



BENCONT GROUP

ROČNÍK 2023 | ČÍSLO 08

BENCONT WEEKLY REPORT

V TOMTO ČÍSLE:

**Slovenské
štátne
dlhopisy**

Ako prebieha financovanie Slovenska na finančnom trhu, a ako vyzerala posledná emisia štátnych dlhopisov ? EÚ sa podarilo znížiť spotrebu plynu o 19 % oproti plánovaným 15 %. FED bude pravdepodobne musieť zvýšiť sadzbu na rozpätie 5,25 až 5,5 % . Na Slovensku máme nový spôsob výpočtu miery nezamestnanosti. Ekonomická aktivita v Spojenom Kráľovstve rástla viac, ako sa očakávalo.

AKO SA FINANCUJE SLOVENSKO NA FINANČNOM TRHU ?

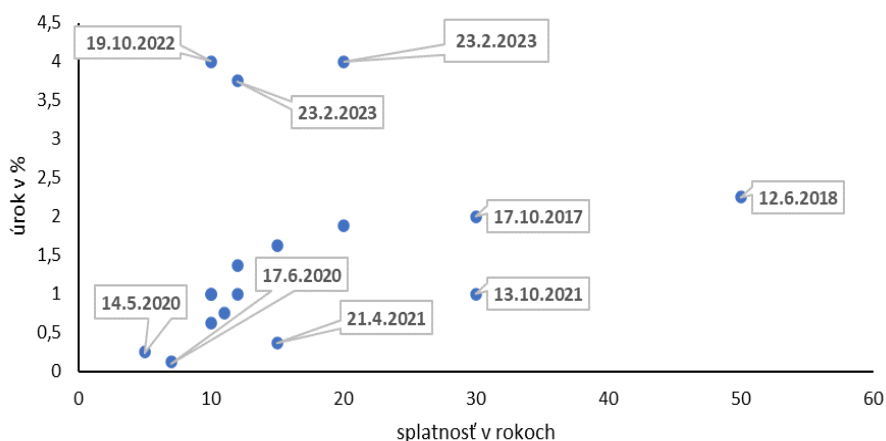
V Slovenskej republike sa kvôli pandémie Covid-19 a následnému prudkému rastu cien energií výrazne zvyšoval deficit štátneho rozpočtu, ktorý sa následne kumulovane ukázal aj v raste štátneho dlhu. V prípade, že štát má väčšie výdavky ako príjmy tak si na to musí požičať, a to sa realizuje prostredníctvom predaja štátnych cenných papierov (štátne dlhopisy, štátne pokladničné poukážky) alebo získaním úverov. Najčastejšie však štát získava financie na kapitálovom trhu prostredníctvom emisie štátnych cenných papierov. Tie na Slovensku emituje Ministerstvo financií pod záštitou Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity (ďalej iba ARDAL). V aktuálnej neistej ekonomickej situácii a pri raste úrokových sadzieb sa zadlžovanie štátom predražuje. V nasledujúcom článku sa detailnejšie pozrieme na aktuálny priebeh financovania Slovenskej republiky na dlhopisovom trhu, na základe údajov z ARDAL.

Vývoj úrokov na štátnych dlhopisoch

Prirodzenou reakciou centrálnych bánk na aktuálne vysokú úroveň inflácie je zvyšovanie úrokových sadzieb, ktoré zvyšujú cenu požičaných peňazí v celej ekonomike. Keďže si požičiava aj štát, prirodzene to zvyšuje aj náklady štátneho rozpočtu na obsluhu tohto dlhu. Slovensko má aktuálne vyemitovaných 31 tranží štátnych dlhopisov, ktorých splatnosti sú v intervale od 4-50 rokov, pričom priemerná doba splatnosti je 15 rokov. Najdôležitejším ukazovateľom je úrok, re-

spektíve kupón štátneho dlhopisu. Aktuálne sú všetky slovenské štátne dlhopisy emitované s fixným kupónom, ktorý je vyplácaný ročne z menovitej hodnoty dlhopisu. Aktuálne sledujeme vysoký skok úrokov na štátnych dlhopisoch, ktoré sa pomerne rýchlo dostali z 0,375% na 4% pri najnovších emisiách. Prudký nárast úrokov pri nových emisiách spôsobuje, že úrokové splátky dlhu sa predražujú. Splátky štátnych dlhopisov, ktoré boli emitované v rokoch 2020/21 predstavujú 65,84 miliónov EUR ročne pri objeme emisie 20,5 miliardy EUR. Pri najnovších emisiách v rokoch 2022/23 sa ročná splátka zvýšila takmer trojnásobne na 190 miliónov ročne, ale objem emisie bol štyrikrát menší na úrovni 4,87 miliardy EUR. Keď teda porovnáme rast úrokov aj s objemom emisie, v období 2022/23 zaplatíme na úrokoch až dvásťkrát viac ako v období rokov 2020/21. Štátny rozpočet tak bude musieť v nasledujúcich rokoch získať dodatočné príjmy k aktuálnym ročným nákladom na splátky úrokov dlhopisov v objeme 1,2 miliardy EUR ročne. Rastúci trend úrokových sadzieb sledujeme aj na sekundárnom trhu so štátnymi dlhopismi kde sa slovenský 10-ročný benchmark aktuálne obchoduje s kupónom 3,68%.

Vývoj úrokov štátnych dlhopisov



Ešte v roku 2021 sme so dokázali požičiavať za 1% a v najnovšej emisii sme rádo skočili na 4%.

Emisia štátnych dlhopisov 15.2.2023

Najaktuálnejšie ministerstvo financií Slovenskej Republiky emitovalo prostredníctvom agentúry ARDAL dva štátne dlhopisy: 12-ročný v hodnote 2 miliárd EUR s kupónom 3,75% ročne a 20-ročný v hodnote 1,5 miliardy EUR s kupónom 4% ročne. Celkový objem emisie tak predstavoval 3,5 miliardy EUR. Emisia a následný predaj prebehol v pozitívnom duchu, nakoľko o záujem o slovenské štátne dlhopisy bol vysoký. Celkový dopyt investorov, vrátane vedúcich manažérov emisie, predstavoval spolu 12,2 miliardy EUR, čo v konečnom dôsledku pomohlo výrazne znížiť konečnú rizikovú prirážku. Ratingová agentúra Standard&Poor's ohodnotila kredibilitu slovenských dlhopisov známku A+ s negatívnym budúcim výhľadom. Napriek negatívnemu výhľadu je stále vysoký záujem o slovenské dlhopisy, čo nám potvrdila aj posledná emisia. Posledná emisia bola dostatočne diverzifikovaná z geografického, ale aj

Revolučný krok pre investície do štátnych dlhopisov podniklo Chorvátsko, ktoré ponúklo štátne dlhopisy pre svojich občanov.

Posledná emisia bola dostatočne diverzifikovaná z geografického aj z hľadiska typu investora.

12-ročný dlhopis	
Geograficky	
Rakúsko/Nemecko/ Švajčiarsko	24,4%
Slovensko	14,7%
Taliansko	12,2%
Nórsko/Dánsko	11,9%
Francúzsko	9,5%
Veľká Británia	8,9%
Ostatné krajiny južnej Európy	6,5%
Ostatné krajiny	6,0%
Benelux	5,9%
Podľa typu investora	
Banky	52,5%
Správcovské spoločnosti	33,9%
Centrálne banky	5,5%
Poistovne a penzijné fondy	5,0%
Ostatné	3,1%

z hľadiska typu investora. V tranži 12-ročných dlhopisov vystupovalo 177 investorov, pričom väčšinu tvorili banky a správcovské spoločnosti z európskych štátov. Podobné rozdelenie sme videli aj pri 20-ročných dlhopisoch, kde vystupovalo 145 investorov.

K nákupu slovenských štátnych dlhopisov majú prístup zväčša iba inštitucionálni investori a obyčajný retail sa do aukcií nezapája. Retailoví investori dostávajú prístup k investovaniu do štátnych dlhopisov až následne na sekundárnom trhu, prípadne do bankových produktov, ktoré do nich investujú. Revolučný krok pre investície do štátnych dlhopisov zvolilo Chorvátsko, ktoré prvýkrát emitovalo dlhopisy priamo pre občanov štátu. Ide o 2 ročné dlhopisy s kupónom 3,25% ročne. Chorvátska vláda si chce týmto spôsobom požičať 1 miliardu EUR, pričom minimálna investícia od jedného investora je 500 EUR. Chorvátske domácnosti na účtoch v bankách držia približne 35 miliárd EUR. V porovnaní s bežným účtom je investícia do štátnych dlhopisov oveľa výnosnejšia, keďže bežný účet ponúka úrok na vkladoch v priemere 0,3%. Rating chorvátskych dlhopisov je podľa agentúry S&P na známke BBB+ so stabilným výhľadom.

20-ročný dlhopis	
Geograficky	
Rakúsko/Nemecko/ Švajčiarsko	27,7%
Veľká Británia	18,3%
Nórsko/Dánsko	11,7%
Ostatné krajiny južnej Európy	11,3%
Taliansko	10,4%
Francúzsko	9,9%
Ostatné krajiny	6,1%
Benelux	2,4%
Slovensko	2,2%
Podľa typu investora	
Správcovské spoločnosti	45,8%
Banky	39,8%
Ostatné	5,5%
Centrálne banky	5,3%
Poistovne a penzijné fondy	3,6%

Vývoj splátok úrokov štátnych dlhopisov

Kupónové sadzby na úrovni 4% na slovenských štátnych dlhopisoch zvýšilo ročné splátky o desiatky miliónov EUR. V rokoch nízkej úrokovej miery si štát dokázal požíčať za

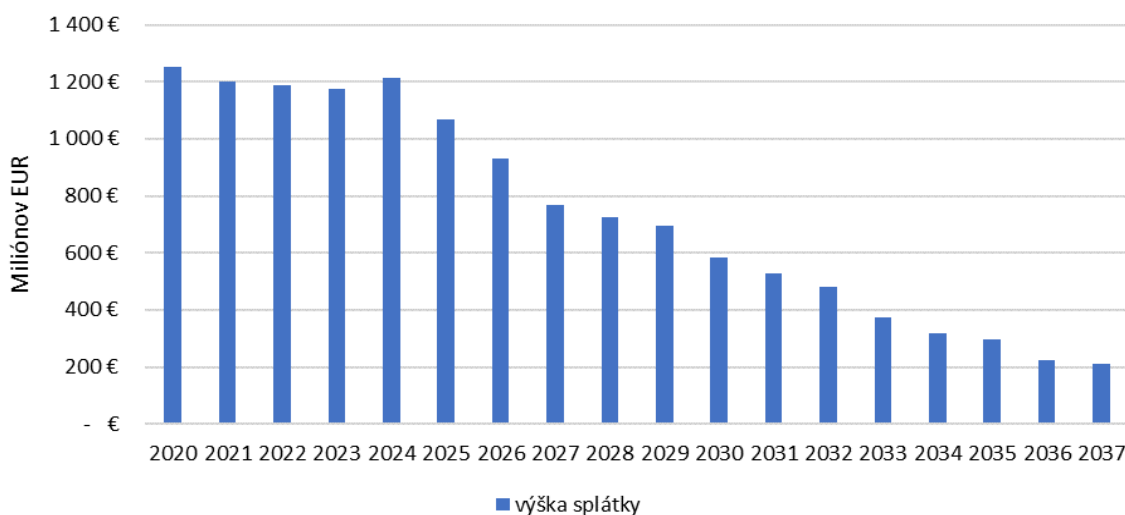
nízke sadzby, čo držalo úrokové splátky na dlhopisoch nízko. V horizonte jedného roka môžeme sledovať nárast úrokových platieb. Pri porovnaní ročných splátok úrokov zo štátnych dlhopisov môžeme sledovať nárast najmä v roku 2024. Keby sme v aktuálnej emisii namiesto kupónovej platby 4%, použili 1%, splátky úrokov v aktuálnom portfóliu v nasledujúcich rokoch o 141 miliónov EUR. Kumulatívne by to medzi rokmi 2023-2037 predstavovalo zníženie úrokových splátok o 1,7 miliardy EUR.

Záver

Štát si na financovanie chodu ekonomiky bude musieť požičiavať naďalej aj za cenu vyšších úrokov, nakoľko vládne výdavky aktuálne

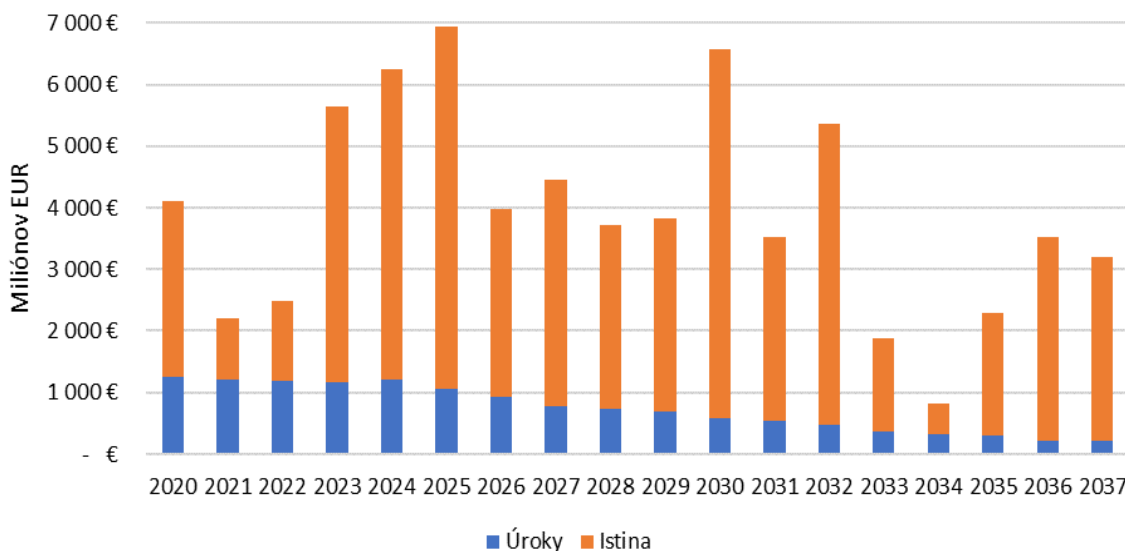
rastú a deficit štátneho rozpočtu sa každý rok prehľbuje. Nestabilita slovenskej vlády sa nakoniec ukáže aj v horšom kreditnom ratingu dlhopisov, ktorý je momentálne podľa S&P na známke A s negatívnym výhľadom. Horší rating sa nakoniec prejaví aj v raste úrokovej sadzby štátnych dlhopisov, čo bude zvyšovať splátky a tým pádom aj celkové zadlženie, ktoré je podľa agentúry ARDAL na úrovni 64,75 miliárd EUR, čo predstavuje 59,4% HDP. Prebytkové štátne rozpočty sú naďalej v nedohľadne a každá ďalšia vláda si bude musieť naďalej požičiavať za vyššie úroky. Pri každej ďalšej požičanej miliarde v budúcnosti pri sadzbe vyššej o 3 p.b. Slovensko zaplatí na splátke úrokov o 30 miliónov EUR viac. (zl)

Vývoj úrokových splátok



Posledná emisia bola dostatočne diverzifikovaná z **geografického** aj z **hľadiska typu investora**.

Splatnosť slovenských štátnych dlhopisov



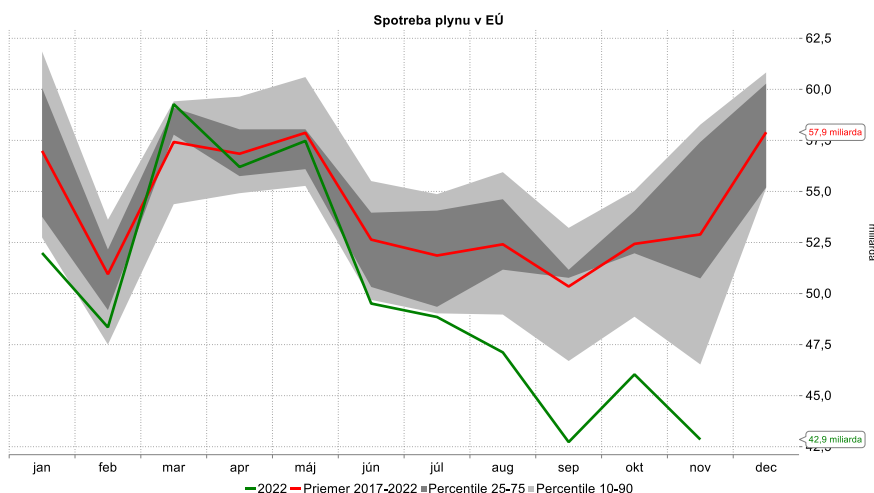
Posledná emisia bola dostatočne diverzifikovaná z **geografického** aj z **hľadiska typu investora**.

Spotreba plynu v EÚ

EÚ sa podarilo znížiť spotrebu o 19 % oproti plánovaným 15 %.

Spotreba zemného plynu v EÚ klesla v období august 2022 – január 2023 o 19,3 % v porovnaní s priemernou spotrebou plynu za rovnaké mesiace (august – január) medzi rokmi 2017 a 2022. EÚ tak prekonal cieľ, ktorý si stanovila minulý rok na zníženie spotreby o 15 % na obdobie od augusta 2022 do marca 2023 v porovnaní s priemerom za rovnaké obdobie predchádzajúcich

piatich po sebe nasledujúcich rokov, aby sa vyrovnala s poklesom dodávok plynu z Ruska. Spotrebu o 15 a viac percent znížilo 22 z celkom 27 členských krajín. Najviac klesla spotreba vo Fínsku (-57,3 %), Litve (-47,9 %) a Švédsku (-40,2 %). Naopak medzi piatimi krajinami, ktoré cieľ nedodržali sa nachádza aj Slovensko s 4,5 % vyššou spotrebou. Údaje o spotrebe sú z energetických údajov zverejnených Eurostatom zaslaných z národných štatistických úradov členských krajín. Avšak podľa slovenského ministerstva hospodárstva sme 15 % cieľ splnili. Odôvodňuje to chybnými dátami, ktoré slovenský štatistický úrad zasielal Eurostatu za minulé obdobia. Ku skresleniu podľa ministerstva došlo



tak, že údaje Eurostatu o priemernej spotrebe v predošlých piatich rokoch boli podhodnotené. Ak bola teda realita vyššia, znamená to, že v predošlých mesiacoch spotreba klesla. V súčasnosti prebieha proces revízie historických dát pre roky 2017 – 2021 a komunikácia s Eurostatom o korekcii štatistiky.

Pri pohľade na mesačné údaje od januára 2022 do januára 2023 bola spotreba trvalo pod priemerom za roky 2017 – 2022 v príslušných mesiacoch týchto rokov okrem marca. Poklesy v spotrebe boli viditeľné skôr, ako bol stanovený cieľ. Najväčšie poklesy však boli zaznamenané v druhom polroku roka počnúc augustom 2022. (mv)

Očakávané vyššie sadzby FED-u

FED bude pravdepodobne musieť zvýšiť sadzbu na rozpätie 5,25 až 5,5 %

Americkí centrálni bankári zvýšili úrokové sadzby o štvrt percentuálneho bodu, čím zmiernili svoje kroky po zvýšení o pol bodu v decembri a štyroch po sebe idúcich veľkých 75-bodových zvýšeníach. Tento krok zdvihol základnú úrokovú sadzbu do rozpätia od 4,5 % do 4,75 %. Po zvýšení na tlačovej konferencii predsedu FED-u Jerome Powell naznačil, že úradníci sú pripravení ďalej zvyšovať sadzby, aby vyvolali rozsiahlejšie spomalenie ekonomiky, ktoré zníži infláciu. Účastníci vo všeobecnosti poznamenali, že inflačné riziká ohrozujúce vyhladky inflácie zo-

stali kľúčovým faktorom formujúcim vyhladky menovej politiky a že zachovanie reštriktívnej politiky, kým inflácia nebude jasne na ceste k 2 %, je z hľadiska riadenia rizík vhodné. Silné dáta z ekonomiky a silný trh práce v USA zvyšujú riziká inflácie. Centrálny bankári čakajú na úda-

Fed Funds: Predpokladané pravdepodobnosti pohybu hlavných úrokových sadzieb

Meeting	Fwd rate	3.5-3.75	3.75-4	4-4.25	4.25-4.5	4.5-4.75	4.75-5	5-5.25	5.25-5.5	5.5-5.75	5.75-6
2022-12-14	4,33 %				73,5 %	26,5 %					
2023-02-01	4,57 %					99,7 %	0,3 %				
2023-03-22	4,67 %						73,0 %	27,0 %			
2023-05-03	5,12 %							71,7 %	27,8 %	0,5 %	
2023-06-14	5,23 %							25,9 %	55,9 %	17,9 %	0,3 %
2023-07-26	5,36 %							20,1 %	49,2 %	26,4 %	4,2 %
2023-09-20	5,34 %						1,2 %	21,9 %	47,8 %	25,1 %	4,0 %
2023-11-01	5,28 %					0,3 %	5,7 %	27,4 %	42,9 %	20,5 %	3,1 %
2023-12-13	5,17 %				0,1 %	2,8 %	15,8 %	34,6 %	32,5 %	12,4 %	1,7 %

je, ktoré potvrdia plošnú dezinfláciu, ktorú posledné dáta nepotvrdili. Predpovede o sprísňovaní menovej politiky naznačujú, že úrokové sadzby by sa mohli dostať do rozpätia

5,25 až 5,5 %, čo je o jedno zvýšenie na výše oproti predpovediam z decembra na úrovni 5,1 % (mv)

Nový spôsob výpočtu pre ukazovateľ nezamestnanosti

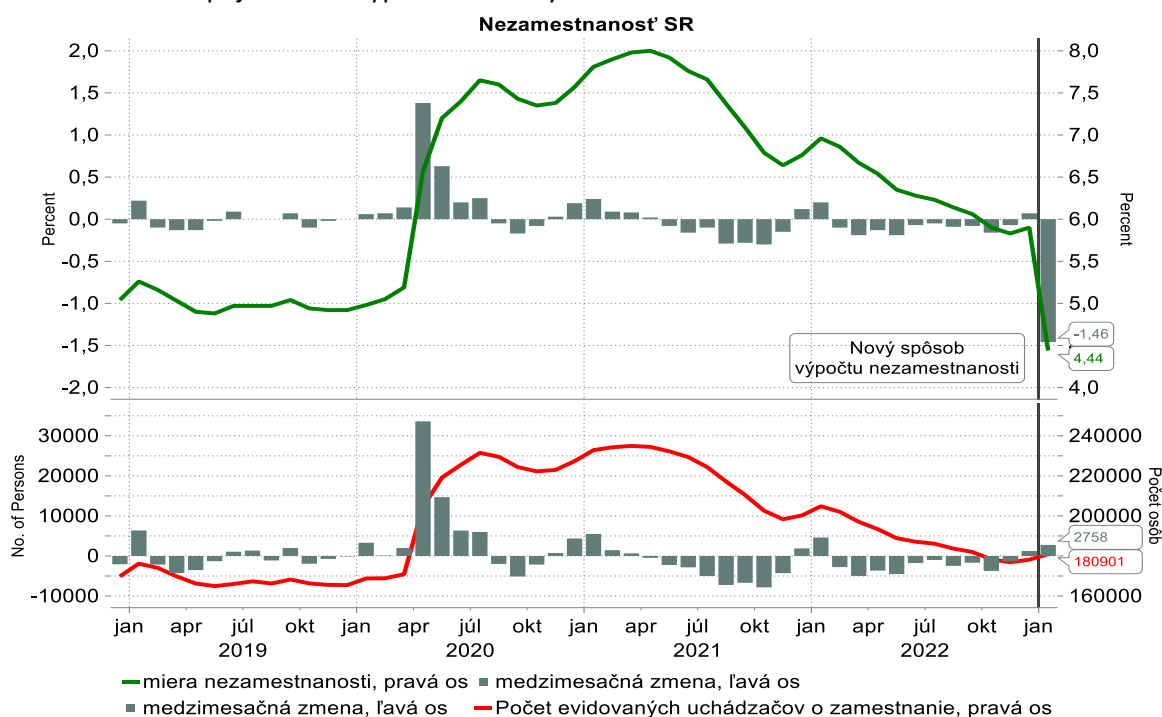
Miera nezamestnanosti sa počítala z ekonomicky aktívneho obyvateľstva a po novom z obyvateľstva v produktívnom veku.

Ústredie práce, sociálnych vecí a rodiny začalo od januára tohto roka používať nový spôsob výpočtu nezamestnanosti. Pôvodný ukazovateľ miera evidovanej nezamestnanosti (MEN) sa počíta ako podiel počtu disponibilných UoZ (uchádzačov o zamestnanie) na počet ekonomicky aktívneho obyvateľstva. Nový ukazovateľ je počítaný ako podiel disponibilných uchádzačov o zamestnanie v produktívnom veku na obyvateľstve v produktívnom veku označovaný skratkou PDU. Aktuálne sa tak ráta nezamestnanosť z celej populácie v produktívnom veku, teda približne z 3,7 milióna ľudí, a nie z ekonomicky aktívneho obyvateľstva, čo je zhruba 2,8 milióna ľudí. Väčší menovateľ tak viedol k tomu, že nová miera nezamestnanosti je na nižších úrovniach. Miera nezamestnanosti podľa MEN v januári klesla na 5,82 % z 5,9 % v predošlom mesiaci, zatiaľ však podľa nového ukazovateľa PDU nezamestnanosť vzrástla na 4,44 % z 4,37 % v predošlom mesiaci. Počas minulého roka oba ukazovatele kopírovali rovnakú trajektóriu, avšak v januári nastal opačný vývoj, ktorý bol spôsobený opačným vývojom menovateľov vstupujúcich do výpočtu. Celkový

počet evidovaných uchádzačov o zamestnanie stúpil na 181 tisíc zo 178 tisíc v predošlom mesiaci. Trh práce sa napriek vplyvom drahých energií a vysokej inflácie drží pomerne dobre. Všetko nasvedčuje tomu, že ekonomika sa vyhne recesii a masívny nárast nezamestnanosti v najbližšom období nehrozí.

Nevýhodou novej metodiky je to, že zahŕňa aj ekonomicky neaktívne obyvateľstvo – ľudí, ktorí nemôžu alebo nechcú pracovať. Tí nie sú príliš relevantní pre trh práce a zároveň tento prístup prehliada nezamestnaných mimo produktívneho veku. Naopak výhodami novej metodiky je to, že presnejšie odráža každomesačný vývoj počtu nezamestnaných a počtu ľudí v produktívnom veku, pretože sa všetky údaje potrebné na jeho výpočet vykazujú na mesačnej báze. Predošlý výpočet sa spoliehal na počet ekonomicky aktívneho obyvateľstva odhadnutý z výberového zisťovania pracovnej sily, ktorý však nemusí platiť vo všetkých regiónoch. Nová metodika zároveň umožňuje včasné monitorovanie nezamestnanosti aj pre menšie geografické celky vrátane okresov, miest a obcí. (mv)

Počet evidovaných uchádzačov o zamestnanie mierne vzrástol o 2,7 tisíc.

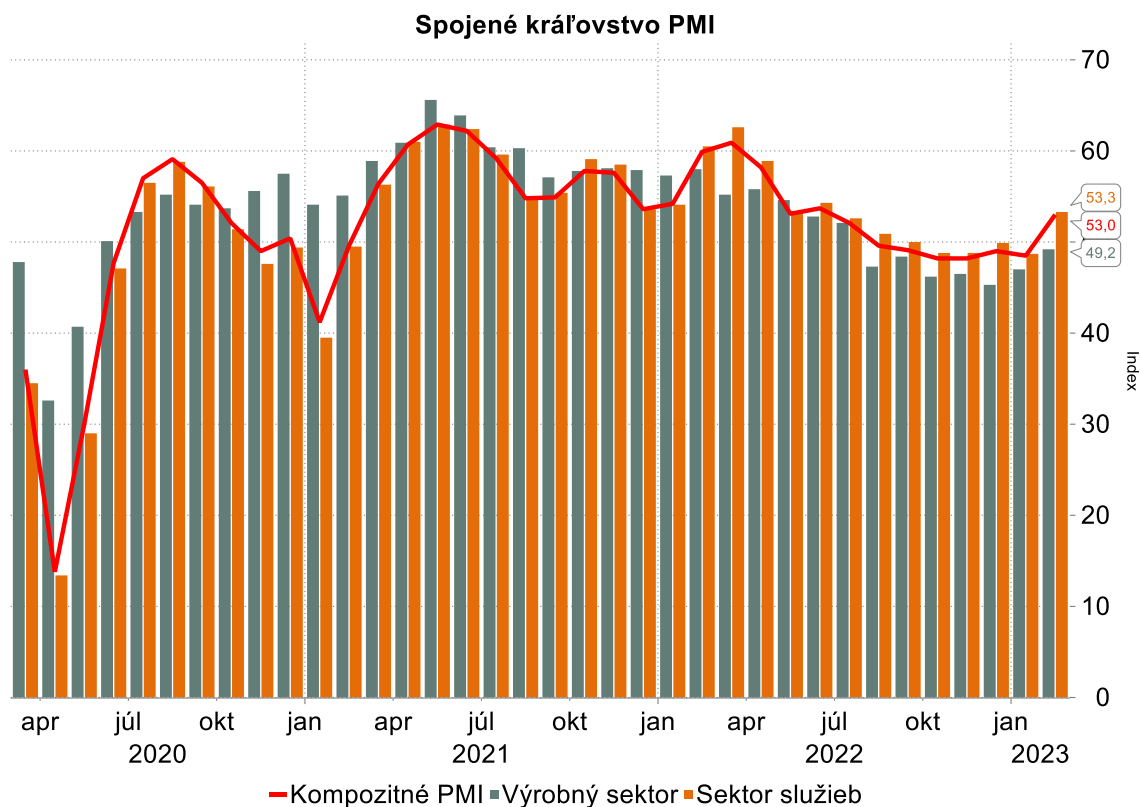


Neočakávaný nárast ekonomickej aktivity v UK

Oblasti výrobného sektora a dominantný sektor služieb sa vrátili k rastu, ale sektor služieb signalizoval rýchlejšiu expanziu.

Celkový ukazovateľ nákupných manažérov od S&P Global pre Spojené kráľovstvo vzrástol vo februári na 53 bodov. Predstavuje to prudký nárast o 4,5 bodov z januára a taktiež výsledky indexu výrazne prekonal očakávania trhu, ktoré predstavovali kontrakciu na úrovni 49. Ukončil sa tak sedemmesačný trend poklesu. Spoločnosti zapojené do prieskumu uviedli zvýšený dopyt zákazníkov a zlepšujúcu sa podnikateľskú dôveru v dôsledku nižšej ekonomickej neistoty, menšieho nedostatku dodávok a klesajúcej inflácie, ktorá pravdepodobne dosiahla svoj vrchol v októbri minulého roka. Aktuálne inflácia v Británii predstavuje 10,1%. Počas februára sa obzvlášť zaznamenal silný nárast obchodnej aktivity, čo kontrastovalo so znížením v každom z predchádzajúcich štyroch mesiacov. Konkrétne PMI služieb poskočil na úroveň 53,3 z januárových 48,7 a výrobný PMI si mierne polepšil, ale stále ostáva v pásme kontrakcie

tesne pod hranicou 50 na úrovni 49,2. Za posledného polroka však ide o najvyššiu hodnotu a môžeme to považovať za oživenie vo výrobnom sektore, ktoré je spôsobené miernym zvýšením objemu výroby a zlepšením dodávateľských reťazcov. Na druhej strane sa nové objednávky mierne znížili a vývozné tržby opäť poklesli. V súvislosti so zlepšujúcimi sa vyhliadkami globálnej ekonomiky a zníženou politickou neistotou sú spoločnosti optimistickéjšie a britská ekonomika môže byť v o niečo lepšom stave. Pretrvávajú však tlak na spotrebiteľské výdavky v dôsledku vyšších nákladov na pôžičky či vyššie životné náklady. BoE zvažuje ďalšie zvýšenie úrokových sadzieb o 50 základných bodov v prvej polovici roka 2023. Ešte na začiatku roka 2023 IMF predpovedalo pre UK úpadok do recesie ako jedinej krajiny z G7. (mvj)



MACROBOND

AKTUÁLNÝ VÝVOJ NA TRHOCH

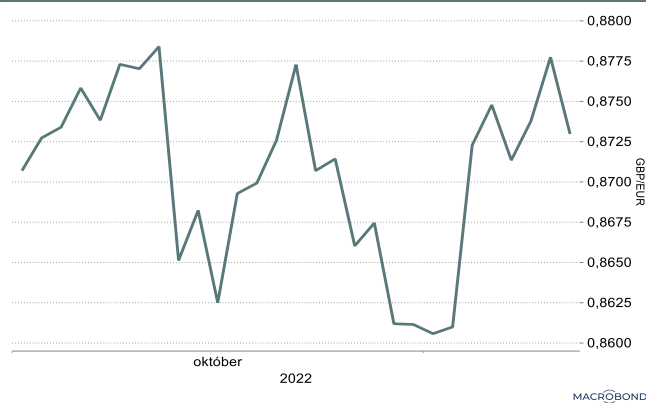
EUR/USD



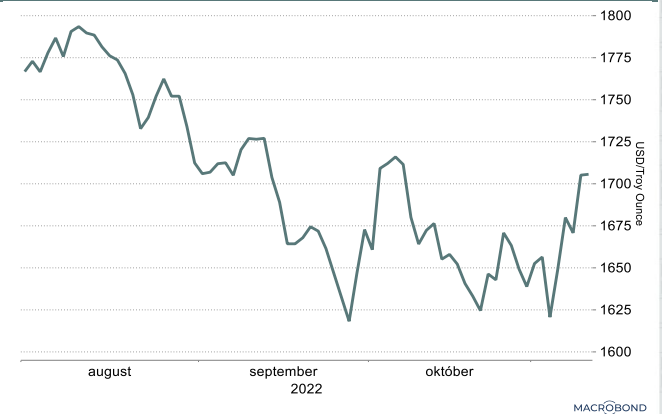
EUR/CZK



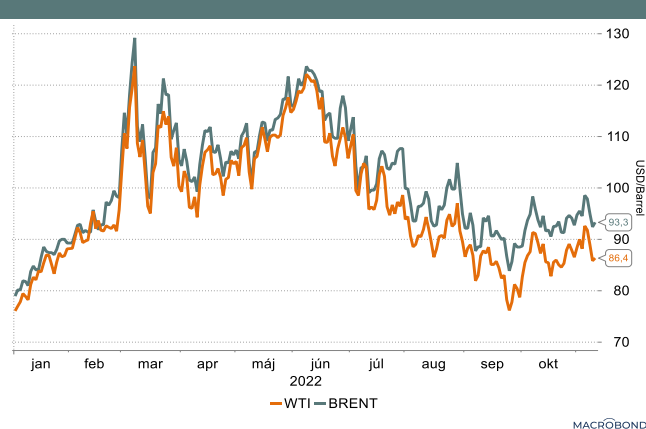
EUR/GBP



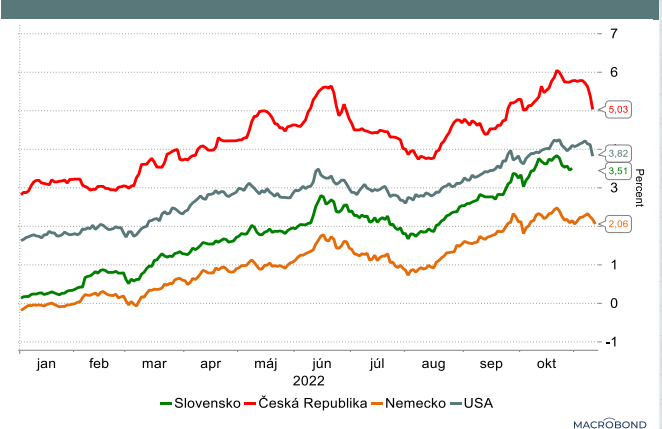
ZLATO



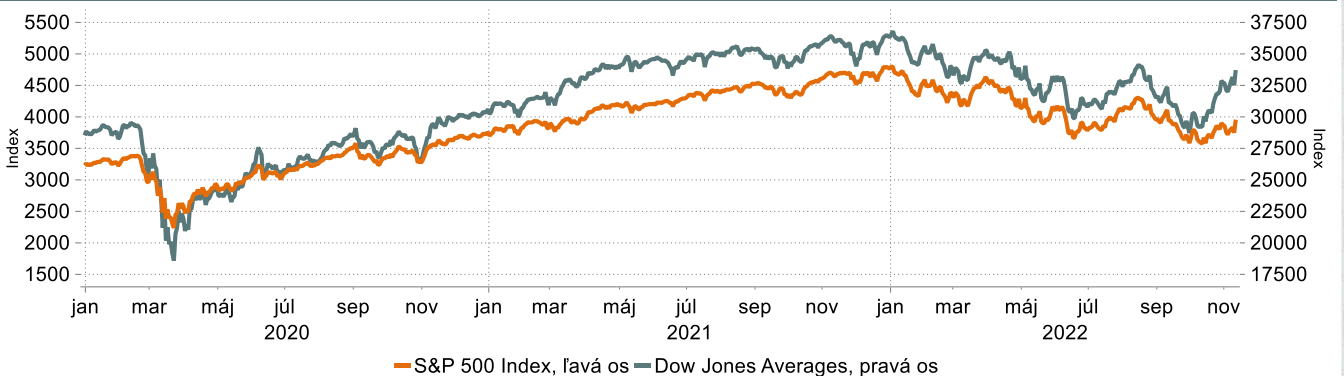
ROPA



10-ROČNÉ DLHOPISY



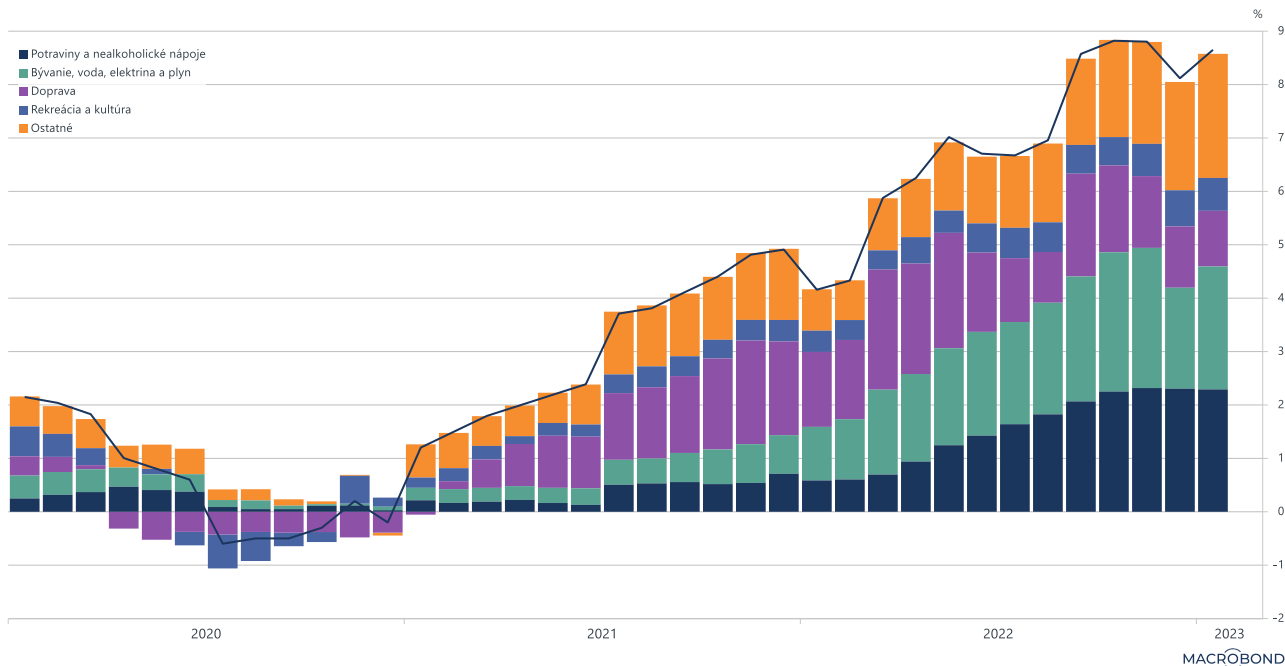
INDEXY



GRAF, KTORÝ NÁS ZAUJAL

Nemecko: Príspevky k inflácii

Zdroj: German Federal Statistical Office (Statistisches Bundesamt)



Tento dokument je publikovaný pre spoločnosti skupiny BENCONT, a môže byť reprodukován 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

Vajdiarová Margita

Vajnorská 100/A

831 04 Bratislava

www.bencont.sk



BENCONT INVESTMENTS



BENCONT GROUP



BENCONT DEVELOPMENT