

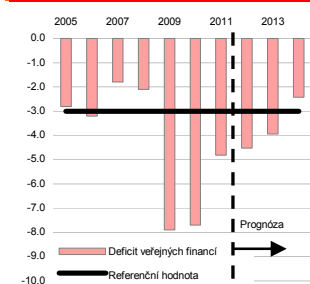
Bond Focus

Slovenský dluh se daří financovat bez problémů



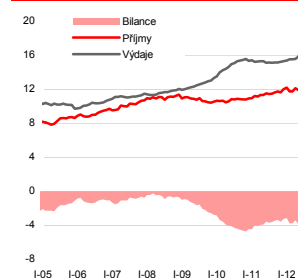
Miroslav Frayer
+420 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz

Deficit veřejných financí (% HDP)



Zdroj: MFSR, EcoWin, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Státní rozpočet (mld. EUR, posledních 12M)



Zdroj: MFSR, EcoWin, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Navzdory očekávané hospodářské recesi v eurozóně, nevyřešeným dluhovým problémům v Evropě a konaným předčasným volbám na Slovensku nemá vláda problém s financováním svého dluhu. Naopak se zdá, že tato malá otevřená ekonomika ve střední Evropě ze současné situace těží. Nejenže se jí v průběhu prvního půlroku výrazně snížily náklady na financování, ale navíc byla úspěšná při emisích na domácích i zahraničních trzích. Hrubá výpůjční potřeba vlády pro letošní rok je již zcela profinancována a Agentura pro řízení a financování dluhu má dostatečný čas a prostor k předfinancování se na příští rok. Solidní hospodářský růst, zdravý bankovní sektor či nízké zadlužení veřejného sektoru tak mohou dále podpořit zájem zahraničních investorů o nákup slovenských státních cenných papírů.

■ **V letošním roce plném nejistot se ukazuje, že Slovensko si našlo svoje místo mezi investory.** Pohled na dluhopisový trh přináší naprosto odlišný obrázek, než který jsme viděli na konci loňského roku. Tehdy nepříznivá situace na evropských trzích, která se razantním způsobem dotkla i Slovenska, vedla k tomu, že Agentura pro řízení a financování dluhu (Ardal) byla nucena zrušit aukci svých 14 letých dluhopisů a nahradit je 3měsíčními státními pokladničními poukázkami. Zároveň i prodala pouze necelou pětinu plánovaného objemu 3letého zero-bondu. Podmínky pro financování dluhu se tak Ardalu výrazně zhoršily.

■ **Černé scénáře dalšího vývoje na slovenském dluhopisovém trhu se ale naštěstí nenaplnily.** Přes eskalující dluhovou krizi a zhoršující se vyhlídky na hospodářský růst v Evropě Slovensko odolalo a zaznamenalo opět úspěchy na dluhopisovém trhu. Vděčí tak solidnímu hospodářskému růstu, přebytku běžného účtu či zdravému bankovnímu sektoru. Do určité míry lze pozitivně hodnotit i výsledky březnových parlamentních voleb, kdy nová jednobarevná vláda nebude mít problémy s prosazováním konsolidačních opatření na rozdíl od předchozí koaliční vlády, která často ztroskotala na rozporech jednotlivých vládních stran.

■ **Nakonec zadlužení veřejného sektoru patří v rámci Evropy k těm nejnižším.** Rok 2011 pak můžeme označit za úspěšný z pohledu vývoje veřejných financí. Předchozí vláda snížila celkový deficit na 4,8 % HDP ze zhruba 8,0 %, kterých dosahoval v letech 2009 a 2010. Parlament zároveň schválil ústavní zákon o rozpočtové zodpovědnosti, v rámci něhož byl stanoven dluhový strop Slovenska do roku 2017 na úrovni maastrichtského kritéria 60 % HDP. Jeho hranice by se měla postupně snižovat každým rokem o jeden procentní bod až na 50 %.

■ **Vadou na kráse je ale letošní hospodaření státního rozpočtu.** Ke konci června činil deficit 2,3 mld. EUR, což je o 0,7 mld. EUR více než vloni. Na jedné straně jsou na vině příjmy, které jsou mezitím nižší o 4,3 % v důsledku pozastavení plateb z fondů EU. Ty by ale dle ministerstva financí měly na Slovensko dorazit později a kompenzovat tak propad v prvních měsících letošního roku. Na druhé straně se však výrazně zvýšily výdaje, a to o 7,3 % y/y, které jsou dle ministerstva ovlivněny především vyššími výdaji na obsluhu státního dluhu.

Ekonomický výzkum

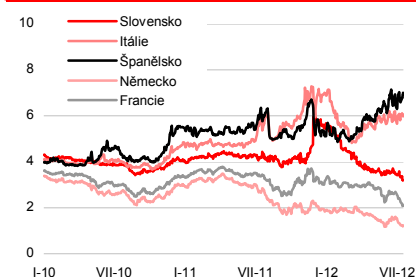
Deficit veřejných financí pod 3 % HDP v roce 2013 se nám zdá být nereálný.

První půlrok ve znamení výrazného snížení výnosů a utužení ASW spreadů.

■ Hlavní prioritou nové levicové vlády je pokračování ve fiskální konsolidaci. **Slovensko se připojilo k tzv. Fiskálnímu kompaktu, který požaduje dosažení deficitu veřejných financí pod hranicí 3,0 % HDP v roce 2013** a jeho následné snižování ročně o 0,5 – 1,0 % do té doby, než bude rozpočet vyrovnaný. Ačkoliv premiér Robert Fico považuje 3% cíl deficitu pro rok 2013 jako „dábelský plán“, jeho nový kabinet schválil vládní prohlášení založené na Programu stability pro roky 2012 – 2015, který počítá s deficitem 2,9 % v roce 2013. Letos by měl dle ministerstva financí dosáhnout 4,6 % HDP. Vládní plán se nám zdá ale příliš ambiciózní, když očekáváme pomalejší snižování rozpočtového deficitu v následujících letech. Podle naší prognózy není deficit pod 3 % HDP v roce 2013 dosažitelný. My očekáváme snížení deficitu pod maastrichtské kritérium až v roce 2014.

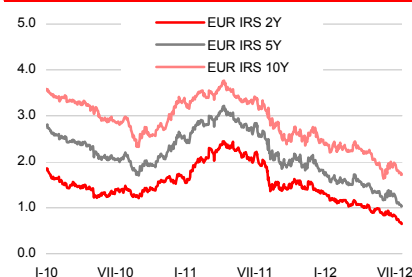
■ **Od začátku letošního roku výnosy slovenských dluhopisů výrazně klesly.** Například v případě bondu SKGB 4,0%/2020 se jednalo o pokles o téměř 250 bb. Kromě příznivého makroekonomického obrázku se o pokles výnosů zasloužily i dva 3leté repo tendry ze strany ECB. Volné prostředky získané v těchto operacích pak směřovaly i do nákupů slovenských státních dluhopisů. Červnové snížení depozitní sazby ECB na 0,0 % pak zájem o relativně bezpečná aktiva, mezi která bychom mohli zařadit i ta slovenská, ještě zvýšilo. ASW spready se během prvního půlroku letošního roku výrazně utáhly. Pro zmíněný dluhopis to představovalo zhruba 150 bb.

Výnosy 10letých státních dluhopisů (v %)

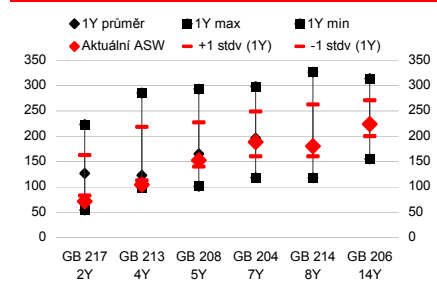


Pozn.: v případě slovenského dluhopisu jde o 8letou splatnost
Zdroj: Reuters, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Evropské swapy (v %)



ASW spready vybraných slovenských dluhopisů (za posledních 12 měsíců, v bb)



Výpůjční potřeby vlády a jejich financování (v mld. EUR)

	2012 odhad KB
Hospodaření vlády (deficit)	3.219
Euroval	0.264
Maturující státní dluhopisy	2.366
Splátky EIB	0.200
Hrubá výpůjční potřeba	6.049
Poskytnuté úvěry od EIB	0.300
Čistá emise SPP	1.000
Hrubá emise dluhopisů	4.749

Zdroj: KB Research

Slovensko si již zajistilo financování na letošní rok

■ **Celkovou hrubou výpůjční potřebu vlády odhadujeme na zhruba 6,0 mld. EUR**, z čehož 3,2 mld. EUR tvoří deficitní hospodaření veřejného sektoru, 0,3 mld. EUR platby do evropských záchranných fondů, maturující dluhopisy v letošním roce v objemu 2,4 mld. EUR (byly již splatné v první polovině roku) a předpokládané splátky EIB ve výši 0,2 mld. EUR.

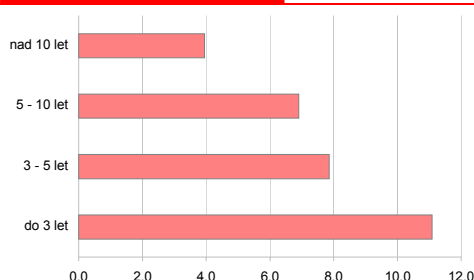
■ Jak již bylo uvedeno výše, jedno z hlavních rizik spatřujeme v dosavadním vývoji hospodaření státního rozpočtu, kdy by výpadek z fondů EU musel být financován prostřednictvím zvýšené emise dluhopisů. Velký otazník visí i nad příspěvky do fondu ESM. Parlament schválil zákon o trvalém eurovalu, v rámci něhož bude muset vláda splatit svůj podíl ve výši 659,2 mil. EUR v pěti stejných splátkách. Letos by přitom mělo Slovensko zaplatit dvě splátky v celkovém objemu 263,7 mil. EUR. **Celková hodnota akcií upsaných Slovenskou republikou v ESM bude představovat 5,768 mld. EUR.** Zbytek do této sumy bude splatný na vyžádání. Na celkovém základním kapitálu ESM (700 mld. EUR) se tak Slovensko bude podílet 0,824 %.

Struktura dluhu zaznamenala výrazné změny. Zvyšuje se podíl zahraničních investorů.

■ Financování letošní výpůjční potřeby probíhá relativně hladce. **V polovině roku již agentura Ardal profinancovala více jak 100 %** a zajistila tak vládě prostředky pro její fungování. Od začátku letošního roku byly již emitovány dluhopisy za necelých šest miliard eur a navíc se zvýšila emise státních pokladničních poukázek o 0,8 mld. EUR. Pozitivně lze hodnotit i to, že se podařilo dále diverzifikovat okruh investorů. Slovensko prodalo dluhopisy denominované v české koruně (0,5 mld. EUR, splatnost v září 2015), americkém dolaru (cca 1,2 mld. EUR, splatnost v květnu 2022) a švýcarském franku (cca 0,4 mld. EUR, tři tranše se splatnostmi v dubnu 2018 a 2022 a červnu 2022). Kromě toho nabídlo investorům i dva nové eurové dluhopisy. V lednu to byl 5letý bond v objemu zhruba 1,5 mld. EUR a v červenci 17letý papír ve výši 125 mil. EUR.

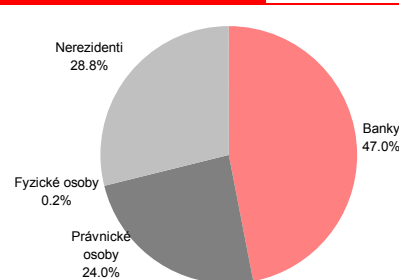
■ **V současné době jsou na trzích vydané dluhopisy v celkovém objemu 29,8 mld. EUR.** Z toho na domácím trhu je umístěno 23,2 mld. EUR (včetně dluhopisu denominovaného v CZK), zbytek byl prodán na zahraničních trzích. Struktura bondů ukazuje, že více jak třetina (11,1 mld. EUR) je splatná během následujících tří let, přičemž v letošním roce již žádné dluhopisy maturovat nebudou, ale v průběhu Q113 budou splatné bondy za více než 2 mld. EUR. V celém příštím roce pak maturují dluhopisy za bezmála 3,8 mld. EUR. Dluhopisy se splatností nad 10 let představují zhruba 4,0 mld. EUR. Při pohledu na vlastnickou strukturu se ukazuje, že necelé tři čtvrtiny emitovaných dluhopisů drží domácí subjekty. Největšími držiteli jsou slovenské banky s celkovým podílem 47 % k polovině letošního roku. Více jak čtvrtinu dluhu pak drží zahraniční subjekty. **Od roku 2009 se ale vlastnická struktura poměrně značně změnila.** Ke konci roku 2009 bylo v držení domácích subjektů 90 % vydaných státních dluhopisů a téměř dvě třetiny nakoupily banky. Je zde patrný trend, že ministerstvo financí (resp. Ardal) se nemůže spoléhat pouze na tuzemské subjekty a musí stále více počítat se zahraničními investory. A to se mu podařilo i během prvního pololetí letošního roku, kdy se podíl zahraničních subjektů opět zvýšil. Obdobný trend můžeme zaznamenat i u státních pokladničních poukázek. Ke konci roku 2009 byly výhradně v držení domácích subjektů, v polovině letošního roku ale do nejkratších cenných papírů téměř ze čtvrtiny zainvestovalo i zahraničí.

Splatnosti vydaných dluhopisů
(na domácím i zahraničním trhu)



Zdroj: Ardal, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vlastnická struktura st. dluhopisů
(v polovině roku 2012)



Stav emitovaných SKGB k prodeji
(mil. EUR)

Dluhopis	Datum splatnosti	Již vydané	Zbývá vydat
SD216	14.10.25	2502.1	497.9
SD218	16.11.16	519.6	980.4
SD219	19.01.17	1510.9	1489.1
CELKEM		4532.6	2967.4

Zdroj: Ardal

■ V druhé polovině letošního roku předpokládáme, že **Ardal bude využívat příznivých podmínek na dluhopisovém trhu a předfinancuje se již na příští rok.** V současné době má agentura otevřené tři emise státních dluhopisů. Na prodej na primárním trhu jsou k dispozici bondy v nominální hodnotě zhruba 3 mld. EUR. Dle harmonogramu emisí a aukcí státních cenných papírů na letošní rok plánovala agentura především nabídnout (1) 3leté dluhopisy v objemu 1,5 mld. EUR, (2) benchmarkovou emisi se splatností 10 let ve výši 3 mld. EUR a (3) papíry s 5letou a vyšší splatností v rozpětí 1,5 až 3 mld. EUR. Celkově tedy pro letošek

plánovala emitovat dluhopisy v objemu 6 až 7,5 mld. EUR. V polovině roku tak již prakticky dosáhla dolní hranice tohoto rozpětí. Agentura tak letos již není pod tlakem prodávat papíry za každou cenu, nicméně musí myslet na profinancování maturujících dluhopisů na začátku příštího roku. Dosavadní struktura dluhopisů by si ale zasloužila, aby Ardal nabídnul v letošním roce ještě plánovanou 10letou benchmarkovou emisi. Podmínky pro takovou emisi se nám zdají být poměrně příznivé. Nabízený výnos by se měl pohybovat nad úrovněmi relativně bezproblémových zemí eurozóny, což v kontextu se solidním ekonomickým prostředím na Slovensku by mohlo zvýšit atraktivitu takového dluhopisu. Evropští investoři by navíc nepodstupovali devizové riziko jako v případě investic do cenných papírů jiných středoevropských ekonomik. Zároveň předpokládáme, že by nemělo dojít k dalšímu výraznému navýšení čisté emise státních pokladničních poukázek.

**KB****Ekonomický a strategický výzkum****Ekonomický výzkum****KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM****Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu****Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz**Ekonomové****Anne-Françoise Blüher**
(420) 222 008 524
anne_bluher@kb.cz**Jiří Škop, Ph.D.**
(420) 222 008 569
jiri_skop@kb.cz**Miroslav Frayer**
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz**Ekonom junior**
Marek Dřimal
(420) 222 008 598
marek_dřimal@kb.cz**Akcioví analytici**
Miroslav Adamkovič, CFA
(420) 222 008 523
miroslav_adamkovic@kb.cz**Josef Němý, CFA**
(420) 222 008 560
josef_nemy@kb.cz**SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ****Chief Economist of SG Poland**
Jaroslaw Janecki
(48) 225 284 162
48 225 284 162**Head of Research of Rosbank**
Vladimir Kolychev
(74) 957 255 637
vkolychev@mx.rosbank.ru**Chief Economist of BRD-GSG**
Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro**SG Srbsko - stratég**
Sanja RAJKOVIC-TREBALJEVAC
(381) 11 22 21 244
Sanja.Rajkovic-Trebaljevac@socgen.com**Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG****Carmen Lipara**
(40) 213 014 370
carmen.lipara@brd.ro**Ekonom**
Monica Croitoru
(40) 213 016 858
monica.croitoru@brd.ro**Akciový analytik**
Laura Simion, CFA
(40) 213 014 461
laura.simion@brd.ro**Analytik junior**
Razvan Panturu
(40) 213 014 337
Razvan.panturu@brd.ro**SG GLOBAL ECONOMICS RESEARCH****Head of Global Economics**
Michala Marcussen
(44) 20 7676 7813
michala.marcussen@sgcib.com**Eurozóna**
James Nixon
(44) 20 7676 7385
james.nixon@sgcib.com**Michel Martinez**
(33) 1 42 13 34 21
michel.martinez@sgcib.com**Velká Británie**
Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com**Skandinávie/Švýcarsko**
Anatoli Annenkov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.com**Severní Amerika**
Brian Jones
(1) 21 22 78 69 55
brian.jones@sgcib.com**Aneta Markowska**
(1) 212 278 66 53
aneta.markowska@sgcib.com**Asie a Tichomoří**
Klaus Baader
(44) 20 7676 7609
klaus.baader@sgcib.com**Wei Yao**
(852) 2166 5437
wei.yao@sgcib.com**Kiyoko Katahira**
(81) 3 5549 5190
kiyoko.katahira@sgcib.com**SG CROSS ASSET RESEARCH - FIXED INCOME & FOREX GROUPS****Global Head of Research**
Patrick Legland
(33) 1 42 13 97 79
patrick.legland@sgcib.com**Head of Fixed Income Strategy**
Vincent Chaigneau
(44) 20 7676 7707
vincent.chaigneau@sgcib.com**Adam Kurpiel**
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com**Alberto Brondolo**
(44) 20 7676 7510
alberto.brondolo@sgcib.com**Christian Carrillo (Asia-Pacific)**
(81) 3 5549 5626
christian.carrillo@sgcib.com**Ciaran O'Hagan**
(33) 1 42 13 58 60
ciaran.ohagan@sgcib.com**Adam Kurpiel**
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com**Alberto Brondolo**
(44) 20 7676 7510
alberto.brondolo@sgcib.com**Christian Carrillo (Asia-Pacific)**
(81) 3 5549 5626
christian.carrillo@sgcib.com**Julian Wiseman**
(44) 20 7676 7342
julian.wiseman@sgcib.com**Fidelio Tata (New York)**
(1) 212 278 6213
fidelio.tata@sgcib.com**Patrick Gouraud**
(44) 20 7676 7850
patrick.gouraud@sgcib.com**Wee-Khoon Chong (Hong Kong)**
(852) 2166 5462
wee-khoon.chong@sgcib.com**Head of Foreign Exchange**
Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com**David Deddouche**
(33) 1 42 13 56 22
david.deddouche@sgcib.com**Sébastien Galy**
(44) 20 76767623
Sebastien.galy@sgcib.com**Olivier Korber (Derivatives)**
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com**Head of Emerging Markets Strategy**
Benoît Anne
(44) 20 7676 7622
benoit.anne@sgcib.com**Economists of Emerging Markets Strategy****Guillaume Salomon**
(44) 20 7676 7514
Guillaume.salomon@sgcib.com**Gaëlle Blanchard**
(44) 20 7676 7439
gaelle.blanchard@sgcib.com**Esther Law**
(44) 20 7676 7396
esther.law@sgcib.com

**KB****Ekonomický a strategický výzkum****Ekonomický výzkum**

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, úplný a nezkreslený obraz skutečnosti. Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění. Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná, než je výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení. Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.