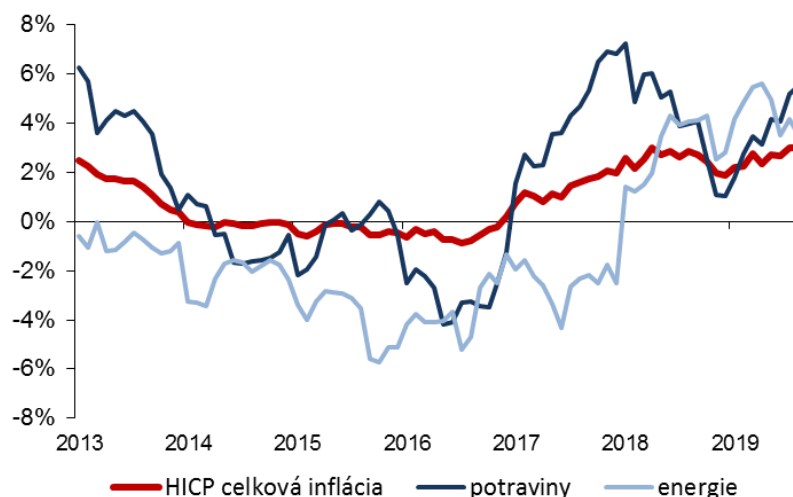
Inflačné tlaky sa vlani zintenzívnili a tento rok pokračujú podobným tempom. Rýchly odhad inflácie za september poukazuje na medziročný rast spotrebiteľských cien o 3,1 % (harmonizovaná inflácia), mierne rýchlejšie oproti letu. **Vlani dosiahla miera inflácie priemer 2,5 % a v roku 2019 očakávame mierne zrýchlenie na 2,6 % v priemere. Budúci rok by rast spotrebiteľských cien mohol zvoľniť smerom k 2,3 %.** Jadrová inflácia (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 2,4 %.

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

**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

**Depozitná sadzba klesla na -0,5 % a bude mať aj druhú úroveň**

**QE sa v novembri spustí opäť**

**Nový výhľad sadzieb je viac holubičí**

**TLTRO3 dostalo voľnejšie podmienky**

**Riziká nadol pretrvávajú**

Na septembrovom zasadnutí pristúpila Rada guvernérov ECB k viacerým zmenám nastavenia menovej politiky. **Depozitná sadzba klesla o 10 základných bodov na -0,5 % a ECB zavedie od konca októbra dvojúrovňový systém sadzieb, aby obmedzila efekt negatívnych sadzieb.** Dvojstupňová depozitná sadzba bude v tomto prípade pre banky znamenať, že maximálne 6-násobok povinných minimálnych rezerv nebude podliehať negatívnej sadzbe ECB, ale bude sa ho týkať sadzba 0 %. **ECB znovu spustí čisté nákupy v rámci kvantitatívneho uvoľňovania (QE) a to už od novembra v mesačnom objeme EUR 20 mld.** Nové nákupy skončia až tesne pred začiatkom zvyšovania sadzieb ECB. Okrem toho, ak to bude potrebné, bude ECB nakupovať aj aktíva súkromného sektora, ktorých výnos sa nachádza pod úrovňou depozitnej sadzby (predtým bola takáto možnosť len pri verejnom sektore).

**ECB očakáva stabilitu sadzieb na terajších alebo nižších úrovniach až pokiaľ sa výhľad inflácie robustne nepriblíži blízko, ale tesne pod 2 % v prognózovacom horizonte ECB (3 roky) a takáto konvergencia bude viditeľná v dynamike inflácie.** V podstate sa výhľad cesty menovej politiky posunul na dátumovo neobmedzený horizont, ale nastavenie sadzieb bude naviazané na jasné priblíženie sa k inflačnému cieľu. **Tretie kolo programu cielených dlhodobých refinančných operácií (TLTRO3) dostalo uvoľnenejšie podmienky.** Sadzba je v ňom po novom nastavená ako priemerná hodnota refinančnej sadzby ECB (momentálne 0 %) v období trvania pôžičky a môže sa ešte znížiť až po priemer depozitnej sadzby (teraz -0,5 %) pri splnení určitých podmienok. Trvanie nového TLTRO-a sa zvýšilo z dvoch na tri roky. Program pôžičiek bankám má pomôcť udržať priaznivé úverové podmienky a umožniť hladký prenos menovej politiky.

Aj keď sa trhu práce v eurozóne darí, prenos inflačných tlakov odtiaľ je pomalší ako centrálna banka čakala. Predpokladané ekonomické oživenie v druhej polovici roka sa pravdepodobne neuskutoční a ECB zopakovala prítomné riziká rastu smerom nadol - geopolitickú neistotu (vrátane Brexitu), protekcionizmus, zraniteľnosť rozvíjajúcich sa ekonomík a vlačnejšie tempo globálneho rastu. **Zároveň si ECB uvedomuje blížiace sa hranice svojich možností a zdôrazňuje potrebu fiškálnej podpory pre ekonomiky – hlavne v situácii slabého rastu.**

Naši kolegovia z Erste Group Research očakávajú v tomto roku ešte jeden

**Priestor pre fiškálnu politiku**

pokles depozitnej sadzby (o 10 bázických bodov na -0,6 %) v prípade horšieho vývoja externých rizík (napr. v otázke Brexitu či protekcionizmu). Voľná menová politika v Európe ešte teda pretrvá.

**Fed znížil sadzby v júli aj septembri**

**Fed**

**Americký Fed na svojom septembrovom zasadnutí znížil sadzby o 25 bázických bodov, v súlade s očakávaniami.** Hlavný koridor sadzieb v USA je po novom na úrovni 1,75 – 2 %. Podobne ako v júli, videl Fed zníženie sadzieb ako dobrý krok na preventívne zmiernenie dopadov a obmedzenie rizík zo zahraničia. Inflačné tlaky nedávno mierne poľavili a rast v USA síce pokračuje, ale pomalším tempom. Geopolitické riziká – hlavne zahraničnoobchodné spory – pretrvávajú. Ďalšie rozhodnutia Fed-u budú závisieť od dát z domácej ekonomiky a od toho, ako sa budú vyvíjať zahraničné riziká. Fed nepredpokladá zníženia sadzieb v takom rozsahu ako ich donedávna očakával trh (spolu o 50-100 bázických bodov v priebehu roka). **Mediánové očakávania predstaviteľov Fed-u sú nastavené skôr na stabilitu sadzieb ako hlavný scenár v tomto aj budúcom roku a od roku 2021 vidia postupné mierne zvyšovanie sadzieb.** Najviac holubičí predstavitelia americkej centrálnej banky pritom očakávajú len jedno zníženie sadzieb v tomto roku.

**Fed si neprognozuje zmenu sadzieb do konca roka**

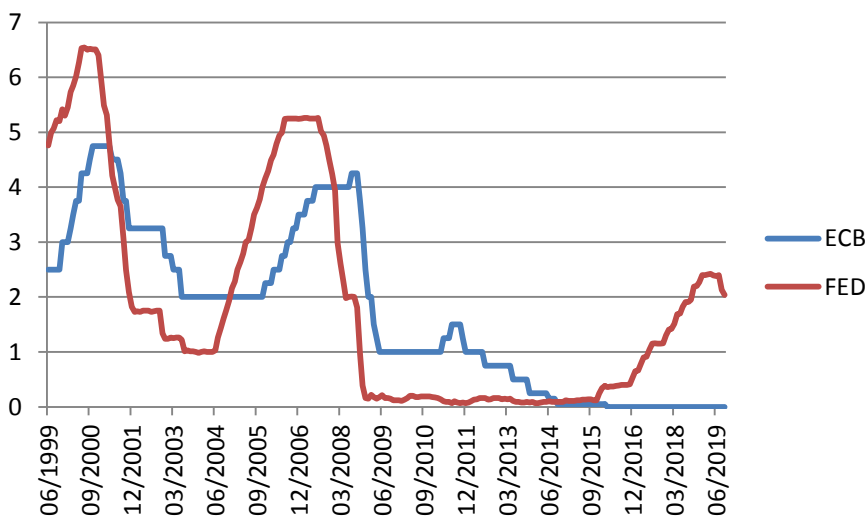
**...ale trh áno**

Trh tak môže byť mierne sklamaný, keďže z pohľadu Fed-u sa veľká vlna uvoľňovania menovej politiky zatiaľ nechystá. Druhou otázkou bude okrem ďalšieho hospodárskeho vývoja aj politický tlak pred blížiacimi sa prezidentskými voľbami – ak by si situácia ešte vyžadovala ďalšie zníženie sadzieb, bolo by ľahšie uskutočniť ho v tomto roku, prípadne začiatkom budúceho roka a nie tesne pri novembrových voľbách. Samostatnou témou je rétorický tlak amerického prezidenta na Fed, keďže prezident Trump by rád videl väčšie uvoľnenie menovej politiky v USA.

**Pretrvanie rizík môže presvedčiť Fed na ďalší pokles tento rok**

Trh je nastavený na ďalšie zníženie sadzieb ešte v tomto roku, pravdepodobne v decembri a je možné, že Fed nakoniec pristúpi k takejto úprave. **Naši kolegovia z Erste Group Research očakávajú ešte jedno zníženie amerických sadzieb v tomto roku.**

**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

Vyrovnaný rozpočet tento rok pravdepodobne nebude

Očakávame deficit 0,8 % HDP tento rok

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

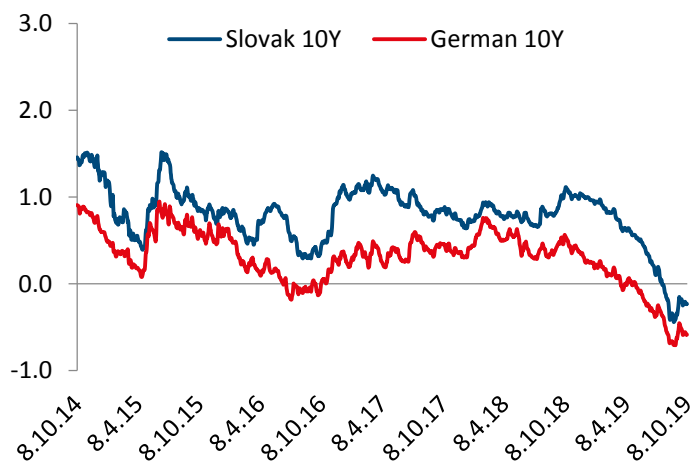
Vlaňajší deficit dosiahol 0,7 % HDP, čo je menej ako pôvodne rozpočtovaný deficit aj náš odhad 0,8 % HDP. Deficit verejných financií sa vlni oproti roku 2017 posunul smerom nadol o 0,1 p.b.. Priaznivá fáza ekonomického cyklu spojená s oživením trhu práce pomáhala zvyšovať daňové a odvodové príjmy, čo do značnej miery pomohlo v konsolidácii verejných financií. **Na finálnu verziu stavu verejných financií za minulý rok si budeme musieť počkať do 21. októbra, 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 však priaznivý vývoj na trhu práce nedokáže kompenzovať. Rozpočet počíta so značným rastom prebytkov ostatných subjektov verejnej správy a s pomerne vysokými nedaňovými príjmami, čo spolu s výpadkom príjmov zo zrušeného odvodu pre reťazce predstavuje riziko prognózy. **Náš odhad deficitu verejných financií na rok 2019 je preto konzervatívnejší a počíta s deficitom 0,8 % HDP. Budúci rok predpokladáme schodok rozpočtu na podobnej úrovni, 0,7 % HDP.**

Podľa jarnej notifikácie sa verejný dlh znížil na 48,9 % HDP a po prvý raz od schválenia ústavného zákona o dlhovej brzde sa dostal pod spodnú hranicu (vlni 49 %), čiže mimo sankčné pásma. **Avšak nové, revidované údaje HDP, ho posúvajú na 49,2 % HDP.** Dôležitá preto bude októbrová, čiže druhá notifikácia. 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 48,4 % HDP a v jemnom poklese by mohol pokračovať aj ďalej. Pomalší rast a oddialovanie vyrovnaného rozpočtu však tempo poklesu dlhu/HDP spomalila.

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. Vlni sa pohybovali medzi 0,65 -1,13 % a **od júla sa výnosy 10-ročných dlhopisov nachádzajú pod nulou.** Momentálne sú v okolí -0,22 %. Od začiatku roka tak klesli o 123 % (v januári boli okolo 0,95 %). Očakávame iba mierny nárast výnosov dlhopisov, ktorý bude naďalej limitovaný menovou politikou ECB a stabilnou fiškálnou situáciou na Slovensku.

Výnosy slovenských vládných 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*	2021*
Nominálny HDP (mil. EUR)	81038	84517	89721	94199	98535	103129
Populácia (mil.)	5.435	5.443	5.450	5.459	5.476	5.490
HDP na obyvateľa (EUR)	14910	15527	16461	17256	17995	18785
Reálny HDP (r/r %)	2.1	3.0	4.0	2.5	2.3	2.6
Spotreba domácností (r/r %)	3.9	4.4	3.9	1.8	2.2	2.3
Fixné investície (r/r %)	-9.3	3.9	3.7	1.5	2.9	3.0
Nominálne mzdy (EUR)	912	954	1013	1087	1139	1196
Nominálne mzdy (r/r %)	3.3	4.6	6.2	7.3	4.8	5.0
Reálne mzdy (r/r %)	3.8	3.3	3.6	4.6	2.4	2.9
Maloobchodné tržby (rast r/r %)	2.2	6.0	3.6	1.0	2.4	2.7
Priemyselná produkcia (r/r %)	4.6	3.3	4.4	2.0	3.0	3.4
CPI (r/r, priemer %)	-0.5	1.3	2.5	2.6	2.3	2.0
CPI (r/r, koniec roka %)	0.2	1.9	1.9	2.9	2.6	2.0
Miera nezamestnanosti (%)	9.6	8.1	6.6	5.8	5.9	5.7
Export (mil. EUR)	67164	71479	76412	81149	87560	95266
Import (mil. EUR)	65527	70789	76365	81405	87266	94247
Obchodná bilancia (% HDP, FOB)	2.0	0.8	0.1	-0.3	0.3	1.0
Priame zahraničné investície (% HDP)	1.0	0.6	1.5	0.6	0.5	0.5
Bežný účet (% HDP)	-2.2	-2.0	-2.5	-2.8	-1.6	-0.8
Deficit štátneho rozpočtu (% HDP)	-2.2	-0.8	-0.7	-0.8	-0.7	-0.3
Verejný dlh (% HDP)	51.9	51.2	49.2	48.4	47.7	46.5
Externý dlh (% HDP)	92.4	111.4	113.6	107.2	102.5	96.0
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	-0.35	-0.50	
3M EURIBOR, koniec roka	-0.32	-0.33	-0.31	-0.50	-0.50	
Výnos 10R dlhopisov, priemer *	0.66	0.94	0.86	0.06	0.18	0.70
Výnos 10R dlhopisov, koniec roka *	0.98	0.72	0.96	-0.05	0.30	0.80
EUR/USD priemer	1.11	1.13	1.18	1.11	1.14	
EUR/USD koniec roka	1.05	1.20	1.15	1.10	1.15	

**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](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 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)