

Slovensko prekonalo vlastný rating

Pripravil: Juraj Franek

Slovenská republika prostredníctvom Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity (Ardal) vydala 6. októbra 2010 syndikovanú emisiu štátneho dlhopisu (tzv. eurobond) v celkovom objeme 2 mld. €, s 15-ročnou splatnosťou a pri výnose do splatnosti na úrovni 4,373%. Parametre dlhopisu, predovšetkým dlhá splatnosť, úrokový výnos, vysoký dopyt (4,2 mld. €) a veľkosť predaja, zaraďujú túto benchmarkovú emisiu medzi najúspešnejšie emisie v histórii Slovenskej republiky. Krajínám V4 (vrátane samotného Slovenska) sa nepodarila taká dlhá splatnosť už niekoľko rokov. Úspešná emisia je zároveň potvrdením, že finančné trhy hodnotia pozitívne dlhodobý ekonomický výhľad krajiny a rozpočtovú politiku vlády zameranú na ozdravenie verejných financií, napriek nervozite ohľadne stability spoločnej európskej meny v takomto dlhodobom horizonte.

Miesto eurobondu pri riadení štátneho dlhu

Jedným z cieľov Stratégie riadenia dlhu na roky 2007 až 2010, ktorá bola vypracovaná ešte pred vstupom Slovenska do eurozóny, bolo aj zvyšovanie podielu dlhu denominovaného v eurách. Hlavným zmyslom takejto emisie je osloviť investorov mimo Slovenska a rozšíriť tým investorskú bázu pre slovenské dlhopisy, čo má priaznivý vplyv na úrokové náklady štátneho dlhu.

Sprostredkujúcimi bankami v prípade októbrového eurobondu boli slovenské Tatra Banka a UniCredit Bank Slovakia a zahraničné HSBC a Societe Generale CIB. O dlhopis prejavilo záujem celkovo viac ako 250 investorov a celkový dopyt v tejto emisii potešil objemom cez 4,2 miliardy €.

Rýchly priebeh úpisu

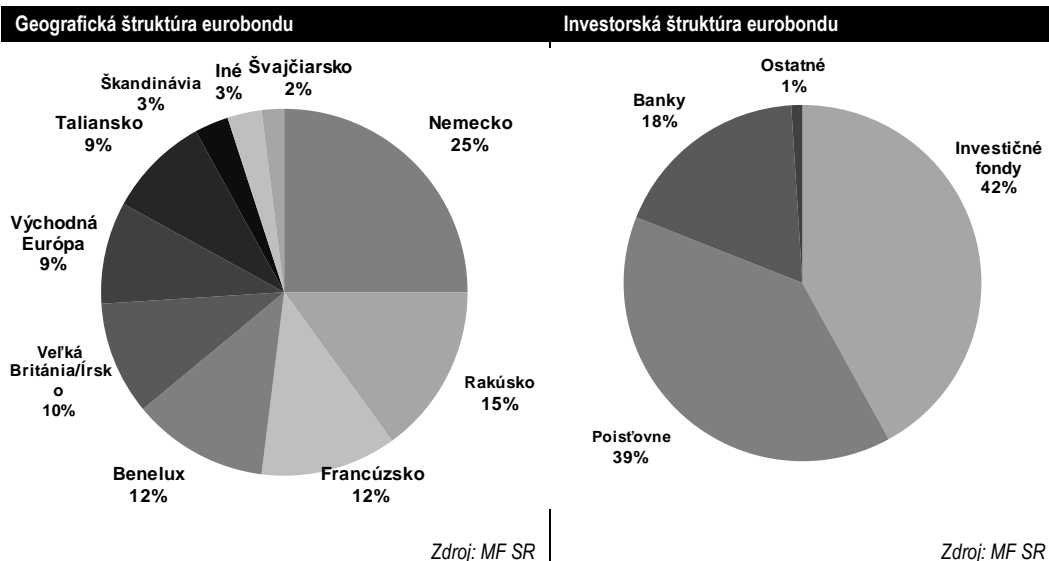
Úpis bol spustený otvorením kníh 6. októbra o 9:15 s očakávaným výnosom v intervale 150 až 155 bázičných bodov nad tzv. midswaps. Už po jeden a pol hodine od otvorenia kníh prevyšoval dopyt 4 mld. € a aranžéri emisie rozhodli o uzavretí úpisu na spodnom intervale pôvodného spreadu. Pôvodne plánované akceptovanie 1,5 mld. € bolo pod vplyvom silného dopytu a priaznivého spreadu navýšené na finálne 2 mld. € bez zmeny ceny. Ďalšia miliarda z tohto dlhopisu bude ponúknutá v budúcnosti prostredníctvom štandardných domácich aukcií.

Aktuálne vydaný eurobond úspešne nadväzuje na syndikovaný dlhopis vydaný v apríli tohto roka, keď sa podarilo na trhu umiestniť 10-ročný benchmarkový dlhopis v celkovej hodnote 1,5 mld. € s výnosom 4,05 %. V oboch prípadoch sa podarilo naplniť cieľ takejto emisie, ktorým je diverzifikácia investorskej základne. Dlhopisy boli diverzifikované geograficky aj podľa typu investora.

Optimálna geografická a investorská štruktúra dlhopisu

Z hľadiska geografickej štruktúry prejavili o slovenskú emisiu už tradične najvyšší záujem investori z Nemecka a Rakúska nasledovaní subjektmi z Francúzska, krajín Beneluxu a Veľkej Británie. Darilo sa aj predajom do Talianska, okolitých krajín strednej a východnej Európy, či do škandinávskych krajín. Dosiahla sa tak dobrá diverzifikácia do jednotlivých krajín. 15-ročný eurobond bol vzhľadom na svoju splatnosť primárne určený investorom vyhľadávajúcim finančné nástroje s dlhšou splatnosťou, čo je možné vidieť aj na zastúpení jednotlivých typov investorov. Investičným fondom a poisťovňami išlo dokopy až 81% z vydaného dlhopisu a banky sa na jeho kúpe podieľali iba 18 percentami. Pre porovnanie, pri eurobonde z roku 2009 so splatnosťou 5 rokov bol podiel bánk viac ako 40%.

Nasledujúce grafy zobrazujú geografickú a investorskú diverzifikáciu pre októbrový eurobond.



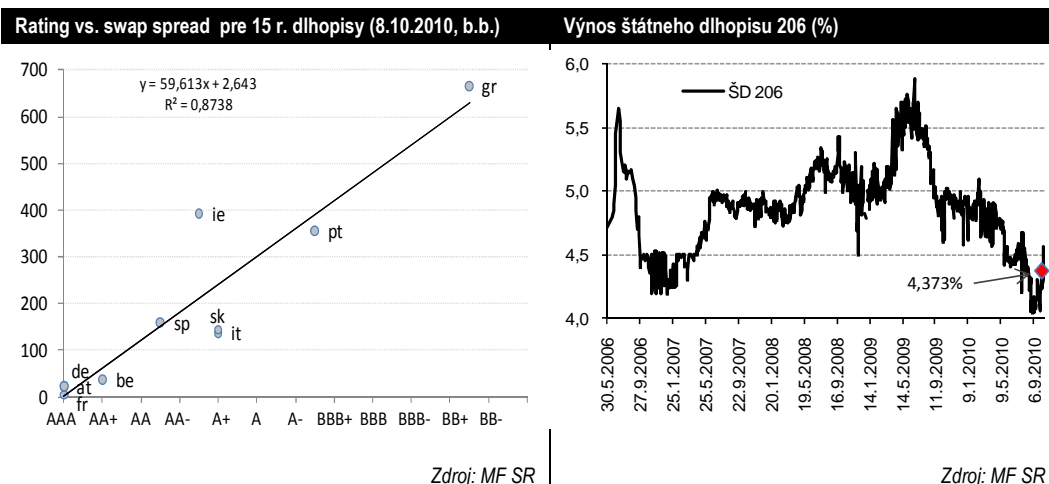
Slovensku sa podarilo získať prostriedky dokonca lacnejšie, ako by prináležalo aktuálnemu ratingu a dosiahnutý výnos bol pozitívny aj v porovnaní s výnosmi dlhopisu s podobnou splatnosťou z minulosti.

Nižší dosiahnutý výnos ako naznačuje rating

Slovensko je v súčasnosti držiteľom ratingu A+ so stabilným výhľadom podľa agentúry S&P, čo je napr. rating na úrovni Talianska a rating o stupeň horší od Írska a o dva stupne od Španielska (Írsko aj Španielsko majú negatívny výhľad). Spread vydaného dlhopisu oproti swapu je v prípade Slovenska mierne nižší ako má Španielsko a výrazne nižší ako Írsko, či Portugalsko (144 bazických bodov vs. 392 resp 356 bodov). Pri pohľade na graf porovnávajúci swap spread s prideleným ratingom je zrejmé, že Slovensko by vzhľadom na svoj rating „malo platiť“ vyšší spread ako sa podarilo dosiahnuť pri emisii. **Modelovo by Slovensku prináležal spread 241 bodov** (viď graf nižšie).

Výhodná emisia vzhľadom na riadenie dlhu a úrokové náklady

Porovnanie spreadov s ostatnými krajinami je dôležitým kritériom úspešnosti emisie. **Pre verejné financie je však rovnako dôležitý aj výnos v absolútnom vyjadrení**, ktorý určuje úrokové náklady štátneho dlhu. Pri porovnaní s výnosmi dlhopisu s podobnou splatnosťou je možné dosiahnutý výnos považovať za priaznivý. Slovensko má v súčasnosti vydaný na domacom trhu štátny dlhopis 206 s aktuálnou splatnosťou 15,5 roka (pôvodne emitovaný v roku 2006 ako 20 ročný). Priemerný výnos tohto dlhopisu bol od jeho emisie 4,9% (viď graf), pričom jeho výnos výraznejšie klesol v priebehu roka 2010 a v deň emisie nového dlhu sa na sekundárnom trhu obchodoval okolo 4,3%. Ministerstvo financií využilo tento pokles výnosu dlhopisu s dlhou splatnosťou a priaznivé podmienky na trhu a ponúklo do emisie práve eurobond s 15-ročnou splatnosťou. **Tento krok výrazne zníži rizikové parametre riadenia štátneho dlhu a dosiahnutý výnos by mal mať priaznivé vplyvy na úrokové náklady do budúcnosti.**



Pozn. Graf zobrazuje krajiny eurozóny pre ktoré bola k dispozícii hodnota pre výnos 15 ročného dlhopisu. V prípade SR je na grafe spread na základe výnosu eurobondu pri emisii.