

## KOMENTÁR

4. marec 2022

### Putinovo krvavé dobrodružstvo

Rusko sa na vojnu s Ukrajinou pripravovalo dlho. Aktuálne funkčné obdobie všetkých troch najvyšších vojenských predstaviteľov, ktorými sú prezident Vladimir Vladimirovič Putin, minister obrany Sergej Kužugetovič Šojgu a náčelník generálneho štábu Valerij Vasiljevič Gerasimov, začalo v roku 2012. Už v roku 2014 sa podarila „malá ochutnávka“ v podobe anexie Krymu a okupácie časti Donbasu a táto trojica v spolupráci s vedením silových zložiek<sup>1</sup> a množstvom ďalších osôb sa minulý týždeň vydala na svoje posledné dobrodružstvo.

Ambiciózna príprava ruskej armády vrátane oslabenia budúcej reakcie nepriateľa a jeho spojencov prostredníctvom dlhoročnej propagandistickej vojny sa však nestretla len s podstatne silnejšou ukrajinskou armádou než v roku 2014 (Ukrajina zdvojnásobila svoje vojenské výdavky) - čo bolo dopredu jasné aj ruskému veleniu - ale stretla sa s ohromujúcim a nečakaným odporom obyvateľstva. Pôvodné plány dobyť krajinu za niekoľko dní, nastoliť tam bábkovú vládu a zmasakrovať elity, ktoré by mohli v budúcnosti vytvoriť lídrov odporu, nevyšiel. Okrem domáceho odporu bola reakcia sveta nevídaná. Rusko už nemôže vyjsť z vojny víťazne – buď kapituluje alebo naopak mobilizuje všetky zdroje a Ukrajinu dobyje za cenu veľkých ľudských a materiálnych strát, ale urobí z Ukrajiny druhý Afganistan. Bude to Pyrrhovo víťazstvo.

Doterajšie ekonomické dôsledky vojny sú ešte nemerateľné a koniec koncov, nemáme ani skúsenosti z vojnových oblastí – zvyčajne ide o chudobné krajiny so zlým štatistickým systémom a zároveň cez vojnu vypočítať HDP je veľmi komplikované. Je ale isté, že Ukrajina sa prepadne do prudkej recesie, pokles HDP za 1Q bude v desiatkach percent. A ak zostane pod ruským vplyvom, nebude mať prostriedky na rýchlu obnovu, vývoj HDP nebude mať V - scenár, aj keď by si normalizáciu ekonomiky nový režim snáď prial. Frustrácia obyvateľstva a tým odpor bude narastať. Ak zostane pod vplyvom civilizovaných režimov zvyšku sveta na všetkých svetových stranách, ktorý Ukrajinu podporuje, obnova bude oveľa rýchlejšia.

Rusko čelí bezprecedentným sankciám zo strany vlád, ale aj súkromných firiem, etických hackerov a pod., ktoré majú viesť v prvom rade vôbec k informovaniu obyvateľstva, že sa „niečo deje“. Obrovské

ekonomické straty majú motivovať populáciu, aby režim stratil podporu. K sankciám sa pripojili v podstate všetky vyspelé krajiny – Európska únia, anglosaské krajiny USA, Kanada, UK, Austrália, Nový Zéland a z Ázie Japonsko, Taiwan, Južná Kórea. Vedené sú v troch smeroch.

Prvým je zablokovanie majetku konkrétnych osôb ruského režimu zodpovedných za rozpútanie a vedenie vojny. Okrem Putina, Šojgua a Gerasimova ide o poslancov parlamentu, ktorí vojnu schválili a ďalších cca 30 osôb. Zoznam sa rozširuje a tvoria ho aj bieloruskí občania.

Druhým smerom sankcií je finančný sektor, konkrétne ide o vypnutie siedmych ruských bánk, vrátane druhej najväčšej VTB zo systému SWIFT<sup>1</sup> a zákaz činnosti najväčšej ruskej banky Sberbank v USA a UK, čo už viedlo k jej odchodu z európskeho trhu. Zo SWIFTu budú pravdepodobne odpojené aj niektoré bieloruské banky. Sberbank a Gazprombank boli vo SWIFTe ponechané, aby bolo možné platiť za dodávky ropy a plynu.

Významnou sankciou je zmrazenie dvoch tretín ruských devízových rezerv, teda asi 400 mld. USD z celkovej sumy 630 mld. USD. Rusko má k dispozícii už len cca 200 mld. USD v zlate a v čínskych juanoch, ale likvidita zlata je slabšia.

Tretím smerom akcií sú opatrenia voči ruským firmám. Ide tu o zákaz vývozu citlivých technológií do Ruska, ktoré by mohli pomôcť ruskému vojenskému priemyslu. Nejde len o priame vojenské technológie, ale napríklad aj o dodávateľov komponentov pre nákladné automobily a pod. Zároveň sa znemožňuje ruským firmám ziskovať zdroje „na západe“ napríklad prostredníctvom emisií dlhopisov.

Štvrtý pilier sankcií je „neoficiálny“, na úrovni samotných firiem v „západných“ krajinách a na úrovni občianskej spoločnosti. Firmy opúšťajú ruský trh, prestávajú poskytovať servisné služby. Etickí hackeri oslabujú propagandu či priamo znemožňujú fungovanie niektorých ruských firiem.

Svet sa snaží zbaviť akýchkoľvek ruských aktív, či už ide o majetkové a dlhové cenné papiere na finančnom trhu alebo priamo tovarov a služieb. Napríklad hoci

významne vzrástli svetové ceny ropy, ceny ruskej ropy vzrástli oveľa menej, kupujúci uprednostňujú inú než ruskú ropu.

Rusko čelí nielen ekonomickému tlaku, ale komplexnému odsúdeniu celého sveta vo všetkých aspektoch života. Napríklad v politickej - rekordná rezolúcia OSN, kde sa proti Rusku postavilo 141 krajín zo 193 a na stranu Ruska sa postavilo len Bielorusko, Sýria, Eritrea a Severná Kórea. Rusko je vylučované zo športových súťaží, z kultúrnych podujatí, vedeckej spolupráce a pod.

Niektoré dôsledky sankcií už prišli, rubel sa voči ostatným menám prepadol o tretinu, kreditný rating krajiny spadol do špekulatívneho pásma. A sú už aj prvé „praktické“ dopady v krajine. Režim zakázal posielat' devízy do zahraničia, platby úverov do zahraničia v cudzej mene sú zakázané a 80% devízových príjmov z exportu je nutné konvertovať do rubľa. Ďalšie ekonomické problémy a protiopatrenia režimu budú nasledovať.

Sankcie voči Rusku však nemôžu byť totálne, pretože Rusko je jedným z hlavných dodávateľov komodít na svetový trh. Je tretím najväčším producentom ropy na svete s dennou produkciou 11 mil. barelov (prvé USA 18 mil. a druhá Saudská Arábia 12 mil.) a druhý najväčší exportér na svete s objemom 8 mil. barelov denne. S takmer 5 mil. denne pokrýva tretinu spotreby ropy a ropných derivátov v Európe, pričom niektoré štáty dovážajú drvivú väčšinu ropy z Ruska – napríklad Fínsko 80%, Litva 83% a Slovensko 74%. Dovoz ruskej ropy nemožno zastaviť ani nahradiť. Každá krajina má síce strategické zásoby na 3 – 4 mesiace dovozu, ale za ten čas dodávky nevie diverzifikovať, nehovoriac o raste ceny.

Plyn sa používa hlavne v zime a rovnomerný tok plynu sa v lete používa na doplnenie zásobníkov, a tak vzhľadom na končiacu zimu sa zdá, že nás plyn trápiť nemusí. Avšak okamžitá (spotová) cena plynu sa tvorí s prihliadnutím na stav zásob a v dlhodobých kontraktach sa pozerá na spoľahlivosť dodávok. A to je dnes pasé. Ruský plyn dnes tvorí tretinu spotreby v Európe, nemožno sa od neho teraz odtrhnúť.

Celkovo dnes Rusko získava z exportu ropy a plynu viac ako miliardu dolárov denne a tieto peniaze nemožno zastaviť. Rusko si je toho vedomé, a teraz paradoxne zvýšilo dodávky plynu, hoci polovičné objemy do Európy ešte na začiatku tohto roku arogantne komentovalo ako plnenie dlhodobých kontraktov.

Okrem toho Rusko má zásadné postavenie aj v niektorých ďalších komoditách – napríklad je veľkým exportérom pšenice, vyrába 6% svetovej výroby hliníka, ťaží 4% kobaltu, 4% medi, 7% niklu, 40% paládia, 10% platiny, 10% zlata, 15% titánu, 30% diamantov, produkuje 4% ocele a vyrába 13% hnojív.

Rusko je významným exportným partnerom pre pobaltské ekonomiky a aj pre Fínsko a Poľsko. Pre ostatné ekonomiky EÚ ale Rusko nie je významným exportným cieľom. Napríklad najväčší európsky exportér tovaru do Ruska – Nemecko – vyváža do Ruska tovar cca za 25 mld. eur ročne, ale celkový export je až 1.4 bil. EUR. Francúzsko a Taliansko tam vyváža tovary ročne za 6 – 7 mld. EUR.

Slovenský export do Ruska v sume 1.2 mld. EUR za rok 2021 tvorí síce 8% z exportu mimo krajín EÚ, ale len 1.5% z celého exportu Slovenska (veľkú väčšinu tovarov Slovensko exportuje do krajín EÚ). Aj tak však samozrejme, podiel exportov do Ruska môže byť významný pre konkrétnu firmu a strata tohto trhu je bolestivá.

Navyše, nezabúdajme, že trpieť bude obchod nielen s Ruskom, ale aj s Ukrajinou. V roku 2021 vyviezlo Slovensko na Ukrajinu tovary v objeme 600 mil. EUR, teda pod percentom svojho exportu, ale až polovicu z toho čo do Ruska. Tento vývoz samozrejme teraz padne.

Čakajú nás ťažké časy. Odmysliac všetko ostatné, už len na ekonomickom poli sa bude stupňovať napätie hlavne na trhu komodít, ktoré oddiali návrat na nižšie inflačné úrovne. Zároveň bude hospodársky rast oproti očakávaniam slabší, čo spolu vytvára predpoklad pre stagfláciu. Reakcia ECB na túto novú situáciu bude musieť byť veľmi opatrná<sup>3</sup>.

Teraz je obyvateľstvo (paradoxne okrem ruského) vystrašené a je silný tlak na politické elity, aby voči agresorovi vystupoval razantne. Mnohé vlády zmenili svoje predtým svoje pacifistické ba až ignorantské stanovisko. Na druhej strane budú ekonomické škody postupne aj v „západných“ krajinách a navyše konflikt bude postupne mediálne utíchať. To môže tlak na Rusko zmierniť a predĺžovať agóniu Ukrajiny.

Z dlhodobého hľadiska ale pravdepodobne nastane v dodávateľsko – odberateľských vzťahoch deglobalizácia, jednoducho otázka strategickej spoľahlivosti celého výrobného reťazca dostane prednosť pred kritériom čo najnižších nákladov. Trochu odľahčene - do skóre hodnotenia firiem ESG (environment – social

- governance) možno pridať ďalšie písmeno „I“ (independence).

Táto dlhodobá transformácia sa bude premietat' do nižšej rizikovej prémie, ale aj do vyšších nákladov firmami, do vyššej inflácie. Výroba sa bude presúvať do civilizovaného sveta, ktorého ale nie je málo. Tu pôjde len o cenu. Problémom ale zostanú komodity, ktoré sú mnohé pod kontrolou nedemokratických režimov.

Na ktoré krajiny si dávať pozor, môže napovedať napríklad rezolúcia OSN o odsúdení útoku na Ukrajinu. V nej sa 5 krajín vyjadrilo proti rezolúcii, 35 sa zdržalo a ďalších 11 nehlasovalo. Medzi krajiny, ktoré sa zdržali alebo nehlasovali, patrí všetkých 5 bývalých stredoázijských republík Sovietskeho zväzu, 2 kaukazské republiky ex-ZSSR (Arménsko, Azerbajdžan), 9 ďalších ázijských krajín, 5 latinskoamerických a 24 afrických krajín. Na tieto krajiny si bude treba dávať pozor – pri afrických

krajinách všeobecne v oblasti ťažby nerastných surovín, pri Alžírsku, Azerbajdžane, Iraku, Iráne, Venezuele v oblasti ťažby ropy a pri Číne, Indii, Bangladéši, Vietname vo výrobe. Špeciálnu ostražitosť vyžaduje Taiwan, ktorý je na muške Číny a zároveň je významným dodávateľom high tech komponentov, najmä polovodičov.

A samozrejme nesmieme zabudnúť na Rusko. Realokácia zdrojov bude však vzhľadom na to že Rusko je objemovo a štruktúrne veľmi silným komoditným hráčom vo svete, veľmi komplikovaná.

Čakajú nás ťažké časy, ale prežijeme to. Na rozdiel od mnohých Ukrajincov.

**Richard Tóth**  
hlavný ekonóm

---

<sup>1</sup>Okrem Šojgua a Gerasimova patrí podľa odhadov odborníkov na ruskú politiku do Putinovho úplne najbližšieho okolia: riaditeľ Bezpečnostného výboru Nikolaj Patrušev, riaditeľ Federálnej bezpečnostnej služby Alexander Bortnikov, riaditeľ zahraničnej rozvedky Sergej Naryškin, minister zahraničných vecí Sergej Lavrov, predsedníčka hornej komory Ruského parlamentu Valentina Matvijenko, riaditeľ Národnej gardy Viktor Zolotov. Do blízkeho okolia patrí aj premiér Michail Mišustin, starosta Moskvy Sergej Sobjanin, riaditeľ Rosneftu Igor Sečín a podnikatelia bratia Boris a Arkadij Rotenbergovci. Zdroj: [bbc.com](https://www.bbc.com).

<sup>2</sup> SWIFT = Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications, Spoločnosť pre svetové medzibankové finančné telekomunikácie. Systém funguje od roku 1977, sídli v Bruseli a je v ňom zapojených 11 000 bánk z vyše 200 krajín sveta, ktoré si denne pošlú vyše 40 mil. správ. Funguje to nasledovne: Banka odosielateľa platby pošle správu banke prijímateľa platby, ktorú klient označí SWIFT kódom a banka prijímateľa vykoná operáciu. To znamená, že zo všeobecného účtu, ktorý má banka odosielateľa v banke prijímateľa (nazývame ho nostro = tal. náš účet), strhne požadovanú sumu a prevedie ju na konkrétny účet prijímateľa platby. Ak banka odosielateľa nemá takýto všeobecný (nostro) účet v banke prijímateľa, musí využiť jeden alebo aj viac medzičlánkov – korešpondenčných bánk, ktoré medzi sebou majú navzájom otvorené nostrá a platba sa tak postupne posúva z banky odosielateľa do banky prijemcu a v konečnom dôsledku na účet prijímateľa. Každý článok inkasuje poplatok za transakciu. Bez SWIFT kódu teda nemožno platbu realizovať.

<sup>3</sup>Tento téme bude venovaný najbližší alebo jeden z najbližších komentárov.

---

**Kontakt:** Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6531. Fax: +421 2 3226 6910. E-mail: [research@privatbanka.sk](mailto:research@privatbanka.sk), [toth@privatbanka.sk](mailto:toth@privatbanka.sk). Web: [www.privatbanka.sk](http://www.privatbanka.sk)

**Upozornenie:** Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla kvôli vyššej politickej a ekonomickej nestabilite a nerozvinutému trhu a systému rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplývajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.