BENCONT WEEKLY REPORT

ROČNÍK 2022| ČÍSLO 9

V tomto čísle:

→ Ukrajina začala vydávať vojnové dlhopisy

→ Otrasený trh s plynom

→ Ceny pšenice raketovo rastú

→ Turecká inflácia prekročila 50%

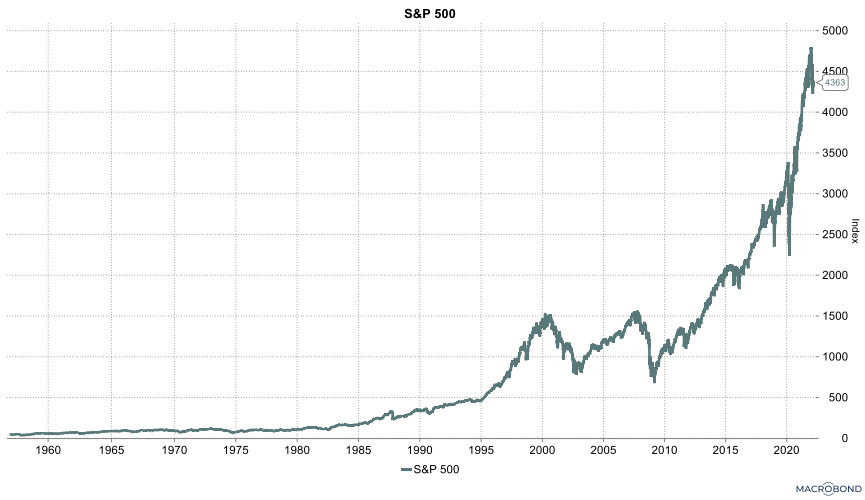
→ Aké dopady majú sankcie na Ruské obyvateľstvo

→ Čínsky trh so zlatom

→ ECB končí s pandemickým programom nákupov aktív

→ Inflácia na Slovensku naďalej rastie

HISTORICKÝ VÝVOJ S&P 500 A ČO OČAKÁVAŤ?

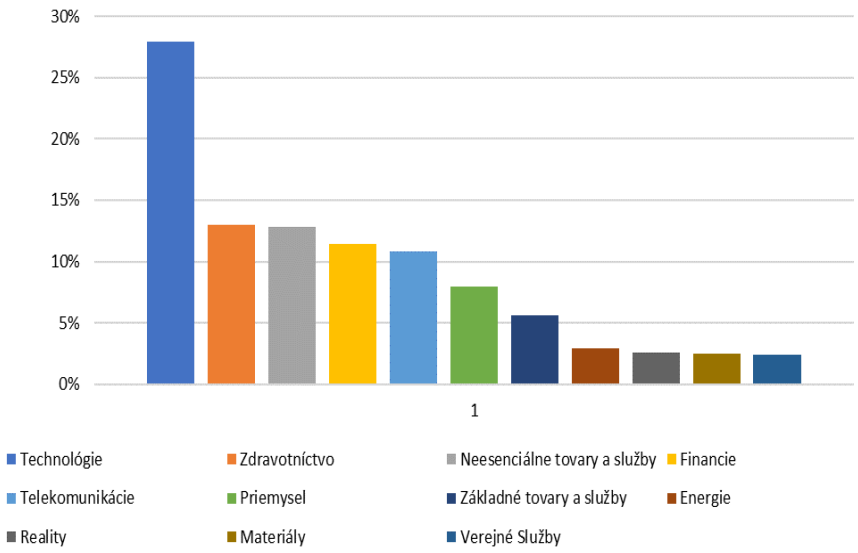


Americké finančné trhy zažívali v poslednej dekáde nadpriemerné rasty. Index S&P 500, ktorý je momentálne najlepší ukazovateľ výkonnosti amerických akcií, si od roku 2011 pripísal viac ako 220%. Dá sa očakávať, že podobnú výkonnosť budú trhy predvádzať aj v najbližšej dekáde alebo nás naopak čaká výraznejší prepad? Pokúsime sa budúci vývoj čiastočne predikovať podľa historických dát.

S&P 500

Akciový Index Standard & Poor 500 skrátene index S&P 500 je jeden z najsledovanejších akciových indexov na svete, ktorý reprezentuje 500 najvýznamnejších amerických verejne obchodovaných firiem. Vďaka veľkosti a rozsahu indexu patrí medzi hlavné ukazovatele výkonnosti amerického akciového trhu a keďže americký akciový trh tvorí aj väčšinovú zložku vo svetových akciových indexov aj svetového akciového trhu. Tento index vznikol už v roku 1923 z názvom „Composite index“, ktorý zahŕňal len zopár spoločností. V roku 1941 sa index premenoval na S&P 90. Postupne sa index rozširoval až na 500 spoločností v roku 1957. V tomto roku sa môže teda datovať oficiálny začiatok indexu ako ho poznáme. Momentálne tento index pokrýva okolo 80% hodnoty amerického akciového trhu. Momentálne sú do indexu pridávané spoločnosti, ktoré majú aspoň 8,2 mld. dolárov trhovej kapitalizácie, aspoň 50% akcií je voľne obchodovaných a musia vykazovať zisky v najmenej štyroch posledných kvartálnych výsledkoch po sebe. Index je vážený podľa veľkosti spoločnosti a tak výraznejšie pohyby menších firiem nemajú na index významný vplyv.

nemajú na index významný vplyv. Index tvoria spoločnosti z 11 rôznych sektorov. Sektorom s momentálne najväčším zastúpením sú technológie. Najväčší podiel v indexe momentálne tvorí Apple, ktorý má takmer 7%. Za ním nasledujú ďalšie technologické spoločnosti Microsoft a Google s 6% a 4,3%.



Graf 1: Podiel podľa sektorov

Do tohto indexu investuje množstvo investorov už roky prostredníctvom ETF prípadne kopírovania výberu akcií alebo CFD kontraktov. Pri pohľade na históriu tohto index sa však určite jednalo o vydarenú investíciu. Priemerný nominálny anualizovaný (priemerný ročný) výnos tohto indexu bol za 65 rokov jeho existencie v aktuálnej podobe 10,66%. Najväčší rast si pripísal v roku 1958 kedy rástol 43,36%, a najväčšiu stratu pri hypotekárnej kríze v roku 2008, kedy odpisoval zo svojej hodnoty až 37%. Pri pohľade na desaťročné obdobia sa indexu darilo najviac v období od 1990-2000 kedy jeho hodnota vzrástla až o 455,11% čo je v priemere 18,69% ročne. Naopak najhoršie desaťročné obdobie zažil index od roku 1999-2009 kedy odpísal zo svojej hodnoty až 28,13% čo tvorí v tomto období priemernú ročnú stratu 3,25%. Medzi odbornou verejnosťou sa v posledných rokoch často ozývajú hlasy, že index je predražený podľa rôznych ukazovateľov a v najbližších rokoch nedokáže opakovať také výnosy ako v minulosti. Niektorí tiež, ukazujú na vysokú infláciu a s ňou stúpajúce sadzby, ktorými odôvodňujú potencionálny nižší budúci rast.

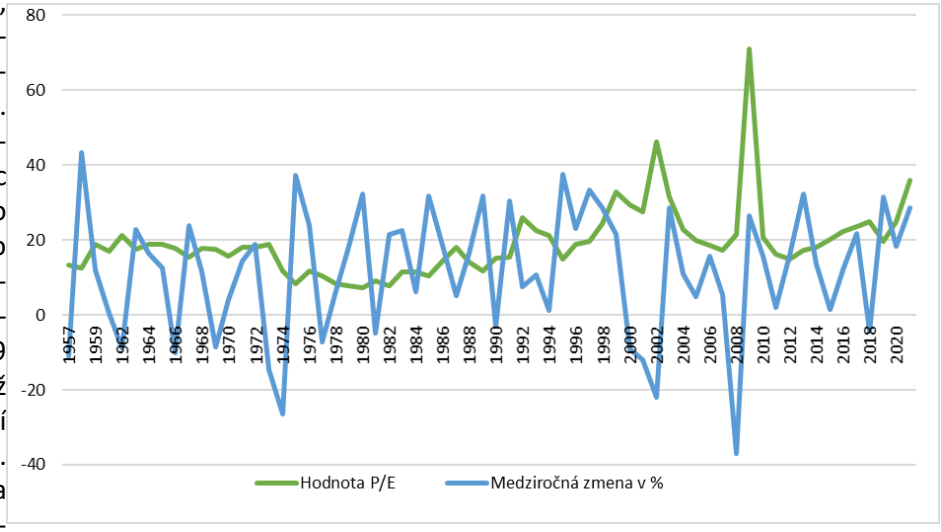
Minulý rast

Zaujímavým pohľadom by bolo sa pozrieť na index z pohľadu jeho medziročného rastu a či existuje určitá negatívna korelácia medzi po sebe idúcimi rokmi. Korelácia medzi týmito hodnotami je -0,11. Teda aj keď to nie je nejako výrazne, tak historicky zvykol index reagovať na poklesy skôr pozitívne, a na výraznejší rast častejšie skôr negatívne. Korelácia je však veľmi malá a nie je to údaj podľa ktorého by sme sa mali riadiť.

P/E

Jedným zo základných ukazovateľov je hodnota P/E. Ukazovateľ price to earnings ukazuje to koľko dolárov platíme momentálne za jeden dolár zisku daného indexu. Ak sa pozrieme do histórie a porovnáme hodnotu P/E v prvý deň roku od 1957 tak priemerné P/E bolo 19,16. K začiatku roka 2022 bola hodnota P/E 26,08.

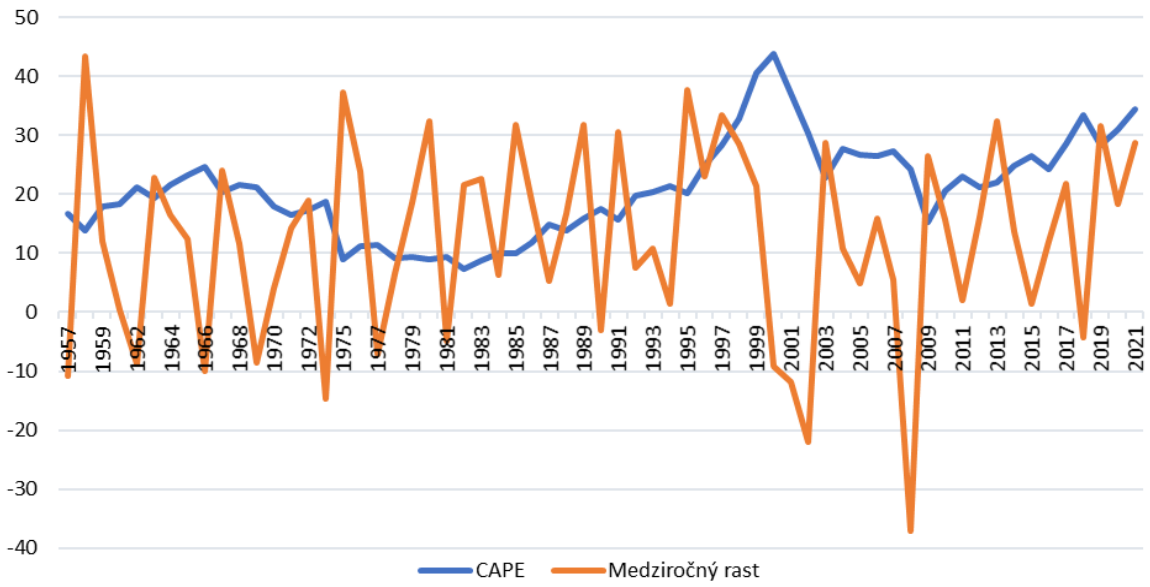
Pri pohľade len čisto na tento ukazovateľ sa trh javí nadhodnotený a prípadné očakávané 10 ročné zisky pri návrate na priemerné P/E za 10 rokov by boli okolo 7,3% v prípade zachovaného priemerného 10,66% zisku pri priemernom P/E 19,16. Treba však dodať, že pri porovnaní hodnôt P/E k prvému januáru a rastu indexu v danom roku vyšla korelácia -0,07814. Táto hodnota ukazuje len minimálny negatívny vplyv vyššieho P/E u indexu na vývoj samotného indexu. Po očistení o rok 2009 kedy vystrelila hodnota P/E v prvý deň roka až na 70 sa negatívna korelácia mierne zvýšila na hodnoty -0,2096 čo môže naznačovať, že so zvýšením P/E je očakávaný nižší rast na mieste. To, že vysoký ročný rast je spojený s nižším P/E môžeme vidieť aj pri pohľade na 10 najrastovejších rokov S&P 500. Priemerná hodnota P/E v 10 najlepších rokoch bola 13,7 čo je až o 40% pod dlhodobým priemerom. Pri pohľade na 10 najhorších rokov indexu sa zase P/E pohybovalo v priemere



o 17% vyššie na hodnote 22,52.

Cape

Ďalším ukazovateľom, ktorý sa používa na ohodnotenie valuácie aktuálneho trhu je Shillerove P/E nazývané aj CAPE. Tento spôsob merania hodnoty trhu vynašiel profesor Robert Shiller. Tento ukazovateľ sa považuje za presnejší ako P/E, keďže berie do úvahy zisky prepočítané na dnešnú hodnotu až za posledných 10 rokov čím eliminuje cyklickosť trhu ovplyvňovať aktuálne ohodnotenie akcií. Ako dobrý príklad využitia Shilleroveho P/E môže slúžiť prvý kvartál 2009 kedy hodnota P/E vystrelila až na 123 kvôli zrušeniu väčšiny dividend napriek tomu, že v tom čase bol index 50% pod vrcholom, a historicky to bola jedna z najväčších príležitostí na kúpu. V tomto čase bola hodnota Shilleroveho P/E najnižšia za posledné roky 13,3. Toto desaťročné cyklicky očistené P/E sa môže javiť ako lepší ukazovateľ odhadu budúcich cien. Ak sa pozrieme na hodnoty tohto ukazovateľa spätne do histórie, tak priemerný CAPE bol v prvý januárový deň 55 ročnej histórie 19,97. K začiatku tohto roka bola hodnota až 37,47.



Očakávaný rast by sa pri použitý Shilleroveho P/E ako jediného ukazovateľa znížil z 10,66% v najbližších 10 rokoch na 3,91% ročne. Pri súčasnej miere inflácie by teda očakávaný rast nemusel stačiť ani na jej prekonanie. Korelácia vyšla v prípade Shilleroveho P/E -0,17. To hovorí o mierne silnejšom indikátore ako u klasického P/E a to najmä z dôvodu, že klasické P/E sa pri hľadaní lepšej korelácie musí očisťovať o roky ako bol napríklad 2009 kedy vôbec neodpovedalo hodnote aktuálneho trhu. CAPE robí toto očistenie už v svojej podstate. Pri pohľade na 10 najlepších a 10 najhorších rokov z pohľadu indexu sa tento ukazovateľ zdá tiež byť relatívne stabilný. Priemer tohto ukazovateľa počas prvého dňa roka desiatich najhorších rokov bol 25,11 čo je o viac ako 25% nad priemerom. Naopak počas najlepších rokov bol priemer 17,19 čo je 16% pod dlhodobým priemerom. Pri pohľade na momentálnu hodnotu Shilleroveho P/E 37,47 (graf uakzuje porovnanie len skončených rokov) sa môžeme pozrieť na rast indexu v 10 ročných obdobiach potom čo bola počiatočná hodnota CAPE väčšia ako 30. Takéto vysoké hodnoty tohto ukazovateľa sme videli v histórií iba raz a to v období pred spľasknutím dot.com bubliny na začiatku 21. storočia. Ako môžeme vidieť pri investovaní do tohto indexu práve v obdobiach kedy bola hodnota CAPE nad úrovňou 30 náš zisk by nedokázal prekonať ani infláciu. Priemerný 10 ročný zisk by bol 22,69% pričom celkový priemerný zisk v 10 ročných obdobiach je 162%. Keby sa pozrieme na úrovne CAPE nad 35 tak podľa historických dát by sme sa v období 10 rokov nemali ani dostať do zisku.Pri týchto rokoch sa na 10 ročnom intervale vystriedali až 2 krízy a výkonnosť trhu môže byť aj preto byť skreslená.

rok	*CAPE*	*Rast v nasledujúcich 10 rokoch*	*Priemerný ročný rast 10 rokov*
2002	*30,28*	*71,94%*	*5,57%*
1998	*32,86*	*38,49%*	*3,31%*
2001	*36,98*	*31,18%*	*2,75%*
1999	*40,57*	*-28,13%*	*-3,25%*
2000	*43,77*	*-0,02%*	*0,00%*
Priemer		*22,69%*	*1,68%*

Inflácia

Ďalším z aspektov, ktorý môže ohroziť budúci rast akciových trhov je zvýšená inflácia, ktorú v posledných rokoch zažívame. Zvýšená inflácia sa považuje za problém najmä z dôvodu zvyšovania úrokových sadzieb od centrálnych bánk, ktorý po takejto inflácií nasleduje. Zvýšená sadzba je výraznejším problémom najmä pre akcie, ktoré sa dajú charakterizovať ako rastové. Je tomu tak preto, že jeden zo základných modelov na výpočet férovej hodnoty akcie pomocou „discounted cash-flow“ používa diskontovanie budúceho cash-flow do hodnoty dnešných peňazí. A práve zvýšenou infláciou sú potrebné výrazne vyššie budúce zisky aby vyrovnali zisky dnešné a to v prostredí, kedy sú peniaze na financovanie z bánk kvôli zvýšenej sadzbe drahšie. Tieto aspekty znižujú najmä hodnotu spoločností, ktorých zisky sa nachádzajú prevažne v budúcnosti a dnes sú buď stratové alebo tvoria iba mierny zisk naopak spoločnosti tvoriace zisk už teraz by táto zmena nemala až tak zasiahnuť. Index S&P 500 by mali tvoriť práve stabilné firmy, ktoré produkujú zisk už teraz. Napriek tomu je tu pár výnimiek ako Tesla, Netflix alebo Amazon , ktoré sa predávajú za vysoké násobky svojich ziskov hlavne kvôli očakávaním budúcim ziskom, a na ktoré by mohla mať vyššia sadzba negatívny vplyv. Ako však vplývala inflácia na trhy v minulosti? Priemerná hodnota inflácie bola v USA za obdobie od roku 1957 bola 3,63%. Najvyššie hodnoty boli namerané v roku 1980 a to 13,55%, a najnižšia hodnota inflácie bola v roku 2009 a to -0,36%.

Momentálne sa inflácia pohybuje na úrovni 7-8%. Dá sa očakávať, že celková priemerná inflácia roku 2022 sa udrží nad 5%. Infláciu nad úrovňou 5% zažili v Amerike za toto obdobie 13 krát. Priemerný rast ceny bol v daných rokoch 6,1%, zároveň však treba dodať, že v rokoch so zvýšenou infláciou sa naopak P/E a CAPE pohybovali pod svojimi priemernými hodnotami.

Rok	*10 ročný rast*	*Inflácia na začiatku obdobia*
1980	*280,35%*	*13,55%*
1979	*282,46%*	*11,25%*
1974	*273,37%*	*11,05%*
1981	*287,59%*	*10,33%*
1975	*189,20%*	*9,14%*
1978	*288,46%*	*7,63%*
1977	*293,30%*	*6,50%*
1973	*124,00%*	*6,18%*
1982	*316,04%*	*6,13%*
1970	*69,87%*	*5,84%*
1976	*207,63%*	*5,74%*
1969	*49,31%*	*5,46%*
1990	*455,11%*	*5,40%*
Priemer	*239,74%*	*8,02%*

Korelácia medzi infláciou a budúcim rastom je úplne minimálna. Keď však porovnáme obdobia rastu 10 rokov od roku so zvýšenou infláciou rast sa ukazuje ako nadpriemerný.

Tento rast sa však dá odôvodniť nízkou hodnotou P/E a CAPE v období vyššej inflácie ich priemer bol v tomto období len 11 resp. 12 čo je takmer o 50% nižšie ako dlhodobý priemer.

Rok 2022

Z pohľadu troch najčastejšie spomínaných ukazovateľov , ktoré sa spájajú s nadhodnotením trhu sa zdá rok 2022 ako veľká anomália. Ak sa opäť pozrieme do histórie kde budeme hľadať roky s viac než 3% infláciou, s P/E väčším ako 20 a Shillerovym P/E väčším ako 20 ostanú nám vo výbere len 3 roky.

Rok	*Inflácia*	*CAPE*	*PE*	*Rast*
2021	*4,70%*	*34,51*	*35,96*	*28,71%*
2008	*3,84%*	*24,2*	*21,46*	*-37,00%*
2000	*3,38%*	*43,77*	*29,4*	*-9,10%*

Pri pohľade na tieto dáta sa nám ukazujú len roky pred veľkým krachom akcií a minulý rok. Predikovať krach akcií je síce v podstate nemožné, ale dostupné dáta v porovnaní s historickými údajmi ukazujú, že 20%-30% prepad trhu v najbližších mesiacoch by nebol rozhodne prekvapením , čo môžeme sledovať na trhu už od začiatku roka odkedy sa hodnota indexu prepadla o 10%.

Iné indikátory

Medzi ďalšie indikátory, ktoré môžu indikovať stav trh patrí napríklad aj Buffetov indikátor. Ten porovnáva pomer kapitalizácie trhu a amerického anualizovaného HDP momentálne je tento pomer 192% pričom momentálna hodnota historickej trendovej línie je na úrovni 120%. To značí potrebný 37,5% prepad pre návrat k dlhodobému trendu, respektíve o 60% nižší potencionálny rast v najbližších rokoch pre návrat k priemeru.

Ďalším z indikátorov podľa ktorého sa často oceňuje trh je Price to Book ratio. Ide o pomer ceny akcie k jej účtovnej hodnote. Dlhodobý priemer tohto ukazovateľa na indexe S&P 500 je 2,92. Na začiatku roka 2022 sa pohyboval až na hodnote 4,7 .

Záver

Je teda index drahý alebo lacný? Podľa väčšiny ukazovateľov je momentálne index nadhodnotený, a to napriek prepadu na začiatku roka 2022. Nachádzame sa však v situácií veľmi uvoľnenej menovej politiky, ktorú si história príliš nepamätá a preto môže byť momentálna situácia značne odlišná. Pozrime sa kde sa teda podľa priemerov nachádza momentálne hodnota indexu, pri ktorej by sme mohli očakávať zisk dosahujúci historický priemer.

Ak sa pozrieme na základne ukazovatele tak môžeme v tabuľke vidieť kde sa nachádza jednotlivá hodnota indexu pri návrate ku priemeru. Táto hodnota je výrazne nižšia ako

P/E	*3353,192*
CAPE	*2313,011*
HDP	*2779,395*

aktuálna hodnota indexu okolo 4300b-4400b

Podľa aktuálneho ocenenia indexu by sme mohli očakávať v najbližších 10 rokoch zhodnotenie ako sa nachádza v tabuľke. Zhodnotenie počítame pre prípad, že by sa dané ukazovatele P/E, CAPE a Buffetov indikátor vrátili na priemernú úroveň. V ďalších 2 stĺpcoch je predpokladaný rast v prípade, že by bol trh ocenení 20% a 50% vyššie ako je priemer podľa ukazovateľov. Priemerný rast nám ani podľa jedného zo scenárov neprekročil 10% ročne, a najpravdepodobnejší scenár je zrejme ročný rast okolo 5-8%. Ak by sa zvýšené hodnoty inflácie udržali v ekonomike dlhšie a index by sa vrátil naspäť k dlhodobým priemerom, tak hrozí, že v najbližších rokoch by S&P 500 nemusel prekonať ani infláciu, a v najbližších rokoch by investície do akciových indexov nemuseli vôbec tvoriť nástroje na rast majetku a zvýšenie kúpnej sily , ale len na jej zachovanie, ktoré bude v najbližších rokoch náročné. (mm)

Priemerný ročný rast najbližších 10rokov			
	Priemer	*20% nadpriemer*	*50% nadpriemer*
P/E	*7,75%*	*9,74%*	*11,92%*
CAPE	*3,82%*	*5,30%*	*7,39%*
HDP	*5,75%*	*7,69%*	*10,12%*
Priemer	*5,77%*	*7,58%*	*9,81%*

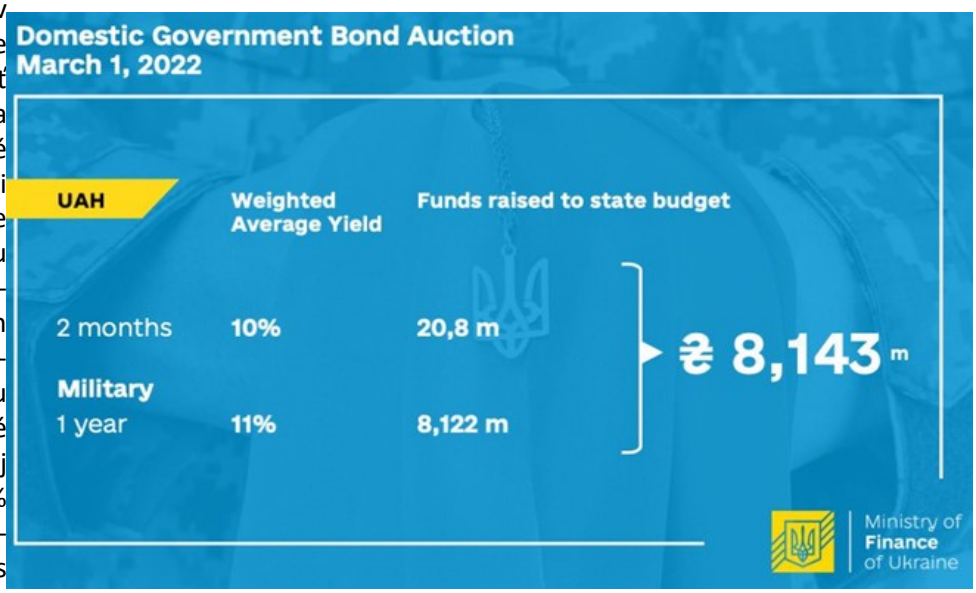
Tohtoročné slovenské emisie

Slovensko za prvé dva mesiace roku 2022 vydalo štátne dlhopisy v hodnote takmer 710 miliónov eur. 21.2.2022 sa emitovali celkovo v objeme viac ako 280 miliónov eur. Ich výnos sa pri dlhopisoch s kratšou splatnosťou (t.j. 3 a 8 rokov) pohybovali s priemerným vyžadovaným ročným výnosom pri kratšej splatnosti s 0,12% a dlhšej 0,65%. Náklad na obsluhu týchto dlhov teda pri daných splatnostiach bude spolu 2,2 milióna eur do konca splatnosti. Pri cenných papieroch s dlhšou splatnosťou (t.j. 14 a 25 rokov) bol výnos 1,78% a 1,45%, čo predstavuje náklad štátu vo výške 53, 4 milióna eur. Konečná suma, ktorú Slovensko bude musieť za februárovú pôžičku zaplatiť je celkovo do roku 2047 viac ako 55,6 milióna eur. Vo všeobecnosti platí a aj februárová slovenská aukcia potvrdila, že vyššia kvalita dlhopisu a kratšia splatnosť zabezpečuje aj nižší výnos. Vplyv na budúce emisie bude mať najmä ukončenie programov PEPP a APP, ktoré Európska centrálna banka využívala na zámerné znižovanie výnosov štátnych dlhopisov prostredníctvom svojich nákupov. Zníženie jej aktivity na dlhopisovom trhu vyvolá navyšovanie výnosov, čo má zabezpečiť aj ochranu v súvislosti s vysokou infláciou. Predpokladá sa, že na konci roku by mohli výnosy desaťročných štátnych dlhopisov vzrásť v tomto zmysle v priemere až o pól percenta. Aktuálne sa na slovenskom dlhopisovom trhu nastala po dvoch rokoch zmena, a kým od vypuknutia pandémie do januára 2022 bol výnos 10 ročných dlhopisov priemerne v zápornom pásme do -0,5% ročne, dnes už vyskočili cez hodnotu 0,4% a viac. Slovenské požičiavanie teda výraznejšie zdraželo. Kým teda napríklad emisia z mája 2021 pri 11 ročnom dlhopise v objeme vo výške 168 miliónov eur a ročnom výnose 0,25% vyšla 420 tisíc ročne, dnes by to bolo už až okolo 840 tisíc eur (pri úroku 0,5%). (pd)

Dátum aukcie	Dátum splatnosti	Súhrnná emitovaná suma (EUR)	Priem. požadovaný výnos (% p.a.)
17.1.2022	17.6.2024	**75 000 000**	-0,55
17.1.2022	14.5.2032	**107 000 000**	0,26
17.1.2022	21.4.2036	**173 000 000**	0,66
17.1.2022	17.10.2047	**73 500 000**	0,92
21.2.2022	14.5.2025	**64 000 000**	0,12
21.2.2022	9.10.2030	**38 000 000**	0,65
21.2.2022	21.4.2036	**101 800 000**	1,78
21.2.2022	17.10.2047	**77 300 000**	1,45
		spolu: 709 600 000 eur	

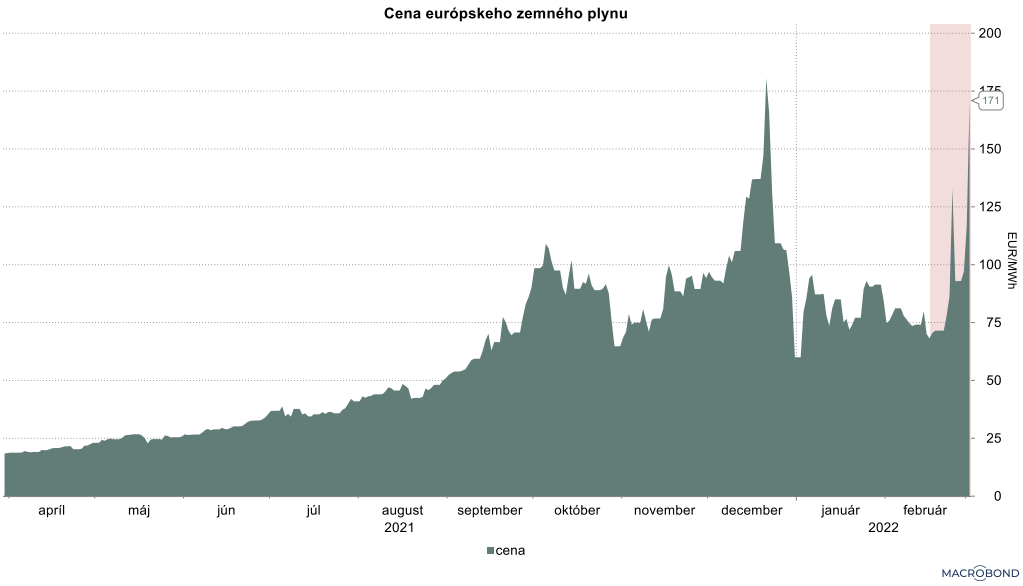
Ukrajinské vojnové dlhopisy

Ukrajinská vláda podnikla 1.3.2022 emisiu svojich štátnych dlhopisov. Požičala si tak celkovo 8,1 miliárd hrivien, čo predstavuje viac ako 270 miliónov dolárov v jednoročnom dlhopise s výnosom 11%, ktorý má kryť finančné výdavky spôsobené a spojené s vojnou no i klasické verejné výdavky na penzie či mzdy. Takto vysoký výnos je spojený samozrejme so zlou situáciou na Ukrajine a tým pádom aj prudkým ratingovým zhoršením. 11% úrok predstavuje takmer päť násobne vyššiu hodnotu ako majú 30 ročné dlhopisy. Vláda vystavila aj dvojmesačné zmenky s 10 % výnosom. To je hodnota porovnateľná s tým, kde bol výnos ukrajinského so splatnosťou v roku 2023 ešte pred inváziou v prvých februárových dňoch. Do budúcna sa taktiež zrejme dajú očakávať aj ďalšie emisie denominované aj v eurách či dolároch. V roku 2020 dosiahol ukrajinský vládny dlho okolo 90 miliárd dolárov, čo pred-

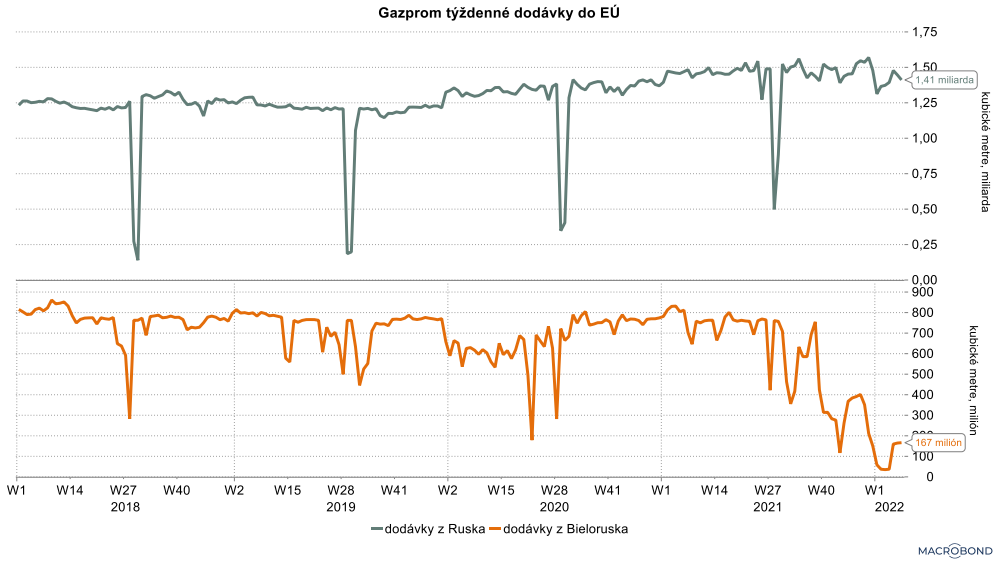


stavuje okolo 60% ich hrubého domáceho produktu. Ukrajinská ekonomika nepatrí medzi tie ekonomicky najsilnejšie, jej hrubý domáci produkt bol v roku 2020 156 miliárd dolárov zatiaľ čo Slovensko malo 105 miliárd, no pri 8 krát menšej populácii a 12 krát menšej rozlohe. V súčasnosti sa ešte zrejmé nedajú presne kvantifikovať dopady invázie na Ukrajinu vzhľadom na to, ako dlho bude vojna prebiehať. Už dnes je však jasné, že ich dlh sa vzhľadom na vysoké nepredpokladané výdavky prudko zvýši. Ešte štyri dni pred ruskou inváziou Svetová banka pripravila ešte štyri dni pred inváziou pôžičku pre Ukrajinu vo výške 350 miliónov dolárov s podmienkou, že bude potrebná ďalšia energetická reforma. Aktuálne Svetová banka rokuje o tomto zrýchlenom úvere aby ho krajina mohla využiť aj na sanovanie nákladov na vojnu. (pd)

Otrasený trh s plynom

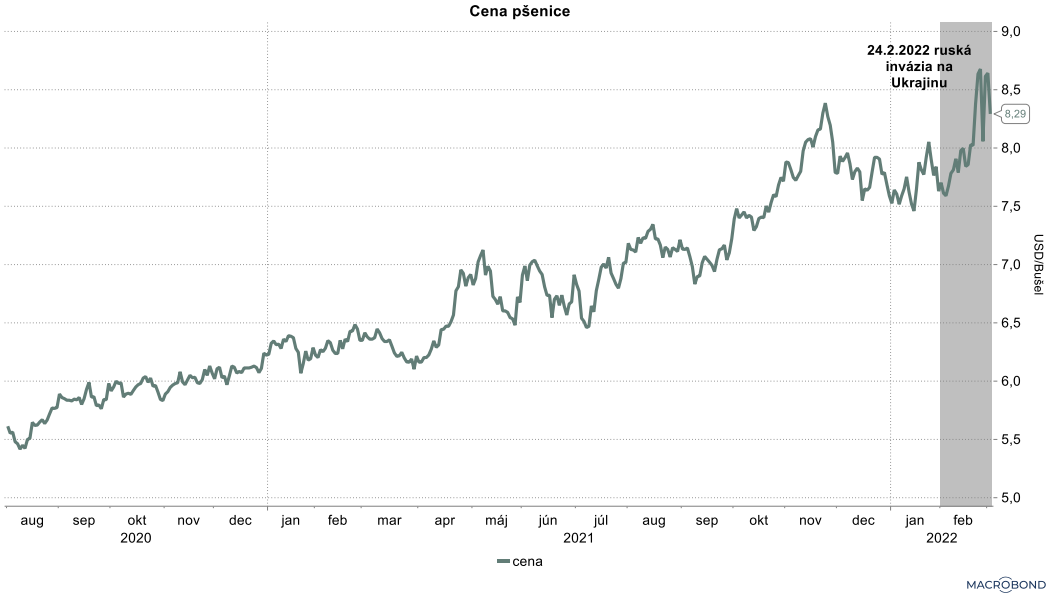


Európske ceny zemného plynu sú prirodzene ruskou inváziou výrazne poznačené. Prechodne dosiahli 2.3.2022 až takmer hodnoty 200 eur za megawatt hodinu. Neskôr sa však ceny mierne ustálili, no aj napriek tomu sa aktuálne pohybujú na cene až 150-160 eur za MWh. V rovnakom období predošlého roku sa pritom pohyboval len na úrovni okolo 15-20 eur. Prudký nárast je spôsobený obavami z eskalácie problému, a tým pádom aj možnosť odpojenia európskeho trhu od ruského zemného plynu. Keďže až tri štvrtiny dovozu zemného plynu EÚ prúdia práve z Ruska, bol by to pre zoskupenie nezastupiteľný výpadok. Zároveň tlačí na ceny aj fakt, že plynovod Jamal, ktorý tečie opäť v reverznom móde, a teda tlačí plyn z Nemecka do Poľska. Dokonca aj plyn prichádzajúci z Ruska potrubím cez Ukrajinu sa zdvojnásobil. Kapacity na dodávku na Slovensko z Ukrajiny cez hraničný bod Veľké Kapušany dosiahli doteraz najvyššiu úroveň v roku 2022 na úrovni 84 miliónov metrov kubických. Momentálne však doposiaľ neprišlo z ruskej strany k výraznému zníženiu exportu zemného plynu a Gazprom stabilne dodal v týždennom objeme 1,4 miliardy metrov kubických plynu. Je tomu tak aj najmä preto, že nielen EÚ je závislá na plyne z Ruska ale aj Rusko na jej platbách za plyn (energie sa na HDP Ruska podieľajú až jednou tretinou). Pokiaľ by Ruskej federácii okrem všetkých ostatných ekonomických sankcií vypadli aj príjmy z energií, nedokázalo by už finančne podporovať ani vojnu, ktorú vyvolalo. Pri súčasných vysokých cenách ropy aj plynu a pri zohľadnení toho, že Rusko je veľmi silným hráčom pri oboch komoditách sa však nedá od jeho exportu úplne abstrahovať, a tak zatiaľ energetické príjmy klesať nebudú. (pd)



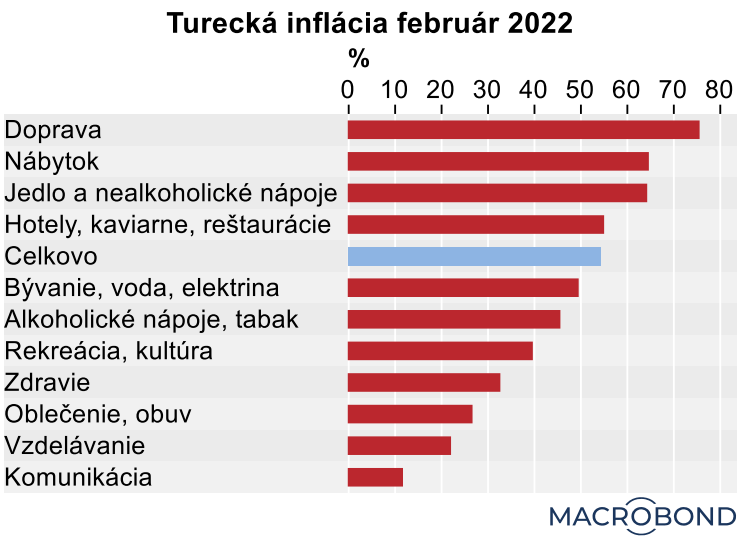
Ceny pšenice raketovo rastú

Celkovo sa na svete vyvezie ročne okolo 180 miliónov metrických ton pšenice. Z tohto objemu až 70% vyvezie päť krajín sveta. Na prvom mieste je Rusko s absolútne najväčšou produkciou 44 miliónov ton. Najväčším nákupcom ruskej pšenice je dlhodobo Turecko s 5 miliónmi ton ročne a ďalej sú to krajiny ako Egypt so 4 mil. či Kazachstan s 2 mil. ton. Za nimi nasledujú: Kanada 22,8 miliónov ton, USA 22,5 mil., Francúzsko 19 mil. a Ukrajina so 16,3 miliónmi ton pšenice. Ukrajina tak patrí medzi jedných z najväčších svetových exportérov pšenice a zároveň je domovom pre 25% najúrodnejších pôd sveta. Aktuálne exponovaná situácia v tejto krajine a aj v Rusku tak dokázala významne hýbať svetovými cenami pšenice na trhu. Na burze v Chicagu sa cena za májový kontrakt pohybuje aktuálne a úrovni 8,6 dolára za bušel (približne 27 kg). Na začiatku roku 2022 sa nachádzala cena len v rozmedzí 7,5-8 dolárov za bušel. Medziročne sa však cena pšenice pohla výrazne nahor, vo februári 2021 bola len okolo 6,3 dolára za bušel, čo k súčasnej hodnote znamená nárast až o takmer tretinu. Spolu s problémami s úrodou ovplyvňujú ceny pšenice aj prerušenia logistiky a vysoké náklady na energiu a dopravu. Keďže Rusko je tiež hlavným dodávateľom zemného plynu a hnojív, sankcie by mohli narušiť trhy s pšenicou a prudko zvyšovať ceny aj do budúcna. Výraznejšie si tak celosvetovo priplatíme za pečivo či cestoviny. Slovensko je na trhu s pšenicou viac menej sebestačné pričom podiel pšenice na hrubej rastlinnej produkcii dosahuje v priemere 21,8 % a taktiež podiel pšenice na výmere obilnín dosahuje viac ako 50% a s časom má tendenciu zvyšovania. (pd)

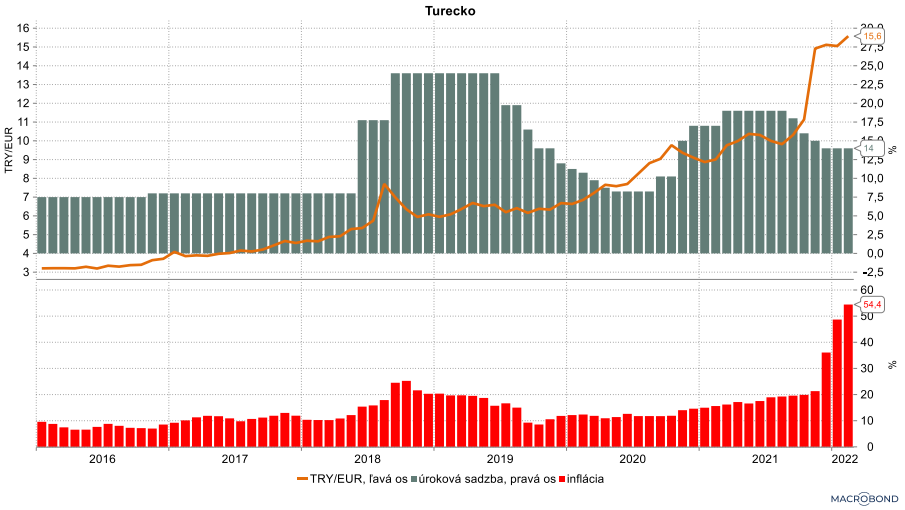


Turecké inflácia prekročila 50%

Turecké spotrebiteľské ceny v súčasnosti podliehajú vyššej cválajúcej inflácii na akú boli zvyknutí. V predošlom období sa rast cien pohyboval niekde v priemere okolo hranice 15-20%, no január 2022 priniesol už 49% a február dokonca až 54,4% pričom je zrejmé, že aj v nasledujúcich mesiacoch bude rast naďalej prudko pokračovať. Vo februári roku 2021 sa inflácia pohybovala „len“ na 17%. Februárová inflácia tak dosiahla dvadsaťročné maximá. Ťahali ju medziročne nahor najmä ceny dopravy – 75%, nábytok a bytové zariadenie so 65 % a potraviny a nealkoholické nápoje so 64 %. Takto vysoké rasty cien sú úzko spojené s neúspešným monetárnym experimentom tureckého prezidenta, ktorý dlhodobo presadzuje lacné úvery. Základná úroková sadzba Turecka sa pohybuje aktuálne na úrovni 14% pričom ešte počas leta bola na 19%. Zároveň s tým ide prudký pokles tureckej líry, ktorej hodnota sa počas uplynulého roka znížila už o viac ako polovicu. Všetky tieto faktory majú výrazný dopad



na bežné turecké obyvateľstvo, ktoré zarába v lírach a s každým dňom si za rovnakú sumu peňazí môže kúpiť stále menej tovarov a služieb. Rovnako tak navyšovania cien energií tlačia na podniky, ktoré musia za plyn či elektrinu platiť stále viac. Turecko doposiaľ presadilo ako odpoveď na vysokú infláciu zníženie daní na základné tovary a dotuje istý objem účtov za elektrinu v snahe zmierniť dopad na domácnosti. Turecká centrálna banka oficiálne očakáva, že na konci roku by sa mala inflácia vrátiť na hodnotu okolo 23% avšak realita bude zdá sa o desiatky percentuálnych bodov vyššie. (pd)

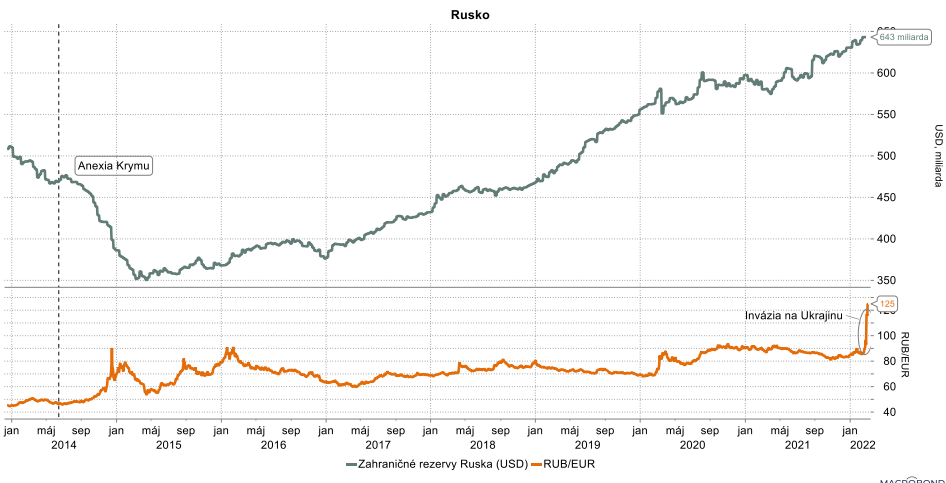


Sankcie a dopady na ruské obyvateľstvo

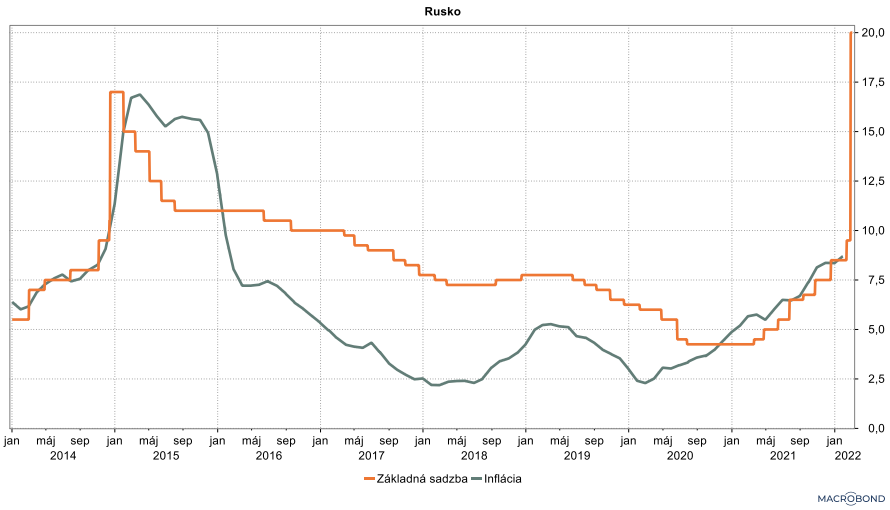
Rekcia západu na útok Ruska na Ukrajinu prišla v podobe podpory Ukrajiny a uvalenia sankcií voči Rusku. Európska únia s USA, Kanadou a ďalšími krajinami sa dohodla cez víkend na odstrihnutí vybraných ruských bánk od medzinárodného medzibankového platobného systému SWIFT, bez ktorého sa nedajú uskutočňovať medzinárodné platby, čo zatiaľ neplatí pre vývoz plynu a ropy z Ruska. Ruský rubeľ sa v pondelok prepadol o tretinu a aktuálne je na hodnote 125 RUB/EUR. Medzitým ruskej centrálnej banke zablokovali prístup k 40 % zahraničných devízových rezerv, v ktorých má aktuálne uložených celkovo 643 mld. USD. Ak sa pripojí Japonsko a medzinárodný menový fond zablokuje sa 56% a ak odpočítame aj ruské zlato, ktoré v dôsledku sankcií nebude možné vymeniť za hotovosť číslo narastie na 77%. Ruská centrálna banka nebude môcť použiť tieto rezervy na nákupy rubľa na trhu, s ktorými by zvýšila jeho hodnotu. Preto ruská centrálna banka zareagovala druhou možnosťou, zvýšením základnej sadzby z 9,5% na 20%. Okrem toho Rusko prikázalo exportérom vymeniť 80% tržieb v tvrdej mene na ruble a obmedzili predaj ruských aktív. Ruský obyvatelia ešte pred začiatkom konfliktu vyberali svoje peniaze z bankových účtov a to hlavne v zahraničných menách. To spôsobilo, že v priebehu týždňa sa doláre a eurá v niektorých bankách stali nedostupnými. V utorok ruský prezident Vladimír Putin vydal dekrét, ktorým zakázal vyvážať z Ruska zahraničné meny v hotovosti v hodnote cez 10 000 USD.

Dopady

Každodenný život nielen politickej elity Ruska či oligarchov, ale aj obyčajných Rusov je už ovplyvňovaný ekonomickými opatreniami, ktoré zaviedlo medzinárodné spoločenstvo v reakcii na inváziu na Ukrajinu. Zatiaľ čo sankcie, ktoré Západ uvalil po anexii Krymu v roku 2014, neboli úplne najúčinnejšie. Spomalili rast ruského hrubého domáceho produktu o 1 % ročne a príjmy Rusov klesli o 11%. Avšak tentoraz sa zdá, že majú okamžitý dopad. Rusom sa pred očami topia ich celoživotné úspory a ich životná úroveň skokovito klesla, čo budú pociťovať minimálne do ukončenia vojny a sankcií. Len niekoľko dní po konflikte vidíme dlhé rady Rusov, ktorí sa snažia vybrať hotovosť z bankomatov v zahraničnej mene. Klesajúci rubeľ tlačí nahor ceny dovozu, ktorý tvorí viac ako polovicu spotrebného koša. Inflácia v Rusku bola citlivou otázkou už pred inváziou na Ukrajinu a dosahovala 8,7 %. V roku 2021 vzrástli ceny potravín o 28 %. Rusko zaviedlo cenové stropy a vývozné clá na niektoré základné potraviny. Nové sankcie vážne ovplyvnia životnú úroveň obyčajných Rusov. Prieskum uskutočnený v júli 2021 zistil, že približne 75 % Rusov

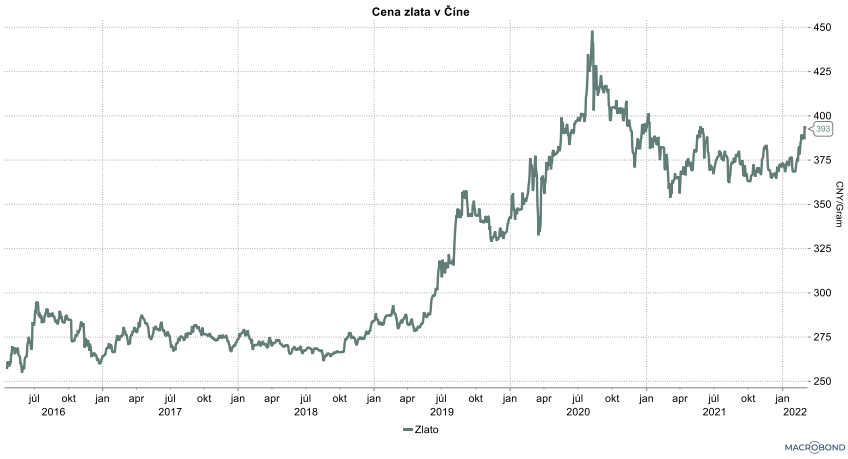


minulo približne polovicu svojho príjmu alebo viac na potraviny, a to ešte pred nedávnym nárastom cien. Sankcie tiež zakazujú vývoz niektorých kľúčových technológií do Ruska. Napríklad Rusko nie je schopné vyrábať najnovšiu generáciu mikročipov pre nedostatok výrobných znalostí. Taiwan, ktorý je zdrojom približne 60 % svetovej produkcie, súhlasil s pripojením sa k sankciám. To znamená, že z ruských obchodov by mohla zmizнúť široká škála tovaru, od smartfónov až po automobily. Podobne asi 66 % liekov sa dováža a zatiaľ nie je známe, či vznikne mechanizmus, ktorý by Rusom umožnil platiť za dovoz liekov. Odpojenie od bankového zúčtovacieho systému SWIFT znamená, že ruskí jednotlivci a podniky nebudú mať prístup k ich cudzím bankovým účtom. Sankcie proti niektorým ruským bankám zahŕňajú ich odrezanie od platobných kariet Visa a Mastercard. Následne aj Apple Pay a Google Pay, prestali fungovať na mnohých platobných miestach, napríklad ľudia si nemôžu cez telefón kúpiť lístok na metro v Moskve alebo majú problémy pri platbách v obchodoch. Mnoho Rusov je zviazaných v Rusku a nemôžu odísť, pretože ak by odišli zo svojej práce nezvládli by splácať hypotéky so zvýšenými sadzbami. Zhoršenie osobnej ekonomickej situácie však môže ovplyvniť to, ako sa Rusi pozerajú na vojnu. V minulosti sa Putin pokúšal preniesť vinu za ekonomickú bolesť na Západ, no je tu šanca, že tentoraz by ho Rusi mohli brať na zodpovednosť. (mv)



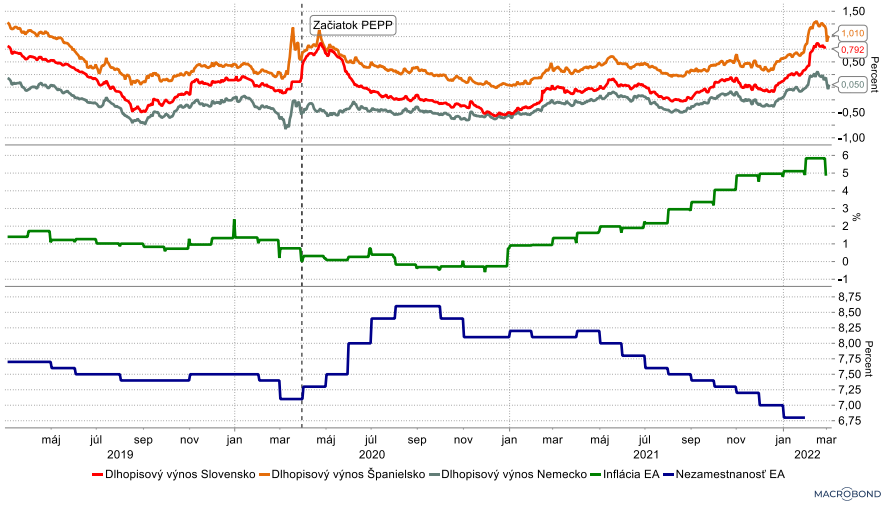
Čínsky trh so zlatom

V roku 2021 medziročný nárast spotreby zlata v Číne zaznamenal silný návrat a to o 56%, čím prekonal spotrebu z roku 2019. Čínsky dopyt po zlate by mal pravdepodobne zostať silný aj v roku 2022, aj napriek obavám z potenciálneho spomalenia hospodárskeho rastu Číny. Podpornými faktormi pre toto tvrdenie môžu byť rastúci záujem o zlaté šperky medzi mladými spotrebiteľmi, väčšia transparentnosť cien a snaha miestnych komerčných bánk predávať produkty fyzického zlata. Dopyt po zlatých šperkoch medziročne vrástol o 63 % a oproti roku 2019 o 6%, a to v dôsledku hospodárskeho oživenia a poklesu ceny zlata z rekordného maxima v roku 2020. Podobne to bolo aj v prípade čínskeho dopytu po zlatých tehličkách a minciach, ktorý medziročne vzrástol o 44% a oproti roku 2019 vzrástol o 35%. Jednou z hlavných hnacích síl rastu tohto sektora bolo zvýšené úsilie miestnych komerčných bánk o predaj fyzického zlata kvôli reštrikciám v ich ďalších obchodoch so zlatom. Ku koncu roka 2021 predstavovala kolektívna držba čínskych zlatých ETF 75 ton (4 miliardy USD). V priebehu roka došlo k čistému prílevu vo výške 15 ton (787 miliónov USD) napriek slabej cene zlata. Čínski investori zrejme začali viac taktizovať pri alokácií zlatých ETF. Napríklad v prvom štvrťroku 2021 sa celková držba čínskych zlatých ETF zvýšila o 12 t, keďže miestna cena zlata klesla o 9 %. A v Q2 zaznamenal mierny odliv 4 tony, keď cena zlata začala rásť. Celkovo miestna cena zlata v roku 2021 klesla o 4 %. Rok 2022 bude pre čínsku ekonomiku pravdepodobne náročným rokom, kvôli predpokladom pomalšieho rastu HDP s kombináciou čínskej nulovej politiky. Dopyt po držbe zlata v roku 2022 môže byť vyšší ako pred pandémiou v čom by možnosť rastu inflácie mohla hrať kľúčovú úlohu. A ak komerčné banky budú aj naďalej uprednostňovať predaj produktov z fyzického zlata, investície do prútov a mincí v Číne by mohli skončiť v roku 2022 tiež vyššie. (mv)



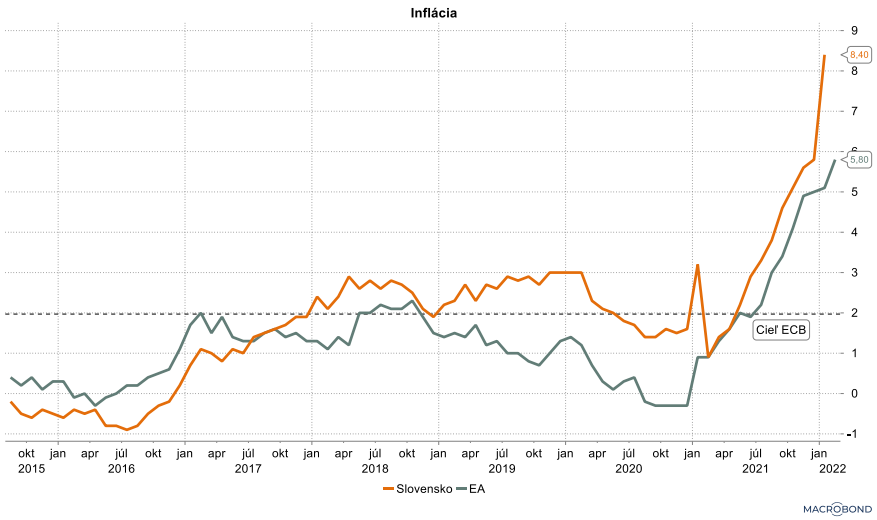
Ukončenie pandemického programu nákupu aktív

Program ECB pre núdzový nákup aktív (PEPP) je neštandardné opatrenie menovej politiky, ktoré sa začalo v marci 2020. PEPP je dočasný program nákupu aktív cenných papierov súkromného a verejného sektora. Rada guvernérov rozhodla o zvýšení počiatočného balíka 750 miliárd EUR pre PEPP o 600 miliárd EUR 4. júna 2020 a o 500 miliárd EUR 10. decembra na novú celkovú sumu 1 850 miliárd EUR. Rada Guvernérov ECB rozhodla o ukončení čistých nákupov v súlade s pôvodným plánom k marcu 2022. PEPP napomohol utlmiť obavy trhov a obmedziť výpadky ekonomickej výkonnosti eurozóny na začiatku pandémie a pomohol zachovať priaznivé podmienky financovania pre firmy a domácnosti. Na začiatku pandémie vzrástla neistota, že inflácia klesne ešte hlbšie pod cieľ ECB, pretože Pandémia výrazne znížila mobilitu, zatvárali sa výrobné prevádzky a aktivita niektorých služieb takmer úplne zamrzla. PEPP pomohol zmierniť dopad pandémie na ekonomickú aktivitu, podporil fungovanie mechanizmov menovej politiky a posunul výhľad inflácie bližšie k cieľu. Už v 3. štvrťroku 2021 sa ekonomická aktivita i zamestnanosť v eurozóne vrátili nad predkrízovú úroveň. Kvôli rizikám, ktoré priniesla pandémia sa zároveň zvýšili výnosy z vládnych dlhopisov, ktoré sa vďaka pružnej reakcii ECB s prínosom PEPP podarilo znížiť, a tým podporiť podmienky pre financovanie širšej ekonomiky. To bolo potrebné, pretože ekonomiky a verejné financie krajín boli rozdielne pripravené na pandémiu a boli ňou aj odlišne zasiahnuté. Výrazne z toho profitovalo aj Slovensko, ktoré patrilo medzi krajiny s najvyšším poklesom rozdielu výnosov vládnych dlhopisov voči Nemecku. (mv)

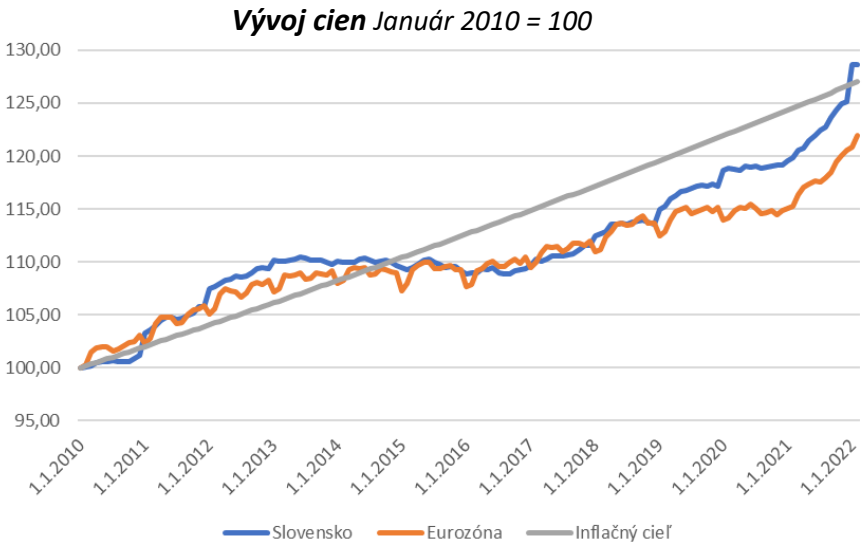


Inflácia na Slovensku

Inflácia vo februári stále pokračuje v raste. Hnacím motorom je stále cena energií, ktoré ju potiahli na nové úrovne, a to 8,4% na Slovensku zo 7,7% v predošlom mesiaci. Miera inflácie v celej eurozóne vzrástla na 5,8 %, čo je najviac od zavedenia eura v roku 1999. Ruská invázia drží ceny energií vysoko a ťahá ceny aj ďalších komodít nahor, čo marí nádeje, že sa rast cien blíži k vrcholu. Predpovede centrálnych bánk o vyvrcholení inflácie začiatkom tohto roka sa nenaplnili. Hlavným dôvodom je už spomínaná invázia Ruska na Ukrajinu a stým spojené rastúce ceny komodít na svetových trhoch a sankcie voči Rusku. Pre slovenských podnikateľov sa stane ruský trh značne nedostupný a Rusko ako exportný trh prestane pre Slovensko prakticky existovať. Celkový vplyv na slovenskú ekonomiku by sa mohol prejaviť v pomalšom hospodárskom oživení a zvýšenej inflácii. Ceny na Slovensku rastú rýchlejšie ako vo väčšine menovej únie, NBS však na to nemá ako reagovať, keďže menovú politiku v eurozóne určuje ECB. Navyše, za zvýšenú infláciu sú skoro z dvoch tretín zodpovedné zahraničné faktory. Skomplikované dodávateľsko-odberateľské vzťahy, ropa typu Brent je nad 100 USD za barel a vysoká cena poľnohospodárskych komodít. Situácia je aktuálne veľmi nevyspytateľná a veľa bude závisieť od vývoja v Ukrajinsko-Ruskom konflikte. Avšak momentálne treba rátať s tým, že namiesto predpokladaného spomalenia sa inflácia naopak zrýchli. Pozreli sme sa aj na celkový vývoj cien, v ktorom sme porovnali vývoj ceny v prípade, že in-



flácia by bola po celý čas na úrovni inflačného cieľa s vývojom ceny pri reálnej inflácií od roku 2010. Na grafe môžeme vidieť, že ak by sme sa držali na úrovni inflačného cieľa ceny by od roku 2010 stúpli o 26,8%. Na Slovensku sme už túto hranicu prekonali, avšak Eurozóna je stále nižšie. Z dlhodobého hľadiska by sme sa mali držať čo najbližšie k tejto krivke pre zdravý vývoj ekonomiky. (mv)



Štruktúra rezerv ruskej centrálnej banky

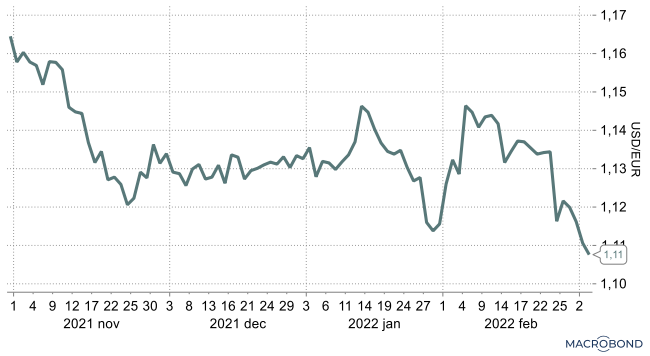
Posledné údaje o štruktúre a geografickom rozložení zahraničných rezerv ruskej centrálnej banky boli zverejnené 30.6.2021. Súčasná hodnota ruských zahraničných rezerv je 643 miliárd USD. Viac ako tri štvrtiny rezerv ruskej centrálnej banky tvoria aktíva v cudzej mene. Približne polovicu z toho tvoria cenné papiere v cudzej mene, ako sú štátne dlhopisy, ktoré nikdy neopustia krajinu, v ktorej boli vydané. Približne 25% je naviazaných na zahraničné národné banky, súkromné zahraničné banky, Banku pre medzinárodné platby a MMF. 21,7% rezerv je držaných v zlate a okrem toho existujú ďalšie malé sumy v rezervných aktívach MMF a cenných papieroch s reverzným repo obchodom, ktoré Rusko predalo, ale sú zazmluvnené na odkúpenie späť. V minulom roku najväčší podiel na rezervách malo samotné Rusko, ktoré drží 21,7% rezerv v zlate. 13,8% z celkových rezerv Ruska sa nachádzalo v Číne držaných v čínskej mene Yuan. Celkové rezervy držané v eurách dosahovali približne 32%. Umiestnenie ďalších 10 % rezerv správa Ruskej centrálnej banky neuvádza, pričom 5% vlastnia medzinárodné finančné inštitúcie. Po dedolarizácii ruských rezerv v posledných rokoch tvorili dolárové aktíva len asi 16% ruských rezerv. USA držali v minulom roku len 6,6% ruských rezerv, pričom ostatné dolárové rezervy boli mimo USA. V Japonsku je uložených 10% ruských rezerv. Japonsko v pondelok oznámilo, že tiež koordinuje s G7 sankcie voči ruskej centrálnej banke. S postupujúcimi sankciami na Centrálnu banku Ruska to znamená, že Rusku by pravdepodobne zostala v správe približne jedna tretina svojich súčasných rezerv a to prostredníctvom domáceho zlata a čínskych yuanov. (mv)

Rezervy ruskej centrálnej banky podľa lokality	
Rusko	*21,7%*
Čína	*13,8%*
Francúzsko	*12,2%*
Japonsko	*10,0%*
Nemecko	*9,5%*
USA	*6,6%*
Medzinárodné inštitúcie	*5,0%*
Veľká Británia	*4,5%*

Podiel rezerv poľa typu/meny	
Zlato	*21,70%*
Euro	*32,30%*
Ostatné	*16,50%*
USD	*16,40%*
Yuan	*13,10%*

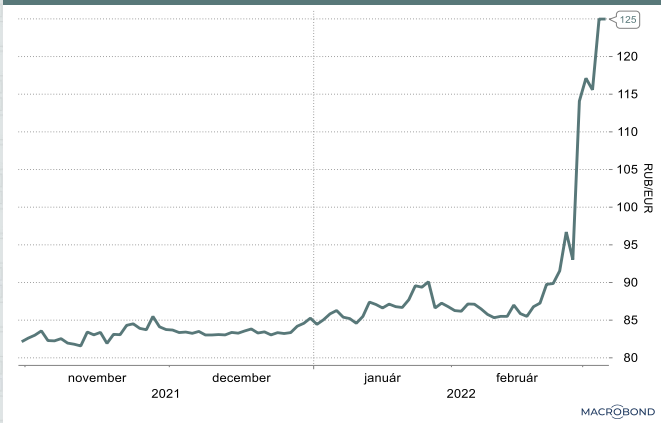
AKTUÁLNY VÝVOJ NA TRHOCH

EUR/USD

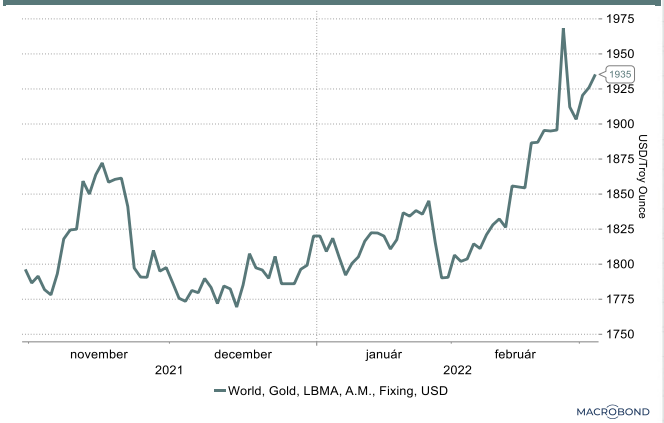


EUR/CZK

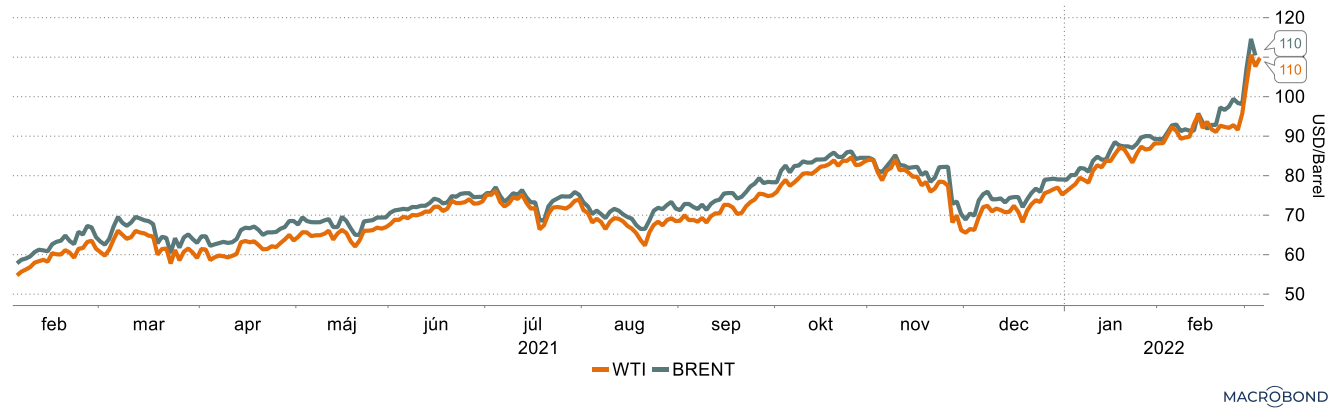
EUR/RUB



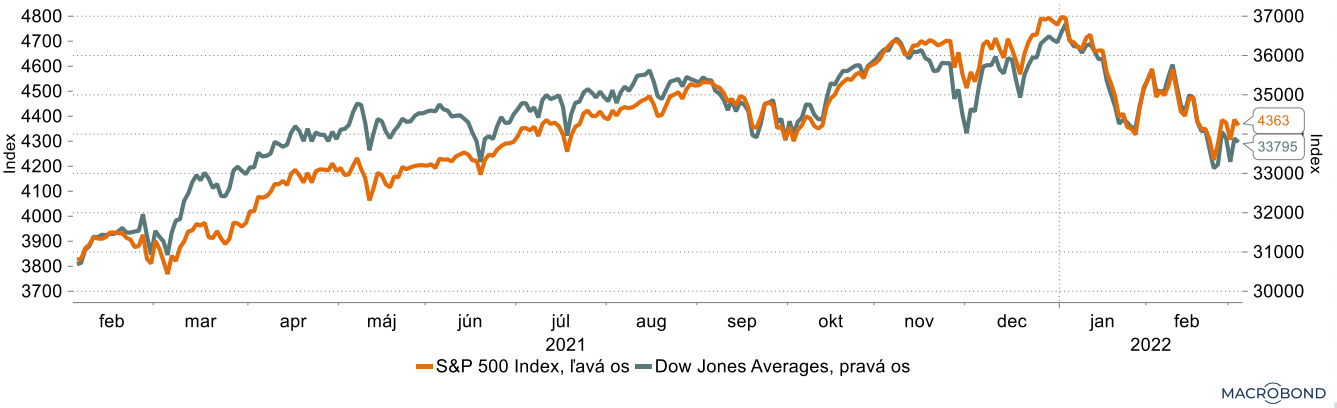
ZLATO



ROPA



INDEXY



SPRÁVA, KTORÁ NÁS ZAUJALA

Výber spoločností, ktoré pozastavili dodávky na ruský trh

- *Beyond Petroleum*
- *Shell*
- *Equinor*
- *ExxonMobil*
- *Maersk*
- *Apple*
- *Microsoft*
- *BMW*
- *Boeing*
- *Airbus*
- *Youtube*
- *H&M*
- *Expedia*
- *Warner Bros*
- *Adidas*
- *Daimler*
- *Spotify*
- *Disney*
- *General Motors*
- *Volkswagen*
- *Meta*
- *Google*
- *Twitter*
- *Mastercard*
- *Visa*
- *Netflix*
- *Aston Martin*
- *Lufthansa*
- *AerCap Holdings*
- *Ford*
- *Volvo*
- *Honda*
- *Jaguar Land Rover*
- *Harley-Davidson*

Tento dokument je publikovaný pre spoločnosti skupiny BENCONT , a môže byť reprodukovaný a ďalej šírený len s jej písomným súhlasom. Informácie v tomto dokumente boli získané z externých zdrojov, ktoré boli spoločnosťou považované za spoľahlivé.

Analytici:
Prozbík Jozef
prozbik@bencont.sk
Nebesník Martin
nebesnik@bencont.sk
Bruchánik Rudolf
bruchanik@bencont.sk
Vražda Ján
vrazda@bencont.sk

Junior analytici:
Ďurišková Petra
Maslan Martin
Vražda Martin
Huňorová Júlia

Vajnorská 100/A
831 04 Bratislava
www.bencont.sk

BENCONT INVESTMENTS BENCONT GROUP BENCONT DEVELOPMENT