



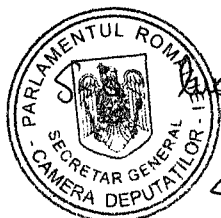
GUVERNUL ROMÂNIEI

SECRETARIATUL GENERAL AL GUVERNULUI

187 / C. Z.
28.03.2014

PARLAMENTUL ROMÂNIEI
CAMERA DEPUTAȚILOR
SECRETAR GENERAL
Nr. 2/1023 / 21.03.2014

Nr. 20/ 3864 / I.M.
DATA 28.03.2014



apt act

[Handwritten signature]

PARLAMENTUL ROMÂNIEI
CAMERA DEPUTAȚILOR
SECRETARIATUL GENERAL

[Handwritten signature]

Domnului secretar general Cristian – Adrian PANCIU

Stimate domnule secretar general,

Vă comunicăm faptul că în Ședința Guvernului din data de 26 martie 2014 a fost aprobat Memorandumul cu tema: Strategia privind administrarea datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2014 – 2016.

În temeiul prevederilor art. 3 alin. (4) din Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, aprobată cu modificări și completări prin Legea nr. 109/2008, cu modificările și completările ulterioare, vă transmitem, spre informare, memorandumul sus-menționat.

Cu deosebită considerație,

SECRETAR GENERAL AL GUVERNULUI

ION MORARU

[Handwritten signature]



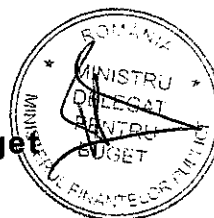


MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE

CABINET MINISTRU DELEGAT PENTRU BUGET

Nr. 534269/12.03.2014

MEMORANDUM



De la: Liviu VOINEA, Ministru delegat pentru buget

Tema: Strategia privind administrarea datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2014-2016

Prezenta Strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale (denumită în continuare Strategia) elaborată pentru perioada 2014-2016 reprezintă o continuare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2013-2015¹ și a fost realizată în conformitate cu bunele practici definite în Liniile directoare ale Băncii Mondiale și Fondului Monetar Internațional referitoare la elaborarea strategiilor de datorie publică. Ca și în cazul edițiilor anterioare, Strategia revizuită pentru orizontul de timp 2014-2016 este în concordanță cu Strategia Fiscal-Bugetară pe termen mediu, precum și cu acordurile încheiate cu instituțiile financiare internaționale (Fondul Monetar Internațional/Banca Mondială/Uniunea Europeană) și prevede direcția în care autoritățile doresc să acționeze pentru asigurarea finanțării, precum și pentru îmbunătățirea structurii portofoliului datoriei, liniile directoare sub forma principiilor care vor sta la baza deciziilor de finanțare, și care sunt exprimate sub forma unor intervale țintă pentru principalii indicatori de risc: riscul de refinanțare, riscul ratei dobânzii și riscul valutar. Așa cum a reieșit din experiența altor țări, utilizarea acestor intervale pentru ținte permite flexibilitatea necesară în administrarea datoriei publice guvernamentale pentru a răspunde la modificarea condițiilor de pe piețele financiare.

Sfera de cuprindere a Strategiei se limitează la datoria contractată direct sau garantată de Guvern, prin intermediul Ministerului Finanțelor Publice, însă nu include împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului („finanțarea temporară”). Finanțarea temporară reprezintă un instrument de administrare a lichidităților și nu poate fi considerată un instrument de finanțare pe termen mediu.

Obiectivele Ministerului Finanțelor Publice în administrarea datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2014 -2016 sunt următoarele:

¹ În Anexa nr 1, 2 și 3 sunt prezentate evoluțiile portofoliului datoriei publice guvernamentale, a indicatorilor de risc, precum și principalele evoluții în condițiile de finanțare aferente piețelor interne și externe. Astfel, Anexa nr. 1 include grafice privind structura portofoliului de datorie guvernamentală pe valute, tipuri de creditori și tipuri de rată a dobânzii la sfârșitul anilor 2012 și 2013, în Anexa nr. 2 este redată situația indicatorilor de risc la sfârșitul anului 2013, în comparație cu țintele propuse prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2013-2015, în timp ce Anexa nr. 3 prezintă evoluțiile randamentelor aferente titlurilor de stat emise pe piețele interne și externe.



- Asigurarea necesarului de finanțare al administrației publice centrale și a obligațiilor de plată, pe fondul minimizării costurilor pe termen mediu și lung;
- Limitarea riscurilor financiare asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale, în special prin extinderea maturității medii rămase a datoriei, și
- Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat.

Atingerea acestor obiective se va realiza prin utilizarea instrumentelor specifice administrării datoriei publice guvernamentale și a lichidităților, precum și în condițiile riscurilor descrise aferente portofoliului de datorie publică guvernamentală. Cele mai importante riscuri asociate portofoliului de datorie publică guvernamentală rămân și la 31.12.2013, riscul de refinanțare și cel al ratei dobânzii aferente datoriei denumite în lei, în timp ce expunerea la riscul valutar, deși semnificativă, este atenuată de ponderea mare a datoriei în Euro emisă pe termen lung în totalul datoriei guvernamentale în valută și de perspectiva adoptării monedei Euro.

Analiza indicatorilor ce reflectă riscurile a fost realizată prin modelul Cost – Risk Analysis elaborat împreună cu consultanții Băncii Mondiale, în cadrul proiectului de asistență tehnică privind întărirea managementului datoriei publice de care beneficiază Ministerul Finanțelor Publice. Rezultatele analizei, care a ținut cont atât de cadrul macroeconomic și de riscurile aferente proiecțiilor macroeconomice, cât și de obiectivul de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat sunt prezentate în anexa nr. 4 „Strategii de finanțare simulate prin modelul Cost-Risk Analysis al Băncii Mondiale”.

În proiecțiile cadrului macroeconomic pentru perioada 2014 - 2016 se estimează o creștere economică medie anuală în jur de 2,6%, reflectând în principal continuarea și accelerarea reformelor structurale, inclusiv reformele privind piața muncii, îmbunătățirea absorbției fondurilor europene și revigorarea activității economice la nivel internațional, și în special în zona Euro.

Printre riscurile importante asociate ipotezelor macroeconomice se numără amplificarea riscurilor la nivel internațional, în special a incertitudinilor referitoare la politica monetară a FED și impactul acesteia asupra piețelor emergente, impact ce poate determina ieșiri de capital și deprecierea monedei naționale, precum și o creștere economică sub potențial în zona Euro.

Drept urmare, s-au stabilit următoarele linii directoare strategice reprezentând principiile care vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2014-2016:

1. Favorizarea unei finanțări nete în monedă națională care să faciliteze dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar.
2. Se va urmări realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, cu precădere pentru portofoliul în monedă națională și pentru cel al datoriei interne, evitând pe cât posibil concentrarea rambursărilor de rate de capital/refinanțărilor de titluri de stat pe termen scurt.
3. Atenuarea riscului de refinanțare prin menținerea unei rezerve în valută și contractarea unor linii de credit atunci când condițiile acestora sunt favorabile pentru portofoliul de datorie publică guvernamentală.
4. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin monitorizarea ponderii datoriei interne care își modifică rata dobânzii într-un an și a perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie.
5. Menținerea prezenței pe piețele internaționale de capital în EURO și accesarea oportunistă a piețelor internaționale de capital în USD, prin selectarea celor mai lungi scadențe posibile, ținând cont de costul asociat extinderii maturității.



6. Reducerea treptată a emisiunilor de titluri de stat denumite în EURO pe piața internă, menținând o valoare minimă a acestor obligațiuni care să le garanteze lichiditatea.
7. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorii preponderent în EURO.
8. Continuarea parteneriatului cu instituțiile financiare internaționale pentru a beneficia de avantajele financiare aferente produselor acestora.

Aceste principii sunt exprimate ca intervale² țintă indicative pentru principalii indicatori de risc financiar: riscul de refinanțare, riscul ratei de dobândă și riscul valutar, care să conducă la o structură a portofoliului de datorie ce corespunde cel mai bine obiectivelor privind administrarea datoriei publice guvernamentale, după cum urmează:

- *pentru administrarea riscului valutar:*

1. menținerea ponderii datoriei denumite în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 35% (minim) și 50%.
2. menținerea ponderii datoriei denumite în EURO în total datorie denumită în valută între 75% (minim) și 90%.

- *pentru administrarea riscului de refinanțare:*

1. menținerea ponderii datoriei scadente în termen de 1 an între 25% și 35% (maxim) pentru datoria în monedă națională și între 10% și 20% (maxim) pentru total datorie.
2. maturitatea medie rămasă ar trebui menținută între 2,5 ani (minim) și 4,5 ani pentru datoria denumită în monedă națională și între 4,5 ani (minim) și 6,5 ani pentru total datorie.
3. menținerea unei rezerve financiare în valută la un nivel care să acopere necesitățile de finanțare pe o perioadă de patru luni .

- *pentru a administra riscul de rată de dobândă*

1. ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an să rămână între 25% și 35% (maxim) pentru datoria în monedă națională și între 20% și 30% (maxim) pentru datoria totală.
2. menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă între 2,5 ani (minim) și 4,5 ani pentru datoria în monedă națională și între 4 ani (minim) și 6 ani pentru total datorie.

Ținte pentru principalii indicatori de risc

Expunerea la risc	Indicator	Ținte indicative pentru perioada 2014 - 2016
Riscul valutar	Ponderea datoriei în moneda națională din total datorie (% din total)	35%(minim) – 50%
	Ponderea datoriei denumite în EURO în total datorie în valută (% din total)	75% (minim) - 90 %
Riscul de refinanțare	Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	10% - 20% (maxim)
	Ponderea datoriei în monedă națională scadentă în termen de 1 an (% din total)	25%- 35% (maxim)
	Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani)	4,5 ani (minim) – 6,5 ani
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în moneda națională (ani)	2,5 ani (minim) -4,5 ani

² Aceasta constituie o modificare față de strategia anterioară, care fixa drept ținte praguri maxime sau minime. Limita menționată ca minimă sau maximă nu poate fi depășită în perioada acoperită de strategie (hard bound), în timp ce cealaltă limită reprezintă limita către care se tinde și care poate fi depășită (soft bound).



Riscul ratei dobânzii	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	20% - 30% (maxim)
	Ponderea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	25% - 35% (maxim)
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	4,0 ani (minim) – 6,0 ani
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	2,5 ani (minim) – 4,5 ani

Sursa:MFP

Prin respectarea liniilor directoare descrise mai sus, Ministerul Finanțelor Publice va urmări o abordare flexibilă de selectare a surselor de finanțare și a momentelor de emisiune, ținând cont de condițiile de piață și de așteptările legate de cadrul macroeconomic și de piețele financiare.

În perioada 2014 - 2016, România își va acoperi nevoile de finanțare prin emisiuni de titluri de stat lansate pe piața internă, prin contractarea de împrumuturi externe de la creditorii oficiali (instituții financiare internaționale și instituții bilaterale/agenții guvernamentale) și bănci comerciale, precum și prin emiterea de euroobligațiuni pe piețele internaționale de capital.

Pentru un management activ și eficient al datoriei publice guvernamentale, Ministerul Finanțelor Publice intenționează să utilizeze operațiuni specifice de piață secundară, de tipul buy backs și bond exchange, în scopul accelerării creării de titluri de stat de tip benchmark lichide și facilitării refinanțării seriilor cu volume mari care devin scadente, cu consultarea în prealabil a BNR. În mod similar, MFP intenționează să înceapă să utilizeze operațiuni de tip reverse repo pentru un management eficient al lichidităților.

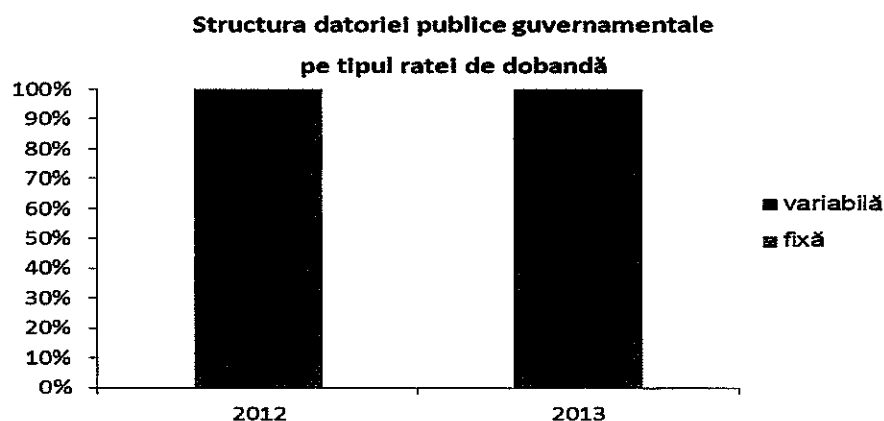
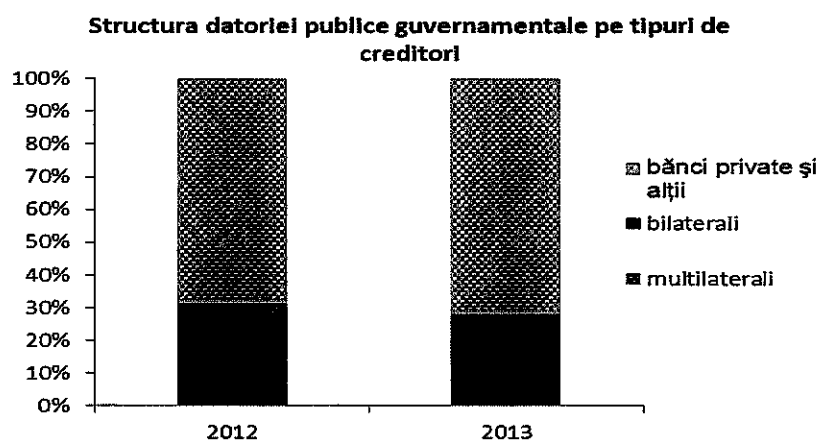
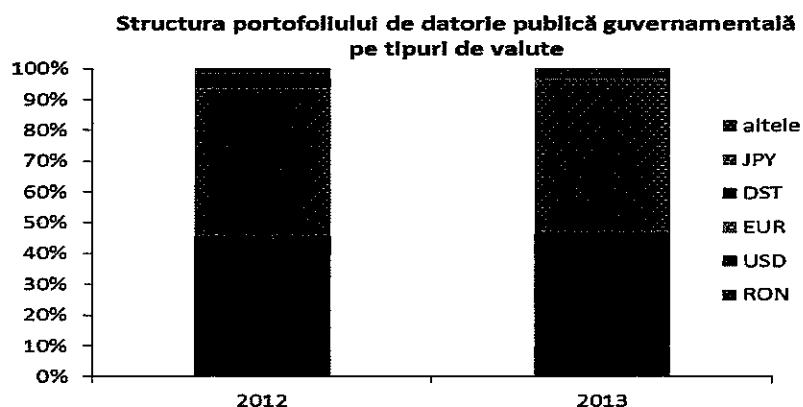
Guvernul este în favoarea unei finanțări nete mai mari în monedă națională pentru a contribui la dezvoltarea pieței interne, în paralel cu o pondere preponderentă a împrumuturilor în Euro în totalul finanțărilor externe, urmărindu-se totodată diversificarea bazei investiționale. Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat este un obiectiv strategic pe termen lung și urmărește creșterea eficienței, îmbunătățirea lichidității și creșterea transparenței și predictibilității acestei piețe, acțiunile ce urmează a fi implementate în perioada următoare în acest domeniu fiind prezentate în anexa 1 la Strategie.

Implementarea Strategiei 2014-2016 se va monitoriza lunar, prin urmărirea încadrării indicatorilor de datorie în țintele stabilite și publicarea acestora în Buletinul lunar al MFP disponibil pe site-ul MFP. Potrivit Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare, strategia este revizuiabilă anual sau ori de câte ori condițiile de piață și/sau necesitățile de finanțare o impun.

În concluzie, vă supunem aprobării Strategia privind administrarea datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2014-2016, atașată prezentului Memorandum.



Structura portofoliului de datorie publică guvernamentală³



³ Nu include împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului.



Situția indicatorilor de risc la 31.12.2013

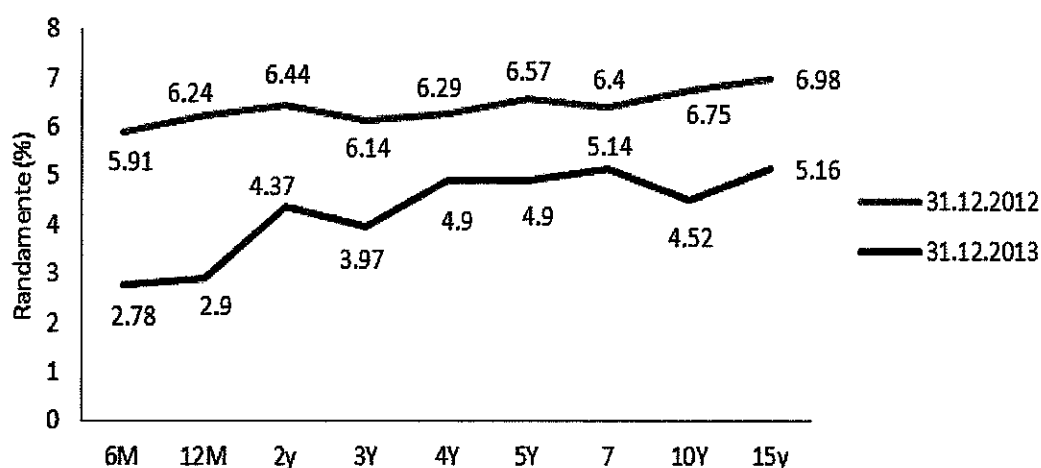
Indicatori*)	31/12/2013	Tinte indicative conform Strategiei 2013-2015
<i>A.Riscul valutar</i>		
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	39.8%	min 40%
Ponderea datoriei publice guvernamentale în Euro în total datorie în valută (% din total)	83.0%	min 70%
<i>B.Riscul de refinanțare</i>		
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	19.0%	max 25%
Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total)	33.0%	max 45% în 2013 și mai scăzut ulterior
Maturitatea medie rămasă	4.4	min 4
Maturitatea medie rămasă a datoriei în lei (ani)	2,7	min 2 ani în 2013 și mai mare ulterior
<i>C.Riscul de rata de dobândă</i>		
Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	26.0%	max 35%
Ponderea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	31.0%	max 45% în 2013 și mai scăzut ulterior

*) nu include împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului.



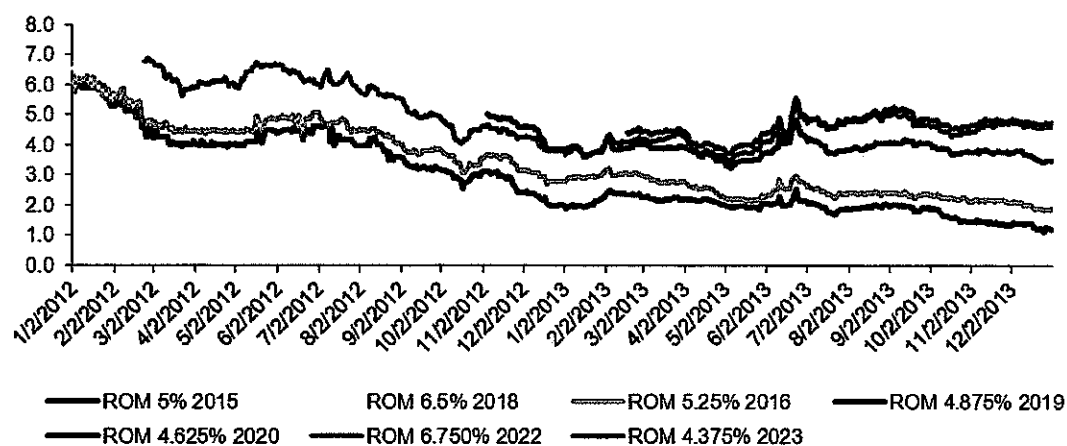
Evoluția randamentelor titlurilor de stat

Randamentele titlurilor de stat emise pe piața internă în anul 2013 vs 2012



Sursă: MFP

Randamentele euroobligațiunilor emise pe piețele internaționale de capital 2012 -2013



Sursă : MFP



Strategii de finanțare simulate prin modelul Cost-Risc Analysis al Băncii Mondiale

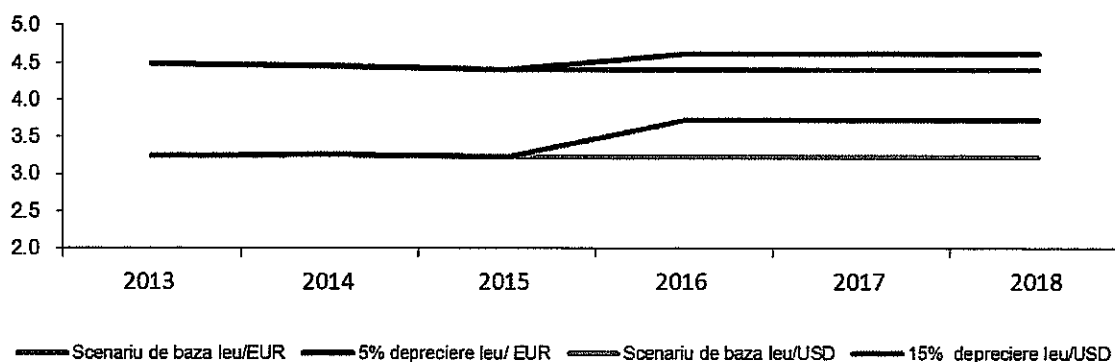
Analiza cantitativă a fost realizată folosind modelul Băncii Mondiale pentru evaluarea strategiilor alternative de administrare a datoriei publice guvernamentale pe baza analizei cost-risc.

Strategiile alternative de finanțare au fost comparate pe baza proiecțiilor serviciului datoriei în diferite scenarii alternative pentru cursurile de schimb și ratele de dobândă. Scenariul de bază, determinat ca fiind cel mai probabil, a fost folosit pentru a calcula costul estimat al diferitelor strategii. Riscul a fost calculat ca o creștere a costului rezultat ca urmare a aplicării șocurilor pentru ratele de piață utilizate în scenariul de bază. S-au folosit doi indicatori de cost și risc: ponderea datoriei în PIB și ponderea plăților de dobânzi în PIB, ambii calculați pentru finele celui de-al treilea an de analiză, respectiv 2016.

Ipotezele avute în vedere în cadrul acestor scenarii pentru cursul de schimb și ratele de dobândă sunt următoarele:

- Cursul de schimb:
 - în scenariul de baza cursurile de schimb utilizate sunt cele publicate de Comisia Națională de Prognost.
 - primul scenariu de soc prevede o depreciere de 5% a monedei naționale față de Euro și de 15% față de USD, în timp ce al doilea scenariu de risc prevede o depreciere de 10% a monedei naționale față de Euro și 30% față de USD, ipoteze care reflectă o volatilitate mai mare a cursului de schimb leu/USD față de cursul de schimb leu/Euro.

Scenariul de bază și primul scenariu de șoc



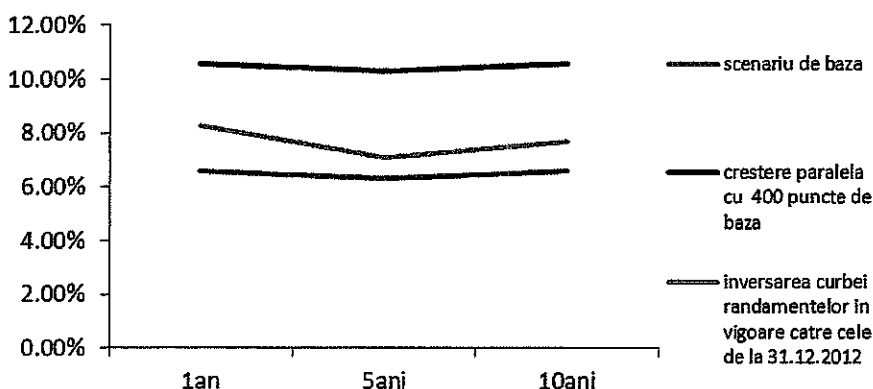
Sursă: MFP

- Ratele dobânzilor pentru piața internă:
 - în scenariul de baza ratele utilizate sunt ratele forward derivate din curba de randament pentru lei (Bloomberg),
 - primul scenariu de șoc prevede o creștere paralelă a ratelor de dobândă cu 400 puncte de bază în intervalul de analiză; în timp ce al doilea scenariu de șoc



prevede o inversare a curbei randamentelor în vigoare către curba existentă la sfârșitul anului 2012.

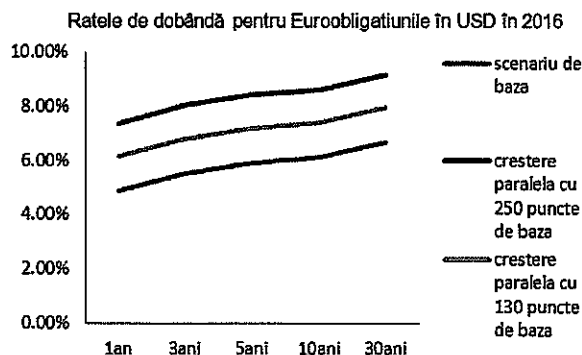
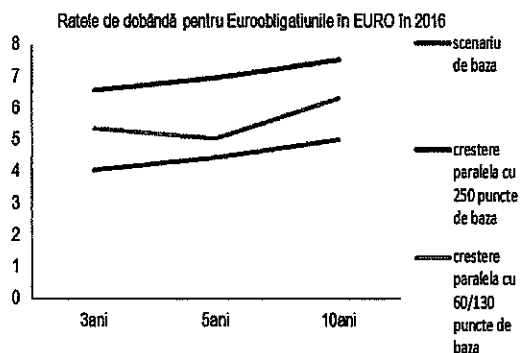
Ratele de dobândă pentru titlurile de stat în lei în 2016



• Ratele de dobândă pentru piața externă:

- în scenariul de bază, ratele de dobândă pentru euroobligațiuni au fost estimate pe baza ratelor forward (German Sovereign Curve și US Treasury Curve), plus prima de risc de țară de 250 de puncte de bază, atât pentru Euro, cât și pentru USD. Ratele de dobândă pentru împrumuturile contractate de la instituțiile financiare internaționale au fost estimate folosind ratele forward pentru maturitățile instrumentelor utilizate, plus o marjă medie de 50 de puncte de bază.
- scenariile de șoc utilizate sunt următoarele:
 - primul scenariu de șoc : o creștere paralelă de 250 puncte de bază,
 - al doilea scenariu de șoc : o creștere paralelă de 60 puncte de bază pentru instrumente cu scadența la 5 ani și de 130 puncte de bază pentru celelalte instrumentele de datorie.

Ratele de dobândă pentru împrumuturile de la instituțiile financiare internaționale nu sunt afectate.



Strategiile de finanțare simulate prin modelul Cost-Risk Analysis al Băncii Mondiale

A. Primul set de strategii analizează cuantificarea impactului gestionării expunerilor față de riscul de refinanțare prin extinderea duratei medii rămase pentru datoria în monedă națională și menținerea constantă a finanțării externe.

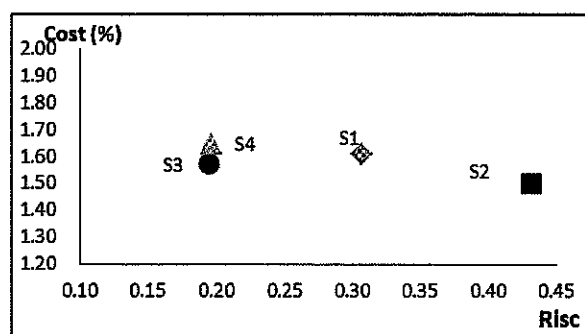
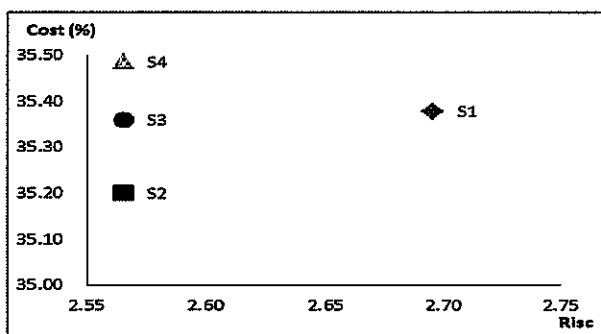
Strategia 1 (S1): finanțarea deficitului bugetar integral din surse interne,

Strategia 2 (S2): refinanțarea datoriei scadente pe piața internă integral prin certificate de trezorerie,

Strategia 3 (S3) : S2 , dar refinanțarea datoriei scadente pe piața internă prin obligațiuni de stat în lei cu maturitatea de 5 ani,

Strategia 4 (S4) : S2 , dar refinanțarea datoriei scadente pe piața internă prin obligațiuni de stat în lei cu maturitatea de 10 ani.

Datoria publică guvernamentală în PIB la sfârșitul lui 2016 Plățile de dobândă în PIB la sfârșitul lui 2016



Indicatorii de risc

INDICATORI DE RISC		sfârșitul anului 2016			
		S1	S2	S3	S4
Datoria % PIB		35.38	35.2	35.36	35.49
Rata dobânzii implicate (%)		4.71	4.4	4.6	4.81
Riscul de refinanțare	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în valută (ani)	7.84	5.81	5.81	5.81
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în monedă națională (ani)	3.73	1.01	3.14	6.97
	Maturitatea medie rămasă (ani)	5.92	3.58	4.56	6.35
Riscul ratei dobânzii	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani)	5.44	3.09	4.08	5.87
	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% în total)	21.18	50.11	14.73	14.68
	Ponderea datoriei cu rată fixă de dobândă (% în total)	92.34	92.3	92.33	92.36



Riscul de refinanțare este considerabil mai mic, deoarece maturitatea medie rămasă pentru datoria în monedă națională a crescut. Acest lucru este indicat de creșterea semnificativă a maturității medii rămase pentru întregul portofoliu de datorie publică guvernamentală, atât în S3, cât și în S4, în comparație cu nivelul actual de 4,36.

B. Al doilea set de strategii analizează cuantificarea impactului gestionării expunerilor față de riscul de refinanțare prin refinanțarea certificatelor de trezorerie prin titluri de stat denumite în Euro.

Strategia 1 (S1): finanțarea deficitului bugetar integral din surse interne,

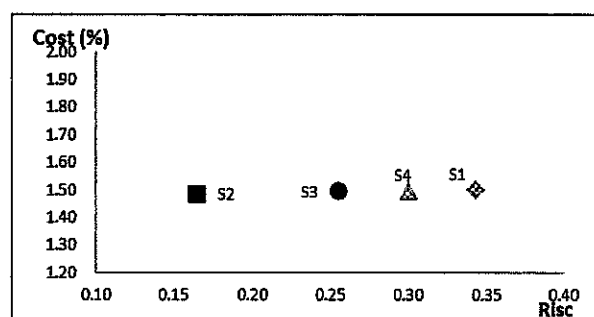
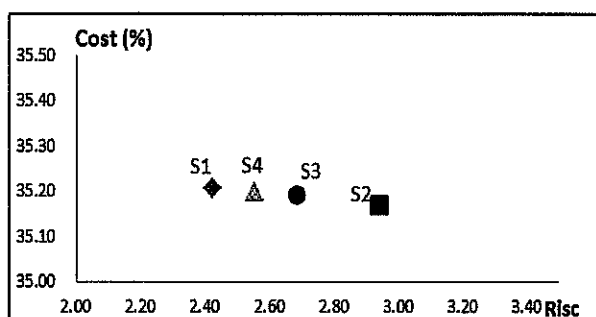
Strategia 2 (S2): refinanțarea integrală a certificatelor de trezorerie scadente prin euroobligațiuni cu maturitatea de 10 ani,

Strategia 3 (S3) : refinanțarea a 50% din certificatele de trezorerie scadente prin euroobligațiuni cu maturitatea de 10 ani,

Strategia 4 (S4) : refinanțarea a 25% din certificatele de trezorerie scadente prin euroobligațiuni cu maturitatea de 10 ani.

Datoria publică guvernamentală în PIB la sfârșitul lui 2016

Plățile de dobândă în PIB la sfârșitul lui 2016



Indicatorii de risc

INDICATORI DE RISC		sfârșitul anului 2016			
		S1	S2	S3	S4
Datoria % PIB		35.21	35.17	35.19	35.2
Rata dobanzii implicate (%)		4.4	4.36	4.38	4.39
Riscul de refinanțare	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în valută (ani)	4.9	5.63	5.33	5.13
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în monedă națională (ani)	2.33	3.2	2.77	2.49
	Maturitatea medie rămasă (ani)	3.71	4.92	4.36	4.02
Riscul ratei dobanzii	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani)	3.09	4.28	3.74	3.4
	Ponderea datoriei care își modifică rata dobanzii într-un an (% în total)	33.32	18.22	24.7	29.48
	Ponderea datoriei cu rata fixă de dobândă (% în total)	89.24	88.88	89.29	89.22



După cum se observă în tabelul de mai sus, eliminarea treptată a certificatelor de trezorerie în favoarea obligațiunilor cu maturitatea de 10 ani denumite în Euro, la fel ca în S2, extinde maturitatea medie rămasă cu aproximativ un an, comparativ cu S1; cu toate acestea, deoarece cea mai mare maturitate medie rămasă în monedă locală este de numai 5 ani, creșterea acesteia în S2 comparativ cu S3 și S4 este limitată.

C. Al treilea set de strategii analizează cuantificarea impactului finanțării în Euro față de finanțarea în USD

Strategia 1 (S1): finanțarea echilibrată a deficitului bugetar atât din surse interne, cât și din surse externe;

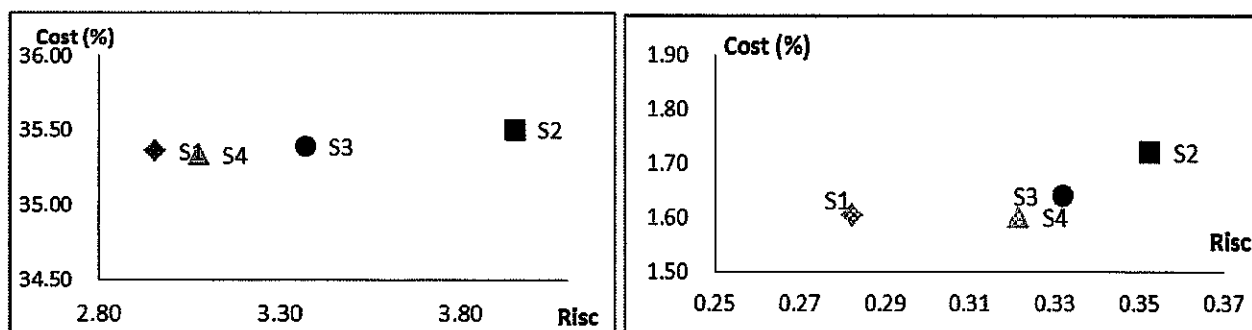
Strategia 2 (S2): refinanțarea integrală a euroobligațiunilor scadente denumite în EURO cu maturitatea de 10 ani prin euroobligațiuni denumite în USD cu maturitatea de 30 ani,

Strategia 3 (S3) : refinanțarea a 50% din euroobligațiunile scadente denumite în EURO cu maturitatea de 10 ani prin euroobligațiuni denumite în USD cu maturitatea de 30 ani,

Strategia 4 (S4): refinanțarea a 25% din euroobligațiunile scadente denumite în EURO cu maturitatea de 10 ani prin euroobligațiuni denumite în USD cu maturitatea de 30 ani.

Datoria publică guvernamentală în PIB la sfârșitul lui 2016

Plățile de dobândă în PIB la sfârșitul lui 2016



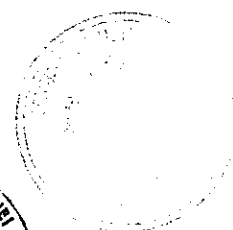
Indicatorii de risc

INDICATORI DE RISC		sfârșitul anului 2016			
		S1	S2	S3	S4
Datoria % PIB		35.36	35.51	35.39	35.34
Rata dobanzii implicite (%)		4.69	5.04	4.81	4.69
Riscul de refinanțare	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în valută (ani)	8.4	15.3	10.66	8.34
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în monedă națională (ani)	3.68	3.35	3.34	3.34
	Maturitatea medie rămasă (ani)	6.49	10.44	7.7	6.32
Riscul ratei dobânzii	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani)	6.01	9.97	7.22	5.84
	Pondere datorii care își modifică rata dobânzii într-un an (% în total)	19.96	14.67	14.72	14.74
	Pondere datorii cu rata fixă de dobândă (% în total)	92.33	92.36		92.33



Tabelul de mai sus ilustrează creșterea semnificativă a maturității medii rămase pentru datoria în valută: în S2 maturitatea medie rămasă ajunge la aproximativ 15 ani până în 2016, comparativ cu nivelul actual de 5,5 ani.

In concluzie, din analiza scenariilor mai sus prezentate Guvernul este în favoarea unei strategii de asigurare a finanțării nete (deficit bugetar) într-o pondere mai mare în monedă națională, pentru a contribui la dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat, în paralel cu urmărirea unei diversificări a surselor robuste de finanțare, incluzând accesul cu caracter oportunistic la piețele internaționale de capital în alte valute decât Euro.





MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE

STRATEGIA DE ADMINISTRARE A DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE

2014 – 2016

Direcția Generală Trezorerie și Datorie Publică

București, martie 2014



Cuprins

Rezumat	3
1. Introducere	4
2. Obiective și sfera de cuprindere	5
3. Descrierea portofoliului de datorie publică guvernamentală	5
3.1. Evoluția datoriei publice guvernamentale.....	5
3.2. Riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2013.....	8
4. Cadrul macroeconomic în România.....	11
Riscuri aferente proiecțiilor inițiale.....	13
5. Surse de finanțare	14
5.1. Piața internă.....	14
5.2. Piața externă.....	19
6. Analiză și linii directoare strategice.....	24
6.1. Implicațiile analizei portofoliului de datorie existent, considerații privind dezvoltarea pieței și analiza macroeconomică în dezvoltarea unei strategii de administrare a datoriei	24
6.2. Rezultatele analizei cu privire la strategiile alternative de administrare a datoriei.....	26
6.3. Linii directoare strategice	27
 Anexe	
1. Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat.....	30
2. Politica de îmbunătățire a administrării lichidităților și măsurile ce urmează a fi luate.....	32

Acronime

ATM	Durata medie până la scadență (ani)
ATR	Durata medie până la schimbarea ratei de dobândă variabilă (ani)
BDCE	Banca de Dezvoltare a Consiliului Europei
BEI	Banca Europeană de Investiții
BIRD	Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BNR	Banca Națională a României
BM	Banca Mondială
CNP	Comisia Națională de Prognoză
DP	Dealeri primari
EMBIG	Indicele JP Morgan pentru Obligațiuni Guvernamentale pe Piețele Emergente
FED	Rezerva Federală a Statelor Unite ale Americii
FMI	Fondul Monetar Internațional
GMTN	Program cadru de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu pe piețele externe
IFI	Instituții Financiare Internaționale
INS	Institutul Național de Statistică
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
PIB	Produsul Intern Brut
PNDR	Programul Național pentru Dezvoltare Rurală
UE	Uniunea Europeană



Rezumat

Prezenta Strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru 2014-2016 (denumită în continuare Strategie) reprezintă o continuare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru 2013-2015 și a fost realizată în conformitate cu bunele practici internaționale definite în Liniile directoare ale Băncii Mondiale și FMI referitoare la elaborarea strategiilor de datorie publică¹. Strategia prevede direcția în care autoritățile intenționează să acționeze pentru asigurarea finanțării și pentru îmbunătățirea structurii portofoliului de datorie în vederea îndeplinirii obiectivelor Ministerului Finanțelor Publice pentru administrarea datoriei publice guvernamentale, respectiv:

- Asigurarea necesarului de finanțare al administrației publice centrale și a obligațiilor de plată, pe fondul minimizării costurilor pe termen mediu și lung;
- Limitarea riscurilor financiare asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale, în special prin extinderea maturității medii rămase a datoriei; și
- Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat.

Liniile directoare strategice

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2014-2016:

1. Favorizarea unei finanțări nete în monedă națională care să faciliteze dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar.
2. Se va urmări realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, cu precădere pentru portofoliul în monedă națională și pentru cel al datoriei interne, evitând pe cât posibil concentrarea rambursărilor de rate de capital/refinanțărilor de titluri de stat pe termen scurt.
3. Atenuarea riscului de refinanțare prin menținerea unei rezerve în valută și contractarea unor linii de credit atunci când condițiile acestora sunt favorabile pentru portofoliul de datorie publică guvernamentală.
4. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin monitorizarea ponderii datoriei interne care își modifică rata dobânzii într-un an și a perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie.
5. Menținerea prezenței pe piețele internaționale de capital în EURO și accesarea oportună a piețelor internaționale de capital în USD sau în alte valute, prin selectarea celor mai lungi scadențe posibile, ținând cont de costul asociat extinderii maturității.
6. Reducerea treptată a emisiunilor de titluri de stat denominate în EURO pe piața internă, menținând o valoare minimă a acestor obligațiuni care să le garanteze lichiditatea.
7. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în EURO.
8. Continuarea parteneriatului cu instituțiile financiare internaționale pentru a beneficia de avantajele financiare aferente produselor acestora.

Aceste principii sunt exprimate ca intervale² țintă indicative pentru principalii indicatori de risc care să permită flexibilitate în administrarea datoriei publice guvernamentale pentru a răspunde la modificarea condițiilor de pe piețele financiare, astfel:

¹ Vezi "Elaborarea strategiei de datorie publică pe termen mediu" — un ghid dedicat autorităților guvernamentale, întocmit de Banca Mondială și Fondul Monetar Internațional, 24 februarie 2009.

² Aceasta constituie o modificare față de strategia anterioară, care fixa drept ținte praguri maxime sau minime. Limita menționată ca minimă sau maximă nu poate fi depășită în perioada acoperită de strategie (hard bound), în timp ce cealaltă limită reprezintă limita către care se tinde și care poate fi depășită (soft bound).



- pentru administrarea riscului valutar:

1. menținerea ponderii datoriei denominate în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 35% (minim) și 50%.
2. menținerea ponderii datoriei denominate în EURO în total datorie denominată în valută între 75% (minim) și 90%.

- pentru administrarea riscului de refinanțare:

1. menținerea ponderii datoriei scadente în termen de 1 an între 25% și 35% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 10% și 20% (maxim) pentru total datorie.
2. maturitatea medie rămasă ar trebui menținută între 2,5 (minim) și 4,5 ani pentru datoria denominată în moneda națională și între 4,5 (minim) și 6,5 ani pentru total datorie.
3. menținerea unei rezerve financiare în valută la un nivel care să acopere necesitățile de finanțare pe o perioadă de patru luni.

- pentru administrarea riscului de rată de dobândă

1. ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an să rămână între 25% și 35% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 20% și 30% (maxim) pentru datoria totală.
2. menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă între 2,5 (minim) și 4,5 ani pentru datoria în moneda națională și între 4 (minim) și 6 ani pentru total datorie.

1. Introducere

În luna august 2008, Ministerul Finanțelor Publice (MFP), prin consultare cu Banca Națională a României (BNR), a elaborat prima Strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2008-2010, care a fost aprobată de Guvern în aceeași lună; începând din anul 2011 această strategie a fost revizuită anual în concordanță cu cerințele cadrului legislativ existent³, cu consultarea BNR. Prezenta Strategie reprezintă o continuare a acestui demers și a fost realizată în conformitate cu bunele practici internaționale după cum sunt definite în Liniile directoare ale Băncii Mondiale și FMI referitoare la elaborarea strategiilor de datorie publică, cu sprijinul Băncii Mondiale și finanțare din Fondul Social European în cadrul proiectului "Îmbunătățirea administrării datoriei publice" SIMS - 39917.

Ca și în cazul edițiilor anterioare, Strategia revizuită pentru orizontul de timp 2014-2016 este în concordanță cu Strategia Fiscal-Bugetară pe termen mediu și cu acordurile încheiate cu instituțiile financiare internaționale (FMI/BM/UE). Ca și anul trecut, Strategia se axează exclusiv pe structura portofoliului datoriei publice guvernamentale, cu precădere pe acele aspecte care intră în competența și responsabilitatea administratorului de datorie publică guvernamentală⁴. Prin urmare, Strategia prevede direcția în care autoritățile doresc să acționeze pentru asigurarea finanțării, precum și pentru îmbunătățirea structurii portofoliului datoriei, liniile directoare fiind exprimate sub forma unor intervaluri țintă pentru principalii indicatori de risc: riscul de refinanțare, riscul ratei dobânzii și riscul valutar. Așa cum a reieșit din experiența altor țări, utilizarea acestor intervaluri permite administratorilor de datorie

³ După cum prevede Ordonanța de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 și Hotărârea Guvernului nr. 1470/2007.

⁴ În consecință, acest document evită asumarea unor ținte de politică fiscală de tip pondere datorie în PIB sau costul datoriei în PIB, deoarece în primul indicator depinde de țintele bugetare de deficit, iar al doilea depinde de țintele bugetare de deficit și de evoluția piețelor, ambele fiind în afara sferei de control a administratorilor de datorie publică.



flexibilitatea necesară pentru a răspunde la schimbarea condițiilor de pe piețele financiare.

2. Obiective și sfera de cuprindere

Strategia va constitui mijlocul prin care Ministerul Finanțelor Publice își va îndeplini obiectivele de administrare a datoriei publice guvernamentale, după cum urmează:

- Asigurarea necesarului de finanțare al administrației publice centrale și a obligațiilor de plată, pe fondul minimizării costurilor pe termen mediu și lung;
- Limitarea riscurilor financiare asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale, în special prin extinderea maturității medii rămase a datoriei, și
- Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat.

Primele două obiective sunt prevăzute în OUG nr. 64/2007 și sunt completate cu obiectivul dezvoltării pieței interne a titlurilor de stat, care a fost prevăzut și în Strategia aferentă perioadei 2013-2015.

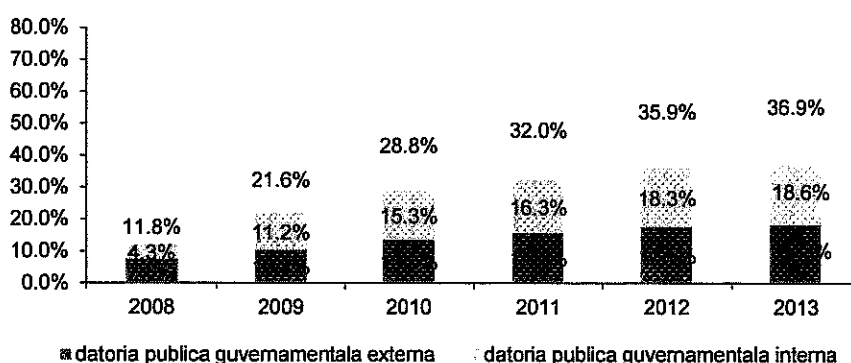
Sfera de cuprindere a Strategiei se limitează la datoria contractată direct sau garantată de Guvern, prin intermediul Ministerului Finanțelor Publice, însă nu include împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului („finanțarea temporară”). Finanțarea temporară reprezintă un instrument de administrare a lichidităților și nu poate fi considerată un instrument de finanțare pe termen mediu. Politica Guvernului cu privire la administrarea lichidităților, inclusiv privind finanțarea temporară, este prezentată în Anexa 2⁵.

3. Descrierea portofoliului datoriei publice guvernamentale⁶

3.1. Evoluția datoriei publice guvernamentale

La sfârșitul lunii decembrie 2013, valoarea datoriei publice guvernamentale era de 233,0 miliarde lei⁷, reprezentând 36.9% din PIB.

Grafic 1: Evoluția datoriei publice guvernamentale (% din PIB)



Sursa: MFP

⁵ Se va observa totuși faptul că modificările majore ale nivelului finanțării temporare pot avea impact asupra emisiunilor de titluri de stat și pot afecta planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat.

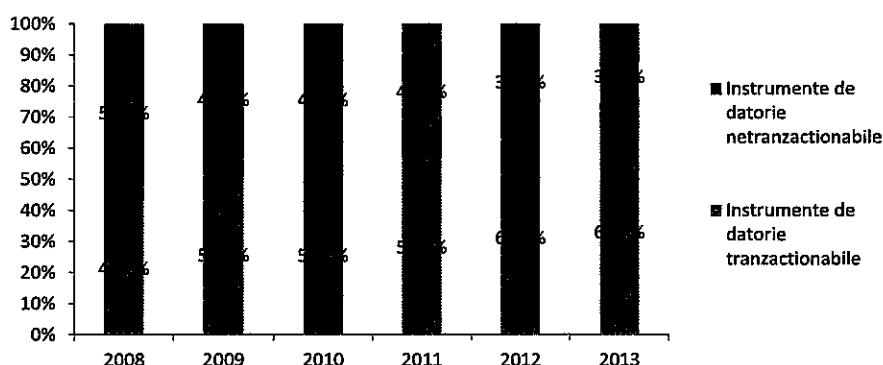
⁶ Nu include finanțarea temporară.

⁷ Date preliminare conform legislației naționale; nu include finanțarea temporară.



După cum se observă în graficul 2, începând cu anul 2008 structura datoriei publice guvernamentale s-a îmbunătățit permanent, devenind dintr-un portofoliu alcătuit în principal din datorie netranzaționabilă (împrumuturi externe contractate de la instituțiile financiare internaționale⁸) unul în care se regăsește un număr mai mare de instrumente de datorie tranzaționabile (emise în proporție tot mai mare în moneda națională).

Grafic 2 : Instrumente de datorie tranzaționabile vs. instrumente de datorie netranzaționabile

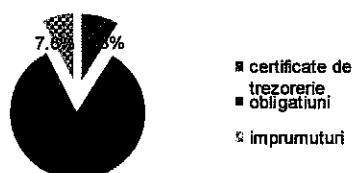


Sursa : MFP

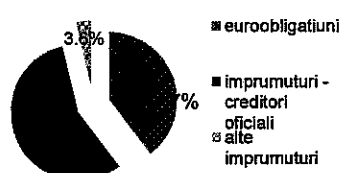
Din datoria publică guvernamentală existentă la sfârșitul anului 2013, 50,4% era contractată pe piața internă și 49,6% pe cea externă. Așa cum reiese din graficul 3, majoritatea datoriei interne este reprezentată de titluri de stat, și anume certificate de trezorerie și obligațiuni de stat (în principal denuminate în moneda națională), în timp ce datoria externă este alcătuită în principal din împrumuturi contractate de la instituții financiare internaționale și obligațiuni emise pe piețele internaționale de capital.

Grafic 3: Structura datoriei după piața emisiunii și instrumente de datorie

Instrumente de datorie emise pe piața internă



Instrumente de datorie emise pe piața externă



Sursa : MFP

Comparativ cu împrumuturile de stat a căror pondere este de 33,8% în total datorie publică guvernamentală, ponderea titlurilor de stat emise pe piețele interne și

⁸ Criteriul pentru tipul datoriei (internă/externă) este piața emisiunii și nu cel al rezidenței creditorilor.



internaționale reprezintă 66,2% din total datorie, din care 59,4% sunt titluri de stat denuminate în moneda națională.

Costurile, exprimate ca rate medii ale dobânzii⁹, au scăzut ușor în 2013, ca urmare a unor rate mai scăzute ale dobânzii, în special la datoria externă. Datoria în moneda națională la sfârșitul lui 2013 rămâne mai costisitoare decât datoria în valută așa cum reiese din tabelul 1.

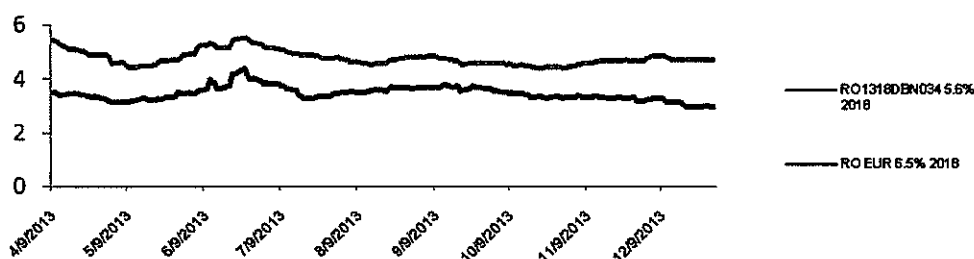
Tabelul 1: Costul datoriei contractate direct de Guvern, prin MFP, pe tipuri de instrumente¹⁰

	31.12.2013
Rata medie de dobândă a datoriei publice guvernamentale (%)	4,7
1. în moneda națională, din care	6,0
a. Certificate de trezorerie cu maturitatea de 1 an	5,1
b. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea de 5 ani	6,3
c. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea de 10 ani	6,1
2. în valute, din care:	3,8
a. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 10 ani	5,4
b. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 3-5 ani	4,5
e. EUR multilateral	2,7
f. Obligațiuni în USD cu maturitatea de 10 ani	5,8
g. USD multilateral	1,0

Sursa : MFP

Ponderea semnificativă a împrumuturilor de la instituții financiare internaționale contractate la rate de dobândă favorabile explică nivelul mai scăzut al costului finanțării externe; în plus, obligațiunile emise pe piețele internaționale de capital sunt, de regulă, emise cu randamente semnificativ mai mici în comparație cu titlurile de stat emise în moneda națională, după cum reiese din graficul 4.

Grafic 4: Randamentul unei obligațiuni de tip benchmark de pe piața internă vs. randamentul unei obligațiuni emise pe piața externă cu maturitatea rămasă de 5 ani



Sursa: MFP

⁹ S-au calculat ca raport între plățile preconizate ale dobânzii pentru 2014 și valoarea existentă la finele anului 2013 pentru fiecare instrument de datorie în parte.

¹⁰ Tabelul prezintă ratele medii ale dobânzii pentru instrumentele de datorie agregate selectate.

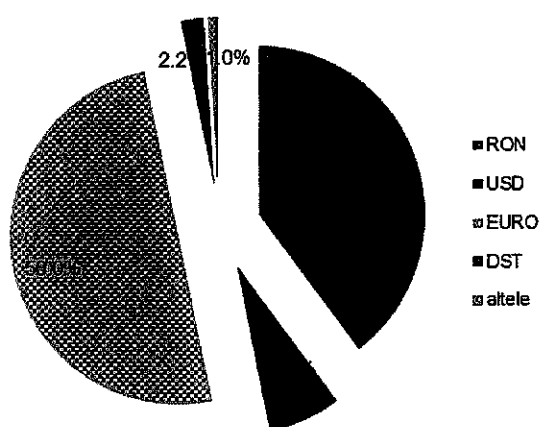


3.2. Riscurile asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2013

Riscul valutar

La sfârșitul lui 2013, aproximativ 60% din portofoliul datoriei publice guvernamentale era denominat în valută. Chiar dacă la prima vedere această pondere sugerează o expunere semnificativă la riscul valutar, volatilitatea relativ scăzută a cursului de schimb leu/EURO și ponderea datoriei în valută emisă pe termen lung denominată în EURO¹¹ face ca riscul aferent acestei expuneri să fie mai ușor de administrat.

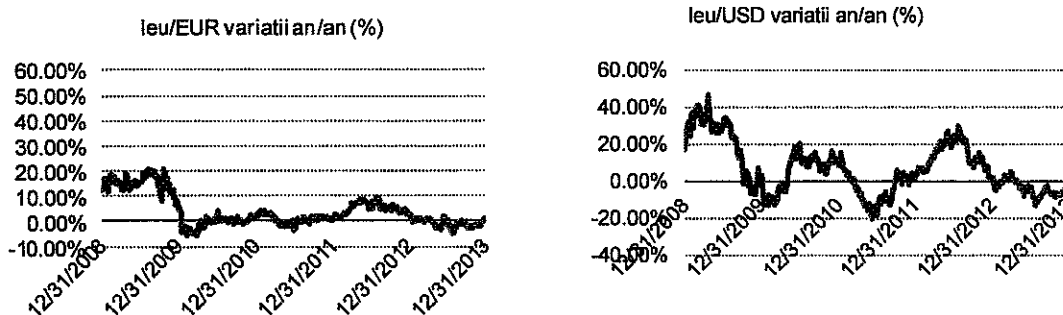
Grafic 5: Structura datoriei pe tipuri de valute



Sursa: MFP

După cum reiese din graficul 6, datoria contractată în USD prezintă un grad de risc semnificativ mai ridicat decât cea contractată în EURO. În ultimii 3 ani, volatilitatea cursului de schimb leu/USD a fost de patru-cinci ori mai mare față de cea a cursului de schimb leu/EURO.

Graficul 6: Modificarea anuală a cursurilor de schimb leu/EURO și leu/USD



Sursa: MFP; BNR

¹¹ Datoria denominată în Euro emisă pe termen lung cu o structură într-o singură tranșă (de tip bullet) presupune o rambursare a finanțării într-un interval de timp în care adoptarea monedei Euro este fezabilă și, prin urmare, un risc valutar mult redus.

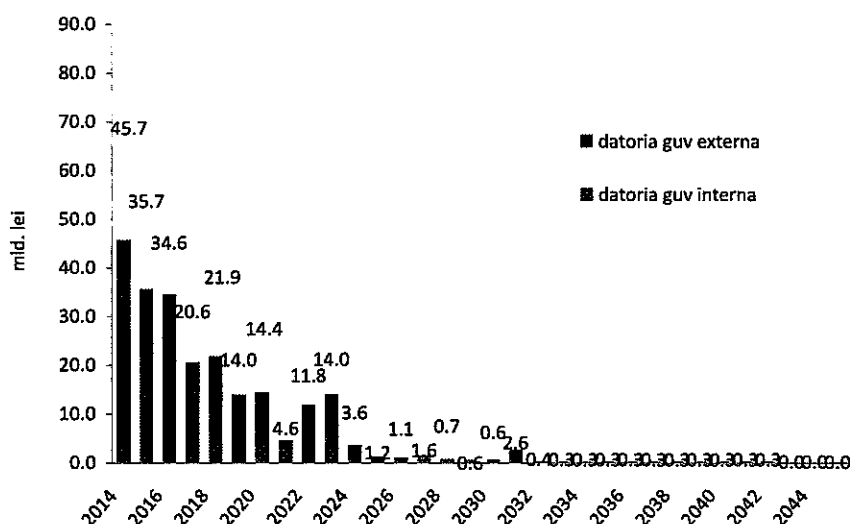


O depreciere a monedei naționale față de EURO cu 10% și față de USD cu 30% în 2014 ar duce la creșterea stocului datoriei cu 18,3 miliarde lei sau cu 2,8% din PIB și la o creștere a plăților în contul serviciului datoriei cu 0,3 miliarde lei sau cu 0,2% din valoarea veniturilor administrației publice centrale¹². În consecință, expunerea la riscul valutar poate fi considerată moderată, însă nu neglijabilă dată fiind incertitudinea legată de momentul adoptării monedei EURO.

Riscul de refinanțare

Structura rambursărilor de rate de capital și a refinanțărilor de titluri de stat prezentată în graficul 7 indică o acumulare a rambursărilor în primii 3 ani. Concentrarea rambursărilor pe termen scurt se observă mai ales la nivelul datoriei interne¹³ și reflectă importanța certificatelor de trezorerie în finanțarea guvernamentală în perioada crizei financiare 2009-2012, deși pe un trend clar descrescător, ajungând la sfârșitul anului 2013 să fie în valoare de 10,0 mld. lei. Refinanțarea acestor obligații poate reprezenta o provocare în procesul de finanțare de pe piața internă, dacă băncile găsesc plasamente alternative și mai profitabile odată cu creșterea cererii pentru finanțarea sectorului privat¹⁴. Pe partea externă, riscul de refinanțare este redus, în special ca urmare a structurii de rambursare a împrumuturilor contractate de la instituțiile financiare internaționale.

Graficul 7: Rambursările de rate de capital aferente datoriei publice guvernamentale la sfârșitul lui 2013



Sursa: MFP

¹² Venituri bugetare conform metodologiei cash prin aplicarea metodologiei UE.

¹³ După piața emisiunii.

¹⁴ MFP își propune creșterea ponderii finanțării deficitului bugetar din surse interne de la 50% în 2014 la 60% în 2015 și 70% în 2016, în condițiile emiterii unui volum maxim de titluri de stat de cca 50 mld lei (pentru finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice) estimat pentru anul 2016, însă cu cca 5 mld lei mai puțin decât în anul 2013.



Profilul rambursării datoriei determină o durată medie rămasă (ATM) de 4,4 ani: 2,7 ani pentru datoria denominată în monedă națională și 5,5 ani pentru datoria denominată în valută.

Tabelul 2: Indicatori privind riscul de refinanțare¹⁵

	2012			2013		
	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	38.0	12.6	24.0	33.0	10.0	19.0
Maturitatea medie rămasă (ani)	2,1	5,3	3,9	2,7	5,5	4,4

Sursa: MFP

Riscul de rată de dobândă

Dat fiind că doar o mică parte din datorie este datorie contractată cu rate variabile (vezi Tabelul 3), riscul ratei dobânzii și riscul de refinanțare sunt similare: ridicat pentru obligațiile în moneda națională și redus pentru cele în valută. Astfel, o creștere cu 1 punct procentual a ratelor de dobândă în 2014 va conduce la creșterea plăților în contul serviciului datoriei cu 538 milioane lei, respectiv cu 0,3% din veniturile administrației publice centrale pentru datoria în moneda națională, și cu 201 milioane lei, respectiv cu 0,1% din veniturile administrației publice centrale pentru datoria în valută.

Tabelul 3: Indicatori privind riscul ratei de dobândă¹⁶

	2012			2013		
	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total
Ponderea datoriei cu rată fixă de dobândă (% din total)	66.9	82.8	76.5	88.4	85.8	86.8
Ponderea datoriei care își modifică dobânda într-un an (% din total)	22.0	28.6	25.0	31.0	28.0	26.0
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă – ATR (ani)	2,1	4,3	3,8	2,7	4,0	4,3

Sursa: MFP

¹⁵ Modelul Bancii Mondiale utilizat pentru elaborarea Strategiei are în vedere la calculul indicatorilor de risc maturitatea de 1 an pentru fluxurile de datorie, iar formula de calcul a ATM (average time to maturity) a fost modificată presupunând că plățile au loc la mijlocul anului și nu la finele anului. Totodată, certificatele de trezorerie sunt considerate datorie cu rată fixă de dobândă (după cum s-a prezentat și în Strategia 2013-2015), în comparație cu indicatorii prezentați în această secțiune care sunt calculați utilizând sistemul informatic de administrare a datoriei publice guvernamentale, (FTI STAR) ținându-se cont de datele efective de plată și considerând certificatele de trezorerie datorie cu rată variabilă de dobândă.

¹⁶ Idem 15.



Implementarea strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale în anul 2013

În anul 2013 toți indicatorii de risc s-au încadrat în limitele stabilite prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2013-2015, cu excepția ponderii datoriei denominate în lei în total datorie publică guvernamentală după cum rezultă din prezentarea riscurilor financiare în această secțiune și din tabelul 4. Indicatorul ponderea datoriei denominate în lei în total datorie publică guvernamentală s-a situat sub limita de 40% din total portofoliu ca urmare a contractării de datorie în valută din surse externe, respectiv emisiuni de obligațiuni pe piețele internaționale de capital, dar și a tragerii primei tranșe de 700 mil. Euro din împrumutul BIRD DPL DDO, în scopul extinderii maturității medii rămase a portofoliului de datorie și, implicit a reducerii riscului de refinanțare, cât și pentru consolidarea rezervei în valută în numerar la dispoziția Trezoreriei Statului cu cca 2,0 mld. Euro, pe fondul unor condiții financiare favorabile pe piețele financiare externe.

Tabel 4: Indicatorii de risc la sfârșitul anului 2013

Indicatori*)	31/12/2013	Tinte indicative conform Strategiei 2013-2015
A.Riscul valutar		
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	39.8%	min 40%
Ponderea datoriei publice guvernamentale în Euro în total datorie în valută (% din total)	83.0%	min 70%
B.Riscul de refinanțare		
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	19.0%	max 25%
Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total)	33.0%	max 45% în 2013 și mai scăzut ulterior
Maturitatea medie rămasă	4.4	min 4
Maturitatea medie rămasă a datoriei în lei (ani)	2,7	min 2 ani în 2013 și mai mare ulterior
C.Riscul de rata de dobândă		
Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	26.0%	max 35%
Ponderea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	31.0%	max 45% în 2013 și mai scăzut ulterior

*) nu include împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului.

Față de cele prezentate, se poate concluziona că riscul de refinanțare și cel al ratei dobânzii aferente datoriei denominate în moneda națională sunt cele mai importante riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale, în timp ce expunerea la riscul valutar este mai ușor de administrat, dar nu poate fi neglijată dată fiind incertitudinea privind momentul adoptării monedei EURO.

4. Cadrul macroeconomic în România

În anul 2013 s-a înregistrat o creștere economică reală de 3,5% comparativ cu anul anterior, fiind cea mai ridicată rată de creștere din regiune, datorită producției agricole bogate și realizării unui nivel record al exporturilor de bunuri și servicii. Performanța deosebită a sectorului extern, la care se adaugă cererea internă încă redusă, au contribuit la îmbunătățirea semnificativă a deficitului de cont curent care, împreună cu intrările nete de capital, au determinat creșterea cu 1,3 miliarde EURO a rezervelor valutare ale BNR în cursul anului 2013, care au înregistrat nivelul de 32,5 miliarde EURO la finele anului 2013. Redresarea economică din 2013 a fost sprijinită de procesul susținut de consolidare bugetară, de diminuare considerabilă a ratei inflației



care a permis BNR să scadă rata dobânzii de politică monetară până la 3,5% în luna februarie 2014, cel mai scăzut nivel înregistrat până în prezent, și de un curs de schimb mediu anual relativ stabil de cca 4,4 lei/EURO.

Pe termen mediu este importanta continuarea performanțelor economice robuste ca rezultat al finalizării cu succes a programului macroeconomic și de asistență financiară de tip preventiv încheiat cu creditorii internaționali (FMI și UE) în 2011 și ca umare a implementării măsurilor agreeate în cadrul pachetului de finanțare de tip preventiv semnat în 2013, fiind create premisele necesare stimulării potențialului de creștere economică prin intermediul reformelor structurale.

Pentru perioada 2014-2016, se estimează o creștere economică medie anuală în jur de 2,6%¹⁷, reflectând în principal continuarea și accelerarea reformelor structurale, inclusiv reformele privind piața muncii, îmbunătățirea absorbției fondurilor europene și revigorarea activității economice la nivel internațional, și în special în zona Euro. De asemenea, investițiile din sectorului public sprijinite de o îmbunătățire a ratei de absorbție a fondurilor europene vor contribui la creșterea economică din următorii trei ani. În acest context al unei creșteri economice modeste și pe fondul continuării consolidării bugetare, este de așteptat ca rata anuală a inflației să se mențină în interiorul intervalului țintă de 2,5% + / - 1 punct procentual.

Procesul de consolidare bugetară și îndeplinirea obiectivului pe termen mediu privind deficitul structural (1,0% din PIB) în anul 2015 corespunzător Tratatului privind stabilitatea, coordonarea și guvernarea în cadrul Uniunii Monetare și Economice, semnat de România în martie 2012, va determina un trend descrescător al necesităților brute de finanțare. Datorită deficitelor bugetare relativ reduse, necesarul brut de finanțare este determinat în principal de volumul refinanțării datoriei publice guvernamentale, după cum se prezintă în tabelul de mai jos.

Tabel 5: Prognoza necesităților de finanțare

Indicator	2013	2014	2015	2016
Veniturile administrației publice centrale (miliarde lei)	161,0	169,2	178,8	188,5
Cheltuielile administrației publice centrale (miliarde lei)	176,3	183,1	188,1	198,4
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale (I) (miliarde lei)	15,3	13,9	9,4	9,9
Refinanțarea datoriei publice guvernamentale ¹⁸ (II) (miliarde lei)	55,6	45,7	35,7	34,6
Necesar brut de finanțare (I+II) (miliarde lei)	70,9	59,6	45,1	44,5

Sursa: MFP

După o contracție semnificativă a deficitului de cont curent în anul 2013, pe termen mediu se așteaptă o majorare modestă a acestui sold, în paralel cu revigorarea cererii interne.

¹⁷ Prognoza CNP.

¹⁸ Volumul rambursărilor de rate de capital și de refinanțări de titluri de stat în contul datoriei publice guvernamentale, conform legislației naționale, calculată pe baza soldului datoriei la sfârșitul anului 2013 (include garanțiile, dar nu include finanțarea temporară).



Ipotezele macroeconomice ale Strategiei pentru perioada 2014-2016 sunt prezentate în tabelul de mai jos.

Tabel 6: Scenariul de bază al proiecțiilor macroeconomice

Indicatori	2013	2014	2015	2016
PIB nominal (miliarde lei)	631.1	664.4	698.8	737.2
Creștere PIB (%)	3,5	2,3	2,5	3,0
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale ¹⁹ (% din PIB)	-2,4	-2,1	-1,3	-1,3
Deficitul contului curent (% din PIB)	-1,1	-1,2	-1,2	-1,5
Inflația (sfarsitul anului %)	1,55	3,4	2,5	2,3
Inflația (medie anuală %)	4,0	2,4	2,8	2,5
Cursul mediu de schimb leu/EUR	4,42	4,45	4,40	4,40
Cursul mediu de schimb leu/USD	3,33	3,27	3,24	3,24

Sursa: CNP, MFP, INS

Riscurile aferente proiecțiilor inițiale

Abaterile de la proiecțiile macroeconomice din scenariul de bază descrise mai sus ar putea proveni din materializarea riscurilor la nivel internațional, inclusiv a celor cauzate de incertitudinile privind politica monetară și fiscală a S.U.A, vulnerabilitatea economiilor emergente și creșterea sub potențial a statelor din zona Euro. Șocurile externe asociate acestor riscuri ar putea conduce la diminuarea creșterii economice prin scăderea exporturilor sau încetinirea intrărilor de capital²⁰, și pot declanșa creșterea necesarului de finanțare și costuri mai ridicate de finanțare. De asemenea, condițiile climatice nefavorabile pot reduce creșterea economică prin scăderea producției agricole, conducând la diminuarea veniturilor bugetare și majorarea prețurilor alimentelor, creșterea nevoii de sprijinire a populației afectate și majorarea deficitului bugetar primar.

Recentele turbulențe de pe piețele emergente au declanșat un val de deprecieri ale monedelor acestor state, precum lira turcească, realul brazilian și rupia indiană. Datorită ieșirilor de capital de pe piețele emergente, costurile finanțării în valută cresc atât datorită majorării marjelor de credit, cât și ajustărilor cursurilor de schimb. Această tendință ar putea fi exacerbată ca urmare a reacției exagerate a pieței la limitarea de către FED a programului de cumpărare de active (QE – quantitative easing) sau la blocarea din cauza factorului politic a bugetului federal american. În același timp, costul finanțării în moneda națională poate, de asemenea, să crească în statele în care băncile centrale răspund într-o manieră agresivă la înrăutățirea condițiilor de politică monetară de la nivel global. Datorită fundamentelor economice solide și aplicării consecvente a politicilor sale macroeconomice din ultimii ani, România a evitat reducerea rezervei valutare, iar cursul de schimb a fost unul relativ stabil în ciuda turbulențelor de pe piețele financiare. Cu toate acestea, situația se poate schimba dacă se intensifică presiunile de acest gen pe plan european sau la nivel mondial.

¹⁹ Calculat conform metodologiei cash prin aplicarea metodologiei UE.

²⁰ Expunerea la volatilitatea fluxurilor de capital poate să crească după includerea obligațiunilor românești denumite în moneda națională în indicii de referință Barclay's și JP Morgan ca urmare a creșterii accesului nerezidenților la titlurile de stat emise pe piața locală de obligațiuni.



Proiecțiile macroeconomice din scenariul de bază indică diminuarea necesarului de finanțare și stabilizarea ponderii datoriei publice guvernamentale în PIB în perioada următoare. Aceasta înseamnă că strategiile de finanțare vor trebui implementate având în vedere în principal volumul refinanțării datoriei, în paralel cu creșterea toleranței la riscurile financiare. În plus, contextul macroeconomic indică faptul că o inflație stabilă și redusă, împreună cu un curs de schimb relativ stabil, pot facilita extinderea maturităților titlurilor de stat emise în moneda națională pe piața internă și în același timp pot contribui la reducerea costurilor cu finanțarea externă comparativ cu sursele interne de finanțare.

Principalele riscuri asociate ipotezelor macroeconomice din scenariul de bază se referă la amplificarea riscurilor la nivel internațional, în special a incertitudinilor referitoare la politica monetară a FED și impactul acesteia asupra piețelor emergente, impact ce poate determina ieșiri de capital și deprecierea monedei naționale, precum și o creștere economică sub potențial în zona Euro. Pe de altă parte, condițiile climatice nefavorabile ar putea determina încetinirea creșterii economice și creșterea deficitului bugetar, însă acest risc este parțial compensat de angajamentul de a atinge deficitul structural de 1% din PIB în anul 2015²¹.

5. Surse de finanțare

5.1 Piața internă

5.1.1. Descrierea operațiunilor de finanțare din anul 2013

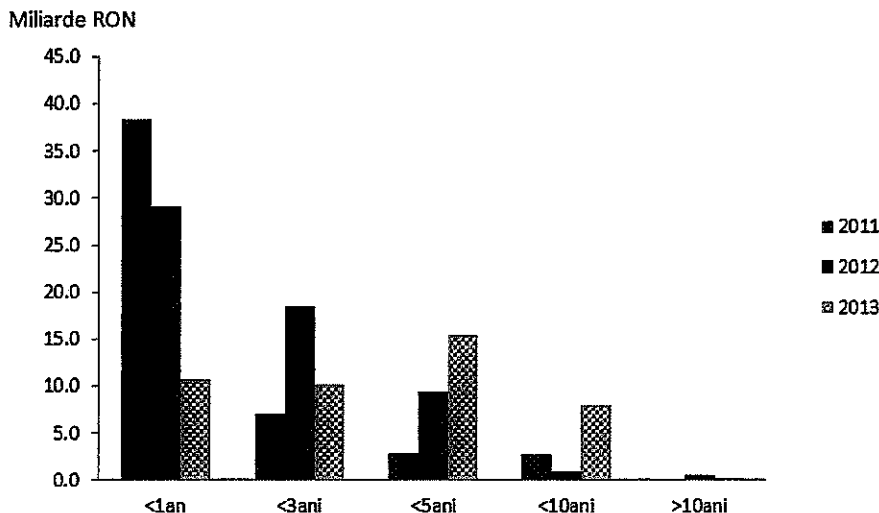
În 2013 s-au emis titluri de stat pe piața internă în valoare de 55,4 miliarde lei, reprezentând 78,1 % din necesarul de finanțare al administrației centrale²². În jur de 60% din programul de finanțare a fost realizat în prima jumătate a anului datorită condițiilor de piață mai favorabile. Astfel, s-au emis certificate de trezorerie cu scadența de până la 1 an în sumă de 10,8 miliarde lei și obligațiuni de stat în valoare de 44,6 miliarde lei, din care 6,9 miliarde lei au fost denominate în EURO. După cum se prezintă în graficul 8, MFP a continuat eforturile pentru extinderea maturității medii a titlurilor de stat prin creșterea ponderii titlurilor pe termen mediu și lung: în 2013 emisiunile de certificate de trezorerie au reprezentat mai puțin de o treime din emisiunile noi de titluri de stat din 2011 și 2012 ceea ce a permis creșterea finanțării atrase pe segmentele de maturitate cuprinse între 3-5 și 5-10 ani. Obligațiunile de stat de tip benchmark denominate în lei cu scadența la 5 ani și cele noi cu scadența la 10 ani au fost emise și redeschise aproape în fiecare lună.

²¹ Acest obiectiv este stabilit prin Strategia fiscal-bugetară pentru 2014-2016, elaborată în conformitate cu Legea responsabilității fiscale nr. 69/2010, amendată în 2013 în scopul introducerii de ținte fiscale și măsuri corective în cazul unor eventuale deviații.

²² Determinat în cap 4.



Grafic 8 Structura emisiunilor de titluri de stat pe scadențe



Sursa: MFP

La sfârșitul anului 2013, valoarea obligațiunilor de stat emise cu scadența la 3, 5 și 7 ani a fost de 32,9 miliarde lei. Aceste obligațiuni de stat au fost redeschise în mod regulat până când valoarea lor a atins echivalentul a cca 1,5 – 2,0 miliarde EURO pe emisiune. Titlurile de stat sunt tranzacționate în principal pe piața secundară OTC (over the counter), dar și pe Bursa de Valori București (cu volume mai mici de 1 % din volumul tranzacțiilor pe piața secundară interbancară).

În plus față de titlurile de stat în monedă națională, MFP a emis trimestrial și obligațiuni de stat cu scadența la 3 ani denumite în EURO. Aceste emisiuni au facilitat constituirea resurselor necesare răscumpărării celor două obligațiuni de stat denumite în EURO scadente în lunile august și noiembrie însumând 1,8 miliarde EURO și menținerea rezervei valutare în numerar la un nivel confortabil²³. Chiar dacă aceste instrumente permit extinderea maturității rămase a portofoliului și valorificarea anumitor ferestre de oportunitate, politica pe termen mediu a MFP este de a reduce treptat emisiunile de titluri denumite în EURO în scopul creării și consolidării curbei de randament în lei.

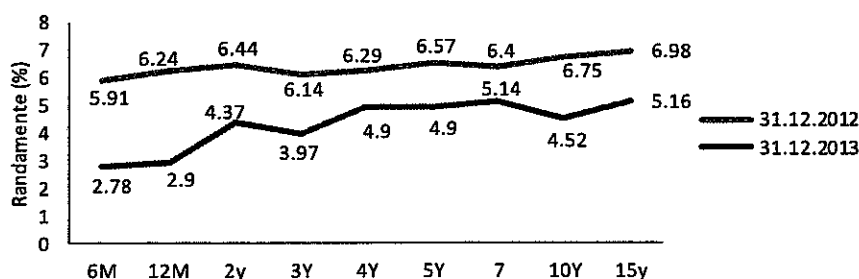
5.1.2. Evoluția pieței în 2013

Randamentele titlurilor de stat au urmat un trend descendent în ultimii doi ani pe fondul ajustării prudente a conduitei politicii monetare de către BNR începută din anul 2011, astfel că după reduceri succesive cu 125 puncte de bază, rata de politică monetară a ajuns la sfârșitul anului 2013 la 4,00%, corelat cu alți factori, cum ar fi lichiditatea globală și interesul nerezidenților pentru obligațiunile de stat denumite în lei. Așa cum se prezintă în graficul 10, ratele dobânzilor aferente titlurilor de stat pe termen scurt au înregistrat o reducere mai accentuată (pe fondul unei oferte mai mici pe aceste segmente de maturitate, dar și a condițiilor din piața monetară), crescând costul pentru extinderea duratei de viață medii a portofoliului de datorie internă.

²³ Rezerva valutară este necesară pentru diminuarea riscului de refinanțare și de lichiditate, iar dobânzile nete plătite pentru această rezervă reprezintă un cost necesar pentru asigurarea împotriva eventualelor șocuri.

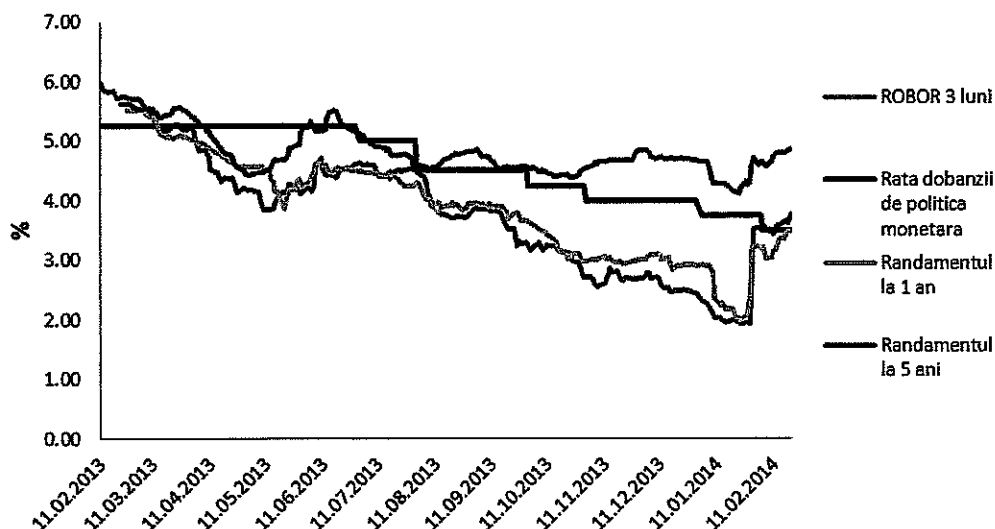


Grafic 9 Randamentele pe piața primară în anul 2013 vs 2012



Sursa: MFP

Grafic 10 Rata dobânzii de politică monetară vs ROBOR la 3 luni și randamentele la 1 și 5 ani



Sursa: MFP, BNR

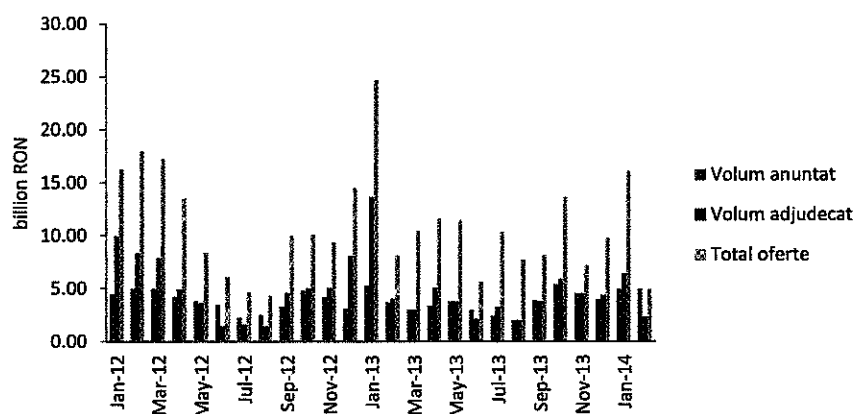
Reducerea randamentelor, care au ajuns la minime istorice în 2013, a fost susținută și prin introducerea unor obligațiuni de stat în indicii regionali pe piețele emergente care au crescut apetitul investitorilor nerezidenți pentru obligațiunile benchmark emise de către statul român. Prin urmare, începând cu luna martie 2013, trei obligațiuni de stat (ROMGB 5,8% oct. 2015, ROMGB 5,75% ian. 2016 și ROMGB 5,9% iul. 2017) au devenit eligibile pentru includerea în indicele JP Morgan GBI-EM. Ponderea inițială în indicele GBI-EM a crescut de la 0,54% în luna martie la 1,12% în luna decembrie, odată cu includerea unei noi serii de obligațiuni (ROMGB 5,85% apr. 2023). De la începutul anului au fost incluse în indicele Barclays 10 serii de obligațiuni de stat.

Din această perspectivă, anul 2013 a fost probabil unul dintre cei mai buni pentru Guvern în calitate de emitent. Acest lucru este, de asemenea, ilustrat în graficul 11, care arată impactul asupra lichidității pieței în cadrul licitațiilor desfășurate pe tot parcursul anului. În acest context, MFP a profitat de gradul crescut de lichiditate din piață pentru extinderea maturității titlurilor de stat, în scopul reducerii riscului de refinanțare.



Aceste evoluții pozitive s-au extins la titlurile de stat denumite în EURO. În perioada ianuarie-aprilie 2013, randamentele obligațiunilor de stat denumite în EURO pe 3 ani au scăzut cu 25 de puncte de bază la 2,9 %, iar tendința a continuat până când randamentele au atins nivelul minim istoric de 2,48 % în luna octombrie.

Grafic 11: Cererea și oferta de titluri de stat pe piața primară

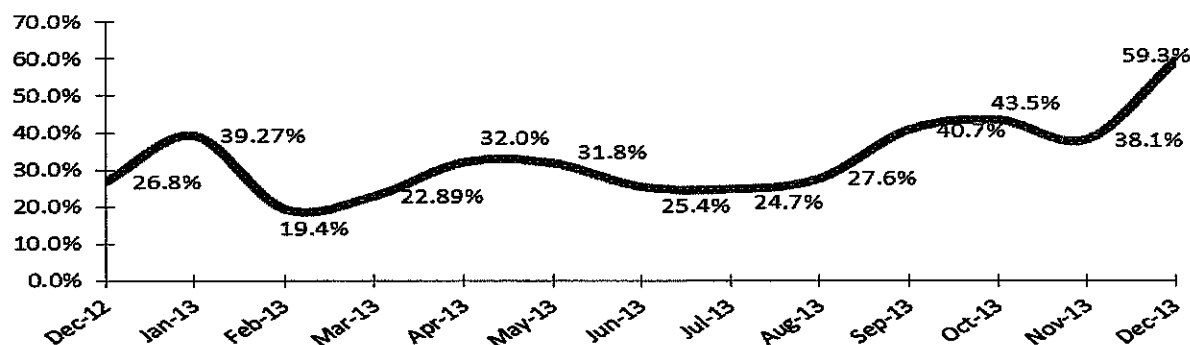


Sursa: MFP

5.1.3 Piața secundară

În anul 2013, tranzacțiile pe piața secundară a titlurilor de stat au urmat aceeași tendință conturată în cadrul licitațiilor efectuate pe piața primară. După cum se arată în graficul 12, gradul de lichiditate al titlurilor de stat a urmat un trend ascendent pe parcursul anului, ajungând la 59,3% în decembrie 2013 comparativ cu 26,8% la finele anului 2012.

Grafic 12: Evoluția gradului de lichiditate²⁴ al titlurilor de stat în lei active în perioada decembrie 2012 - decembrie 2013



Sursa: MFP

Prin comparație cu standardele internaționale, gradul de lichiditate, un indicator important în ceea ce privește nivelul de dezvoltare a pieței titlurilor de stat, este încă

²⁴ Gradul de lichiditate se calculează ca raport între volumul total al tranzacțiilor lunare și volumul total al titlurilor de stat



scazut, dar MFP are în vedere continuarea eforturilor pentru îmbunătățirea lichidității. Astfel, începând cu luna ianuarie 2013, prin Regulamentul nr. 11/2012 privind piața primară a titlurilor de stat a fost introdus un set de criterii privind evaluarea performanței dealerilor primari, cu accent pe evaluarea performanței activității de pe piața secundară. De asemenea, pentru primii 5 dealeri primari cu cea mai bună performanță, a fost introdusă și facilitatea de participare la sesiunile suplimentare de oferte necompetitive, organizate a doua zi după fiecare licitație de obligațiuni de stat. Ca urmare a evaluării anuale a performanțelor celor 12 dealeri primari în anul 2013, 9 dealeri primari și-au păstrat acest statut pentru anul 2014.

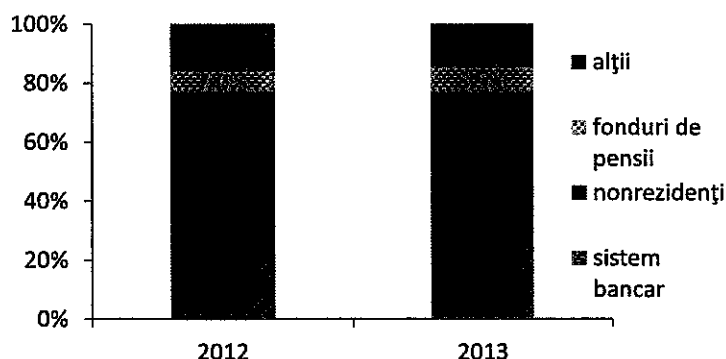
5.1.4. Baza de investitori

La sfârșitul lunii decembrie 2013, piața titlurilor de stat a continuat să fie dominată de băncile comerciale, care aveau în portofoliu 55,9 % din volumul total al titlurilor de stat emise pe piață, urmate de investitorii nerezidenți, ale căror dețineri reprezentau 21,0%, în timp ce fondurile de pensii dețineau o pondere de 8,5 %.

Băncile vor continua să rămână principalii investitori pentru finanțarea statului, în ipoteza în care băncile-mamă își vor menține expunerea către filialele din România. Cererea susținută de titluri de stat din partea băncilor comerciale are la bază contextul actual în care activitatea de creditare înregistrează în continuare valori negative, iar procesul de reluare a creditării este de așteptat să fie gradual. Preferința băncilor se axează pe scadențe de până la 7 ani, și marginal până la 10 ani, în special în cazul celor mai lichide instrumente incluse în indicii regionali.

În cadrul grupului de investitori instituționali, fondurile locale de administrare de active și fondurile de pensii dețin o cotă relativ redusă pe piața titlurilor de stat, însă au un potențial semnificativ de sprijinire a dezvoltării pieței locale în viitorul apropiat. Activele nete totale deținute de fondurile private de pensii au cunoscut o creștere de la 10,2 miliarde lei în 2012 la 14,7 miliarde lei în 2013, și se așteaptă ca aceste active să crească cu cca 500 milioane lei anual, pe măsură ce contribuția la Pilonul II se va majora de la nivelul actual de 4,5% la 6% până în 2016. În plus, activele fondurilor private de pensii vor beneficia, de asemenea, de o creștere, întrucât contribuția obligatorie (în prezent de 10,5%) în cadrul sistemului public (Pilonul I) înregistrează o redirectionare treptată către fondurile cu administrare privată (Pilonul II) până în 2016 .

Grafic 13: Evoluția titlurilor de stat pe tipul deținătorilor



5.1.5 Așteptări privind perioada 2014-2016

Piața internă va rămâne sursa principală de finanțare a deficitului bugetului de stat, precum și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale. Nivelul randamentelor în creștere din perioada următoare, reflectat de ratele forward actuale, poate fi parțial compensat de îmbunătățirea cadrului macroeconomic, dar și de o potențială îmbunătățire a rating-ului de țară de către agenția Standard&Poor's, care va aduce România în categoria investițiilor fără risc.

Pentru a reduce costurile de finanțare și a promova o mai bună funcționare a pieței secundare, MFP intenționează să continue politica de construire de serii de obligațiuni de stat de tip benchmark lichide de-a lungul întregii curbe de randament concomitent cu o politică transparentă de emitere a titlurilor de stat, prin stabilirea numărului de obligațiuni de stat de tip benchmark, a unor intervale pentru volumul aferent unei emisiuni, precum și informarea în prealabil a pieței în ceea ce privește volumele, frecvența lansării/redeschiderii anumitor categorii de maturități. Ca parte a acestei politici, MFP intenționează să reducă gradual emisiunile de titluri denumite în EURO pe piața internă.

Începând din ultimul trimestru al anului 2014, după implementarea politicii și cadrului procedural și operațional, MFP intenționează să utilizeze operațiuni specifice de piață secundară, de tipul buy backs și bond exchange, în scopul accelerării creării de titluri de stat de tip benchmark lichide și facilitării refinanțării seriilor cu volume mari care devin scadente. În mod similar, MFP intenționează să înceapă să utilizeze operațiuni de tip reverse repo pentru un management eficient al lichidităților MFP în baza unei consultări în prealabil cu BNR, în vederea coordonării politicilor de finanțare și management al lichidităților cu cele monetare.

Prin implementarea unei politici transparente de emitere de titluri de stat și titluri de stat de tip benchmark mai lichide, piața secundară ar trebui să înregistreze o evoluție pozitivă și o consolidare accentuată. Pentru a stimula în continuare activitatea pe această piață, MFP intenționează să introducă până la sfârșitul anului 2014 o platformă electronică de tranzacționare (ETP) care va contribui la creșterea transparenței cotațiilor și în același timp la reducerea costurilor de tranzacționare pentru participanții din piața secundară.

5.2. Piața externă

5.2.1. Descrierea operațiunilor de finanțare în 2013

Încă din 2011, România a valorificat periodic piața externă de capital prin emiterea de obligațiuni de stat în cadrul Programului EMTN, a cărui valoare maximă a fost majorată în luna decembrie 2013 de la 8 miliarde EURO la 15 miliarde EURO. Împrumuturile acordate de instituțiile financiare internaționale în scopul susținerii eforturilor Guvernului de realizare a reformelor structurale și instituționale au constituit o sursă suplimentară de finanțare externă, date fiind costurile extrem de competitive și accesul la împrumuturi pe termen lung.



În 2013 MFP a atras de pe piața externă 3,1 miliarde EURO echivalent, respectiv 2,0 miliarde EURO și 1,5 miliarde USD, aceste sume asigurând 19,5% din necesarul de finanțare a administrației publice centrale, valoare care a fost suplimentată cu 1,4 miliarde EURO prin trageri din împrumuturile contractate cu instituții financiare internaționale.

Percepția favorabilă a piețelor financiare asupra României a permis atragerea în luna februarie 2013 de pe piața SUA a sumei de 1,5 miliarde USD cu scadența de 10 ani la un randament de 4,50%. Această emisiune a fost urmată în luna septembrie 2013 de o emisiune de obligațiuni de 1,5 miliarde EURO pe 7 ani la un randament de 4,625%, care a fost redeschisă ulterior în octombrie pentru o valoare suplimentară de 500 milioane EURO. Toate emisiunile au fost suprasubscrise de aproximativ 5 ori.

Tabelul 7 prezintă emisiunile de obligațiuni pe piețele internaționale de capital începând cu anul 2008.

Tabelul 7: Obligațiuni de stat lansate pe piețele externe de capital

Data emisiune	Moneda	Valoare (mld)	Maturitate	Cupon (%)	Randament initial	Randament current (11.03.2014)
18-Jun-08	EUR	0.75	18-Jun-18	6.5	6.70	2.82
11-Sep-12		0.75			5.10	
18-Mar-10	EUR	1.00	18-Mar-15	5	5.04	1.24
17-Jun-11	EUR	1.50	17-Jun-16	5.25	5.32	1.85
7-Feb-12	USD	1.50	7-Feb-22	6.75	6.88	4.14
6-Mar-12		0.75			6.45	
7-Nov-12	EUR	1.50	7-Nov-19	4.875	5.04	3.19
22-Feb-13	USD	1.50	22-Aug-23	4.375	4.50	4.43
18-Sep-13	EUR	1.50	18-Sep-20	4.625	4.77	3.42
28-Oct-13		0.50			4.15	
22-Jan-14	USD	1.00	22-Jan-44	6.125	6.26	5.73
22-Jan-14	USD	1.00	22-Jan-24	4.875	5.02	4.55

Sursă: MFP

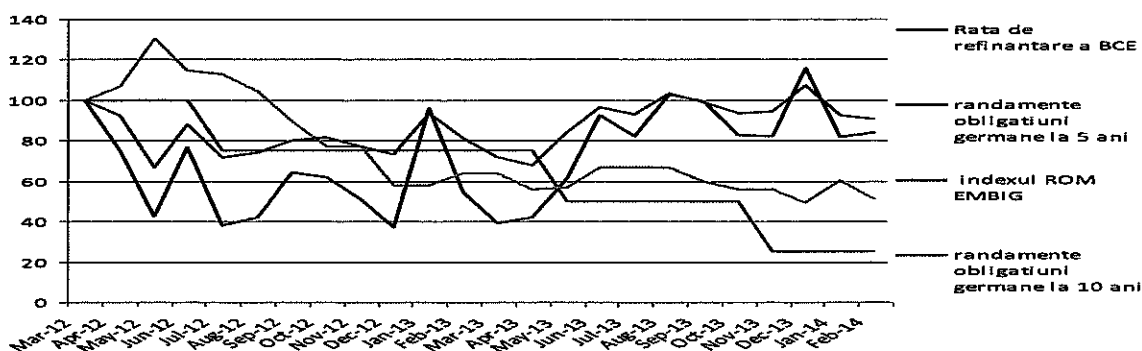
5.2.2. Evoluțiile pieței în 2013

Ratele dobânzilor pentru obligațiunile de stat denuminate în valută au continuat să scadă în anul 2013. Acest fapt se explică prin evoluția ratelor de dobândă în zona Euro și prin comprimarea continuă a marjelor aferente riscului de credit pentru România.

Începând cu 2013, BCE a relaxat și mai mult politica monetară determinând scăderea suplimentară a ratelor nominale în zona Euro, după cum se arată în graficul 14.



Grafic 14: Ratele din zona Euro, trim. I 2012 – trim. I 2014

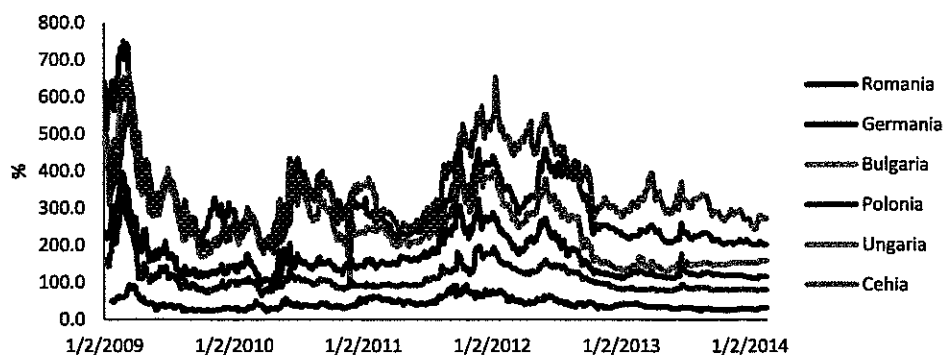


Sursa: Bloomberg

Deși atitudinea politicii monetare a BCE a rămas neschimbată în prima parte a anului, trendul descendent al randamentelor a fost întrerupt la începutul lunii mai când perspectivele unei reduceri a politicii de relaxare cantitativă a FED au surprins piața, iar investitorii au început să anticipeze încheierea procesului de relaxare monetară. De exemplu, randamentul obligațiunilor americane cu scadență la 10 ani a crescut de la nivelul de 1,63% înregistrat în luna mai, la aproximativ 3% până la finele anului. Majorarea ratelor dobânzii în SUA a avut, de asemenea, un impact asupra ratelor din zona Euro, contracarat apoi de către BCE în iulie 2013 prin adoptarea instrumentului "forward guidance" pentru a limita efectul de contagiune. Decizia BCE din luna noiembrie, de a reduce rata dobânzii de politică monetară până la nivelul minim istoric de 0,25%, a avut ca rezultat scăderea ratelor de pe piețele monetare și reducerea volatilității.

Politica monetară acomodativă a influențat piețele financiare din întreaga lume. Perspectiva unor randamente scăzute în economiile dezvoltate, precum și nivelul ridicat al lichidității pe piețele principale de obligațiuni, au determinat creșterea interesului investitorilor pentru obligațiunile statelor europene cu rating mai scăzut și pentru cele din piețele emergente. Această evoluție pozitivă s-a reflectat în evoluția cotațiilor CDS la 10 ani aferente riscului de credit al României, diferențialul între aceste cotații și cele aferente obligațiunilor germane atingând un nivel minim la sfârșitul anului 2013 comparativ cu 2010 (vezi graficul 15).

Grafic 15: CSD 10 ani vs obligațiunile germane la 10 ani



Sursă: Reuters



Pe fondul unui climat de redresare din criza datoriilor suverane europene și al unei perioade de calm pe piețele financiare, condițiile de finanțare din România s-au îmbunătățit semnificativ. Performanța economică bună, în special pe partea bugetară odată cu ieșirea din procedura de deficit excesiv, împreună cu includerea obligațiunilor românești în indicii de referință ai piețelor emergente, Barclays și JP Morgan, au favorizat îmbunătățirea sentimentului investitorilor față de România și au ajutat MFP la reducerea costurilor sale de finanțare, la extinderea maturităților, la creșterea lichidității instrumentelor de datorie și la lărgirea bazei de investitori.

5.2.3. Așteptări privind perioada 2014-2016

Preconizăm un interes important al investitorilor externi pentru titlurile emise de statele din Uniunea Europeană, în special pentru cele cu fundamente și perspective economice sănătoase și poziție financiară solidă. Riscurile cheie vor rămâne prin prisma contextului macroeconomic extern sau de natură geopolitică care ar putea să slăbească capacitatea de rezistență dovedită pe parcursul perioadei de accentuare a volatilității asociată incertitudinilor privind perspectiva orientării politicii monetare a FED.

România este mai puțin vulnerabilă la aceste riscuri datorită ponderii relativ scăzute a deținerilor investitorilor nerezidenți de titluri de stat și altor active financiare, luând în considerare și creșterea preconizată a intrărilor de fonduri europene, care ar trebui să contribuie la consolidarea rezervelor valutare și la menținerea stabilității monedei naționale. Mai mult, acordurile reînnoite cu UE și FMI ar trebui să sporească gradul de încredere al investitorilor străini, iar rezerva în valută a MFP ar trebui să asigure o protecție suficientă față de eventualele șocuri externe²⁵.

MFP intenționează să mențină prezența pe piețele internaționale de capital, chiar dacă acest lucru se va realiza într-un ritm mai lent întrucât piața internă va constitui principala sursă de finanțare a administrației publice centrale. Cele mai multe emisiuni de obligațiuni pe piețele externe vor fi denominate în EURO pentru a consolida și extinde referințele de preț pentru titlurile de stat, în special pe maturități mai lungi în funcție de condițiile de piață.

Cu toate acestea, emisiunile denominate în USD pe piețele externe sau în alte valute pot oferi avantaje, prin extinderea maturității, capacitatea crescută a pieței de absorbție a noilor emisiuni și diversificarea bazei de investitori. Aceasta sursă de finanțare este în mod particular importantă pentru România ca alternativă de finanțare în cazul unor evenimente externe precum criza din zona Euro, determinând accesul limitat la finanțare de pe piața europeană.

²⁵ Idem 23



În general, MFP va păstra flexibilitatea în ce privește momentul accesării pieței internaționale și volumul emisiunilor externe, ținând cont de costurile asociate, de considerentele de risc, de potențialele implicații asupra obiectivelor și politicilor băncii centrale, precum și de evoluția pieței locale. Astfel, emisiunile pe piețele internaționale de capital, în special în USD, vor fi efectuate pe bază oportunistă.

De asemenea, implementarea reformelor structurale în sectoare economice cheie, cum ar fi în domeniul sănătății, al educației și cel al incluziunii sociale, vor continua să fie finanțate din împrumuturile contractate de la instituții financiare internaționale (Banca Mondială, BEI).

Accesarea plasamentelor private va avea un caracter strict oportunist.

În 2014, MFP va contracta de la Banca Mondială suma rămasă în cadrul împrumutului de tip DPL DDO (300 milioane Euro), precum și primul împrumut de dezvoltare de politici, în valoare de până la 750 milioane EURO, în cadrul unei serii de împrumuturi programatice pentru politici de dezvoltare (DPL), care cuprinde 2 împrumuturi de tip DPL (cel de-al doilea, cu o valoare similară urmând a fi contractat în prima parte a anului fiscal 2015). Acestea sunt destinate susținerii obiectivului guvernamental de îmbunătățire a potențialului de creștere al României prin sporirea eficacității intervențiilor în sectorul public și maximizarea funcționării piețelor de capital, imobiliare și de energie. Cele două împrumuturi de la BIRD vor fi urmate în perioada 2016 – 2017 de alte două împrumuturi similare ce vor face obiectul celei de-a doua serii de împrumuturi programatice pentru politici de dezvoltare (DPL), a căror valoare urmează a fi stabilită ulterior. În plus față de acestea, în 2013 a fost semnat și este în curs de ratificare un nou contract de finanțare între România și BEI în valoare de 110 mil. EURO, valoare care urmează a fi majorată în cursul anului 2014 potrivit discuțiilor prealabile cu banca la aproximativ 300 mil. EURO. Împrumutul contractat de la BEI va contribui semnificativ la reducerea presiunilor pe bugetul de stat pentru asigurarea cofinanțării măsurilor din PNDR și la creșterea gradului de absorbție în cadrul acestui program, prin acoperirea unei porțiuni importante din contribuția națională pentru schemele selectate.

La acestea se vor adăuga alte noi împrumuturi care urmează a fi contractate de la instituțiile financiare internaționale în perioada 2014 - 2016 în scopul finanțării deficitului bugetului de stat și refinanțării datoriei publice guvernamentale, disponibilizarea sumelor având la bază realizarea unor investiții și/sau alte acțiuni necesare în domeniul reformelor sectoriale.



Tabel 8: Condițiile financiare estimate ale surselor potențiale de finanțare

Tabel 6: Condițiile financiare estimate ale surselor potențiale de finanțare							
	Maturitatea/ perioada de gratie (ani)	Rată dobânzii			Valoare (miliarde Euro)		
Piața internă		2014	2015	2016	2014	2015	2016
1. Certificate Trezorerie	6 luni pana la 1 an	3.8 % - 4.8%	3.8% - 5%	3.5% - 4.5%	18-20	15-17	13-15
2. Obligațiuni tip benchmark in lei	pana la 15 ani	4.8%-6.4%	5%-6.2%	5.1%-6%	28-30	29-31	33-35
3. Obligațiuni tip benchmark in Euro	5 ani	4%	4.50%	5%	0.8-1	0.4-0.5	0.7 -0.8
Piața externă							
1. Emisiune de euroobligatiuni in cadrul Programului MTN							
- EURO	10 ani	4.5%-5%	4.8%-5.3%	5%-5.4%	1.0-2.0	1.0-2.0	1.0-2.0
-USD	intre 10 si 30 ani	4.8%-6.5%	5%-6%	5.5%-6.5%	1.0-1.5	1.0-1.5	0.5-1.0
2. Împrumuturi de la instituții financiare internaționale si agenții bilaterale:							
a) împrumut BEI	15 ani din care 5 ani perioada de gratie	2.89	3.2	3.5	0.1	0.3	0.3
b) împrumuturi BIRD - DDO, DPL	18 ani	3.55%	3.55%	3.55%	1.0	0.7	0.7
- alte împrumuturi	18 ani	EURLIBOR la 6 luni + 0.50%			0.1	0.1	0.2
d) împrumut BDCE	15 ani din care 5 ani perioada de gratie	2.7	3	3.2	0	0.2	0.1
e) împrumut JICA	21 ani din care 5 ani de gratie	1.6	1.6	1.6	0	0.1	0.1

Sursă: MFP

6. Analiză și linii directoare strategice

Liniile directoare strategice privind administrarea datoriei publice guvernamentale a României reflectă relația cost-risc asociată portofoliul actual de datorie²⁶, planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat și programul macroeconomic pe termen mediu.

6.1 Implicațiile analizei portofoliului de datorie existent, considerații privind dezvoltarea pieței și analiza macroeconomică în dezvoltarea unei strategii de administrare a datoriei

Expunerea la riscul de refinanțare și riscul de rată de dobândă pe piața internă reprezintă principalele surse de risc pentru portofoliul actual de datorie publică guvernamentală; riscul valutar, deși semnificativ, este atenuat de ponderea datoriei în valută emisă pe termen lung denominată în Euro și de perspectiva adoptării monedei Euro. În compoziția datoriei în valută, datoria denominată în USD urmează datoriei în Euro, având în vedere că piața în USD oferă maturități pe termen mai lung decât piața

²⁶ La finele anului 2013.



în Euro, dar cu o volatilitate substanțial mai ridicată în comparație cu moneda națională.

Condițiile actuale de piață permit României un acces relativ facil la finanțarea de pe piețele internaționale de capital, cu scadențe pe termen mediu și lung, care suplimentează piața internă caracterizată de o bază de investitori dominată încă de băncile comerciale. Eforturile recente de promovare a dezvoltării pieței interne, cum ar fi includerea obligațiunilor de stat în indicii regionali de referință au avut ca rezultat o creștere considerabilă a cererii din partea investitorilor nerezidenți; alte măsuri legate de funcționarea sistemului dealerilor primari ar trebui să îmbunătățească lichiditatea și în plus să consolideze cererea investitorilor în viitor. Ratele de dobândă externe și interne se estimează că vor crește pe termen mediu potrivit ratele forward din Bloomberg. Cu toate acestea, ratele de dobândă de pe piața internă se situează la nivele scăzute, chiar dacă au înregistrat o creștere în prima parte a anului 2014, în comparație cu finele anului 2013, ca urmare a politicii monetare a FED și a tulburărilor politice, în timp ce ratele de dobândă de pe piețele externe de capital sunt în continuare mici și ar putea rămâne la aceste niveluri în viitorul apropiat.

Proiecțiile macroeconomice indică o pondere a datoriei în PIB stabilă și necesități de finanțare în scădere, în timp ce un nivel redus al ratei inflației și un curs de schimb relativ stabil pot facilita extinderea maturităților pentru titlurile de stat emise în moneda națională și un cost mai mic pentru finanțarea externă. Riscurile semnificative asociate acestor scenarii de bază includ amplificarea turbulențelor de pe piețele financiare datorită incertitudinii privind politica monetară a FED și impactului acesteia asupra piețelor emergente, precum și o creștere subpotențial în zona Euro.

În baza acestor considerații, MFP a evaluat alternativele de finanțare care facilitează limitarea expunerii la riscul de refinanțare și la cel de rată de dobândă. Au fost utilizate două abordări: prima abordare are în vedere emiterea titlurilor de stat în monedă națională pe maturități pe termen cât mai lung, iar a doua abordare înlocuiește finanțarea prin certificate de trezorerie cu scadență pe termen scurt cu cea prin obligațiuni de stat denumite în Euro emise pe termen lung. În plus, pentru a examina relația cost-risc urmare emisiunilor de obligațiuni pe termen lung în USD, au fost simulate mai multe strategii de finanțare cu structuri diferite de valute (Euro versus USD).

Strategiile alternative de finanțare au fost comparate pe baza proiecției serviciului datoriei având la bază diferite scenarii alternative pentru cursul de schimb și ratele de dobândă. Scenariul de bază, determinat ca fiind cel mai probabil, a fost folosit pentru a calcula costul estimat al diferitelor strategii. Riscul a fost calculat ca o creștere a costului rezultat ca urmare a aplicării șocurilor la ratele de piață utilizate în scenariul de bază. S-au folosit doi indicatori de cost și risc: ponderea datoriei în PIB și ponderea plăților de dobânzi în PIB, ambii calculați pentru finele celui de-al treilea an de analiză, respectiv 2016. Rezultatele analizei cost-risc sunt apoi completate de considerații macroeconomice și de cele legate de dezvoltarea pieței, așa cum este prezentat mai jos.



6.2. Rezultatele analizei cu privire la strategiile alternative de administrare a datoriei

Extinderea duratei medii rămase (ATM) pentru datoria în moneda națională:

Gestionarea expunerilor față de riscul de refinanțare ce caracterizează datoria în moneda națională folosind mai multe instrumente denominate în lei cu maturități pe termen mediu și lung este tot mai scumpă deoarece curba de randament în lei s-a accentuat în ciuda unei aplatizări ușoare înregistrate în prima parte a anului 2014²⁷. Cu toate acestea, majorarea costului aferent extinderii duratei medii rămase este relativ mică din perspectiva ponderii datoriei în PIB sau a ponderii plăților de dobânzi în PIB, deoarece nivelele ratelor pentru certificatele de trezorerie vor fi mai ridicate decât cele înregistrate în perioada 2013 – ianuarie 2014. Prin urmare, analiza scenariului susține strategiile care cresc durata medie rămasă, deoarece majorarea de cost este relativ mică ținând cont de îmbunătățirea profilului rambursărilor/răscumpărărilor de datorie și protecția pe care o oferă față de creșterea subită și susținută a ratelor de dobândă pe termen scurt.

Titlurile de stat cu maturități pe termen lung și volume semnificative sunt așteptate să fie tranzacționate într-un ritm mai activ pe piața secundară; într-o anumită măsură, acest lucru a avut loc prin includerea obligațiunilor de stat în indicii regionali de referință. Cu toate acestea există posibilitatea majorării într-o mai mare măsură a lichidității titlurilor de stat prin revizuirea politicii de emisiune în direcția creării și menținerii titlurilor de stat de tip benchmark lichide. O strategie de extindere a maturității medii rămase este pe deplin compatibilă cu obiectivul de dezvoltare a unei curbe de randament pentru titlurile de stat denominate în monedă națională, precum și cu dezvoltarea pieței secundare. Însă flexibilitatea este necesară în vederea adaptării la schimbările condițiilor de piață.

Reducerea riscului de refinanțare prin refinanțarea certificatelor de trezorerie prin titluri de stat denominate în Euro:

Gestionarea expunerilor față de riscul de refinanțare a datoriei în moneda națională prin finanțare în Euro este avantajoasă din perspectiva serviciului datoriei. Într-adevăr, când indicatorul ponderea plăților de dobândă în PIB este utilizat ca indicator al costului, strategiile cu o finanțare preponderentă în Euro au un cost mai scăzut și risc asociat mai redus. Avantajul din perspectiva costului reflectă rate ale dobânzii în lei relativ mai ridicate în timp ce diferențialul de risc răspunde la faptul că ratele dobânzilor de pe piața internă sunt mult mai volatile. Cu toate acestea, dacă analiza se axează pe stocuri, riscul valutar predomină, iar majorarea ponderii datoriei în Euro amplifică expunerea portofoliului la o posibilă corecție a monedei naționale.

Indiferent de scenariu, o strategie care abordează în exces riscul de refinanțare a certificatelor de trezorerie prin titluri de stat denominate în Euro este contrară necesității de emitere a certificatelor de trezorerie pentru administrarea lichidităților și de dezvoltare a unei piețe interne de încredere care să protejeze Guvernul împotriva întreruperilor bruște a intrărilor de capital, precum și protejarea finanțelor publice împotriva riscului de depreciere a monedei naționale.

²⁷ Marjele între randamentele titlurilor de stat cu scadența la 1 an comparativ cu 5 ani și 10 ani la finele anului 2013 au înregistrat un nivel apropiat de 200 bp, respectiv 160 bp, în timp ce nivelele acestora în data de 26 februarie 2014 erau de 150 bp, respectiv 170 bp.



Structura portofoliului în valută: Rezultatele simulării arată o preferință clară pentru finanțarea în Euro față de cea în USD. Analiza cantitativă arată faptul că, din perspectiva curbelor de randament curentă și forward, finanțarea în USD presupune creșterea atât a costului portofoliului, cât și a riscului în comparație cu finanțarea în Euro. Acest fapt reflectă ratele dobânzilor mai mari în USD, precum și un curs de schimb leu/USD semnificativ mai volatil decât cel leu/Euro.

Pe de altă parte, piața în USD mult mai lichidă permite României să se împrumute cu maturități de până la 30 de ani. Acest aspect, alături de diversificarea bazei de investitori, reprezintă argumente puternice în favoarea păstrării prezenței pe piața în USD. În viitorul apropiat, Guvernul intenționează să profite de aceste oportunități prin administrarea riscului expunerii la USD prin utilizarea instrumentelor de swap valutar. Posibilitatea folosirii derivatelor financiare (swap valutar) va permite autorităților accesul oportunist la piețele în USD, în același timp menținând principala expunere în Euro. Pentru un management activ și eficient al datoriei publice guvernamentale, MFP intenționează să utilizeze derivatele financiare (swap valutar și de rată a dobânzii) ca instrumente de administrare a riscurilor asociate portofoliului de datorie, precum și operațiuni pe piața secundară a titlurilor de stat (de tip bond exchange și de tip buy-back) în baza unei consultări în prealabil cu BNR, în scopul coordonării politicilor de finanțare și administrare a lichidităților cu cele de politică monetară. În acest sens, MFP va crea în viitorul apropiat cadrul metodologic și tehnic necesar utilizării acestor instrumente.

În final, Guvernul este în favoarea unei finanțări nete mai mari în monedă națională pentru a contribui la dezvoltarea pieței interne, în paralel cu urmărirea unei diversificări a surselor robuste de finanțare, incluzând accesul cu caracter oportunist la piețele internaționale de capital în alte valute decât Euro. Scăderea necesarului brut de finanțare pe termen mediu, determinat în principal de refinanțarea datoriei în moneda națională, permite utilizarea unor volume mai mari de finanțare de pe piața internă, iar autoritățile vor continua să promoveze dezvoltarea acestei piețe, după cum se explică în Anexa 1.

6.3. Linii directoare strategice

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2014-2016:

1. Favorizarea unei finanțări nete în moneda națională care să faciliteze dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar
2. Se va urmări realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, cu precădere pentru portofoliul în moneda națională și pentru cel al datoriei interne, evitând pe cât posibil concentrarea rambursărilor de rate de capital/refinanțărilor de titluri de stat pe termen scurt.
3. Atenuarea riscului de refinanțare prin menținerea unei rezerve în valută și contractarea unor linii de credit atunci când condițiile acestora sunt favorabile pentru portofoliul de datorie publică guvernamentală.
4. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin monitorizarea ponderii datoriei interne care își modifică rata dobânzii într-un an și a perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie.



5. Menținerea prezenței pe piețele internaționale de capital în Euro și a accesarea oportunistă a piețelor internaționale de capital în USD sau în alte valute, prin selectarea celor mai lungi scadențe posibile, ținând cont de costul asociat extinderii maturității.

6. Reducerea treptată a emisiunilor de titluri de stat denumite în Euro pe piața internă, menținând o valoare minimă a acestor obligațiuni care să le garanteze lichiditatea.

7. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în EURO.

8. Continuarea parteneriatului cu instituțiile financiare internaționale pentru a beneficia de avantajele financiare aferente produselor acestora.

Ulterior, aceste principii sunt exprimate ca ținte indicative pentru principalii indicatori de risc, ce reflectă compoziția dorită a portofoliului datoriei publice guvernamentale:

Riscul valutar.

1. Asigurarea unei finanțări nete într-o pondere mai mare din surse interne²⁸ și menținerea ponderii datoriei denumite în moneda națională între 35% (minim)²⁹-50%. Această pondere va crește treptat pentru a proteja Guvernul împotriva riscului de oprire subită a finanțării externe („sudden stop”) și de inversare a fluxurilor de capital, ținându-se cont de capacitatea de absorbție a pieței interne a titlurilor de stat și de costul asociat acestora.
2. Menținerea ponderii datoriei denumite în Euro în total datorie denumită în valută în intervalul 75%(minim)-90%.

Riscul de refinanțare

1. Menținerea ponderii datoriei scadente în termen de 1 an în intervalul 25% și 35% (maxim) pentru datoria în moneda națională, și de 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.
2. Menținerea maturității medii rămase în intervalul de 2,5 ani (minim) și 4,5 ani pentru datoria în moneda națională și de 4,5 ani (minim) și 6,5 ani pentru datoria totală.
3. Menținerea unei rezerve financiare în valută³⁰ la un nivel care să acopere necesitățile de finanțare pe o perioadă de patru luni și asigurarea prefinanțării în cazul în care piețele financiare permit acoperirea în avans a necesităților de finanțare pentru a menține rezerva financiară la un nivel confortabil.

Riscul ratei dobânzii

1. Menținerea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un intervalul de 25% și 35% (maxim) pentru datoria în moneda națională, și de 20% și 30% (maxim) pentru datoria totală.
2. Menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei dobânzii în intervalul de 2,5 ani (minim) și 4,5 ani pentru datoria în moneda națională și de 4 ani (minim) și 6 ani pentru datoria totală.

²⁸ 50% din deficit va fi finanțat din surse interne în 2014, 60% în 2015 și 70% în 2016.

²⁹ Idem 2.

³⁰ Idem 23



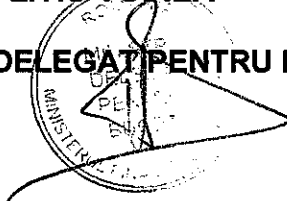
Tabelul 8: Ținte pentru principalii indicatorii de risc

Expunerea la risc	Indicator	Ținte indicative pentru perioada 2014-2016
Riscul valutar	Pondereea datoriei în moneda națională din total datorie (% din total)	35% (minim) - 50%
	Pondereea datoriei denuminate în EURO în total datorie în valută (% din total)	75% (minim) - 90 %
Riscul de refinanțare	Pondereea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	10% - 20% (maxim)
	Pondereea datoriei în monedă națională scadentă în termen de 1 an (% din total)	25% - 35% (maxim)
	Matunitatea medie rămasă pentru total datorie (ani)	4,5 ani (minim) – 6,5 ani
	Matunitatea medie rămasă pentru datoria în moneda națională (ani)	2,5 ani (minim) – 4,5 ani
Riscul ratei dobânzii	Pondereea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	20% - 30% (maxim)
	Pondereea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	25% - 35% (maxim)
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	4,0 ani (minim) – 6,0 ani
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	2,5 ani (minim) – 4,5 ani

Implementarea Strategiei 2014-2016 se va monitoriza lunar, prin urmărirea încadrării indicatorilor de datorie în țintele stabilite și publicarea acestora în Buletinul lunar al MFP disponibil pe site-ul MFP. Potrivit Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare, strategia este revizuiabilă anual sau ori de câte ori condițiile de piață și/sau necesitățile de finanțare o impun.

LIVIU VOINEA

MINISTRU DELEGAT PENTRU BUGET



Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat

Obiectivele strategice pe termen mediu privind dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat urmăresc creșterea eficienței acestei piețe prin îmbunătățirea lichidității, a gradului de transparență și consolidarea curbei de randament. Pentru a îndeplini obiectivele mai sus menționate, MFP a planificat un set de acțiuni, unele dintre acestea urmând a fi implementate în viitorul apropiat, după cum urmează:

1. Creșterea eficienței pe piața titlurilor de stat:

- 1.1. Consolidarea și extinderea curbei de randament pe piața internă a titlurilor de stat:
 - 1.1.1. Definirea unei politici privind crearea și menținerea titlurilor de stat de tip benchmark lichide ca principal instrument de finanțare pe piața internă;
 - 1.1.2. Folosirea operațiunilor pe piața secundară a titlurilor de stat în scopul accelerării procesului de creare a titlurilor de stat de tip benchmark lichide (în baza unei consultări în prealabil cu BNR în scopul coordonării politicilor de finanțare și administrare a lichidităților cu cele de politică monetară), în paralel cu administrarea riscului de refinanțare și susținerea implementării strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale;
 - 1.1.3. Emiterea certificatelor de trezorerie cu scadența la 3 luni în scopul administrării lichidităților, precum și continuarea emiterii de certificate de trezorerie cu scadența la 6 și 12 luni;
 - 1.1.4. Întărirea drepturilor și obligațiilor dealerilor primari în vederea creșterii gradului de competitivitate pe piața primară.
- 1.2. Diversificarea și lărgirea bazei de investitori.
- 1.3. Analizarea oportunității de emisie a unor noi instrumente de datorie solicitate de participanții din piață (cum ar fi obligațiuni indexate), precum și a unor instrumente specifice pentru populație, în scopul lărgirii bazei de investitori, susținerii pieței titlurilor de stat și promovării procesului de economisire pe termen lung.
- 1.4. Explorarea oportunității de reducere a valorii nominale individuale a titlurilor de stat în vederea asigurării unui acces cât mai larg al micilor investitori la aceste instrumente.

2. Măsurile de creștere a lichidității pieței titlurilor de stat:

- 2.1. Introducerea unei platforme electronice destinate furnizării unor cotații ferme pe piața secundară în vederea monitorizării gradului de conformare a dealerilor primari cu cerințele pieței secundare, urmărindu-se în acest sens îmbunătățirea lichidității și prezentării/transparenței prețurilor și reducerea riscurilor asociate activităților de tranzacționare;
- 2.2. Concentrarea lichidității titlurilor de stat într-un număr redus de titluri de stat de tip benchmark, de valoare echivalentă cuprinsă între 1,5 – 2,0 miliarde Euro pe emisiune, funcție de maturitatea titlurilor;
- 2.3. Utilizarea operațiunilor pe piața secundară (de tip bond exchange și buy-back) pentru reducerea riscului de refinanțare și constituirea obligațiunilor de stat de tip benchmark lichide;



- 2.4. Realizarea unor operațiuni de vânzare directă/buy back de către MFP pe piața secundară în scopul creșterii lichidității și sprijinirea demersurilor MFP de implementare a strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale;
- 2.5. Efectuarea unor tranzacții reversibile repo și a unor plasamente cu titluri de stat (securities lending) în scopul administrării lichidităților și sprijinirii activității formatorilor de piață, în baza unei consultări în prealabil cu BNR în scopul coordonării politicilor de finanțare și administrare a lichidităților cu cele de politică monetară;
3. *Măsurile luate în considerare pentru creșterea transparenței și predictibilității pieței titlurilor de stat includ:*
- 3.1. O politică transparentă de emisiuni de titluri de stat prin publicarea calendarului de emisiuni de titluri de stat anual și trimestrial și a prospectelor lunare, precum și, când este cazul, prezentarea într-o manieră flexibilă și în timp util a modificărilor datorate schimbării condițiilor de piață;
- 3.2. Dialogul continuu cu participanții din piața internă, pentru a asigura comunicarea în timp util a acțiunilor luate în considerare de către MFP;
- 3.3. Publicarea regulată pe paginile de internet www.mfinante.ro și www.mbuget.ro a informațiilor relevante pentru investitori în ceea ce privește valoarea și structura datoriei;
- 3.4. Gestionarea paginii Bloomberg dedicate MFP, ținând cont de utilizarea acesteia la scară largă de către investitori autohtoni și internaționali.



**Politica de îmbunătățire a administrării lichidităților și
măsurile ce urmează a fi luate**

MFP beneficiază de asistență tehnică finanțată din fonduri UE și implementată cu sprijinul Băncii Mondiale în vederea alinierii practicilor de administrare a datoriei și lichidităților la cele existente în alte state membre ale UE.

În baza recomandărilor incluse în proiectul de asistență tehnică acordată de Banca Mondială, în vederea optimizării administrării lichidităților, MFP urmărește implementarea următoarelor măsuri:

1. consolidarea cadrului instituțional pentru o mai bună coordonare a procesului de administrare a datoriei și a lichidităților, prin înființarea unui comitet în cadrul MPF, precum și mai buna coordonare a procesului de administrare a datoriei publice guvernamentale și de administrare a lichidităților prin utilizarea:

- instrumentelor de piață secundară (de tipul buy backs și bond exchange), în scopul accelerării creării de titluri de stat de tip benchmark lichide și facilitării refinanțării seriilor cu volume mari care devin scadente, și
- a operațiunilor de tip reverse repo pentru un management eficient al lichidităților MFP;

2. dezvoltarea continuă a prognozei privind fluxul de numerar al Trezoreriei Statului prin extinderea prognozei fluxului zilnic de numerar, de la o lună la trei luni și îmbunătățirea cooperării cu alte entități în scopul furnizării de către acestea a informațiilor previzionate;

3 adoptarea unei gestiuni mai active a lichidităților pentru reducerea fluctuațiilor soldurilor, atât prin emiterea unor certificate de trezorerie pe termen mai scurt, cât și prin gestionarea directă a soldurilor excedentare curente, fie sub forma depozitelor la termen, fie preferabil prin tranzacții reverse repo. Primii pași sunt de emisie a certificatelor de trezorerie pe termen mai scurt, inițial la 3 luni, și adoptarea unei conduite mai active în ce privește plasarea disponibilităților, predominant sub forma tranzacțiilor reverse repo³¹, în baza unei consultări în prealabil cu BNR, în scopul coordonării politicilor de finanțare și administrare a lichidităților cu cele de politică monetară. Introducerea certificatelor de trezorerie pe termen mai scurt se va realiza într-o manieră care să nu afecteze strategia de administrare a datoriei, în special obiectivul cheie ale acesteia, care constă în extinderea maturității medii a portofoliului de datorie. În acest fel, certificatele de trezorerie pe termen mai scurt vor fi introduse numai:

a) în contextul extinderii maturității portofoliului agregat al datoriei;

b) după consultarea cu participanții din piață referitor la intențiile Guvernului de a emite astfel de certificate de trezorerie.

³¹ Piața tranzacțiilor reversibile (sau de "recumpărare") nu este în prezent bine dezvoltată; recent BNR și participanții la piață au convenit asupra unui Acord - cadru pentru acest tip de tranzacții. Tranzacția reversibilă prezintă avantajul unei execuții facile și al colateralizării automate, urmând să contribuie la activitatea pieței monetare.



Împrumuturile din disponibilitățile contului Trezoreriei Statului în valoare de 19,2 miliarde lei la finele anului 2013 au fost contractate în conformitate cu prevederile Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 146/2002 *privind formarea și utilizarea resurselor derulate prin Trezoreria Statului*, cu modificările ulterioare, ordonanță ce prevede utilizarea fondurilor disponibile din contul curent general al Trezoreriei Statului pentru a finanța, prin intermediul împrumuturilor temporare, deficitele bugetare din anii precedenți. Împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului utilizate pentru finanțarea deficitelor bugetului de stat din anii anteriori s-au acumulat în principal ca urmare a faptului că MFP nu a emis titluri de stat pe piața internă din luna septembrie 2005 până în luna decembrie 2006.

În ciuda avantajului utilizării acestui instrument, precum finanțarea la costuri scăzute a deficitului bugetului de stat întrucât rata dobânzii la aceste împrumuturi a fost în jur de 1% în 2013, acest instrument prezintă o serie de dezavantaje, cum ar fi:

- este un instrument atipic, întrucât alte trezorerii europene utilizează împrumuturile de stat/titlurile de stat pentru a finanța integral deficitele bugetare, iar excedentele de lichidități sunt plasate în instrumente de administrare a lichidităților;
- depinde de fondurile disponibile în cont, și în cazul în care fondurile disponibile sunt reduse se utilizează alte soluții, cum ar fi atragerea de depozite în condiții de piață de la instituțiile de credit sau vânzarea disponibilităților în valută existente în rezerva în valută a MFP.

Prin urmare, utilizarea acestui instrument de datorie presupune incertitudine și risc de refinanțare (chiar dacă nu este stabilit nici un termen limită de rambursare a împrumutului), având un impact negativ asupra administrării datoriei publice guvernamentale. Un aspect foarte important este acela că fondurile disponibile în prezent în contul general curent al Trezoreriei Statului includ și venituri în lei provenite din activitatea de privatizare, și cu cât sunt utilizate mai mult aceste venituri, cu atât rămân mai puține fonduri disponibile în cont. Astfel, intenția MFP este aceea de a refinanța treptat acest instrument prin emisiunea de titluri de stat, pe o perioadă îndelungată (6 ani) în vederea reducerii impactului asupra pieței interne și limitării impactului asupra costurilor de finanțare.

