

Domáci dopyt a čisté vývozy ťahajú rast

Trhu práce sa aj naďalej darí lámať rekordy

Katarína Muchová
muchova.katarina@slsp.sk

Prehľad predpovedí

	2018	2019
Kľúčová sadzba ECB	0.00	0.25
3M Euribor (%)	-0.33	0.32
Výnos 10R SK dlhopisov	1.25	1.65
	2018	2019
Rast reálneho HDP (%)	3.9	4.2
Nezamestnanosť (%)	7.2	6.6
CPI (% ,priemer)	2.2	2.3
Fiškálny deficit (% HDP)	-1.0	-0.6
Verejný dlh (% HDP)	50.0	47.5
Bežný účet (% HDP)	-0.2	0.3

Ratingy	Slovensko
Moody's	A2 (pozitívny)
S&P	A+ (stabilný)
Fitch	A+ (stabilný)
HDP na obyv. v pomere k priemeru EÚ (% ,PKS)	77
Populácia (v mil.)	5.4

Slovenskému hospodárstvu sa darí a rastie slušným tempom. Vlni ekonomika vzrástla o 3,4 %, ťahaná domácim aj zahraničným dopytom. Ťahúňom rastu ku koncu roka bola nielen domáca spotreba, ale aj čisté vývozy, ktoré sa po prepade v treťom štvrtroku vrátili na scénu.

V tomto roku očakávame zrýchlenie rastu HDP na 3,9 % a v roku 2019 by rast mohol dosiahnuť 4,2 %. V štruktúre by si mal kľúčovú pozíciu udržať domáci dopyt, najmä spotreba domácností. V rokoch 2018-19 sa očakáva pozitívny príspevok investícií ku rastu HDP, s postupným nábehom využívania EÚ fondov. Výhľad je priaznivý aj pre súkromné investície. Príspevok zahraničného obchodu k rastu ekonomiky by sa po vlažnejšom roku 2017 mal znovu obnoviť, podporený dopytom zo strany našich európskych partnerov. Ku koncu roka 2018 by tiež už mala byť spustená výroba v novej automobilke pri Nitre, čo by malo prispieť k rastu vývozov.

Ruka v ruke s dobrým ekonomickým rastom pokračuje aj oživenie trhu práce, ktoré pomáha zvyšovať disponibilný príjem domácností. Očakávame, že miera nezamestnanosti by tento rok mohla dosiahnuť 7,2 % (oproti priemeru vlaňajška 8,1 %) a v roku 2019 by mohla klesnúť na 6,6 %. Rast zamestnanosti by mal pokračovať naprieč sektormi, aj keď už teraz reportuje viacero zamestnávateľov 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.

Inflačné tlaky sa v priebehu roka 2017 obnovili a celkovo sa spotrebiteľské ceny vlni zvýšili o 1,3 %. Prispeli k tomu hlavne ceny potravín a služieb. Ceny služieb reflektujú oživujúci sa trh práce a nárast disponibilných príjmov domácností. Očakávame, že priemerná inflácia v tomto roku dosiahne 2,2 % a budúci rok sa mierne zvýši ku 2,3 %.

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 a postupný návrat európskej inflácie na scénu. Avšak inflácia v eurozóne ostáva volatilná a chýba ráznejší trend v jadrovej inflácii. ECB preto pokračuje v zmenšenom objeme QE minimálne do septembra 2018. Momentálne sa výnosy 10-ročných dlhopisov nachádzajú na úrovni okolo 0,82 %. Očakávame mierny nárast výnosov dlhopisov, ktorý však bude naďalej limitovaný uvoľnenou menovou politikou ECB a stabilnou fiškálnou situáciou na Slovensku. Ku koncu 2Q18 by sa mohli výnosy 10-ročných dlhopisov pohybovať na úrovni 1,10 %.

Marcové zasadnutie ECB neprinieslo žiadne zmeny menovej politiky, podľa očakávaní. Od januára pokračuje program QE v zmenšenom mesačnom objeme nakupovaných aktív (EUR 30 mld.) a v takýchto objemoch sa bude pokračovať do konca septembra 2018, v prípade potreby aj dlhšie. Postupnosť, tzv. sequencing, ostáva nezmenená – Rada guvernérov ECB očakáva, že hlavné sadzby ostanú na ich terajších úrovniach dostatočne dlho, a až poza horizont nákupu aktív. Preto neočakávame, že by sa kľúčový úrok ECB mal zvyšovať pred začiatkom roku 2019 – prvé zvýšenie (najskôr depozitnej sadzby) by mohlo prísť okolo polovice roka 2019. Zároveň sa očakáva pokračovanie postupného uťahovania menovej politiky v USA.

Reálna ekonomika

Ekonomický rast pokračuje dobrým tempom

Štatistický úrad potvrdil rýchly odhad medziročného rastu HDP za posledný kvartál minulého roka na úrovni 3,5 %. Sezónne očistené medzikvartálne tempo rastu bolo v 4Q17 na úrovni 0,9 %. Hospodársky rast tak v roku 2017 dosiahol priemer 3,4 %, ťahaný domácim aj zahraničným dopytom.

Čisté vývozy sú znovu na scéne

Ťahúňom rastu ku koncu roka bola nielen domáca spotreba (domácností a verejnej správy), ale aj čisté vývozy, ktoré sa po prepade v treťom štvrťroku vrátili na scénu. V 4Q17 sa vývozy zvýšili o 5,7 % r/r, zatiaľ čo dovozy vzrástli o 3,3 % r/r. Celkovo rast dovozov súvisí s oživenou spotrebou domácností ako aj dovoznou náročnosťou viacerých investícií. Medzi hlavné vyvážené tovary zo Slovenska patria autá, elektronika, stroje a spracované kovy. Približne polovica slovenského vývozu smeruje do eurozóny a 85 % do krajín EÚ. Naším hlavným obchodným partnerom ostáva Nemecko, kam vyvážame približne 21 % celkových vývozov.

Spotreba domácností aj fixné investície napredujú

Spotreba domácností v 4Q17 zmiernila svoje tempo rastu na 3,6 % medziročne zatiaľ čo spotreba verejnej správy korigovala reálne medziročné poklesy a koncom roka zaznamenala nárast o 3,1 % r/r. Investície - tvorba fixného kapitálu - vzrástla v 4Q17 o 6,1 % r/r, miernejšie ako v dynamickom treťom štvrťroku. Avšak pre pokles stavu zásob klesla celková tvorba hrubého kapitálu o 6,8 % r/r v 4Q17.

Rázny rast nominálnych miezd

Priaznivý vývoj na trhu práce pokračoval aj v štvrtom kvartáli 2017. Domácnosti si môžu dovoliť viac vďaka vyšším príjmom – nominálne mzdy v 4Q17 si udržali tempo rastu na úrovni 5,2 % r/r (najrýchlejší rast od roku 2008) a celkovo sa vlni zvýšili v priemere o 4,6 %. Reálne mzdy sa v 4Q17 zvýšili o 3,3 % r/r, čo bol aj celkový priemer roka 2017, reflektujúci znovu prítomnú infláciu. V 4Q17 dosiahla priemerná mzda v hospodárstve úroveň EUR 1041, čím o EUR 51 prevýšila hodnotu za 4Q16. Priemerná nominálna mzda bola vlni na úrovni EUR 954.

Priaznivý vývoj zamestnanosti

Zamestnanosť meraná Výberovým zisťovaním sa v 4Q17 medziročne zvýšila o 1,1 %, pomalšie ako v predchádzajúcom kvartáli. Celkovo za rok 2017 dosiahol rast zamestnanosti priemer 1,5 %, čím spomalil oproti dynamickejšiemu rastu v rokoch 2015-16. Zamestnanosť rástla vo viacerých sektoroch, najmä v priemysle, v sektore služieb a v stavebníctve. Pokles zamestnanosti pokračoval opäť v pôdohospodárstve.

Miera nezamestnanosti na rekordnom minime

Miera nezamestnanosti v 4Q17 klesla na 7,7 %, čo predstavuje pokles o 1,4 percentuálneho bodu oproti roku predtým (4Q16), a v priemere vlni dosiahla 8,1 %.

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

V tomto roku očakávame zrýchlenie rastu HDP na 3,9 % a v roku 2019 by rast mohol dosiahnuť 4,2 %. V štruktúre by si mal kľúčovú pozíciu udržať domáci dopyt, najmä spotreba domácností. V rokoch 2018-19 sa očakáva pozitívny príspevok investícií ku rastu HDP, s postupným nábehom využívania EÚ fondov, a výhľad je priaznivý aj pre súkromné investície. Príspevok zahraničného obchodu k rastu ekonomiky by sa po vlnnejšom roku 2017 mal v tomto roku znovu obnoviť, podporený dopytom zo strany našich európskych partnerov. Ku koncu roka 2018 by tiež už mala byť spustená výroba v novej automobilke pri Nitre, čo by malo prispieť k rastu vývozov.

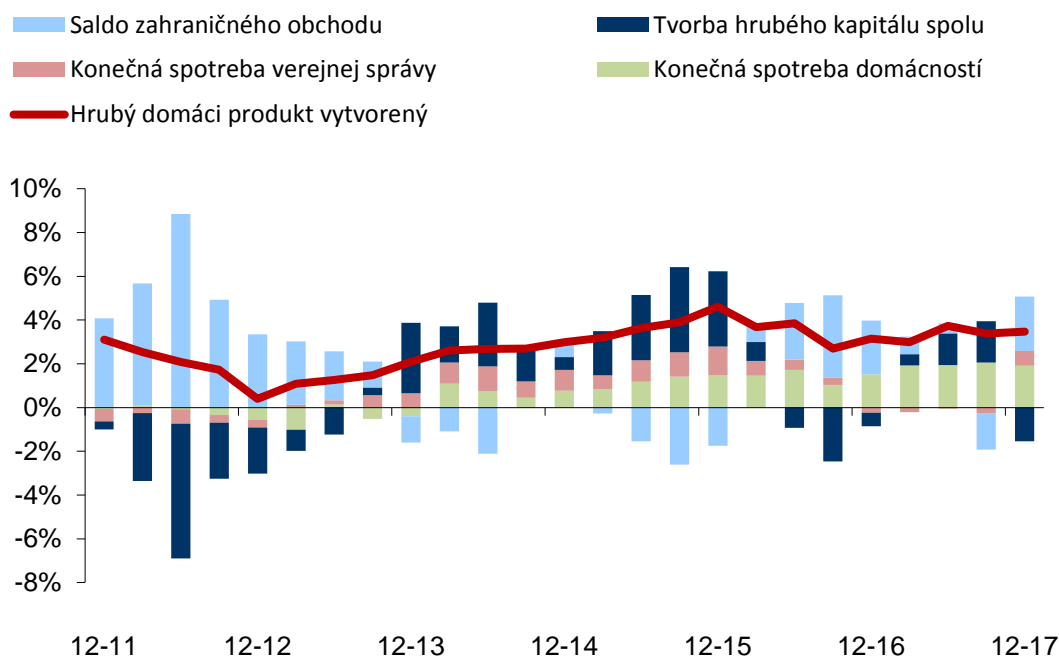
Trh práce by mal pokračovať v oživovaní

Ruka v ruke s dobrým ekonomickým rastom pokračuje aj oživenie trhu práce, ktoré pomáha zvyšovať disponibilný príjem domácností. Očakávame, že miera nezamestnanosti by tento rok mohla dosiahnuť 7,2 % (oproti priemeru vlnnejška 8,1 %) a v roku 2019 by mohla klesnúť na 6,6 %. Rast zamestnanosti by mal pokračovať naprieč sektormi, aj keď už teraz reportuje viacero zamestnávateľov 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. V rokoch 2018-19 by rast nominálnych miezd mohol dosiahnuť 4,8-4,9 %.

Riziká sú pomerne vyrovnané

Riziká rastu sú mierne a pomerne vyrovnané. Isté negatívne riziko vyplýva z možného návratu protekcionizmu, rokovaní o Brexite ako aj geopolitického vývoja. Na druhej strane, rýchlejší ako anticipovaný rast investícií či razantnejší rast eurozóny predstavujú pozitívne riziko pre rast slovenskej ekonomiky.

Domáci dopyt a čisté vývozy ťahajú rast
Príspevky k rastu HDP (% y/y)



Zdroj: Štatistický úrad, SLSP

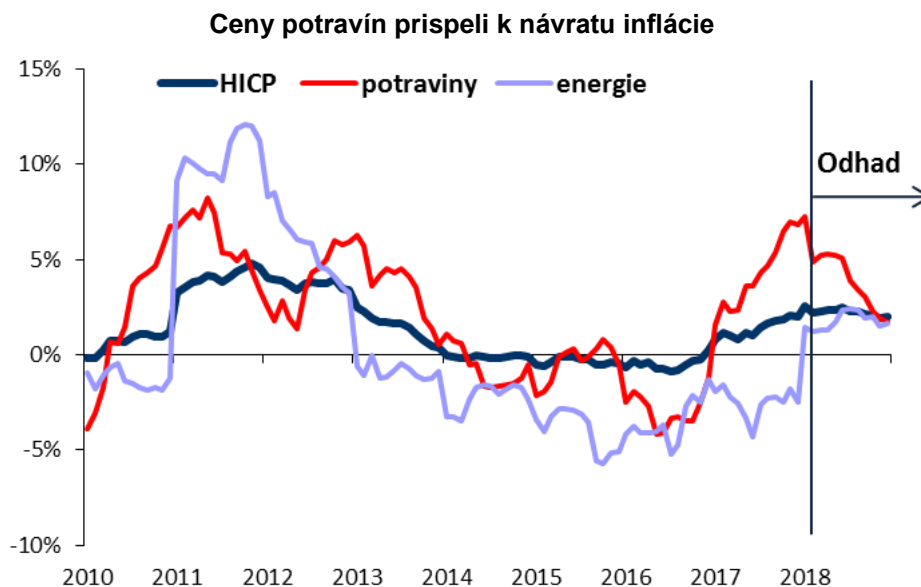
Inflácia a menová politika

Spotrebiteľské ceny rastú

Inflačné tlaky sa v priebehu roka 2017 obnovili a celkovo sa spotrebiteľské ceny vlni zvýšili o 1,3 %. Prispeli k tomu hlavne ceny potravín a služieb. V prípade potravín v roku 2017 odznel efekt zníženej DPH na vybrané potraviny. Okrem toho, ceny potravín lepšie odrážajú vývoj cien potravinárskych komodít na svetových trhoch. Nárast cien služieb odzrkadľuje zlepšujúcu sa situáciu na trhu práce a vyšší disponibilný príjem domácností. Očakávame, že priemerná inflácia v tomto roku dosiahne 2,2 % a budúci rok sa mierne zvýši ku 2,3 %.

Očakávame zrýchlenie inflácie v 2018-19

Slovenská cenová úroveň je 68 % 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.



HICP inflácia (% r/r)
Zdroj: Eurostat, SLSP

Inflácia v eurozóne ostáva vlažná

Aj celkovo v eurozóne sa inflácia postupne zvyšuje, ale volatilne. Vlni bola priemerná medziročná inflácia v eurozóne na úrovni 1,5 %. Vo februári tohto roka klesla na 1,2 %, zatiaľ čo jadrová inflácia sa udržala na úrovni 1,2 % r/r. Zatiaľ ostáva inflácia nepresvedčivá, hlavne jadrová, a celkovo ešte nie sú inflačné tlaky dostatočne zakorenené. Marcové makroekonomické projekcie ECB rátajú oproti decembru s rovnakou mierou inflácie v tomto roku (1,4 %) aj v roku 2020 (1,7 %). Mierne smerom nadol upravili očakávania inflácie na rok 2019: o 0,1 percentuálneho bodu na 1,4 %. V projekciách sa ešte miera inflácie nepribližuje k cieľu ECB, ktorým je inflácia blízko, ale tesne pod 2 % v strednodobom horizonte.

Menová politika

Sadzby ostávajú rekordne nízke

Marcové zasadnutie ECB neprinieslo žiadne zmeny menovej politiky, podľa očakávaní. Od marca 2016 sú úrokové sadzby rekordne nízke: horný koridor jednoduchovej sadzby je 0,25 % a hlavná refinančná sadzba je na nule. Depozitná sadzba sa nachádza na úrovni -0,4 %.

Kvantitatívne uvoľňovanie pokračuje od januára v polovičnom objeme

Od januára pokračuje program QE v zmenšenom mesačnom objeme nakupovaných aktív (EUR 30 mld.) a v takýchto objemoch sa bude pokračovať do konca septembra 2018, v prípade potreby aj dlhšie. Jedinou zmenou oproti januáru bolo vybratie vety z komunikácie ECB, že v prípade zhoršenia výhľadu alebo finančných podmienok by bola Rada guvernérov pripravená zvýšiť QE v jeho objeme a/alebo dĺžke programu. Táto zmena sa dala očakávať, keďže ekonomická situácia a výhľad naznačujú, že pravdepodobnosť takého scenára je minimálna.

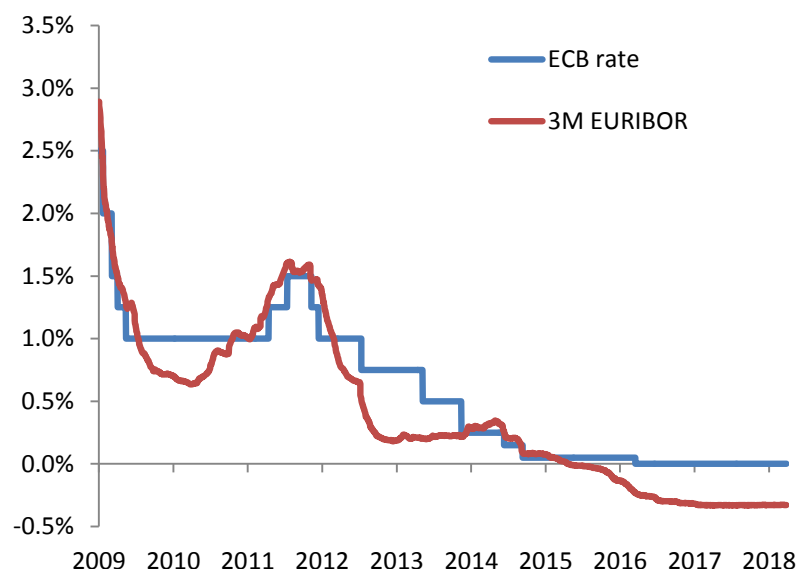
Dátum a spôsob ukončenia QE nie je známy

Ohľadom programu QE po septembri ostávajú dve hlavné možnosti – postupný útlm (tzv. tapering) alebo ukončenie nákupu aktív. Zatiaľ sa k nim však nedajú priradiť žiadne preferencie ECB. Ekonomika eurozóny sa zlepšuje, ako vidieť na oživenom raste HDP a dobrom vývoji zamestnanosti, ale stále sa nachádza pod svojím potenciálom v miere nezamestnanosti a chýbajúcich inflačných tlakoch. Z pohľadu inflácie chýba presvedčivý trend smerom nahor v jadrovej inflácii a vyššia inflácia je dosiahnutá so značnou podporou uvoľnenej politiky ECB.

Zvýšenie sadzieb najskôr v polovici roka 2019

Celková politika ECB ostáva naďalej voľná, v snahe pozdvihnúť infláciu bližšie k cieľu (blízko, ale tesne pod 2 % v strednodobom horizonte). Postupnosť, tzv. sequencing, ostáva nezmenená – Rada guvernérov ECB očakáva, že hlavné sadzby ostanú na ich terajších úrovniach dostatočne dlho, a až poza horizont nákupu aktív. Preto neočakávame, že by sa kľúčový úrok ECB mal zvyšovať pred začiatkom roka 2019 – prvé zvýšenie (najskôr depozitnej sadzby) by mohlo prísť okolo polovice roka 2019. Postupný návrat inflácie na scénu, ako aj o niečo viac jastrabí pohľad ECB do budúcnosti by však mohol viesť skôr ku strmšej výnosovej krivke (vyššie výnosy na dlhopisoch dlhších splatností).

Hlavná sadzba ECB a 3M Euribor



Zdroj: ECB, EMMI

Fiškálna politika

Deficit 2,2 % HDP v roku 2016

Podľa jesennej notifikácie Eurostatu sa slovenský deficit verejných financií za rok 2016 znížil na 2,2 % HDP, čím o 0,5 percentuálneho bodu prevýšil jarný odhad (deficit 1,7 % HDP). Ministerstvo financií v rozpočte na predminulý rok rátalo so schodkom okolo 1,9 % HDP.

Po tom ako v roku 2013 klesol deficit na 2,7 % HDP (zo 4,3 % HDP v roku 2012), ostal na tejto úrovni až do roku 2015. Deficit verejných financií sa oproti roku 2015 posunul smerom nadol, aj keď ešte skončil nad priemerom EÚ (1,7 % HDP) a eurozóny (1,5 % HDP).

Daňové príjmy rastú

Aj keď daňové príjmy v posledných rokoch slušne rástli, v roku 2016 prišlo k nižšiemu ako pôvodne očakávanému výnosu korporátnej dane, ktorej prepad však pomáhali kompenzovať vyššie odvodové príjmy. Taktiež bolo vidieť nižšiu mieru čerpania eurofondov v porovnaní s rokom 2015, ktoré medziročne znížilo príjmy aj výdavky – čo pomohlo okresať deficit oproti predchádzajúcim rokom.

Pokles dlhu ku HDP pokračoval

Positívna správa prišla ohľadom verejného dlhu Slovenska, ktorý v roku 2016 klesol o 0,5 percentuálneho bodu na 51,8 % HDP. Naďalej ostáva dlh pod hranicou 60 % HDP a výrazne pod priemerom eurozóny (88,9 % HDP).

Rozpočet počítá s poklesom deficitu na 0,8 % HDP v 2018

Dlh by mal pokračovať v poklese

Dlh je pod prísnejšími pásmami dlhovej brzdy

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

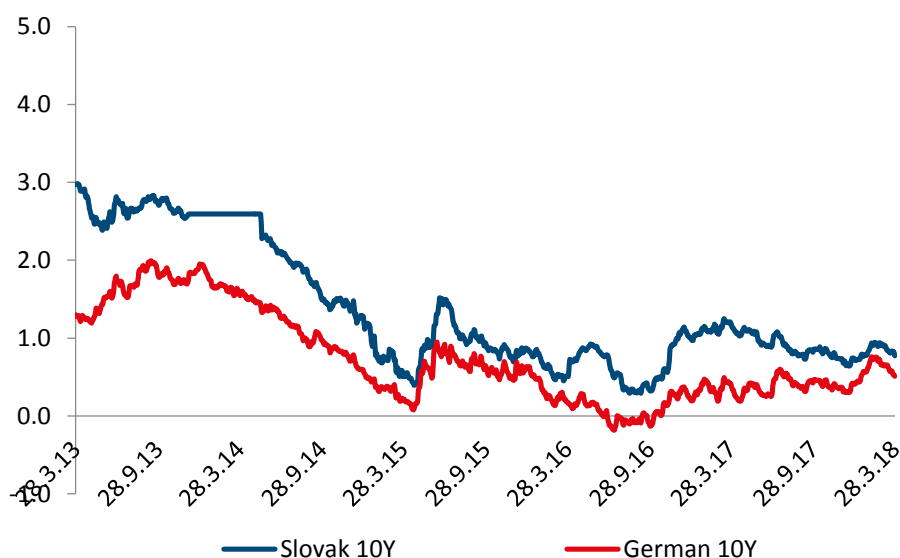
Očakávame mierny nárast výnosov

Za rok 2017 sa očakáva deficit v blízkosti 1,5 % HDP, mierne vyššie oproti rozpočtovaným 1,3 % HDP. Podľa schváleného rozpočtu na roky 2018-2020 by sa tento rok mal deficit verejných financií znížiť na 0,8 % HDP. Náš odhad deficitu na tento rok je oproti rozpočtu mierne vyšší, na úrovni 1 % HDP. Verejný dlh v pomere k HDP by mal postupne pokračovať v poklese a mohol by sa dostať blízko k 50 % HDP. Trendu poklesu dlhu napomáha aj situácia na finančných trhoch vďaka uvoľnenej menovej politike ECB. Výnosy slovenských štátnych dlhopisov sú na nízkej úrovni, čo znižuje výdavky na obsluhu štátneho dlhu.

Dlh ostáva pod prísnejšími pásmami dlhovej brzdy. Lokálny zákon o rozpočtovej zodpovednosti, zvaný aj dlhová brzda, vymedzuje hranice, pri ktorých sa automaticky uplatňujú opatrenia na zníženie dlhu (menej razantné pri 50 % a 53 % a vážnejšie pri 55 % a 57 % HDP). Hranica dlhu 55 % HDP, ktorá bola podľa predchádzajúcej metodiky ESA prekročená v roku 2013, si vyžiadala v roku 2014 viazanie vládnych výdavkov o 3 % (s výnimkou niektorých výdavkov ako sú eurofondy, príspevky do sociálnej poisťovne alebo náklady na obsluhu verejného dlhu). Pri úrovni 57 % by vláda bola nútená predložiť na ďalší rok vyrovnaný rozpočet a v prípade prekorenia 60 % úrovne by parlament musel hlasovať o dôvere vláde.

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 a postupný návrat európskej inflácie na scénu. Avšak inflácia v eurozóne ostáva volatilná a chýba róznejší trend v jadrovej inflácii. ECB preto pokračuje v zmenšenom objeme QE EUR 30 mld. mesačne minimálne do septembra 2018. Momentálne sa výnosy 10-ročných dlhopisov nachádzajú na úrovni okolo 0,82 %. Celkovo v tomto roku pozorujeme vplyv menšieho objemu nákupu aktív od januára, ktorý posúval výnosy smerom nahor; naďalej však ich rasty ostávajú limitované prebiehajúcim programom (QE). Očakávame mierny nárast výnosov dlhopisov, ktorý však bude naďalej limitovaný uvoľnenou menovou politikou ECB a stabilnou fiškálnou situáciou na Slovensku. Ku koncu 2Q18 by sa mohli výnosy 10-ročných dlhopisov pohybovať na úrovni 1,10 %.

Výnosy slovenských vládnych dlhopisov zostávajú nízke



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	90085	95940	101888
Populácia (mil.)	5.435	5.443	5.497	5.518	5.536
HDP na obyvateľa (EUR)	14931	15613	16387	17388	18405
Reálny HDP (r/r %)	3.3	3.4	3.9	4.2	3.6
Spotreba domácností (r/r %)	2.6	3.7	3.3	2.9	2.8
Fixné investície (r/r %)	-8.3	3.2	3.6	2.8	3.5
Nominálne mzdy (EUR)	912	954	1000	1049	1103
Nominálne mzdy (r/r %)	3.3	4.6	4.8	4.9	5.2
Reálne mzdy (r/r %)	3.8	3.3	2.5	2.5	2.6
Maloobchodné tržby (rast r/r %)	2.2	6.0	4.7	2.8	2.5
Priemyselná produkcia (r/r %)	4.8	4.1	4.5	7.0	3.0
CPI (r/r, priemer %)	-0.5	1.3	2.2	2.3	2.5
CPI (r/r, koniec roka %)	0.2	1.9	1.9	2.5	2.5
Miera nezamestnanosti (%)	9.6	8.1	7.2	6.6	6.1
Export (mil. EUR)	67164	71462	77537	84980	91948
Import (mil. EUR)	65527	70179	75793	82539	88812
Obchodná bilancia (% HDP, FOB)	2.0	1.5	1.9	2.5	3.1
Priame zahraničné investície (% HDP)	0.9	1.8	1.3	1.0	1.0
Bežný účet (% HDP)	-1.5	-0.9	-0.2	0.3	1.3
Deficit štátneho rozpočtu (% HDP)	-2.2	-1.5	-1.0	-0.6	-0.5
Verejný dlh (% HDP)	51.8	51.1	50.0	47.5	45.3
Externý dlh (% HDP)	86.3	101.2	93.9	91.7	88.3
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	-0.33	0.00	
3M EURIBOR, koniec roka	-0.32	-0.33	-0.33	0.32	
Výnos 10R dlhopisov, priemer *	0.66	0.94	1.14	1.60	
Výnos 10R dlhopisov, koniec roka *	0.98	0.72	1.25	1.65	
EUR/USD priemer	1.11	1.13	1.20	1.20	
EUR/USD koniec roka	1.05	1.20	1.18	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.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 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