

## Ce succes vor avea în 2010 eurobondurile românești?

publicat în **Dosare** pe 19 Februarie 2010, 20:55

**În 2008, la ultimul împrumut de acest tip, România a luat 750 de milioane de euro, dintr-o ofertă totală de 1,3 miliarde, pe 10 ani, cu o dobândă de 6,5% pe an**

*Totul era diferit în urmă cu doi ani: România se bucura încă de rating investment grade din partea tuturor celor trei agenții majore de evaluare financiară, iar prima suplimentară de risc solicitată de investitori pentru cumpărarea de obligațiuni românești era de doar 1,85%, comparativ cu aproape 2,8% în prezent. În plus, acum concurența pe bani va fi dură, întrucât multe țări cu ratinguri și evoluții fiscal-economice superioare celor ale României și-au anunțat intenția de a emite eurobonduri în 2010.*

Totul era diferit în urmă cu doi ani: România se bucura încă de rating investment grade din partea tuturor celor trei agenții majore de evaluare financiară, iar prima suplimentară de risc solicitată de investitori pentru cumpărarea de obligațiuni românești era de doar 1,85%, comparativ cu aproape 2,8% în prezent. În plus, acum concurența pe bani va fi dură, întrucât multe țări cu ratinguri și evoluții fiscal-economice superioare celor ale României și-au anunțat intenția de a emite eurobonduri în 2010.

Ministerul Finanțelor Publice (MFP) va începe, „într-o săptămână-două“, roadshow-ul (tur de prezentare - n.r.) pentru emisiunea de eurobonduri a României, termenul pentru lansarea acestora fiind primul trimestru al acestui an, a afirmat săptămâna trecută ministrul de resort, Sebastian Vlădescu.

Același Vlădescu declara, pe 12 ianuarie, că România intenționează să emită eurobonduri în valoare de un miliard de euro, avansând același termen de lansare. Și șeful misiunii de evaluare a acordului stand-by cu FMI, Jeffrey Franks, spunea, în ianuarie, că România va lansa prima emisiune de eurobonduri din acest an după ce va primi următoarele două tranșe de împrumut de la instituție.

La începutul lui septembrie 2009, MFP estima că va lansa, în perioada 1 octombrie-15 octombrie anul trecut, o emisiune de eurobonduri, cu o valoare cuprinsă între 500 de milioane și 1,5 miliarde de euro, cu o maturitate între 5 și 10 ani.

### **Situația e diferită față de 2008 - cu bune și rele**

În 2008, România a atras 750 de milioane de euro printr-o emisiune de euroobligațiuni, pe termen de 10 ani, emisiune care a fost suprasubscrisă până la nivelul de 1,3 miliarde de euro. Randamentul plătit de România a fost de 6,69%, cu un cupon de 6,5% pe an. Situația de acum a României, ca și cea de pe piețele financiare internaționale este însă extrem de diferită. Pe de o parte, deși percepția asupra riscului de credit al României s-a îmbunătățit mult față de

ultimele luni din 2009, când se înrăutățise din cauza crizei politice, cotația credit default swap (CDS) - prima suplimentară de risc solicitată de investitori pentru cumpărarea de obligațiuni românești - se situează, în prezent, la circa 280 de puncte de bază (2,8%), fiind semnificativ mai mare decât în iunie 2008, când era de doar 185 de puncte de bază (1,85%). În plus, România beneficia atunci de ratinguri investiționale (investment grade) din partea tuturor celor trei agenții majore de evaluare financiară, în vreme ce, în prezent, doar Moody's evaluează obligațiunile românești deasupra ratingului junk (risc ridicat). Partea plină a paharului, în 2010, vine mai degrabă de la contextul internațional și ține de reducerea drastică a dobânzilor la moneda unică europeană, având ca efect tăierea costurilor de împrumut în euro. În iunie 2008, dobânda-cheie a Băncii Centrale Europene (BCE) era de 3,75%, aceasta situându-se, în prezent, la minimul istoric de 1%. De asemenea, rata Euribor la 12 luni a scăzut, de la peste 5% în iunie 2008 la circa 1,22% în februarie 2010.

### **Părerii împărțite**

Statul român are șanse să se împrumute, în euro, pe piețele internaționale, la un cost mai redus decât a făcut-o în 2008, întrucât sentimentul investitorilor față de România s-a îmbunătățit semnificativ în ultima perioadă, a declarat, pentru SFin, economistul-șef al ING Bank România, Nicolae Alexandru-Chidesciuc. „Se poate obține o dobândă mai mică decât la euroobligațiunile din 2008, dacă ne uităm la evoluția pozitivă a sentimentului investitorilor față de România“, a arătat Chidesciuc. În plus, potrivit economistului-șef de la ING, ratele de dobândă la euro au scăzut mult de atunci. „Sentimentul îmbunătățit al investitorilor este mai important decât faptul că în iunie 2008 aveam ratinguri mai bune decât în prezent, întrucât sentimentul este cel care influențează ratingul“, a adăugat Chidesciuc.

Pe de altă parte, Matei Păun, managing partner al firmei de consultanță pentru fuziuni, achiziții și finanțări BAC Investment, este de părere că sunt șanse ca randamentul obținut de statul român la eurobondurile pe care își propune să le emită în primul trimestru să nu fie foarte avantajos. „Cu siguranță că vor reuși să găsească cumpărători și să plaseze emisiunea, însă nu cred că vor obține un preț foarte bun, din cauza contextului extern defavorabil, indus de temerile cu privire la situația Greciei, care riscă să anuleze avantajele ieșirii României din criza politică și îmbunătățirii relațiilor cu FMI“, ne-a declarat Păun. Pe de altă parte, expertul BAC Investment spune că Finanțele nu prea au de ales și că trebuie să scoată eurobondurile cât mai repede. „Contextul extern actual nu e favorabil, dar problema e că nu se știe dacă nu cumva, în viitor, nu se va înrăutăți și mai mult, înainte să se amelioreze“, spune Matei Păun.

### **Paradox: statul se concurează pe sine însuși**

Stabilizarea cursului de schimb euro-leu și menținerea unui randament avantajos, deși în scădere, al titlurilor de stat emise în lei de către MFP ar putea avea efectul pervers de a face mai avantajoase obligațiunile guvernamentale emise în monedă națională de către statul român, în detrimentul emisiunii de eurobonduri. Asta pentru că investitorii se pot împrumuta la costuri extrem de reduse în zona euro, dată fiind dobânda-cheie de 1% a BCE. Iar cu banii împrumutați pot cumpăra lei, cu care să achiziționeze titluri de stat românești, pentru a beneficia de dobânzile de peste 7% pe an oferite de aceste instrumente, peste randamentele titlurilor de stat disponibile pe piață în euro.

Acest procedeu este denumit carry trade în limbajul de specialitate, a fost utilizat pe scară largă în ultimele luni, atunci când BNR a dat semnale clare că nu va permite deprecierea monedei naționale, iar aceasta s-a stabilizat la un nivel de puțin peste 4,1 unități/euro. Potrivit unui studiu întocmit de Erste, în septembrie 2009, valoarea titlurilor de stat românești deținute de non-rezidenți era echivalentul a 2% din PIB - peste 10 miliarde de lei.

### **Înghesuială la împrumuturi în euro**

Pe de altă parte, termenul anunțat de autoritățile de la București pentru lansarea emisiunii de eurobonduri (martie 2010) face ca demersul MFP să se suprapună cu cel similar al Greciei - rămâne de văzut cu ce efecte. Grecia va vinde obligațiuni de stat cu maturitate de 10 ani în luna martie, a anunțat, la începutul lui februarie, șeful Trezoreriei de la Atena, Spiros Papanicolau. Pe 27 ianuarie, Grecia a vândut cu succes bonduri de 8 miliarde de euro, pe cinci ani, cu o dobândă de 6,2%. Grecii au nevoie de finanțări noi de 53 de miliarde de euro anul acesta, pentru acoperirea deficitului bugetar, și trebuie, în plus, să achite, până în mai 2010, datoriile ajunse la scadență de circa 16 miliarde de euro. Săptămâna trecută, cotațiile CDS ale Greciei au urcat puternic, până la peste 3,6%, după ce Germania a dat semnale că se va opune oricărui ajutor financiar al UE pentru statul elen.

Această situație este cu dus-întors, întrucât, pe de o parte, România este percepută ca un debitor mai puțin riscant decât Grecia, iar, pe de altă parte, orice semn de sprijin al UE față de greci ar fi de natură să atragă banii investitorilor către Atena, grație randamentelor mai ridicate. În plus, și alte țări din regiune, cu ratinguri și situații economico-fiscale mai bune decât ale României, se pregătesc să emită eurobonduri. Polonia, singura membră a Uniunii care a evitat recesiunea în 2009, vrea să împrumute cel puțin un miliard de euro, pe termen mai lung de 10 ani. Intenții similare au fost anunțate de autoritățile din Cehia, Slovacia, Ungaria, Croația și chiar Rusia.

Iar investitorii par să înceapă să prefere titlurile de stat din țările emergente, în dauna statelor cu mari probleme fiscale din zona euro. „Chiar și cel mai îndatorat stat din Europa emergentă, Ungaria, arată mai bine decât periferia zonei euro, unde va fi durere în următorii doi ani“, comentează Simon Quijano-Evans, șeful diviziei de strategie la Cheuvreux, pentru Bloomberg. Potrivit Reuters, cele mai îndatorate cinci state din UE, respectiv Portugalia, Italia, Irlanda, Grecia și Spania, au de plătit 2.850 de miliarde de dolari în următorii trei ani pentru a-și acoperi împrumuturile contractate.

"Cu siguranță că MFP va reuși să găsească cumpărători și să plaseze emisiunea, însă nu cred că va obține un preț foarte bun, din cauza contextului extern defavorabil, indus de temerile cu privire la situația Greciei, care riscă să anuleze avantajele ieșirii României din criza politică și îmbunătățirii relațiilor cu FMI"

Matei Păun, managing partner BAC Investment

### **Vor mai avea grecii bani de împrumut?**

Criza finanțelor publice din Grecia și necesitățile masive de finanțare ale statului elen ar putea avea și un alt efect asupra emisiunii de eurobonduri avută în vedere de România. În 2008, investitorii instituționali greci, în special bănci, dar și fonduri de investiții, de pensii și asiguratorii au subscris circa 30% din euroobligațiunile românești, fiind depășiți, ca pondere, doar de achizițiile cumulate ale celor din Austria și Germania.

Autoritățile de la București spuneau atunci că grecii sunt cumpărători tradiționali de titluri guvernamentale românești, iar cererea din partea investitorilor din Grecia ar fi putut epuiza întreaga emisiune. Este puțin probabil ca situația să se repete în 2010, dat fiind că, pe lângă faptul că au acces mai dificil la finanțări, din cauza stării fiscale a țării, băncile grecești vor împrumuta mai degrabă „statul-mamă“ Grecia, aflat într-o teribilă „foame“ de bani.