



Autor: Aquir | Zdroj: Getty Images/iStockphoto

VPLYV SANKCIÍ NA RUSKO

Ruská federácia pod vplyvom sankcií príde o veľkú časť svojich príjmov. Obmedzenie exportu komodít a odchod viacerých nadnárodných spoločností zhorší financovanie prebiehajúceho konfliktu a zároveň aj fungovanie celého národného hospodárstva.

Rusko ako exportér

Hlavným zdrojom príjmov ruskej federácie sú najmä príjmy z exportu energetických komodít – zemného plynu a ropy. Ruská federácia ročne vyvezie plyn v objeme 194 miliárd m³ a ropy v objeme 1,74 miliárd barelov. Až 50% celkového exportu tvoria iba plyn a ropa. Okrem toho Rusko exportuje aj širokú škálu priemyselných kovov (nikel, hliník, kobalt, meď) a agrokomodít (jačmeň, ovos, pšenica). Export komodít je v Rusku momentálne pod tlakom sankcií výrazne oslabený. HDP Ruska za rok 2021 bolo na úrovni 1,49 bilióna USD v stálych cenách. Európa je závislá na dodávkach plynu z Ruska, ale rovnako sa dá povedať, že je Rusko závislé na exporte do Európy. Európa je dlhodobo dôležitým odbytiskom najmä pre plyn. Napríklad až 94% exportu

zemného plynu putuje z Ruska do Európy. To za rok 2021 predstavovalo objem 182,2 miliárd m³. Spotreba zemného plynu v Európe bola v roku 2021 na úrovni 400 miliárd m³ a teda ruský plyn tvoril 45% minuloročnej spotreby v Európe. Na jednej strane je samozrejme silná závislosť Európskeho kontinentu na ruskom plyne, ale na druhej strane ide aj o závislosť Ruska na odbyte plynu do Európy. Najviac postihnuté zníženým ruským odbytom sú najmä krajiny východnej Európy a Nemecko. Pre Európu je alternatívou najmä LNG dovážané z USA a Kataru. Rovnako sa pracuje na budovaní LNG prístavov, ktoré zvýšia kapacitu možného importu LNG a dokážu nahradiť dodávky plynu z Ruska. Dodávky plynu sú obmedzované priamo z ruskej strany a momentálne tečie plynovo-

V tomto čísle:

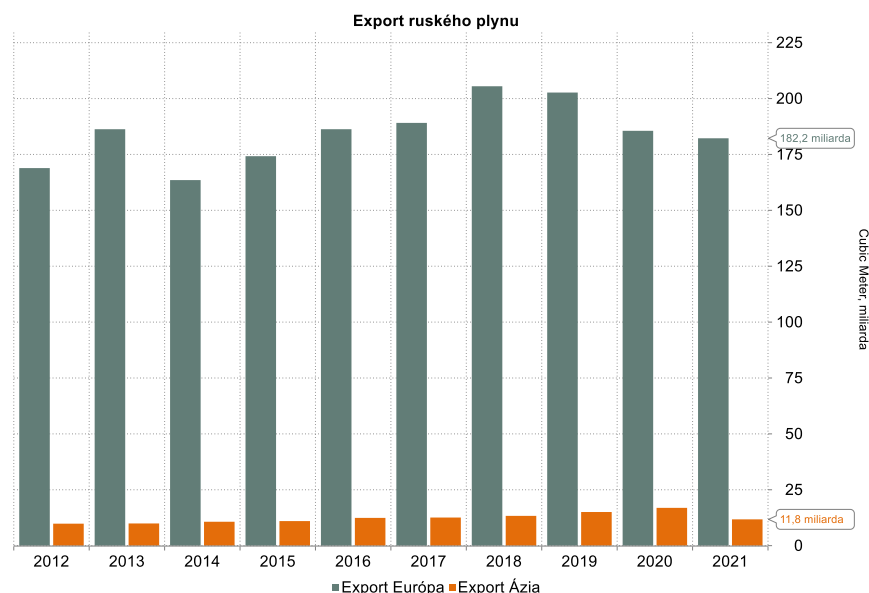
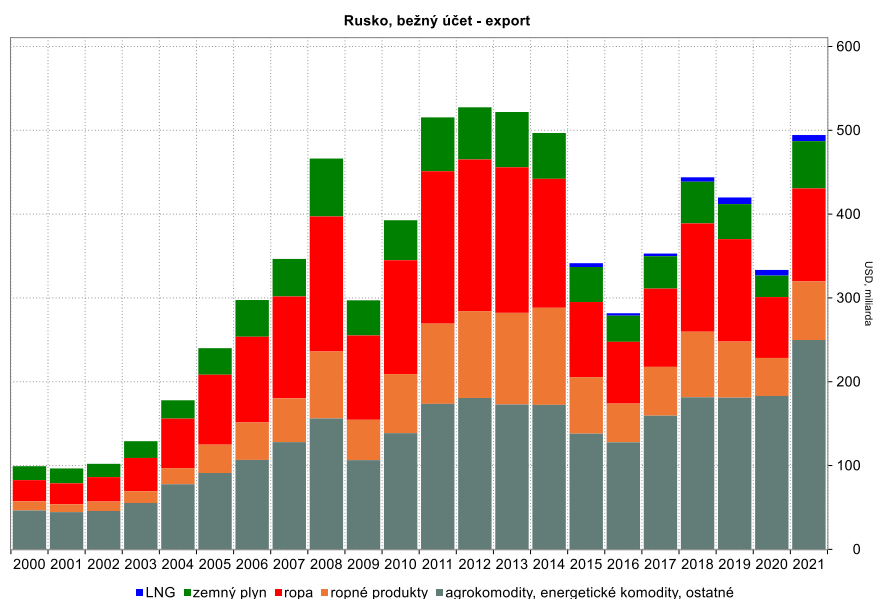
- EÚ dosiahla dohodu o šetrení plynom
- Ekonomická nálada v SR klesá
- Bojkot hypoték v Číne
- Objemy nových úverov na bývanie na Slovensku
- Tlaky na talianskom dlhopisovom trhu
- Americký trh práce spomaľuje
- Bilancia nemeckého obchodu
- V EÚ klesá nezamestnanosť, no aj maloobchod
- Turecká inflácia stále stúpa

dom Nord Stream 1 plyn v objeme 20% kapacity plynovodu, čo predstavuje objem na úrovni 346 tisíc MWh. Ak sa do konca roka dodávky plynu nezmenia, tak iba plynovodom Nord Stream 1 sa do Európy dostane o 37% menej plynu, ako to bolo pred rokom. Veľké výpadky exportu plynu môže na nejakú dobu pokryť vysoká cena plynu - tá sa po ruskej invázii a obmedzovaní dodávok vyšplhala k hodnotám na úrovni 200 EUR/MWh. Pri aktuálnych cenách a pri obmedzenej kapacite dodávok, sa cena plynu dodaného plynovodom Nord Stream 1 pohybuje na úrovni 69 miliónov EUR denne. Pri plnej kapacite dodávok a dnešnej cene by sa hodnota plynu pohybovala na úrovni 348 miliónov EUR denne. Ide však iba o odhad, nakoľko futures kontrakty na plyn sa ešte stále obchodujú za

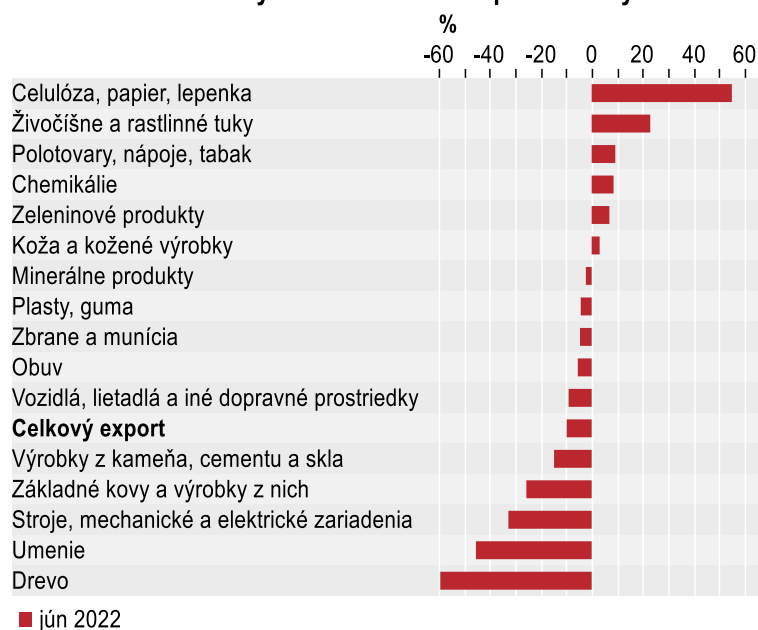
nižšie ceny. Každopádne vyššia cena aj naďalej spôsobuje rast príjmov, ktorý môžeme sledovať na príjmoch do štátneho rozpočtu Ruska. Príjmy z exportu ropy a plynu sa za prvý polrok 2022 dostali na hodnotu 118 miliárd USD, čo sa blíži k úrovni celoročných príjmov za rok 2021, ktoré boli na úrovni 122 miliárd USD. Objem exportovaného plynu bol v porovnaní s druhým kvartálom minulého roka o 35% nižší. Príjmy z exportu plynu budú aj napriek obmedzeným dodávkam rásť. Ak bude za rok 2022 priemerná cena plynu 100EUR/MWh, príjem Ruska aj pri obmedzených dodávkach sa zvýši 2,2-násobne. Ak sa dodávky opäť obnovia na plnú kapacitu, príjmy porastú 4-násobne. Európa je lepšie nastavená na presun importu z iného trhu a LNG dokáže v priebehu pár rokov nahradiť ruský plyn. Rusko má kvôli zastaranej infraštruktúre obmedzený odbyt plynu na najbližší ázijský trh, nakoľko tam má funkčných len niekoľko málo plynovodov.

Rusko ako importér

Čínsky export do Ruska ešte koncom roka 2021 dosiahol úrovne 8 miliárd USD mesačne, ale po invázii sa v apríli 2022 sa prepadol o viac ako polovicu na 3,8 miliardy USD. Údaje z júna 2022 však hovoria o zvýšení exportu do Ruska na hodnotu 5 miliárd USD, čo nám môže prezrádzať, že Rusko a Čína sú napriek vojnovnej situácii stále silnými obchodnými partnermi. Čo je dôležité spomenúť je fakt, že Čína je pre Rusko najdôležitejší obchodný partner a po sankciách uvalených zo strany EÚ a USA sa dôležitosť Číny pre Rusko v rámci zahraničného obchodu ešte zosilnila. Sankcie uvalené na import do Ruska negatívne ovplyvňujú chod ruskej ekonomiky. Do Ruska je nemožné importovať špičkové technológie, stroje a dopravné zariadenia, technológie a služby energetického priemyslu, ale aj rôzne luxusné tovary. Niektoré výrobné odvetvia sú od importu závislé a sankcie výrazne ovplyvňujú racionálne fungovanie trhov.



Medziročný rozdiel ruského importu z Číny



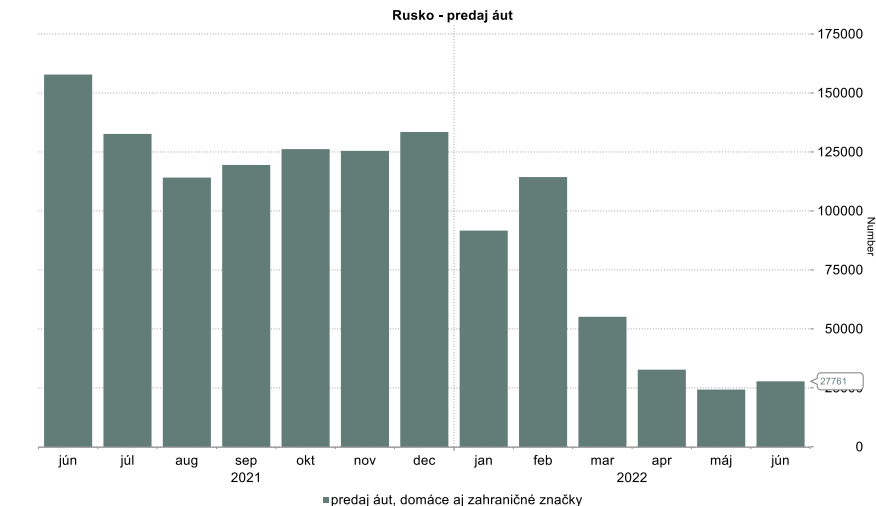
V Rusku vzniká mnoho šedých zón a čiernych trhov, kde sa dá obchodovať aj tovarom, ktorý by bol inak nedostupný. To nám hovorí, že napriek sankciám môže Rusko naďalej fungovať aj keď v obmedzenom režime.

Zahraničný obchod

Z údajov o zahraničnom obchode poskytnutých ruskou centrálnou bankou vyplýva, že Ruská federácia za prvé dva kvartály v roku 2022 dosiahla najvyšší prebytok na bežnom účte obchodnej bilancie. Prebytok za druhý kvartál 2022 bol na úrovni 70,1 miliárd USD, čo je štvornásobne viac v porovnaní s druhým kvartálom minulého roka, kedy prebytok dosiahol 17,3 miliárd USD. Už spomínané ceny ropy a plynu najviac prispeli k tvoreniu takýchto prebytkov. Percentuálne sa medziročne v druhom kvartáli zvýšil ruský export o 19,7% a import znížil o 22%. Takéto pomyselné roztváranie nožníc spôsobilo rekordné prebytky. Znížené dodávky plynu do Európy čiastočne vykrýval export do Číny a sankcie na ropu zo strany EÚ taktiež vykrýva zvýšený export do Číny a Indie. Znížený bol najmä import z EÚ, USA, Japonska a ostatných krajín, ktoré uvalili na Rusko sankcie.

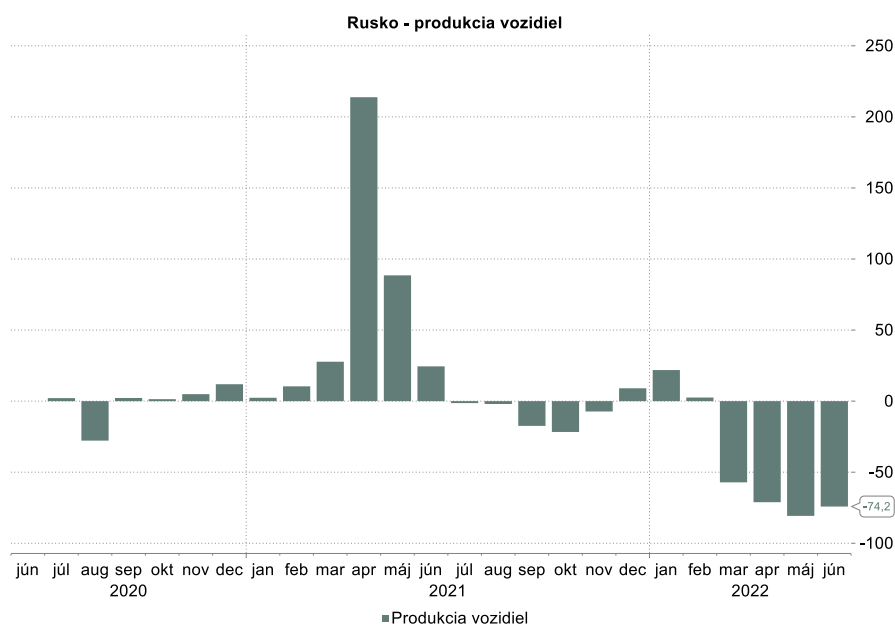
Spotreba, produkcia a podnikanie

Obmedzenie importu vyvíja tlak na



domácich producentov, ktorým sa v tomto prípade nedarí nájsť alternatívne zdroje pre vstupy do výroby. To obmedzuje produkciu na strane výrobcov a následne aj spotrebu na strane kupujúcich. Okrem sankcií zo strany samotných štátov odsudzujúcich agresiu voči Ukrajine sa k slovu prihlásili aj viaceré nadnárodné korporácie pôsobiace v Rusku a hromadne začali opúšťať krajinu. Dnes je na zozname už viac ako 1000 spoločností, ktoré opustili svoje podnikanie v Rusku. Univerzita Yale v jej analýze odhaduje, že ruské príjmy z týchto spoločností, presahujú hodnotu 600 miliárd USD. Táto suma predstavuje 40% ruského HDP. Odchod týchto spoločností by ešte nemusel znamenať taký veľký prepád, ale táto situácia so sebou prináša aj masívny brain-

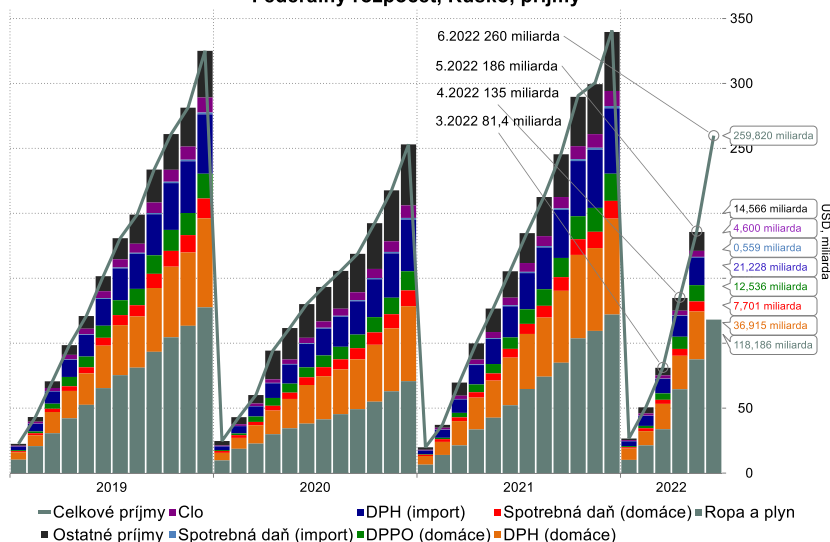
drain. Viac ako 500 tisíc Rusov už odišlo z krajiny a z nich viac ako 50% bolo vysokoškolsky vzdelaných. Zároveň krajinu opustilo cez 15 tisíc veľmi bohatých obyvateľov, čo predstavuje až 20% všetkých veľmi bohatých ruských občanov. Investície, ktoré tieto nadnárodné spoločnosti v Rusku vytvorili by sa ešte dali využívať aj pod vedením ruského manažmentu, ale chýbajúci know-how a celková ekonomická situácia by ich fungovanie ťahalo skôr do strát ako do ziskov. Znížená ruská spotreba je dobre vidieť na grafe predaja automobilov v Rusku. Ten medziročne v júni klesol už o 82%. Na strane výrobcov tiež dochádza k silnejšiemu obmedzeniu produkcie automobilov. V Rusku však automobilový priemysel tvorí iba 1,2% celkového domáceho produktu, ale dokáže nám povedať o problémoch, ktoré spôsobuje nedostatočný import materiálov a taktiež o ťažkom nahrádzaní tohto importu z alternatívnych domácich zdrojov. Rovnako ako predaj automobilov aj ich produkcia je v Rusku v hlbokom prepade. Produkcia všetkých typov vozidiel sa znížila o 74%. Domnievame sa, že za to takisto môže obmedzený import, nakoľko mnoho komponentov potrebných v automobilovom priemysle je dovážaných zo zahraničia.



Monetárna a fiškálna politika pri financovaní vojny

Na porozumenie ekonomickej situácie v Rusku, je potrebné sledovať, ako a kde prúdia peniaze. Po uvalení sankcií a odchode mnohých nadnárodných spoločností z Ruska sa očakávalo so skorým bankrotom celej krajiny. Sankcie sú však nástrojom, ktorý nespôsobuje rýchly ekonomický kolaps, ale skôr majú za úlohu dlhodobo pôsobiť a štrukturálne oslabovať ekonomiku. Nie všetky sankcie však fungujú na 100% a často vznikajú rôzne šedé zóny a čierne trhy. Napriek tomu môžeme konštatovať, že sankcie majú silný dopad na štruktúru ruskej ekonomiky. Ruská ekonomika vynakladá mnoho zdrojov na financovanie samotnej vojny, a okrem toho aj na sociálny zmier pre poškodených ruských obyvateľov. Kvôli sankciám trpia najmä obyčajní ruskí občania zo strednej alebo nižšej vrstvy. Bohatí občania Rusko buď opustili alebo majú dostatok zdrojov na prežitie týchto ťažkých časov. Monetárna a fiškálna politika vedená Kremľom, je z hľadiska nasledujúcich pár rokov neudržateľná. Nedostupné dáta o zahraničnom obchode a príjmoch z exportu ropy a plynu nám zhoršujú analýzu ruských verejných financií, ale na základe dostupných údajov o štátnom rozpočte a niektorých údajov z centrálnej banky si môžeme priblížiť, ako by mohlo vyzeráť ruské hospodárstvo počas vojnového konfliktu. Od začiatku invázie dosahuje Ruská federácia rozpočtový prebytok a príjmy stúpajú najmä kvôli vysokým cenám plynu a ropy. Od marca do júna predstavoval prebytok štátneho rozpočtu 78,8 miliárd USD. Do budúcnosti sa však očakáva s rapídnejším poklesom príjmov do štátnej pokladnice, hlavne z dôvodu embarga na ruskú ropu a odchodu mnohých nadnárodných spoločností, ktoré znížia daňové príjmy. Príjmy Ruska za jún 2022 už dosiahli 259,8 miliárd USD, čo predstavuje už 76% celoročných príjmov minulého roka. Export ropy a plynu za rok 2021 dosiahol úroveň 244,7 miliárd USD. V štátnej pokladnici za rok 2021 bol príjem z exportu ropy a plynu na úrovni 122,1 miliárd USD, čo je 50% z celkovej hodnoty exportu týchto komodít. Vojenský analytik a profesor Lawrence Friedman odhaduje, že vojenský konflikt,

Federálny rozpočet, Rusko, príjmy

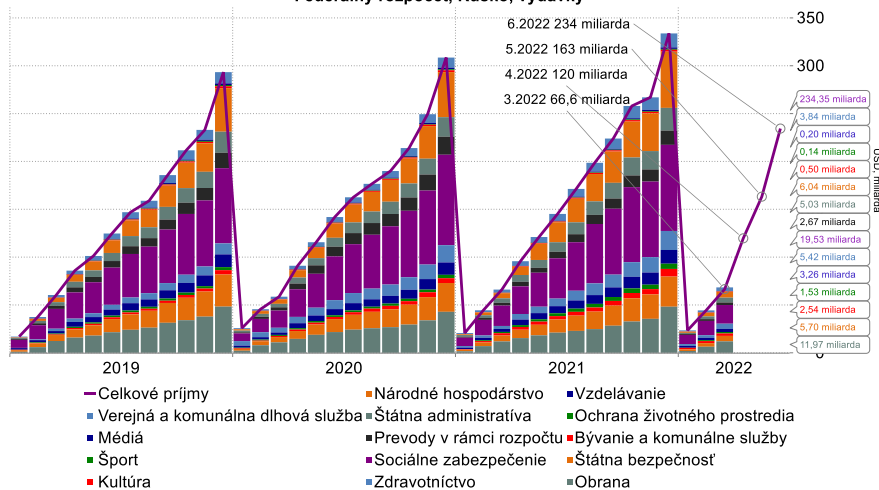


MACROBOND

ktorý momentálne trvá 160 dní, stojí rusov 1 miliardu USD denne. Doposiaľ by teda z prebytkov rozpočtu dokázalo Rusko financovať takmer polovicu doterajšieho konfliktu. Z analýzy univerzity Yale tak tiež vyplýva, že situácia v nasledujúcich mesiacoch sa pre štátny rozpočet vyvíja skôr negatívnym smerom, nakoľko konflikt pretrváva a Kremľ taktiež pristúpil na zvýšenie výdavkov fiškálnym stimulom. Federálna vláda sa tak na základe zvýšených dávok snaží dosiahnuť sociálny zmier a zamedziť odchodu ruských obyvateľov z krajiny. Fiškálny stimul zo strany Kremľa obsahuje dotácie na splátky pôžičiek pre firmy, transferové platby pre priemysel ovplyvnený vojnou, dotácie na hypotéky a asistenciu pri splácaní, zvýšené dávky pre rodiny, tehotné ženy, dôchodcov, štátnych pracovníkov, armádu a štátnych zamestnancov. Okrem toho sa vláda rozhodla dotovať budúce deficity výbermi zo štátneho rezervného fondu a podporiť tak vládne výdavky. Štátny rezervný fond slúži najmä na pokrytie neočakávaných výdavkov a sú v ňom nakumulované rezervy v hodnote 211 miliárd USD a od apríla do júna 2022 jeho zdroje vzrástli o 36%. Financie z rezervného fondu tak môžu pokrývať nadchádzajúci deficit štátneho rozpočtu a prípadne aj financovať pokračovanie konfliktu. Nedo-

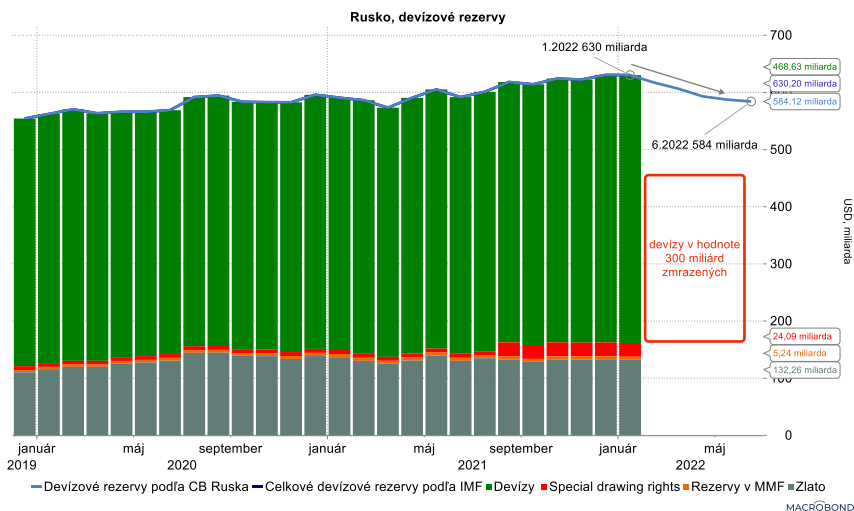
ktorý momentálne trvá 160 dní, stojí rusov 1 miliardu USD denne. Doposiaľ by teda z prebytkov rozpočtu dokázalo Rusko financovať takmer polovicu doterajšieho konfliktu. Z analýzy univerzity Yale tak tiež vyplýva, že situácia v nasledujúcich mesiacoch sa pre štátny rozpočet vyvíja skôr negatívnym smerom, nakoľko konflikt pretrváva a Kremľ taktiež pristúpil na zvýšenie výdavkov fiškálnym stimulom. Federálna vláda sa tak na základe zvýšených dávok snaží dosiahnuť sociálny zmier a zamedziť odchodu ruských obyvateľov z krajiny. Fiškálny stimul zo strany Kremľa obsahuje dotácie na splátky pôžičiek pre firmy, transferové platby pre priemysel ovplyvnený vojnou, dotácie na hypotéky a asistenciu pri splácaní, zvýšené dávky pre rodiny, tehotné ženy, dôchodcov, štátnych pracovníkov, armádu a štátnych zamestnancov. Okrem toho sa vláda rozhodla dotovať budúce deficity výbermi zo štátneho rezervného fondu a podporiť tak vládne výdavky. Štátny rezervný fond slúži najmä na pokrytie neočakávaných výdavkov a sú v ňom nakumulované rezervy v hodnote 211 miliárd USD a od apríla do júna 2022 jeho zdroje vzrástli o 36%. Financie z rezervného fondu tak môžu pokrývať nadchádzajúci deficit štátneho rozpočtu a prípadne aj financovať pokračovanie konfliktu. Nedo-

Federálny rozpočet, Rusko, výdavky



MACROBOND

kážeme presne kvantifikovať v akom množstve a kam prúdia v Rusku peniaze, ale môžeme sa domnievať, že fiškálne stimuly, ktoré boli zavedené od začiatku invázie vyvíjajú tlak na štátne výdavky. Okrem silných fiškálnych stimulov Kreml vedie aj vysoko reštriktívnu monetárnu politiku, ktorá je ale pod silným vplyvom západných sankcií. Hlavný pilier propagandy o funkčnej ruskej ekonomike je postavený na momentálne silnej domácej mene rubľ. Tento graf nám však nevypovedá o situácii v ruskej ekonomike, nakoľko takto silný kurz je udržiavaný reštriktívnymi menovými opatreniami. Kurz rubľa po začiatku invázie prudko oslaboval, po čom Kreml vyhlásil súbor prísnych opatrení na posilnenie kurzu rubľa. Išlo o zákaz akejkoľvek konverzie rubľov na doláre, zákaz posilať peniaze na zahraničné bankové účty, pozastavenie výberov hotovosti z dolárových účtov. Prísne opatrenia sa týkali aj exportérov, ktorí museli 80% finančných zdrojov držaných v cudzích menách premeniť na ruble a medzinárodné spoločnosti museli dlhy denominované v zahraničných menách platiť v rubľoch. Účelové operácie centrálnej banky a silné reštrikcie posilňujú rubľ, ale jeho využitie na zahraničných trhoch je značne obmedzené, čo znižuje jeho hodnotu. Podľa výmenného kurzu sa môžeme domnievať, že je rubľ silný, ale reálne to tak nie je. Stav devízových rezerv ruskej centrálnej banky nám takisto môže povedať viac o smerovaní krajiny k ekonomickému spomaľovaniu.

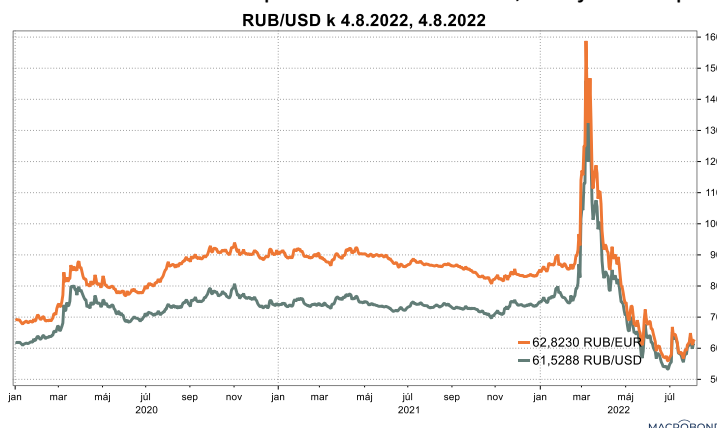


Ruská federácia v júni 2022 devízovými rezervami v hodnote 584,12 miliárd USD, čo predstavuje pokles o 46 miliárd USD od začiatku roka. Odhaduje sa, že za júl 2022 sa rezervy znížili o ďalších približne 29 miliárd USD na 555 miliárd EUR, čiže od začiatku roka poklesli ruské devízové rezervy o 75 miliárd USD. Okrem toho, že môžeme pozorovať pokles zahraničných rezerv ruskej centrálnej banky, je potrebné spomenúť, že sankcií boli zmrazené devízové rezervy za približne 300 miliárd USD. Do úvahy teda môžeme brať iba zdroje v hodnote približne 255 miliárd EUR, z ktorých 52% tvorí zlato a zvyšok tvoria najmä čínske yuany a rezervy v MMF. Samotná štruktúra ruských devízových rezerv môže byť veľmi problematická, nakoľko ak budú chcieť na ďalšie financovanie použiť tieto zdroje, ich výsledná hodnota by mohla byť nižšia, ako sa reálne uvádza. Rusi nemajú na výber mnoho obchodných partnerov, a ak by sa snažili predávať napríklad zásoby zlata, s najväčšou pravdepodobnosťou by museli predaj uskutočniť za nižšiu, ako trhovú cenu.

Záver

Rusko tak bude mať pri ďalšom financovaní svojho vo-

jenského úsilia a zároveň aj bežného fungovania ekonomiky značne obmedzené zdroje. Embargo na ropu, zníženie dodávok plynu, sankcie na zahraničný obchod znížia príjmy a pri rastúcich výdavkoch sa Ruský rozpočet dostane do deficitu. Kľúčový je naďalej export plynu a ropy. Rusko naďalej ťaží z rastúcich cien energetických komodít, ale exportované objemy sú na poklese. Kompletne odstavenie exportu iba plynu a ropy by v roku 2021 spôsobilo pokles celkového exportu o 50% v roku 2022 by tento pomer kvôli rastúcim cenám bol ešte vyšší. Napriek tomu však dáta ukazujú, že Rusko môže naďalej pokračovať vo financovaní vojny aj pri rastúcom tlaku na verejné financie. Ak štátny rozpočet príde o časť príjmov z plynu a ropy, ktoré do polovice roka 2022 dosiahli úroveň 118 miliárd EUR a časť daňových príjmov odchádzajúcich spoločnosťami, deficit by mohol dosiahnuť desiatky miliárd USD. Stimuly a agresívne monetárne opatrenia v kombinácii so sankciami tak skôr či neskôr privedú Rusko do ekonomického ochladenia a ďalej do recesie, ktorá v kombinácii s vysokou infláciou spôsobí stagfláciu. O osude Ruskej federácie bude rozhodovať aj situácia na vojnovom fronte a ako dlho sa Ukrajina dokáže proti ruskej agresii brániť. (zl)

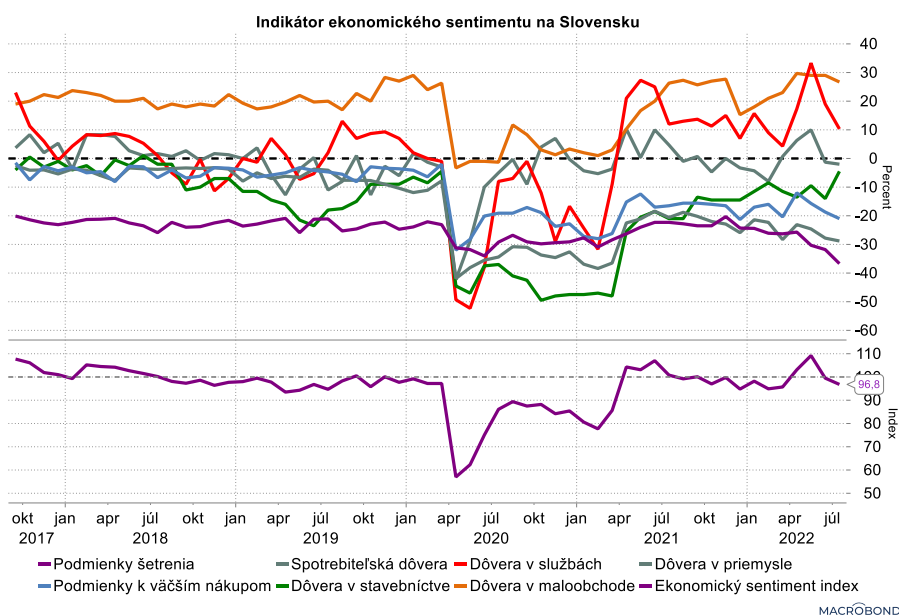


Ekonomická nálada na Slovensku klesá

Indikátor ekonomického sentimentu na Slovensku v júli klesol z júnových 99,5b na 96,8b. V máji ešte index ukazoval hodnoty 109,2b. Indikátory dôvery klesali vo všetkých odvetviach okrem stavebníctva. Indikátor dôvery je vyjadrenie prieskumu medzi podnikateľmi pôsobiacimi v danom sektore. Ich odpovede majú číselné vyjadrenie, pričom najviac pozitívne očakávanie má hodnotu 100, a najviac negatívne očakávanie má hodnotu -100. Celková dôvera, ktorá je nad 0 teda ukazuje, že v priemere odvetvie očakáva zlepšenie a hodnota pod 0 naopak zhoršenie. Kladné hodnoty momentálne vykazujú len 2 z 5 odvetví, a to maloobchod a služby. V maloobchode je dôvera až na hodnote 26,7b. Vyššia dôvera v týchto odvetviach pravdepodobne ukazuje na to, že podnikatelia už neočakávajú ďalšiu vlnu covidových opatrení, ktoré zasahovali najvýraznejšie práve tieto odvetvia. Momentálne je udalosťou, ktorá zrejme najviac znižuje dôveru v ekonomike neistota ohľadom komodít a ich výrazný rast cien. Tieto aspekty však práve na služby a maloobchod nevlývajú tak výraz-

ne ako na iné odvetvia. Najnižšiu dôveru majú spotrebiteľia, keď ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery klesol už na -28,8. Dôvera v stavebníctve a priemysle sa pohybuje tesne pod 0. Spotrebiteľská dôvera je však vo všeobecnosti negatívnejšia ako dôvera podnikateľov. Za jej ďalším poklesom je najmä vysoká inflácia, ktorá nielen znižuje ich kúpnu silu, ale aj požíra reálnu hodnotu ich úspor. Pri detailnejšom pohľade na sentiment spotrebiteľov môžeme vidieť naprí-

klad znižovanie očakávanej inflácie. Jej očakávanie je najnižšie od januára. Podmienky pre veľké nákupy a sporenie sú však na tohtoročnom minime. Rovnako negatívne sa spotrebiteľia pozerajú na nákup auta alebo domu. Na tieto nákupy sa však spotrebiteľia pozerajú negatívne v podstate nepretržite. Mierny pokles inflačných očakávaní môže však byť pozitívnym impulzom, keďže inflačné očakávania sú často práve jedným z hlavných dôvodov inflácie.(mm)



EÚ dosiahla dohodu o šetrení plynom

Členské štáty Európskej únie uzavreli dohodu o šetrení plynom. Dohoda je zatiaľ dobrovoľná a hovorí o znížení spotreby plynu o 15% do marca 2023. Hodnota z ktorej by sa 15% úspora počítala bola nastavená ako priemer spotreby plynu v posledných 5 rokoch. S dohodou súhlasili všetky členské krajiny EÚ okrem Maďarska. Dohoda sa môže stať aj povinnou, a to v prípade, že aspoň 5 štátov o to požiada po dosiahnutí kritických problémov s plynom v krajine. Túto žiadosť následne bude musieť schváliť európska rada. Avšak aj v prípade, že by sa táto dohoda stala povinnou, niektoré štáty vrátane Slovenska dostali výnimky. Zníženie spotreby

by sa napríklad nemalo vôbec týkať ostrovných krajín, ktoré nie sú priamo naviazané na európsku sieť plynovodov (Cyprus, Malta, Írsko). A rovnako Pobaltských krajín v prípade, že by ich Rusko odpojilo od elektrickej energie. Zároveň táto úspora nie je stanovená pre kritickú infraštruktúru a priemysel, a tiež pre štáty, ktoré naplnili svoje zásobníky na viac ako 80%. Špeciálnu výnimku má aj Slovensko. Slovensko bude môcť spotrebovať aj viac plynu ako doteraz. Podmienka šetriť sa totiž nebude týkať priemyslu. Pre Úspora 15% sa teda bude počítať len z priemernej spotreby mimo priemyslu. Celkovú spotrebu môže teda v prípade rastu spotreby prie-

myslu Slovensko aj naďalej navyšovať. Celková európska naplnenosť zásobníkov dosahuje viac ako 70%, čo tvorí 18,75% ročnej spotreby. Mierne možnosti výnimky dostali aj ďalšie menšie krajiny (Bulharsko, Grécko, Poľsko), ktorým sa spotreba nebude počítať z priemeru za posledných 5 rokov ale len z posledného roku, keďže po pandémie spotreba v priemysle vzrástla viac ako 8%. Bez výnimiek sú v tejto dohode teda najmä krajiny s veľkou spotrebou plynu ako Nemecko, Taliansko alebo Holandsko. V tomto momente však plyn z Ruska naďalej obmedzene tečie a zároveň sa Európa zásobuje z Nórska, Alžírsk a tiež cez LNG terminály. Všetky

krajiny EÚ momentálne podliehajú záväzku poslať plyn do susednej krajiny ak jej domácnosti a kritická infraštruktúra trpia nedostatkom. Tento záväzok je však potrebný podporiť bilaterálnou zmluvou, ktorú zatiaľ spolu podpísali len Nemecko s Rakúskom, Estónsko s Lotyšskom a Taliansko so Slovenskom. Zmluvy medzi ostatnými krajinami sú vo fázach rokovaní. Celkovo by sa tieto dohody aktuálne Slovenska príliš dotknúť nemali. Šetrenie je stále dobrovoľné a je možné, že nakoniec nebude potrebné. Slovensko má momentálne 44% svojej ročnej spotreby, čo by aj pri odstavení dodávok nemalo ohroziť bezpečné prežitie minimálne do jari.

Dohoda o šetrení plynu je teda skôr poistka proti nečakaným udalostiam, na ktoré sa chce EÚ pripraviť vopred. Navyše vysoké ceny plynu sú pre väčšinu obyvateľstva tým najväčším impulzom k jeho šetreniu

Zásobníky plynu (TWH)	Naplnenosť	Naplnenosť	Ročná spotreba	Kapacita	Naplnenosť ku spotrebe
Lotyšsko	11,65	53,44%	12,34	21,80	94,39%
Rakúsko	51,64	54,07%	98,07	95,50	52,66%
Slovensko	24,91	69,10%	57,25	36,05	43,51%
Česká republika	34,73	79,33%	91,90	43,77	37,79%
Dánsko	8,19	88,78%	26,73	9,23	30,66%
Maďarsko	35,58	52,56%	117,05	67,70	30,40%
Ukrajina	78,02	24,01%	337,40	324,97	23,12%
Francúzsko	105,88	80,45%	467,62	131,61	22,64%
Holandsko	94,47	66,77%	420,42	141,49	22,47%
EÚ	778,63	70,08%	4151,84	1110,98	18,75%
Taliansko	142,34	73,58%	778,11	193,44	18,29%
Nemecko	169,91	69,93%	995,27	242,98	17,07%
Poľsko	36,08	99,10%	247,91	36,41	14,55%
Rumunsko	19,56	59,65%	122,91	32,79	15,92%
Bulharsko	2,83	48,86%	33,59	5,80	8,44%
Španielsko	27,54	78,13%	372,75	35,25	7,39%
Chorvátsko	2,60	54,45%	33,35	4,77	7,79%
Portugalsko	3,83	100,00%	68,93	3,83	5,55%
Belgicko	6,78	77,94%	195,48	8,70	3,47%
Švédsko	0,09	90,72%	12,17	0,10	0,76%

aj bez zmlúv alebo zásahov vlád. Dôležitejšie ako samotné šetrenie sa momentálne javia bilaterálne zmluvy medzi všetkými susednými krajinami. Tie by mali pomôcť súdržnosti EÚ a zabrániť štiepeniu

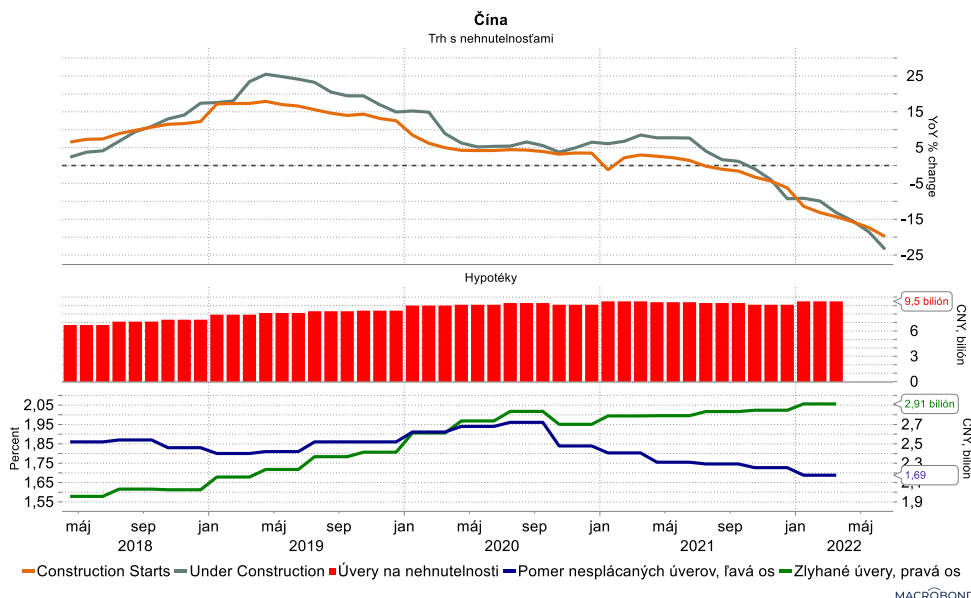
krajín v prípade, že Rusko plyn odpojí. (mm)

Bojkot hypoték v Číne

Čína zaznamenáva rastúci počet kupujúcich, ktorí zastavujú svoje hypotekárne platby bankám, pretože developeri s nedostatkom hoto-

vosti nedodávajú projekty, ktoré si zakúpili. Zásah proti nadmerne zadĺženým realitným firmám, ktorý sa začal v roku 2020, vyvolal krízu lik-

vidity a zabránil developerom ako Evergrande prístup na úverové trhy, čím ich pripravil o hotovosť na dokončenie bytov. Zrazu stavba, ktorá predtým trvala 12 až 18 mesiacov, trvala roky, alebo bola úplne zastavená. Nahnevaní kupujúci z jedného nedokončeného projektu, ku ktorým sa neskôr pridali státisíce Číňanov s nesplatenými hypotekárnymi úvermi pohrozili so zastavením platieb. V priebehu štyroch týždňov tak čelilo podobným protestom viac ako 320 projektov v približne 100 mestách. Vláda tak začala tlačiť na banky, aby požičiavali developerom na realizáciu projektov. Okrem toho Čína plánuje vytvoriť fond podpo-



rovaný centrálnou bankou na financovanie výstavby. Na národnej úrovni sa dokonca diskutovalo o hypotekárnej dovolenke pre kupujúcich, kým sa výstavba nedokončí. Je tu aj možnosť, že vláda môže prevziať nezastavanú pôdu od spoločností v núdzi, aby zaplatili za prácu. Ku predstave o rozsahu, hypotekárne úvery v Číne rýchlo rástli a teraz tvoria viac ako 20 % celkových bankových úverov.

Počas posledných dvoch desaťročí developeri využívajú predpredaj ako hlavný zdroj financovania svojich projektov. Pomer predpredajov k celkovému predaju nových domov neustále rástol z približne 58 % v roku 2005 na takmer 90 % v roku 2021. Model predpredaja výrazne zvýšil pákový efekt developerov tým, že im umožnil rýchly prístup k hotovosti, aby si mohli kúpiť viac

pôdy a potom použiť túto pôdu ako záruku na ďalšie požičanie. Problémy s likviditou však nastali, keď predaj nových domov a tým aj výnosy prudko klesli počas nedávneho poklesu trhu s nehnuteľnosťami. Developeri s nedostatkom peňazí reagovali zastavením mnohých predpredaných projektov, čo podnietilo kupujúcich týchto nehnuteľností k protestu tým, že nesplácali hypotéky.

Oficiálne údaje tiež ukazujú, že od marca 2022 mal čínsky bankový systém 2,91 bilióna RMB v nesplácaných úveroch. Rezervy na straty z nesplácaných úverov vo výške 5,85 bilióna RMB, čo znamená krytie nesplácaných úverov vo výške 200,1%. Celkový objem úverov 172,41 bilióna RMB, čo znamená, že pomer nesplácaných úverov je 1,69 %. Ak by sa všetky rizikové hy-

potéky stali nesplácanými úvermi, zvýšili by pomer nesplácaných úverov bánk na 2,16 % z 1,69 % a znížili by pomer krytia nesplácaných úverov na 156,9 % z 200,1%.

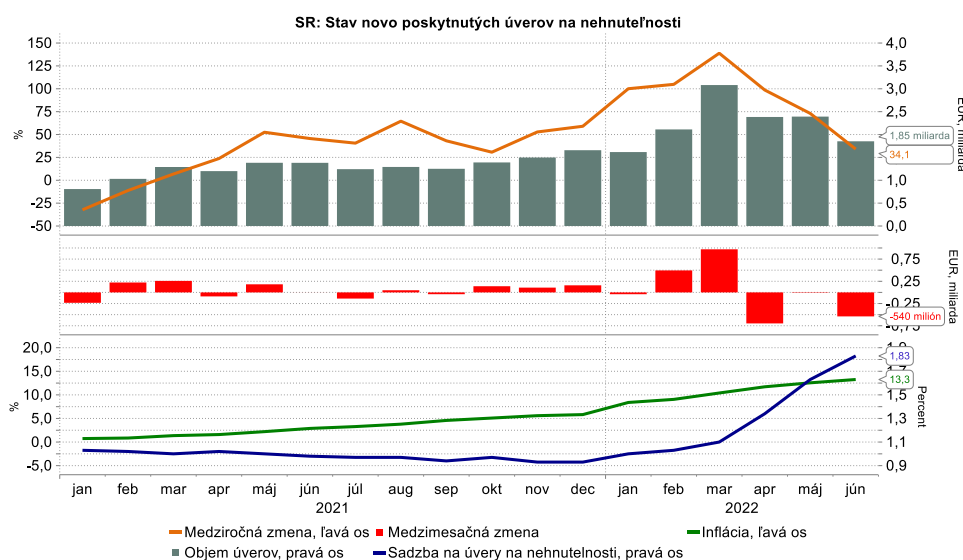
Systémové riziko plynúce z bojkotu hypoték je nepravdepodobné, hoci niektoré jednotlivé banky by mohli trpieť, pokiaľ sa problém nevymkne spod kontroly, čím sa nesplácanie hypoték vymkne nad rámec kapitálovej rezervy, t.j. ak nesplácané úvery vzrastú o viac ako 7 biliónov RMB, alebo ak rastúci trend nesplácaných úverov spustí kolaps dôvery ku developerom čo by mohlo spustiť špirálu s nedokončenými projektmi. Očakáva sa aj ďalšie uvoľňovanie makroekonomickej politiky, keďže trend bojkotu hypoték zvyšuje riziko poklesu ekonomického rastu. (mv)

Úvery na bývanie na Slovensku

Objem novo poskytnutých úverov na bývanie v marci dosiahol rekordný objem a od vtedy postupne klesá. Celkový objem hypoték, ktoré ľudia čerpali za jún bol vo výške 39 miliárd eur, čo je o 12% viac ako pred rokom. Objem novo poskytnutých úverov a refinancovaných úverov v júni poklesol na 1,85 mld. eur z toho refinancované úvery tvorili 0,95 mld. eur. I keď úrovne sú stále na historických maximách, objemy od marca postupne ustupujú spolu

s tým, ako rastú sadzby. Na marcovom vrchole, keď objem prekročil tri miliardy eur, sa klienti zaviazali v priemere k úrokom 1,28%. V júni to bolo už 1,83%. Na takejto hodnote bol ukazovateľ naposledy v úvode roka 2016. Nárast úrokov motivujú drahšie zdroje na finančných trhoch, ako aj zdvíhanie sadzieb európskou centrálnou bankou. Zvýšenie základnej úrokovej sadzby centrálnej banky má priamy vplyv na krátkodobé úrokové sadzby v eko-

nomike. Pri stúpaní úrokov sa domácnosti snažia využiť zostávajúce šance na relatívne dostupné úvery. Domácnosti v klube krajín s jednotnou menou euro sa v júni, už tretí mesiac za sebou, zadlžovali najrýchlejšie od októbra 2008. Medziročne objem poskytnutých hypoték a ostatných úverov narástol o 4,6%. Pred pandemiou tempo dosahovalo 3,3%. Ak si to však porovnáme s tempom zadlžovania na Slovensku ide len o tretinové hodnoty. (mv)



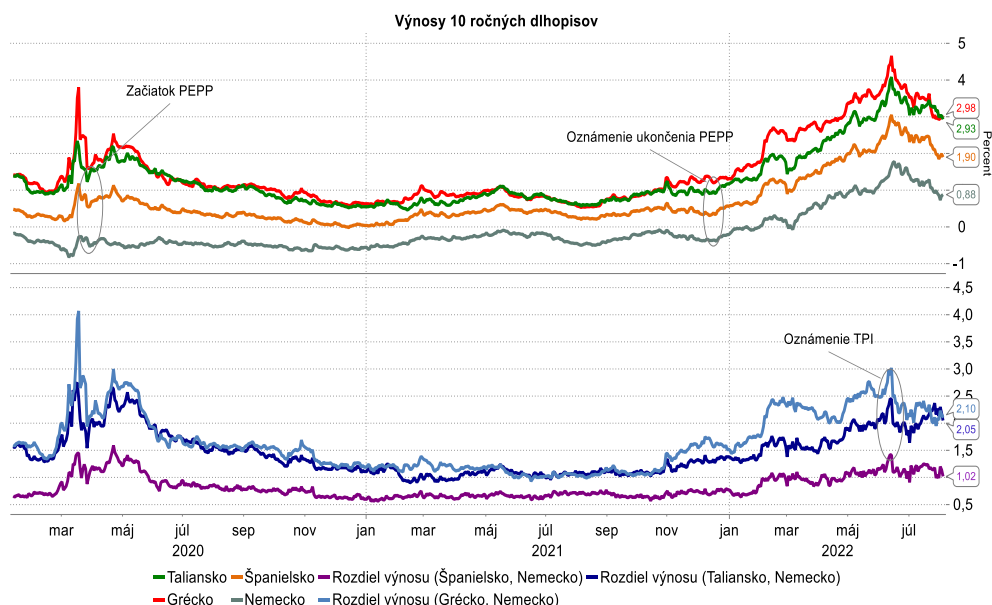
Tlaky na talianskom dlhopisovom trhu

Rozdiel medzi talianskym a nemeckým výnosom z dlhopisov je 25 bázických bodov pod júnovým vrcholom 244 bázických bodov. Ale keďže pravivé strany v Taliansku sú na ceste k víťazstvu v septembri odhaduje sa, že rozdiel sa koncom tohto roka môže vyšplhať na 250 bázických bodov. Skutočnosť, že rozpätie zostalo zvýšené, aj keď ECB zvýšila podporu prostredníctvom cielených reinvestícií, naznačuje, že existoval väčší predajný tlak, ako naznačuje samotný pohyb výnosov.

Údaje o dlhopisoch ECB ilustrujú sklon k juhu. Čistá držba nemeckých, francúzskych a holandských dlhopisov klesla do júla o 18,9 miliardy eur, podľa údajov dostupných na dvojmesačnej báze. Ide o najväčšie zníženie nemeckej držby

od začiatku kvantitatívneho uvoľňovania ECB. Čistý nákup dlhu z Talianska, Španielska, Portugalska a Grécka medzitým dosiahol 17,3 miliardy eur. ECB sa snaží flexibilne reinvestovať odkúpenia splatné v rámci programu nákupu aktív z ob-

dobia pandémie v hodnote 1,66 bilióna eur. Ďalej budú dôležité informácie o tom ako nová vláda bude schopná dodržať svoje záväzky v oblasti reforiem a fiškálnej politiky. (mv)



MACROBOND

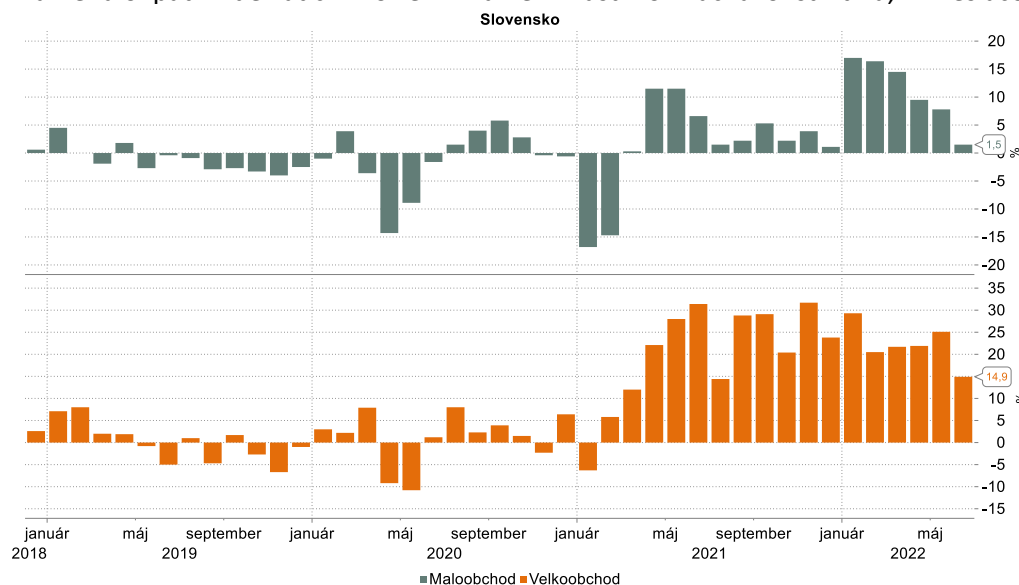
Slovensko tržby

Tržby v maloobchode v júni 2022 odolali vysokej inflácii, ale ich rast bol však už len minimálny. Júnový rast tržieb maloobchodu o 1,5 % bol najnižší od začiatku roka. Plusové hodnoty si tak udržali nepretržite už 15 mesiacov za sebou. Celkový rast tržieb v stálych cenách znamenal pät z deviatich zložiek

maloobchodu. Kladnú bilanciu odvetvia ovplyvnili najmä rasty dvoch podielovo najvýznamnejších položiek maloobchodu – v hyper a supermarketoch. Naopak, lepšej bilancii maloobchodu bránil pokles tržieb čerpacích staníc. V predaji pohonných hmôt síce tržby nominálne vzrástli o viac ako štvrtinu,

ale enormný rast cien oproti júnu minulého roka o vyše 40% pri pohonných hmotách spôsobil, že tržby v stálych cenách klesli o 11 %. V poklese rastu maloobchodných tržieb možno vidieť pomalú zmenu správania spotrebiteľov v závislosti od vysokej inflácie. V súhrne za šesť mesiacov roka 2022 tržby vo všet-

kých zložkách vnútorného obchodu dynamickejšie rástli. Dvojciferný rast dosiahol veľkoobchod (o 21,8 %) aj maloobchod (o 10,7 %). Zatiaľ stále nespomaľujúci rast inflácie môže v ďalších mesiacoch viesť ku poklesu maloobchodných tržieb. (mv)



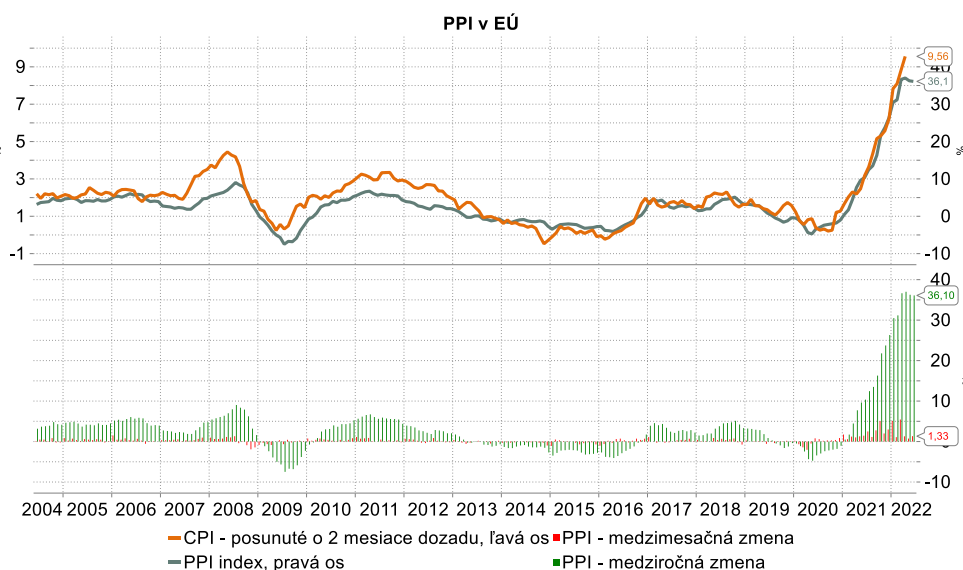
MACROBOND

Index cien výrobcov v EÚ

Index cien výrobcov v EÚ (PPI) meria priemerné zmeny cien, ktoré dostávajú domáci výrobcovia za svoju produkciu. Je to hlavný ukazovateľ inflácie spotrebiteľských cien, ktorý tvorí väčšinu celkovej inflácie. V posledných dvoch mesiacoch pomaly spomaľuje svoj rast z aprílových maxím. Medziročne dosiahol PPI v júni 36,3%. To je pokles oproti predchádzajúcemu mesiacu z 37,2% a zároveň pokles oproti konsenzu na úrovni 36,7%. Zmeny v PPI sa s časovým oneskorením (v EÚ 2 mesiace) prejavajú aj v celkovom ukazovateli inflácie CPI.

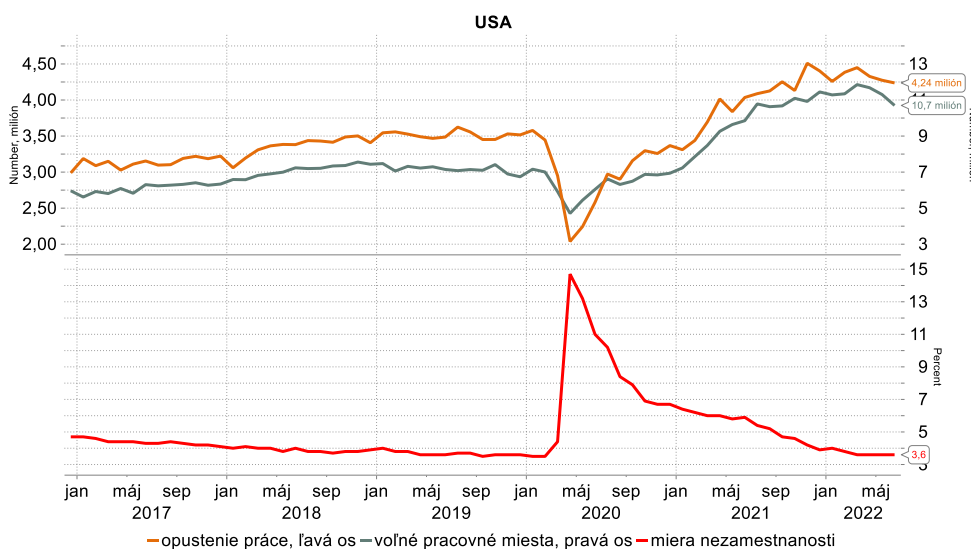
Táto závislosť je daná koreláciou na úrovni 0,92. To by mohlo znamenať, že inflácia by mohla v EÚ vr-

choliť a začať pomaly nasledovať tento ukazovateľ. (mv)



MACROBOND

Americký trh práce spomaľuje



MACROBOND

Situácia na pracovnom trhu v Amerike podľa najnovších údajov naznačuje, že dochádza zjavne k jemnému spomaľovaniu dopytu po pracovníkoch. Počet otvorených pracovných pozícií klesol už tretí mesiac po sebe a nesplnil tak očakávania trhu. V medziročnom porovnaní je voľných miest ale stále viac. Za jún mesačný výkaz teda zaznamenal 10,7 milióna voľných pracovných miest, júnový počet novo zamestnaných bol 6,3 milióna, čo je v medziročnom porovnaní takisto jemný pokles. Počet ľudí,

ktorí prácu opustili bolo 4,2 milióna a pričom tento počet ľudí, ktorí dobrovoľne odišli z práce je dobrým indikátorom toho, aká je fluktuácia a dôvera pracovníkov. Aj podľa údajov na grafe vidíme vzájomnú súvislosť medzi množstvom voľných pracovných miest a ochotou meniť prácu. Z najnovších údajov je teda zrejmé, že zo strany zamestnancov sa ponuka ich práce na trhu znižuje, teda že pravdepodobne sú v menšej miere ochotní hľadať si nové, lepšie miesto, pretože riziko

úplnej straty zamestnania je v súčasnej dobe pre mnoho domácností neprijateľné. Najväčší pokles v počte voľných pracovných miest zaznamenal odvetvie maloobchodu, ďalej výroby, konkrétne výroby statkov krátkodobej spotreby a umenia a zábavy. Spomaľovanie dopytu na trhu práce je odzrkadlením vplyvu celkového diania v ekonomike, či už zvyšovania úrokových sadzieb, poklesu aktivity spotrebiteľov alebo v priemysle. Stále ale platí, že toto spomaľenie nepredstavu-

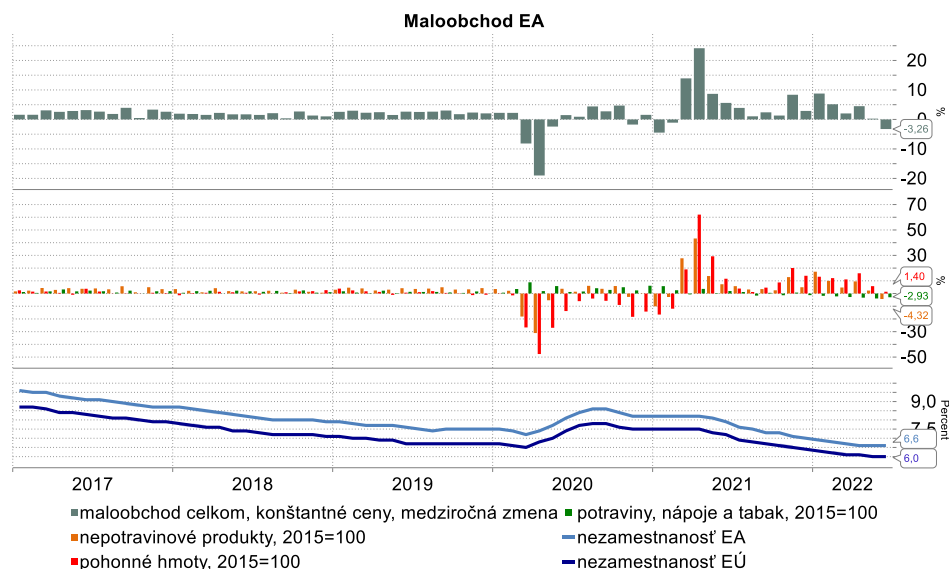
je žiaden vznikajúci problém. Vo výsledkoch krajiny vidíme veľmi nízku nezamestnanosť na úrovni 3,6%. Súčasne, zamestnanosť je na úrovni takmer 60%, čo je úroveň len trochu nižšia ako pred pandemiou a rovnako to platí aj pri pomere zamestnanosti k obyvateľstvu. Do veľkej miery teda došlo k obnoveniu pracovnej sily. A istá časť populácie, ktorá odišla z trhu práce počas pandémie, ktorá sa na trh nevrátila kvôli napríklad staraniu sa o deti/rodinu či kvôli choro-

niu sa o deti/rodinu či kvôli chorobe predstavuje čoraz menšiu skupinu. V ďalšom období môžeme teda pravdepodobne sledovať ďalšie

ochladzovanie trhu práce, teda dopytu po nových pracovníkoch, predovšetkým aj v reakcii na ďalšie zvyšovanie úrokových sadzieb, kto-

ré prispieva k spomaľovaniu ekonomiky a teda neochote zamestnávať ďalších ľudí. (jh)

V EÚ klesla nezamestnanosť no aj maloobchod

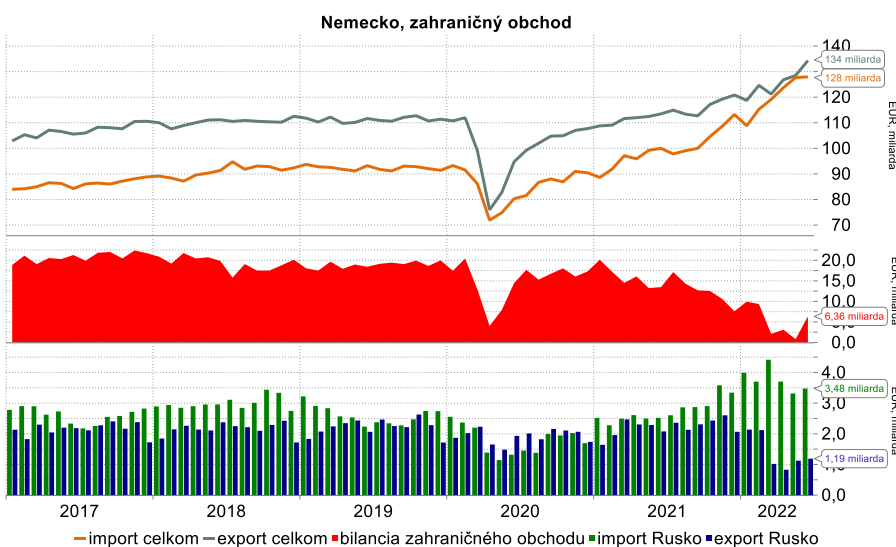


ných pracovných miest. V nadväznosti na hodnotenie vývoja ekonomiky sa pozrieme aj na najnovšie údaje vývoja maloobchodu. Maloobchodné tržby za EÚ aj EA v medziročnom porovnaní klesli, v prípade eurozóny o 3,26% v porovnaní v stálych cenách. V oboch prípadoch najviac klesali tržby za nepotravinové statky, následne potraviny a naopak rástli tržby za pohonné látky. V eurozóne sa medziročne znížil predaj nepotravinových tovarov o 4,8%, potravín o 3,1% a predaj pohonných hmôt vzrástol o 2%. Pri prepočte na stále ceny vidíme, že sa čísla výrazne nelíšia a môžeme tak usúdiť, že je pokles objemu tržieb naozaj znakom klesajúceho dopytu spotrebiteľov. Najviac klesal objem maloobchodu z krajín eurozóny v Nemecku, nárast naopak zaznamenalo Slovinsko. (jh)

Miera nezamestnanosti v EÚ v júni dosiahla 6% a v EA 6,6%, čo je medziročne pokles v oboch prípadoch o viac ako 1 percentuálny bod. Úroveň nezamestnanosti je teda na svojich najnižších hodnotách. Naprieč štátmi má najvyššiu nezamestnanosť Grécko, 12,3% a Španielsko, 12,6%. Najnižšiu má Poľsko, 2,7% a Česko, 2,4%. Dôvodom nízkej nezamestnanosti je najpravdepodobnejšie vysoký počet

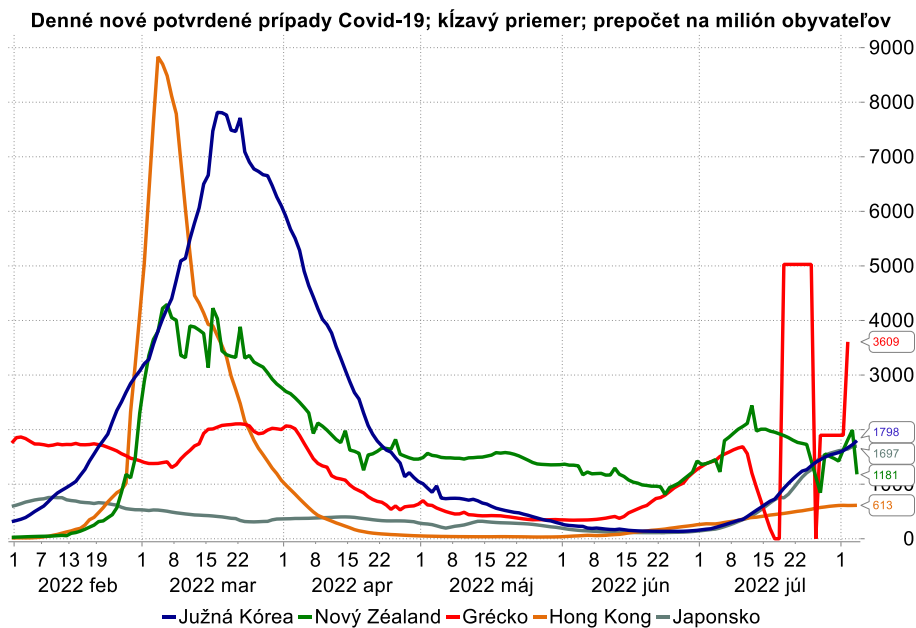
voľných pracovných miest, ktorý rástol od polovice roka 2020 do prvého kvartálu 2022. Z pohľadu zamestnávateľa môže byť dopyt po zamestnancoch zvýšený aj pre potrebu kompenzácie výpadkov vo výrobnej aktivite. Ukrajinci zaplňajúci voľné miesta a rovnako celkový ekonomický vývoj v Európe indikujúci spomaľovanie ekonomiky pravdepodobne prinesie v ďalšom kvartáli aspoň jemný pokles počtu voľ-

Bilancia nemeckého obchodu sa zlepšila



Saldo nemeckého obchodu za jún dosiahlo pozitívny výsledok, a to +6,4 miliardy eur. V medziročnom porovnaní vývoz vzrástol o 18,4% a dovoz o 27,9%. Export do Ruska sa oproti minulému roku prepadol o 40,3%. V porovnaní s predchádzajúcimi obdobiami nižší výsledok obchodovania pravdepodobne dosiahlo Nemecko pre obmedzovanie dovozu ropy a plynu z Ruska, ktoré predstavujú podstatný náklad. Vplyv môže mať takisto pokles aktivity v priemysle a či dopytu spotrebiteľov. (jh)

Aktuálny vývoj spolužitia s COVID-19 vo svete



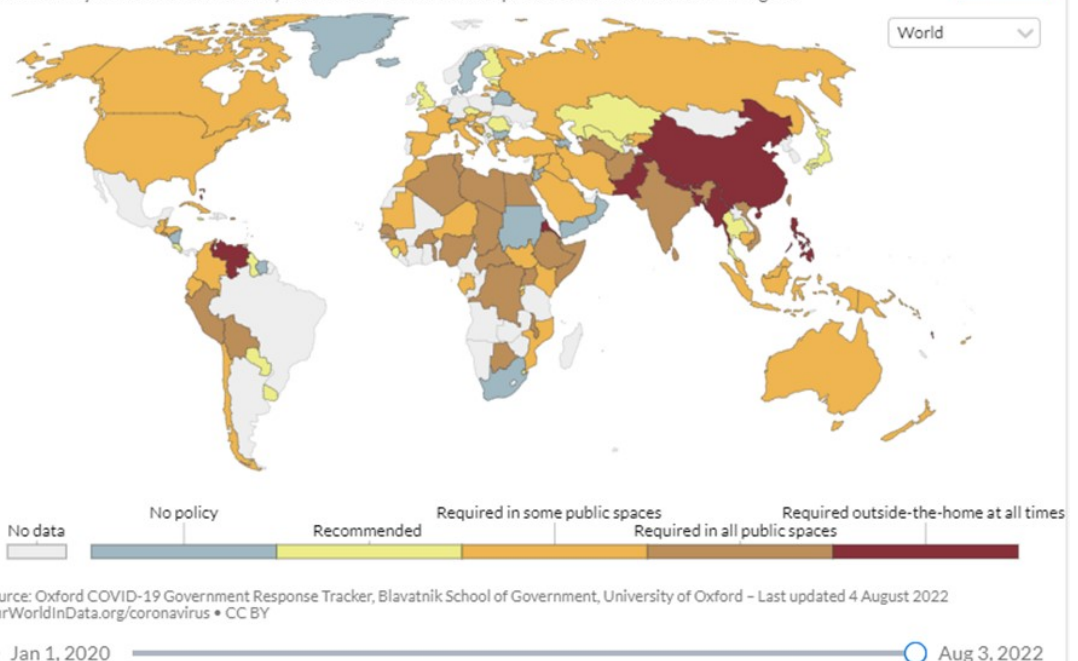
V týchto dvoch prípadoch je najskôr dôvodom nižšia miera imunity na nové mutácie vírusu vzhľadom na to, že je úmrtnosť vyššia aj keď krajiny nezaregistrovali prudký nárast prípadov v poslednej dobe. Čo sa týka opatrení, pravdepodobne hlavne pre nižšie čísla úmrtí, nie sú zavádzané žiadne prísnejšie opatrenia. Zatváranie pracovísk je skôr odporúčané alebo bez obmedzení, spoločenské akcie môžu prebiehať, cestovať sa môže takisto vo väčšine sveta bez obmedzení. Jediným opatrením, ktoré je aj zjavne ostane platné už stále, je nosenie rúšok.

Po dvoch rokoch pandémie, s blížiacou sa jeseňou, kedy po viac uvoľnenom lete práve v tomto období v minulosti začali byť sprísňované pravidlá, u mnohých vzniká otázka, ako to bude vyzerat tento rok. Covid-19 už síce nie je prvoradnou témou denných správ, no šírenie vírusu sa rozhodne nezastavilo. Aktuálne je nový denný svetový počet prípadov 891 577, zatiaľ čo v rovnakom čase minulý rok to bolo 506 151, teda sledujeme nárast prípadov až o 76%.

v prepočte na milión obyvateľov sledujeme hlavne v ázijských krajinách. Najviac v Japonsku, Južnej Kórey či Hong Kongu. V Japonsku sa mutácia BA.5 šíri hlavne medzi deťmi a mladými, u ktorých je nižšia zaočkovanosť druhou, prípadne treťou dávkou vakcíny. V rebríčku sa ďalej nachádza aj Nový Zéland a Grécko. Pri sledovaní úmrtnosti vyskakuje v štatistikách počtu nových úmrtí na milión obyvateľov aj Spojené kráľovstvo a Austrália.

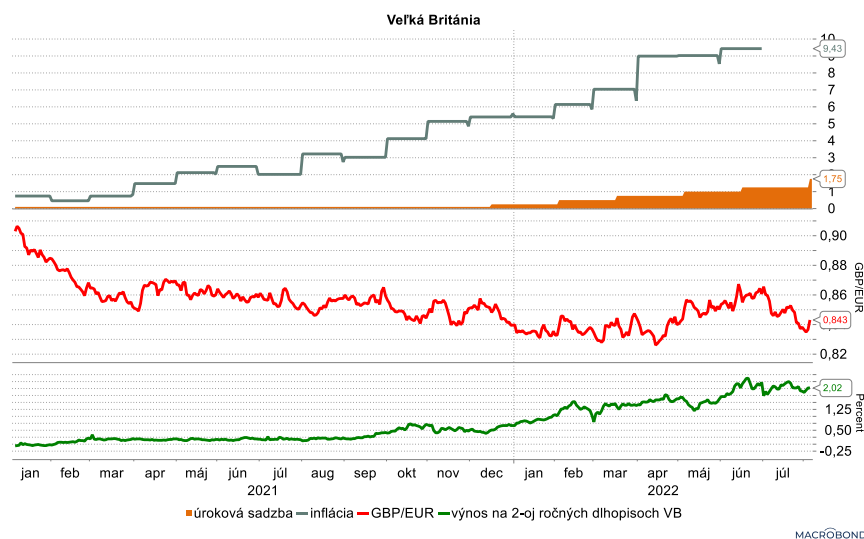
Toto opatrenie je vo väčšine sveta vyžadované alebo aspoň vyžadované na niektorých verejných miestach. Situácia na Slovensku je obdobná, nové prípady denne rastú, no denné úmrtia nie sú alarmujúce, preto sú aj opatrenia ako rúška na báze dobrovoľnosti. S príchodom jesene, je možné, že budú prijaté isté opatrenia, no zdá sa, že nemusíme očakávať ďalšie kolo plošných lockdownov. (jh)

Face covering policies during the COVID-19 pandemic, Aug 3, 2022
If policies vary at the subnational level, the index is shown as the response level of the strictest sub-region.



Úroková sadzba v Bank of England

Centrálna banka Veľkej Británie pristúpila k zvýšeniu hlavnej úrokovej sadzby o 50 bázických bodov. Absolútnou prioritou predstaviteľov centrálnej banky naďalej ostáva dostať infláciu opäť na úroveň 2%. V Británii dnes ceny rastú tempom 9,43% medziročne. Reštriktívnym opatrením sa britská centrálna banka snaží znížiť objem peňazí v obehú a potlačiť rastúce ceny, ktoré naďalej ťahajú najmä energie a potraviny. Ku reštriktívnemu kroku zvyšovania hlavných úrokových sadzieb momentálne pristupujú takmer všetky ekonomiky. Medzi krajinami G10 má momentálne Veľká Británia piate najvyššie sadzby. O niečo vyššie ako v Británii má Austrália a Kanada, USA a Nový Zéland už má sadzby nad úrovňou



2%. Napriek šíriacim sa správam o príchode recesie sa centrálna banka takto rozhodujú najmä kvôli pretrvávajúcim inflačným tlakom. Najnovšie predpovede z Bank of

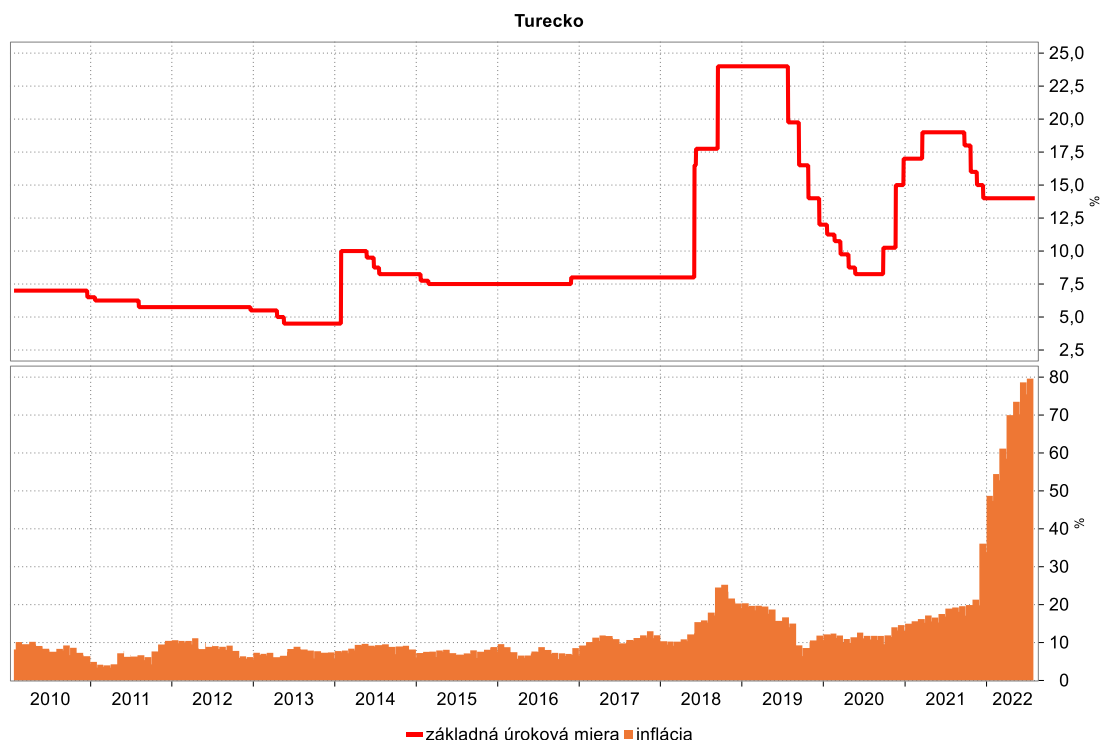
England hovoria, že cenová hladina by sa späť na 2%-nú úroveň mala vrátiť v nasledujúcich dvoch rokoch. (zl)

Turecká inflácia stále stúpa

Turecká inflácia v júli medzimesačne vzrástla o 2,37% a medziročne cenová hladina vzrástla o 79,6%. Cenová hladina v Turecku naďalej rastie, a taktiež oslabuje aj domáca mena líra. Inflácia v Turecku začala rásť na jeseň v roku 2021. Hlavným

dôvodom spustenia inflačnej špirály je najmä oslabujúci kurz tureckej líry. Líra od septembra 2021 oslabila voči Euru už o 80%. Nakoľko je Turecko prevažne importérom, slabý kurz domácej meny zvyšuje náklady na import. Hlavnými obchod-

nými partnermi sú Čína, Rusko, Nemecko a USA. Vysokú infláciu spôsobujú aj stále rastúce ceny energetických komodít, ktoré Turecko importuje najmä z Ruska. Okrem týchto faktorov na infláciu v Turecku vplyva aj politický režim prezidenta Erdogana, ktorý má vplyv na centrálnu banku a je proti zvyšovaniu základnej úrokovej sadzby, ktoré by mohli infláciu spomaliť. Základná úroková sadzba v Turecku je 7 mesiacov bez zmeny na úrovni 14%. V Turecku sledujeme najmä importovanú infláciu, ktorej spomalenie by malo nastať pri znížení cien plynu, ropy a energií. (zl)



AKTUÁLNÝ VÝVOJ NA TRHOCH

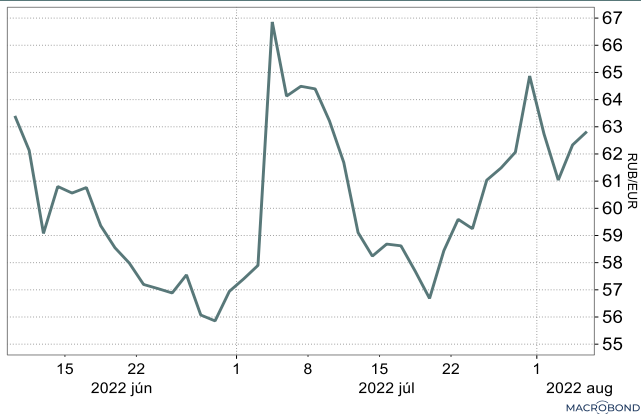
EUR/USD



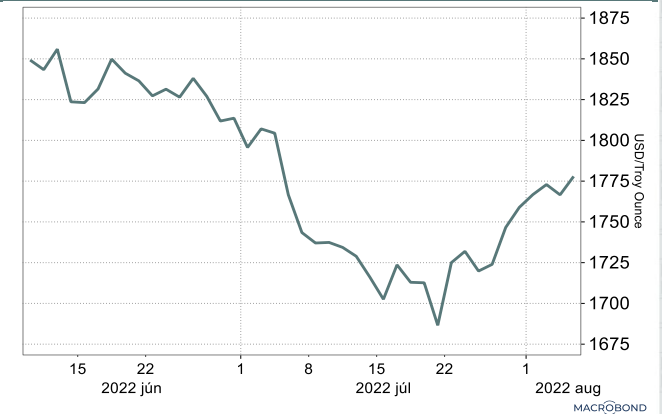
EUR/CZK



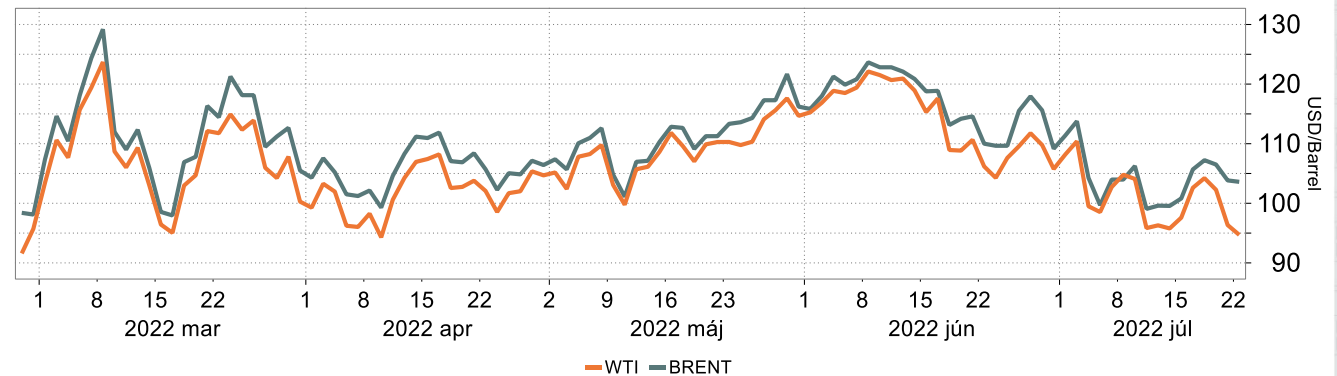
EUR/RUB



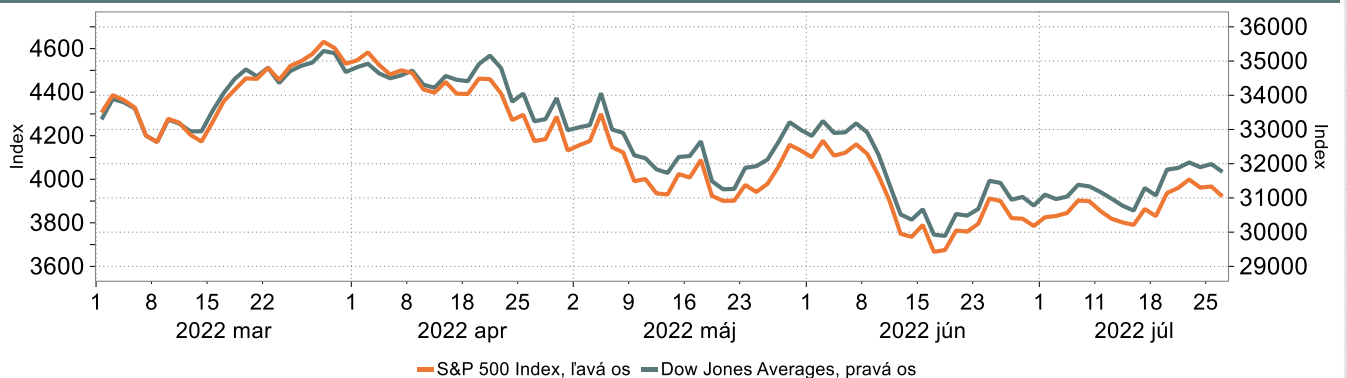
ZLATO



ROPA



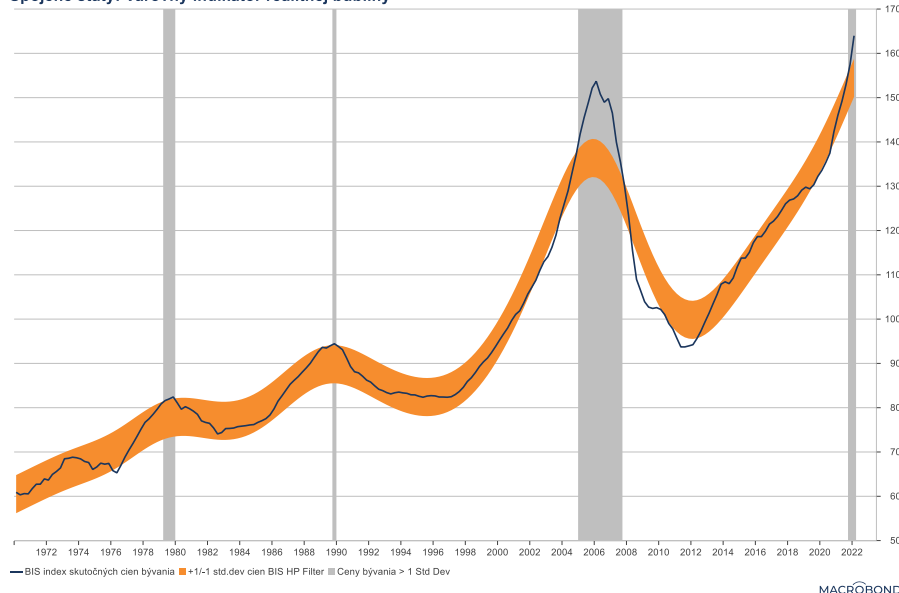
INDEXY



SPRÁVY Z FINANČNÝCH TRHOV

- Americký trh s nehnuteľnosťami sa blíži k nadhodnoteniu. V grafe vidíme ako sa vyvíjali skutočné ceny nehnuteľností a ako sa vyvíjal dlhodobý trend. Ceny boli nad trendom aj pred krízou v roku 2008 a následne sa dlho držali pod trendom. V aktuálnom období takisto sledujeme vyšvihnutie cien nad trend.

Spojené štáty: Varovný indikátor realitnej bubliny



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

Analytici:

Jozef Prozbík

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

Lauko Zdenko

Vajnorská 100/A

831 04 Bratislava

www.bencont.sk



BENCONT INVESTMENTS



BENCONT GROUP



BENCONT DEVELOPMENT