



GUVERNUL ROMÂNIEI

SECRETARIATUL GENERAL AL GUVERNULUI

Nr. 20/ 3933 /I.M.
DATA 30.03.2015

PARLAMENTUL ROMÂNIEI
CAMERA DEPUTAȚILOR
SECRETAR GENERAL
Nr. 2/1813/31.03.2015

Parlamentul României
CAMERA DEPUTAȚILOR
BIROUL PERMANENT
Nr. 492 din 31.03.2015

CAMERA DEPUTAȚILOR

Domnului secretar general CRISTIAN ADRIAN PANCIU

Stimate domnule secretar general,

În conformitate cu prevederile art. 8 din Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, aprobată cu modificări și completări prin Legea nr.109/2008, cu modificările ulterioare, vă înaintăm, spre informare, **Memorandumul cu tema: Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2015-2017**, elaborat de Ministerul Finanțelor Publice și aprobat în ședința Guvernului din data de 25 martie 2015.

Cu deosebită considerație,

SECRETAR GENERAL AL GUVERNULUI

ION MORARU






MEMORANDUM

De la: Victor-Viorel Ponta, Prim-ministru, ministru interimar al
finanțelor publice

Tema: Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru
perioada 2015 -2017

Prezenta Strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale (denumită în continuare Strategia) elaborată pentru perioada 2015 – 2017 reprezintă o continuare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2014-2016¹ 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 2015-2017 este în concordanță cu Strategia Fiscal-Bugetară pe termen mediu, precum și cu pachetul financiar încheiat cu FMI/UE/BM 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. 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 2015 -2017 sunt următoarele:

- 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, și
- Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat.

¹ În Anexele 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 2013 și 2014, în Anexa nr. 2 este redată situația indicatorilor de risc la sfârșitul anului 2014, în comparație cu țintele propuse prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2014-2016, în timp ce Anexa nr. 3 prezintă evoluțiile randamentelor aferente titlurilor de stat emise pe piețele interne și externe.

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 31.12.2014, deși diminuate comparativ cu anii anteriori, 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 în anul 2019.

Analiza indicatorilor ce reflectă riscurile a fost realizată prin modelul Cost – Risk Analysis al Băncii Mondiale, 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 fiind prezentate în anexa nr. 4 „Strategii de finanțare simulate prin modelul Cost-Risk Analysis al Băncii Mondiale”.

Având în vedere contextul economic internațional și evoluția economică și financiară din zona euro, pentru anul 2015, scenariul de prognoză² pentru România prevede o creștere a produsului intern brut de 2,8%, nivel aproximativ similar cu cel înregistrat în anul 2014 de 2,9%. Cererea internă va reprezenta motorul creșterii economice, iar pe latura ofertei se estimează o îmbunătățire a activității economice în ramurile industriale cu potențial ridicat de export, în sectorul construcțiilor, care poate fructifica necesarul de infrastructură existent în toate domeniile, precum și în sectorul serviciilor.

Principalele riscuri asociate ipotezelor macroeconomice din scenariul de bază se referă la amplificarea riscurilor la nivel internațional, în special a agravării riscurilor geopolitice, a incertitudinilor privind perspectiva politicii monetare a FED, compensată însă de decizia BCE din luna ianuarie 2015 de a extinde programul de cumpărare de active investind lunar 60 miliarde Euro, până în luna septembrie 2016, în obligațiuni emise de guvernele din zona euro și de agențiile și instituțiile europene, ceea ce va contribui la relaxarea condițiilor financiare.

Drept urmare, s-au stabilit următoarele linii directoare strategice reprezentând principiile care vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2015 -2017:

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, 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 eventual contractarea unor linii de credit atunci când condițiile acestora sunt favorabile.
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 prin emisiuni de euroobligațiuni predominant în EURO și accesarea oportunistă a piețelor internaționale de capital în USD sau în alte valute, în vederea extinderii maturității medii a portofoliului de datorie guvernamentală ținând cont de costul asociat acestuia.
6. Eliminarea graduală a emisiunilor de titluri de stat denumite în EURO pe piața internă, pe termen mediu.



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 termenii și condițiile avantajoase oferite de aceste institutii.

Aceste principii sunt exprimate ca intervale³ 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:

- pentru administrarea riscului valutar:

- menținerea ponderii datoriei denuminate în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 40% (minim) și 55%.
- menținerea ponderii datoriei denuminate în EURO în total datorie denuminită în valută între 80% (minim) și 95%.

- pentru administrarea riscului de refinanțare:

- menținerea ponderii datoriei scadente în termen de 1 an între 20% și 30% (maxim) pentru datoria în monedă națională și între 15% și 25% (maxim) pentru total datorie.
- maturitatea medie rămasă ar trebui menținută între 3,0 (minim) și 5,0 ani pentru datoria denuminită în monedă națională și între 5,0 (minim) și 7,0 ani pentru total datorie.
- menținerea unei rezerve financiare în valută la un nivel confortabil, astfel încât să fie diminuate riscurile aferente perioadelor caracterizate de o volatilitate ridicată pe piețele financiare.

- pentru administrarea riscului de rată de dobândă

- ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an să rămână între 20% și 30% (maxim) pentru datoria în monedă națională și între 15% și 25% (maxim) pentru datoria totală.
- menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă între 3 (minim) și 5 ani pentru datoria în monedă națională și între 4,5 (minim) și 6,5 ani pentru total datorie.

Ținte pentru principalii indicatori de risc

Expunerea la risc	Indicator	Ținte indicative pentru perioada 2015 - 2017
Riscul valutar	Ponderea datoriei în moneda națională din total datorie (% din total)	40%(minim) – 55%
	Ponderea datoriei denuminate în EURO în total datorie în valută (% din total)	80% (minim) - 95 %
Riscul de refinanțare	Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	15% - 25% (maxim)
	Ponderea datoriei în monedă națională scadentă în termen de 1 an (% din total)	20%- 30% (maxim)
	Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani)	5 ani (minim) – 7 ani
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în moneda națională (ani)	3 ani (minim) - 5 ani
Riscul ratei dobânzii	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	15% - 25% (maxim)
	Ponderea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	20% - 30% (maxim)
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	4,5 ani (minim) – 6,5 ani
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	3 ani (minim) – 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 așteptările legate de cadrul macroeconomic și de evoluțiile piețelor financiare.

În perioada 2015 -2017, România își va acoperi nevoile de finanțare prin emisiuni de titluri de stat lansate pe piața internă, prin emiterea de euroobligațiuni pe piețele internaționale de capital, și în completare prin contractarea de împrumuturi externe de la creditori oficiali (instituții financiare internaționale și instituții bilaterale/agenții guvernamentale) și bănci comerciale.

Pentru un management activ și eficient al datoriei publice guvernamentale, MFP intenționează să utilizeze instrumente financiare derivate (swap valutar și pe rată de dobândă) 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, este în curs de finalizare cadrul procedural și tehnic pentru utilizarea instrumentelor de piața secundară, respectiv buy-back și bond exchange. În vederea utilizării instrumentelor financiare derivate (swap valutar și pe rata de dobândă), pentru crearea cadrului procedural și tehnic MFP urmează să beneficieze de asistența tehnică din partea Bancii Mondiale în cadrul unui proiect pentru care s-a solicitat finanțare din fonduri europene (POCA) pe o perioadă de 12 – 18 luni.

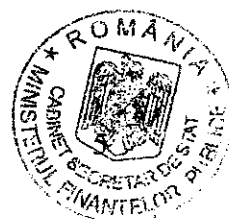
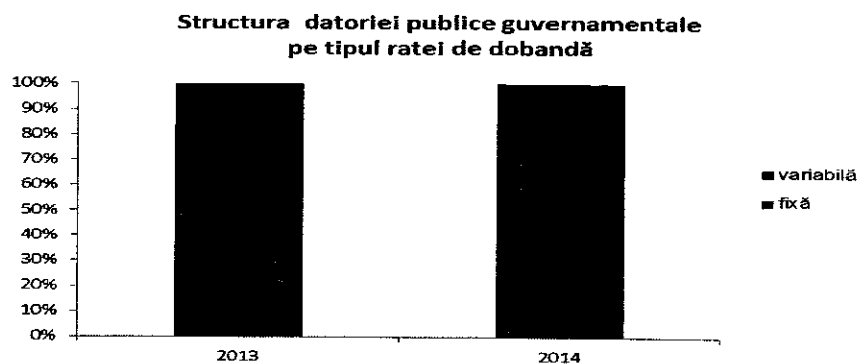
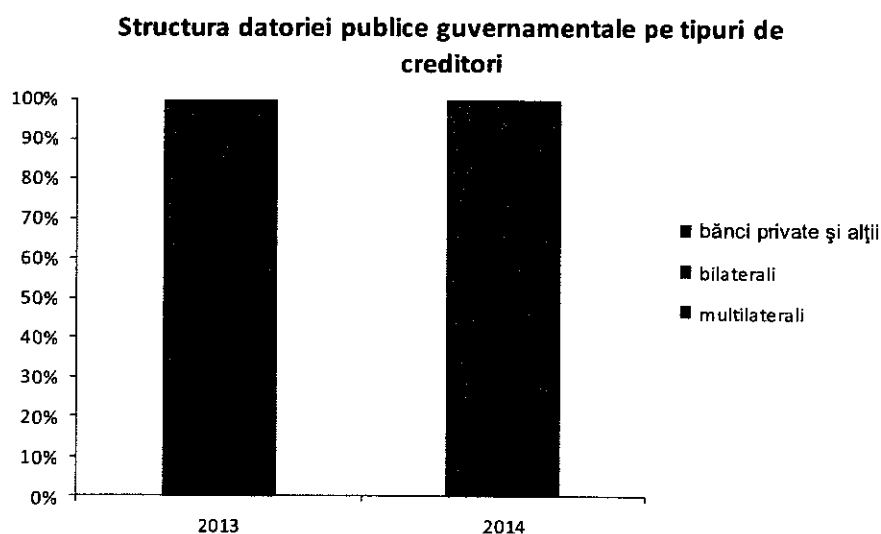
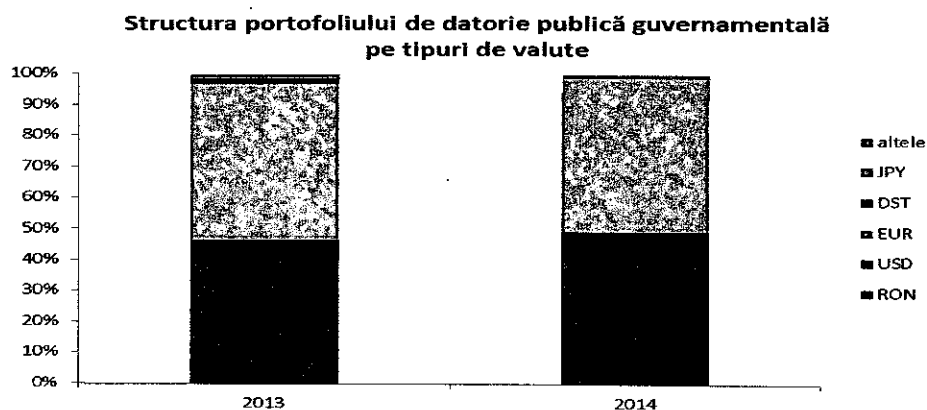
Ministerul Finanțelor Publice este în favoarea unei finanțări nete mai mari în monedă națională (în condițiile actuale de piață) pentru a contribui la dezvoltarea pieței interne, în paralel cu o pondere preponderentă a împrumuturilor în Euro în totalul finanțărilor externe, urmărindu-se totodată diversificarea bazei investiționale. Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat este un obiectiv strategic pe termen mediu și urmărește creșterea eficienței acestei piețe, îmbunătățirea lichidității, a gradului de transparentă și consolidarea curbei de randament, acțiunile ce urmează să fi implementate în perioada următoare în acest domeniu fiind prezentate în anexa 1 la Strategie.

Implementarea Strategiei pentru perioada 2015-2017 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 revizibilă 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 2015-2017, atașată prezentului Memorandum.



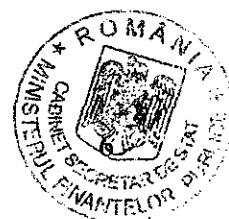
Structura portofoliului de datorie publică guvernamentală⁴



Situția indicatorilor de risc la 31.12.2014

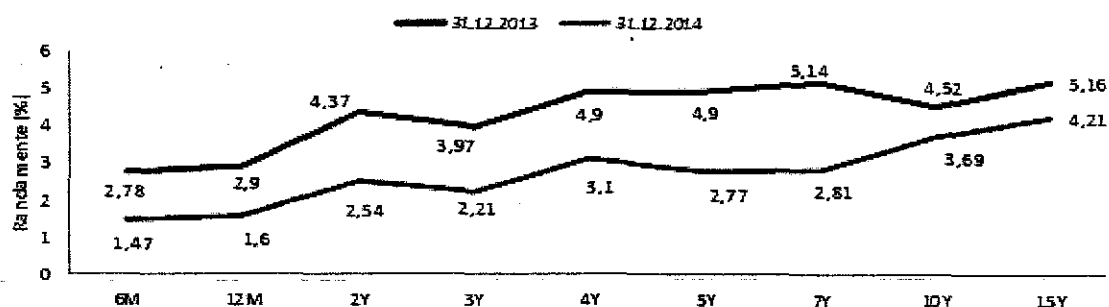
Indicatori *)	31/12/2013	31/12/2014	Tinte indicative conform Strategiei 2014-2016
<i>A. Riscul valutar</i>			
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	39,8%	39,6%	35% (minim) – 50%
Ponderea datoriei publice guvernamentale în Euro în total datorie în valuta (% din total)	83,0%	81,9%	75% (minim) – 90%
<i>B. Riscul de refinanțare</i>			
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	17,0%	17,0%	10% - 20% (maxim)
Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total)	28,0%	24,0%	25% - 35% (maxim)
Maturitatea medie ramasa pentru total datorie (ani)	4,8	5,3	4,5 ani (minim) – 6,5 ani
Maturitatea medie ramasa a datoriei în lei (ani)	3,5	3,6	2,5 ani (minim) – 4,5 ani
<i>C. Riscul de rata de dobanda</i>			
Ponderea datoriei care își modifica rata dobanzii într-un an (% din total)	18,0%	22,0%	20% - 30% (maxim)
Ponderea datoriei în lei care își modifica rata dobanzii într-un an (% din total)	12,0%	19,0%	25% - 35% (maxim)

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



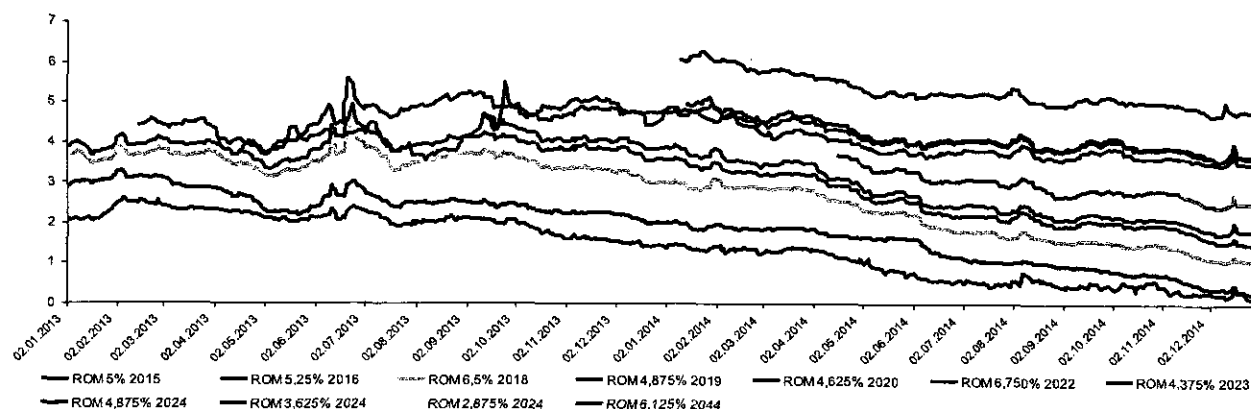
Evoluția randamentelor titlurilor de stat

Randamentele titlurilor de stat emise pe piața internă în anul 2014 vs 2013



Sursă: MFP

Randamentele euroobligațiunilor emise pe piețele internaționale de capital 2013 -2014



Sursă : MFP



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

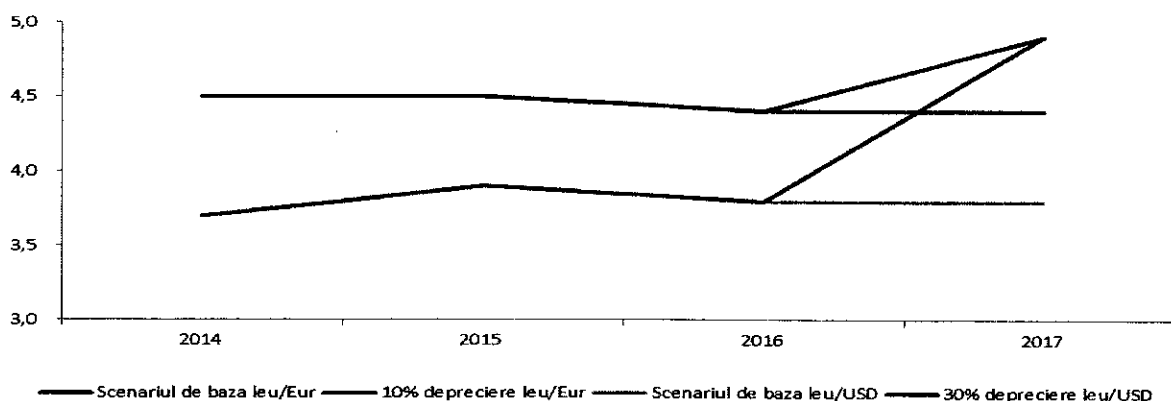
Analiza cantitativa a fost realizata folosind modelul Băncii Mondiale pentru evaluarea strategiilor alternative de administrare a datoriei publice guvernamentale pe baza analizei cost-risc.

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 2017.

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 Prognoză.
 - primul scenariu de soc are în vedere o depreciere de 10% a monedei naționale față de Euro și de 30% față de USD, în timp ce al doilea scenariu de risc are în vedere o depreciere de 5% a monedei naționale față de Euro și 20% fata 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

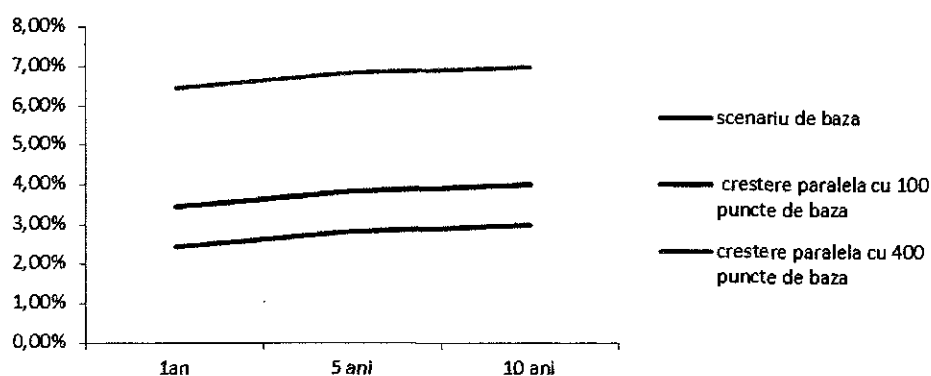


Sursă: MFP

- 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 100 puncte de bază în intervalul de analiză; în timp ce al doilea scenariu de șoc prevede o creștere paralelă de 400 puncte de baza.

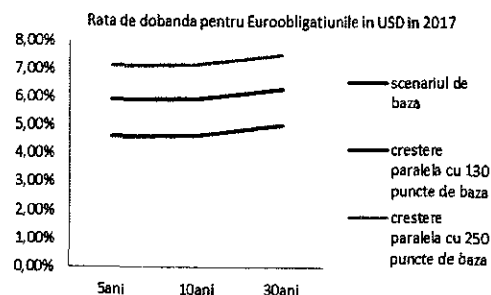
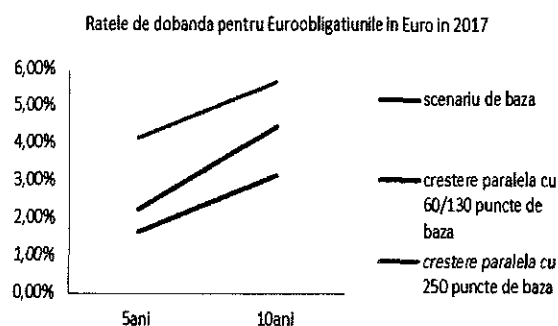


Ratele de dobândă pentru titlurile de stat în lei în 2017



- 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 130 de puncte de bază pentru instrumente cu scadența la 5 ani în Euro și de 250 de puncte de bază pentru celelalte scadente și instrumente 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 60 puncte de bază pentru instrumente cu scadența la 5 ani în Euro și de 130 puncte de bază pentru celelalte scadente și instrumentele de datorie.
 - al doilea scenariu de șoc : o creștere paralelă de 250 puncte de bază, 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.

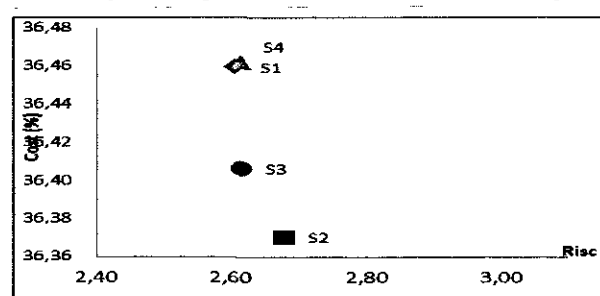
Strategia 1 (S1): finanțarea deficitului bugetar integral din surse interne (30% pe termen scurt și 70% pe termen mediu și lung),

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

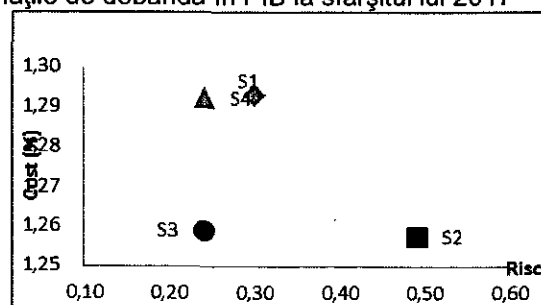
Strategia 3 (S3) : S2 , dar refinanțarea datoriei scadente pe piața internă prin obligațiuni de stat în lei cu maturitatea de 5 ani,

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 2017



Plățile de dobândă în PIB la sfârșitul lui 2017



Indicatorii de risc

INDICATORI DE RISC		sfârșitul anului 2017			
		S1	S2	S3	S4
Datoria % PIB		36,46	36,37	36,41	36,46
Rata dobânzii implicite ¹ (%)		3,64	3,55	3,55	3,64
Riscul de refinanțare	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în valută (ani)	6,32	5,79	5,79	5,79
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în monedă națională (ani)	5,10	1,36	3,45	7,19
	Maturitatea medie rămasă (ani)	5,65	3,38	4,51	6,55
Riscul ratei dobânzii	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani)	4,91	2,78	3,92	5,96
	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% în total)	21,68	57,36	16,77	16,74
	Ponderea datoriei cu rată fixă de dobândă (% în total)	89,91	91,33	91,34	91,35

Riscul de refinanțare este semnificativ mai mic, deoarece maturitatea medie rămasă pentru datoria în monedă națională a crescut. Acest lucru este indicat de creșterea semnificativă a

¹ Reprezintă plățile de dobânzi aferente anului 2018 împartite la stocul datoriei la sfârșitul anului 2017.



maturității medii rămase pentru întregul portofoliu de datorie publică guvernamentală, atât în S1, cât și în S4, în comparație cu nivelul actual de 5,3.

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.

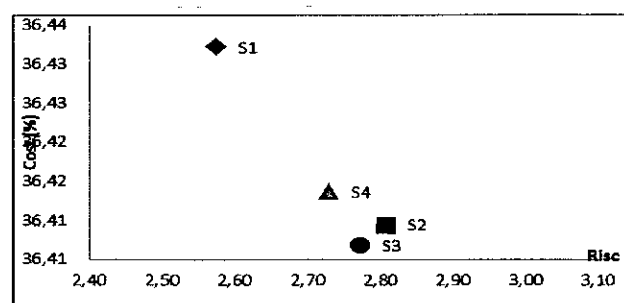
Strategia 1 (S1): finanțarea deficitului bugetar integral din surse interne (30% pe termen scurt și 70% pe termen mediu și lung),

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

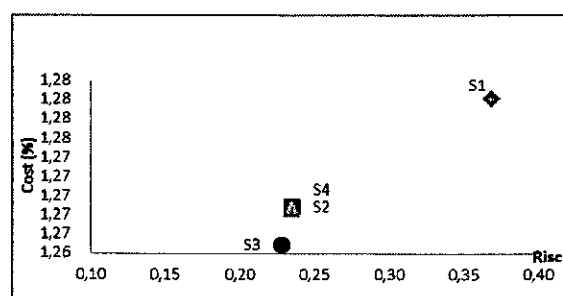
Strategia 3 (S3) : refinanțarea a 50% din certificatele de trezorerie scadente prin euroobligațiuni cu maturitatea de 10 ani,

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 2017



Plățile de dobândă în PIB la sfârșitul lui 2017



Indicatorii de risc

INDICATORI DE RISC		sfârșitul anului 2017			
		S1	S2	S3	S4
Datoria % PIB		36,43	36,41	36,41	36,41
Rata dobanzii implicite ² (%)		3,61	3,58	3,57	3,58
Riscul de refinanțare	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în valută (ani)	6,13	6,14	6,16	6,11
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în monedă națională (ani)	3,06	3,56	3,51	3,50
	Maturitatea medie rămasă (ani)	4,46	4,94	4,91	4,84
Riscul ratei dobânzii	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani)	3,71	4,10	4,09	4,05
	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% în total)	28,54	19,09	18,98	18,67
	Ponderea datoriei cu rata fixă de dobândă (% în total)	89,91	89,02	89,13	89,43

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

² Reprezintă plățile de dobanzi aferente anului 2018 împartite la stocul datoriei la sfârșitul anului 2017.



maturitatea medie rămasă, comparativ cu S1; cu toate acestea, deoarece cea mai mare maturitate medie rămasă în monedă locală este de numai 3,6 ani, creșterea acesteia în S2 comparativ cu S3 și S4 este nesemnificativă.

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

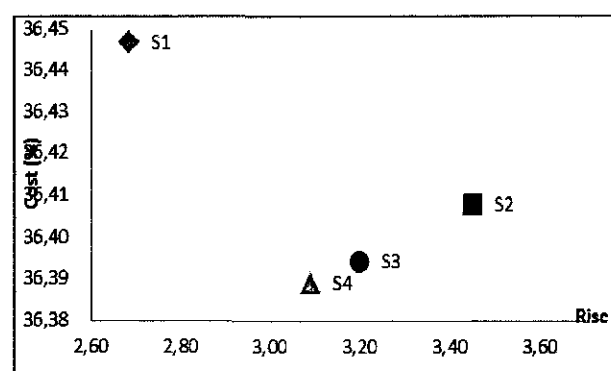
Strategia 1 (S1): finanțarea deficitului bugetar 60% din surse interne și 40% surse externe;

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

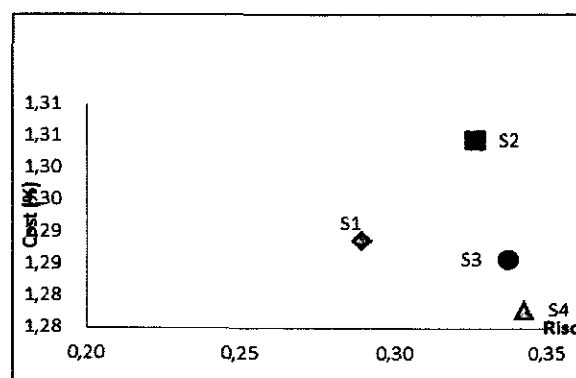
Strategia 3 (S3): refinanțarea a 50% din euroobligațiunile scadente denuminate în EURO cu maturitatea de 10 ani prin euroobligațiuni denuminate în USD cu maturitatea de 30 ani,

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

Datoria publică guvernamentală în PIB la sfârșitul lui 2017



Plățile de dobândă în PIB la sfârșitul lui 2017



Indicatorii de risc

INDICATORI DE RISC		sfârșitul anului 2017			
		S1	S2	S3	S4
Datoria % PIB		36,45	36,41	36,39	36,39
Rata dobanzii implicate ³ (%)		3,63	3,68	3,63	3,61
Riscul de refinanțare	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în valută (ani)	6,35	8,03	6,95	6,47
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în monedă națională (ani)	5,08	3,63	3,63	3,63
	Maturitatea medie rămasă (ani)	5,71	5,81	5,27	5,04
Riscul ratei dobânzii	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani)	4,84	5,37	4,83	4,60
	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% în total)	22,73	15,17	15,18	15,18
	Ponderea datoriei cu rata fixă de dobândă (% în total)	88,60	92,93	92,93	92,93

3 Reprezintă plățile de dobânzi aferente anului 2018 împartite la stocul datoriei la sfârșitul anului 2017.



Tabelul de mai sus ilustrează creșterea semnificativă a maturității medii rămase pentru datoria în valută: în S2 maturitatea medie rămasă ajunge la aproximativ 8 ani până în 2017, comparativ cu nivelul actual de 6,4 ani.

In concluzie, din analiza scenariilor prezentate mai sus, Ministerul Finantelor Publice este în favoarea unei finanțări nete mai mari în monedă națională pentru a contribui la dezvoltarea pieței interne, precum și la limitarea riscului valutar în paralel cu o pondere preponderentă a împrumuturilor în Euro în totalul finanțărilor externe, urmărindu-se totodată diversificarea bazei investiționale. În același timp, în privința finanțării externe, MFP urmărește o finanțare preponderent în Euro, pe de o parte datorită limitării riscului valutar și pe de altă parte datorită costurilor asociate acestor finanțări comparativ cu finanțarea în USD.





MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE

**STRATEGIA DE ADMINISTRARE A
DATORIEI PUBLICE
GUVERNAMENTALE**

2015-2017

Direcția Generală Trezorerie și Datorie Publică

București, martie 2015

Cuprins

1. Introducere.....	3
2. Obiective și sfera de cuprindere.....	5
3. Descrierea portofoliului de datorie publică guvernamentală	5
Evoluția datoriei publice guvernamentale.....	5
Riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2014.....	8
4. Surse de finanțare.....	11
Piata internă.....	11
Piata externă	16
5. Cadrul macroeconomic în România.....	19
Riscuri aferente proiecțiilor inițiale....	21
Implicații de politica la nivel macroeconomic.....	21
6. Analiză și linii directoare strategice.....	22
Implicațiile analizei portofoliului de datorie existent, considerații privind dezvoltarea pieței și analiza macroeconomică în dezvoltarea unei strategii de administrare a datoriei	22
Rezultatele analizei cu privire la strategiile alternative de administrare a datoriei.....	23
Linii directoare strategice	24

Anexe

1. Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat.....	27
2. Politica de îmbunătățire a administrării lichidităților și măsurile ce urmează a fi luate.....	29

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 Prognost
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
UE	Uniunea Europeană

1. Introducere

Prezenta Strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale aferenta perioadei 2015-2017 (denumită în continuare Strategie) reprezintă o continuare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2014-2016 și a fost realizată în conformitate cu bunele practici internaționale definite în Linii directoare ale Băncii Mondiale și FMI referitoare la elaborarea strategiilor de datorie publică¹.

Ca și în cazul edițiilor anterioare, Strategia revizuită pentru orizontul de timp 2015-2017 este în concordanță cu Strategia Fiscal-Bugetară pe termen mediu și cu pachetul financiar încheiat cu FMI/UE/BM. 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; și
- Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat.

Implementarea Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale în anul 2014

În anul 2014 toți indicatorii de risc s-au încadrat în limitele stabilite prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2014 – 2016, după cum rezultă din prezentarea riscurilor financiare în tabelul de mai jos.

Tabel 1: Indicatorii de risc la sfârșitul anilor 2013 și 2014

Indicatori *)	31/12/2013	31/12/2014	Tinte indicative conform Strategiei 2014-2016
A. Riscul valutar			
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	39,8%	39,6%	35% (minim) – 50%
Ponderea datoriei publice guvernamentale în Euro în total datorie în valuta (% din total)	83,0%	81,9%	75% (minim) – 90%
B. Riscul de refinanțare			
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	17,0%	17,0%	10% - 20% (maxim)
Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total)	28,0%	24,0%	25% - 35% (maxim)
Maturitatea medie ramasa pentru total datorie (ani)	4,8	5,3	4,5 ani (minim) – 6,5 ani
Maturitatea medie ramasa a datoriei în lei (ani)	3,5	3,6	2,5 ani (minim) – 4,5 ani
C. Riscul de rata de dobanda			
Ponderea datoriei care își modifica rata dobanzii într-un an (% din total)	18,0%	22,0%	20% - 30% (maxim)
Ponderea datoriei în lei care își modifica rata dobanzii într-un an (% din total)	12,0%	19,0%	25% - 35% (maxim)

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

Liniile directoare strategice pentru perioada 2015-2017

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2015-2017:

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, 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 eventual contractarea unor linii de credit atunci când condițiile acestora sunt favorabile.
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 prin emisiuni de euroobligțiuni predominant în EURO și accesarea oportunistă a piețelor internaționale de capital în USD sau în alte valute, în vederea extinderii maturității medii a portofoliului de datorie guvernamentală, ținând cont de costul asociat acesteia.
6. Eliminarea graduală a emisiunilor de titluri de stat denuminate în EURO pe piața internă, pe termen mediu.
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 termenii și condițiile avantajoase oferite de aceste institutii.

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:

- pentru administrarea riscului valutar:

1. menținerea ponderii datoriei denuminate în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 40% (minim) și 55%.
2. menținerea ponderii datoriei denuminate în EURO în total datorie denuminită în valută între 80% (minim) și 95%.

- pentru administrarea riscului de refinanțare:

1. menținerea ponderii datoriei scadente în termen de 1 an între 20% și 30% (maxim) pentru datoria în monedă națională și între 15% și 25% (maxim) pentru total datorie.
2. maturitatea medie rămasă ar trebui menținută între 3,0 (minim) și 5,0 ani pentru datoria denuminită în monedă națională și între 5,0 (minim) și 7,0 ani pentru total datorie.
3. menținerea unei rezerve financiare în valută la un nivel confortabil, astfel încât să fie diminuate riscurile aferente perioadelor caracterizate de o volatilitate ridicată pe piețele financiare.

2. 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 de rată de dobândă

1. ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an să rămână între 20% și 30% (maxim) pentru datoria în monedă națională și între 15% și 25% (maxim) pentru datoria totală.
2. menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă între 3 (minim) și 5 ani pentru datoria în monedă națională și între 4,5 (minim) și 6,5 ani pentru total datorie.

2. Obiective și sfera de cuprindere

Prezenta Strategie constituie documentul de politică în administrarea datoriei publice guvernamentale, Ministerul Finanțelor Publice propunându-și în acest sens îndeplinirea următoarelor obiective:

- 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, 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 Strategiile anterioare. Dezvoltarea unei piețe lichide a titlurilor de stat și construirea și consolidarea unei curbe de randamente în moneda națională sunt obiective importante atât în atingerea primelor două obiective ale strategiei, cât și pentru dezvoltarea pieței financiare românești.

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. Totuși, având în vedere importanța coordonării Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale cu politica de administrare a lichidităților, inclusiv privind finanțarea temporară, cât și interferențele între acestea, Anexa 2³ acoperă strategia de administrare a lichidităților.

3. Descrierea portofoliului datoriei publice guvernamentale⁴

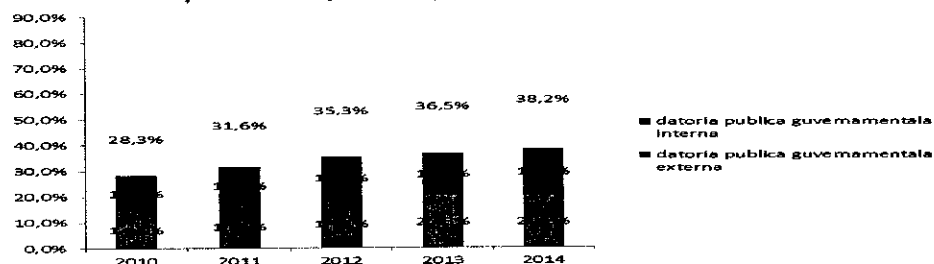
3.1. Evoluția datoriei publice guvernamentale

La sfârșitul anului 2014, datoria publică guvernamentală a fost de 255,7 miliarde lei, reprezentând 38,2% din PIB.

³ 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.

⁴ Date preliminare conform legislației naționale, nu include finanțarea temporară.

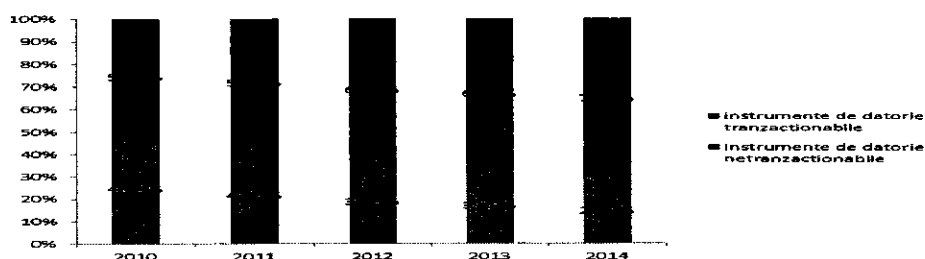
Grafic 1: Evoluția datoriei publice guvernamentale⁵ (% din PIB)



Sursa: MFP

După cum se observă în graficul 2, structura datoriei publice guvernamentale s-a îmbunătățit permanent, devenind dintr-un portofoliu alcătuit în principal din datorii netranzaționabile (împrumuturi externe contractate de la instituțiile financiare internaționale⁶) 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

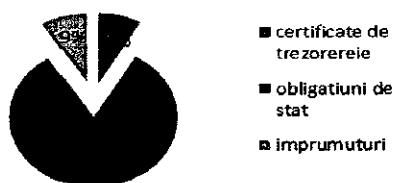


Sursa : MFP

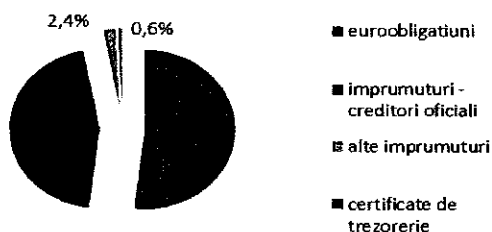
Din datoria publică guvernamentală existentă la sfârșitul anului 2014, 48,7% era contractată de pe piața internă și 51,3% de pe cea externă. Așa cum reiese din graficul 3, majoritatea datoriei interne este reprezentată de titluri de stat, și anume certificate de trezorerie și obligațiuni de stat (în principal denominate 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 criteriul rezidenței creditorului și instrumente de datorie

Instrumente de datorie emise pe piața internă



Instrumente de datorie emise pe piața externă



Sursa : MFP

⁵ După criteriul rezidenței creditorului

⁶ Criteriul pentru tipul datoriei (internă/externă) este piața emisiunii și nu cel al rezidenței creditorilor.

Comparativ cu împrumuturile de stat a căror pondere a fost de 29,3% în total datorie publică guvernamentală, ponderea titlurilor de stat emise pe piețele interne și internaționale a reprezentat 70,7% din total datorie publică guvernamentală, din care 54,5% sunt titluri de stat denuminate în moneda națională.

Costurile, exprimate ca rate medii ale dobânzii⁷, au scăzut ușor în 2014, ca urmare a unor rate mai scăzute ale dobânzii, în special la datoria internă. Datoria în moneda națională la sfârșitul lui 2014 rămâne mai costisitoare decât datoria în valută⁸ așa cum reiese din tabelul 2.

Tabelul 2: Costul datoriei contractate direct de Guvern, prin MFP, pe tipuri de instrumente⁹

	31.12.2013	31.12.2014
Rata medie de dobândă a datoriei publice guvernamentale (%)	4,7	4,3
1. în moneda națională, din care	6,0	5,3
a. Certificate de trezorerie cu maturitatea de 1 an	5,1	2,0
b. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 1 și 5 ani	6,3	5,7
c. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 5 și 10 ani	6,1	6,0
2. în valute, din care:	3,8	3,6
a. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 10 ani	5,4	4,5
b. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 3-5 ani	4,5	4,3
e. EUR multilateral	2,7	1,9
f. Obligațiuni în USD cu maturitatea de 30 ani	-	5,7
g. USD multilateral	1,0	1,4

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 nominale (fără considerarea impactului riscului valutar asupra costurilor) mai mici în comparație cu titlurile de stat emise în moneda națională, după cum reiese din graficul 4. Totuși, de la începutul anului 2015 și până în prezent (martie 2015), costurile aferente finanțării în lei de pe piața internă au scăzut în premiera la niveluri mult sub cele aferente costurilor finanțării în USD pe maturități similare (de ex. pentru maturitatea de 10 ani, randamentele obligațiunilor în lei se situează la nivele sub 3% în timp ce randamentele aferente unor obligațiuni de maturități similare denuminate în USD se situează în jurul nivelului de 3,40%) ceea ce favorizează creșterea finanțării în lei, diminuând atractivitatea finanțării externe în USD (analiza are în vedere neutilizarea instrumentelor de hedging în cazul finanțării în USD).

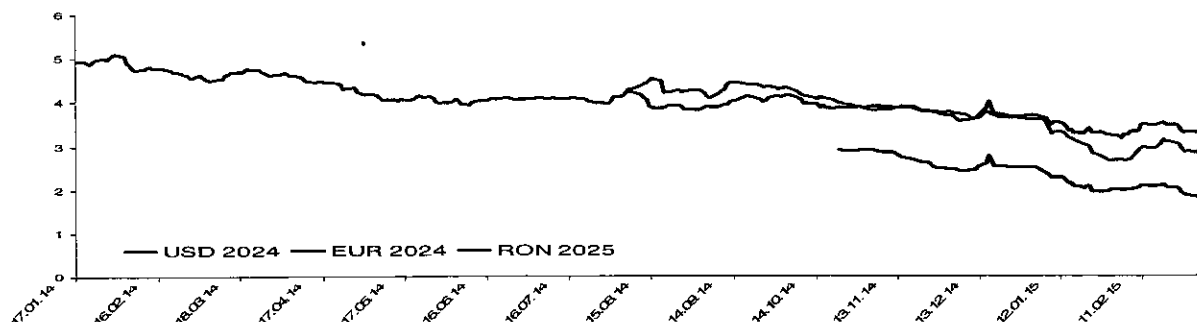
Dolarul s-a apreciat la cel mai ridicat nivel față de Euro în prima parte a anului, susținut de semnele de consolidare a economiei americane și de interesul sporit al investitorilor pentru activele americane.

⁷ S-au calculat ca raport între plățile preconizate ale dobânzii pentru 2015 și valoarea existentă la finele anului 2014 pentru fiecare instrument de datorie în parte.

⁸ Excluzând influențele datorate riscului valutar care pot schimba în cazul unei depreciere a monedei naționale costul datoriei în valută (dobânzile aferente datoriei în valută) în mod semnificativ.

⁹ Tabelul prezintă ratele medii ale dobânzii pentru instrumentele de datorie agregate selectate.

Grafic 4: Randamentul unei obligațiuni de tip benchmark de pe piața internă vs. randamentele unor obligațiuni emise pe piața externă în Euro și USD cu maturitatea de 10 ani



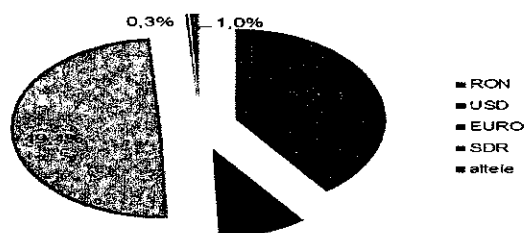
Sursa: MFP

3.2. Riscurile asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2014

Riscul valutar

La sfârșitul anului 2014, 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 EURO¹⁰ fac ca riscul aferent acestei expuneri să fie mai ușor de administrat.

Grafic 5: Structura datoriei pe tipuri de valute

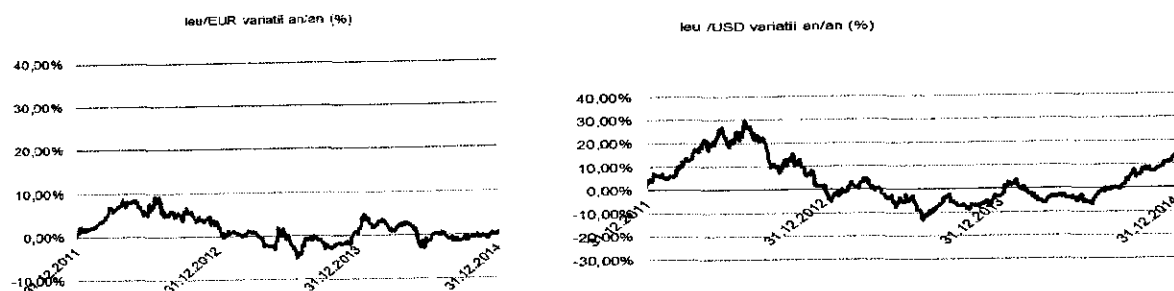


Sursa: MFP

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. În ultima perioadă USD s-a apreciat puternic comparativ cu celelalte valute și îndeosebi față de EURO, ca urmare a performanței economiei americane și a perspectivei de renunțare de către FED a politicii de relaxare monetară și de creșterea a ratelor de dobândă pentru instrumentele în USD, așteptările pieței fiind de paritate 1:1 până la sfârșitul anului 2015.

¹⁰ 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 implicit redus.

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



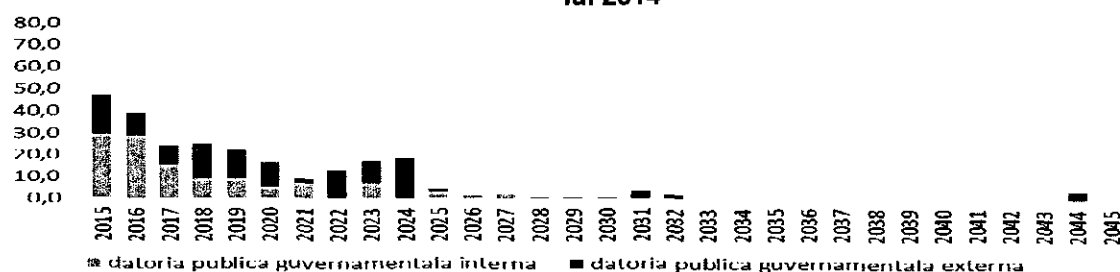
Sursa: MFP; BNR

În cazul unor scenarii pesimiste, de ex o depreciere a monedei naționale față de EURO cu 10% și față de USD cu 30% în 2015 ar conduce la creșterea stocului datoriei cu 21,0 miliarde lei sau cu 3,0% din PIB și la o creștere a plăților în contul serviciului datoriei cu 0,8 miliarde lei sau cu 0,4% din valoarea veniturilor administrației publice centrale¹¹. În consecință, expunerea la riscul valutar poate fi considerată moderată, însă nu neglijabilă dat fiind momentul stabilirii pentru adoptarea monedei EURO în anul 2019.

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 5 ani. Concentrarea rambursărilor pe termen scurt se observă mai ales la nivelul datoriei interne¹² și reflectă importanța certificatelor de trezorerie în finanțarea guvernamentală, ajungând la sfârșitul anului 2014 să fie în valoare de 10,5 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 privat¹³. Pe partea externă, riscul de refinanțare este redus, în special ca urmare a structurii de rambursare a împrumuturilor contractate de la instituțiile financiare internaționale, dar și urmare extinderii maturității medii ramase pentru portofoliul de datorie externă urmare emiterii de euroobligatiuni cu maturități lungi și foarte lungi.

Graficul 7: Rambursările de rate de capital aferente datoriei publice guvernamentale la sfârșitul lui 2014



Sursa: MFP

11 Venituri bugetare conform metodologiei cash prin aplicarea metodologiei UE.

12 După piața emisiunii.

13 MFP își propune creșterea ponderii finanțării deficitului bugetar din surse interne de la 60% în 2015 la 70% în 2016 și în 2017, în condițiile emiterii unui volum maxim de titluri de stat de cca. 45 mld lei (pentru finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice) estimat pentru anul 2016.

Profilul rambursării datoriei determină o durată medie rămasă (ATM) de 5,3 ani: 3,6 ani pentru datoria denominată în monedă națională și 6,4 ani pentru datoria denominată în valută.

Tabelul 3: Indicatori privind riscul de refinanțare

	2013			2014		
	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)	28,0	5,8	17,0	24,0	12,3	17,0
Maturitatea medie rămasă (ani)	3,5	5,8	4,8	3,6	6,4	5,3

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 2015 va conduce la creșterea plăților în contul serviciului datoriei cu 1,0 miliarde lei, respectiv cu 0,6% din veniturile administrației publice centrale¹⁴ pentru datoria în moneda națională, și cu 1,5 miliarde lei, respectiv cu 0,9% din veniturile administrației publice centrale pentru datoria în valută. Este important de menționat ca expunerea la riscul de dobândă este diminuată pentru portofoliu de datorie în valută ca urmare a faptului că împrumuturile de la instituțiile financiare internaționale reprezintă 47,0 % în această datorie la sfârșitul anului 2014.

Tabelul 4: Indicatori privind riscul ratei de dobândă

	2013			2014		
	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)	88,4	85,8	86,8	86,7	83,1	84,5
Ponderea datoriei care își modifică dobânda într-un an (% din total)	12,0	18,0	18,0	19,0	24,0	22,0
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă – ATR (ani)	3,5	5,9	4,8	3,6	6,6	5,4

Sursa: MFP

Față de cele prezentate, se poate concluziona că riscul de refinanțare și cel al ratei dobânzii aferente datoriei denominate în moneda națională sunt în continuare cele mai importante riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale, în timp ce

¹⁴ Idem 11

expunerea la riscul valutar este mai usor de administrat, dar nu poate fi neglijată dat fiind momentul stabilit pentru adoptarea monedei EURO în 2019.

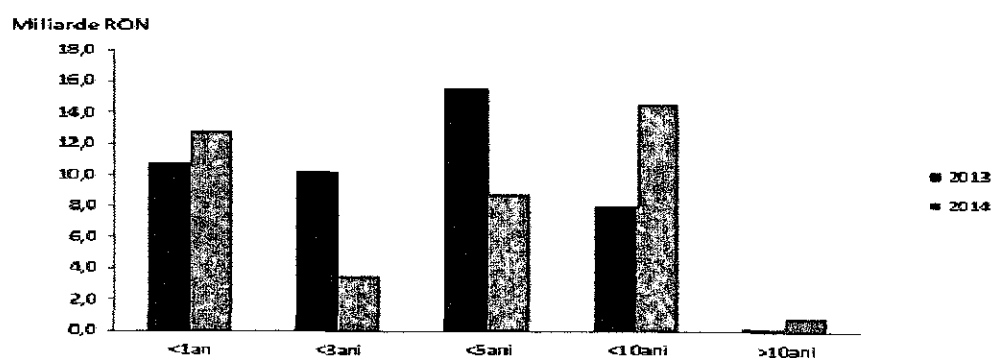
4. Surse de finanțare

5.1 Piața internă

5.1.1. Descrierea operațiunilor de finanțare din anul 2014

În 2014 s-au emis titluri de stat pe piața internă în valoare de 44,7 miliarde lei, reprezentând 71,5% din necesarul de finanțare al administrației centrale¹⁵. Astfel, s-au emis certificate de trezorerie cu scadența de până la 1 an în sumă de 12,8 miliarde lei și obligațiuni de stat în valoare de 31,9 miliarde lei, din care 4,17 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, ceea ce a permis creșterea finanțării atrase pe segmentul de maturitate peste 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.

Grafic 8 Structura emisiunilor de titluri de stat pe scadențe



Sursa: MFP

În concordanță cu planul de finanțare în prima parte a anului 2014, MFP a emis obligațiuni de stat cu scadența la 5 ani denominate în EURO, pentru a facilita constituirea resurselor necesare răscumpărării obligațiunii de stat denuminate în EURO scadente în luna mai în valoare de 1,3 miliarde EURO și menținerea rezervei valutare în numerar la un nivel confortabil¹⁶. 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 denominate în EURO emise pe piața internă în scopul creării și consolidării curbei de randament în lei.

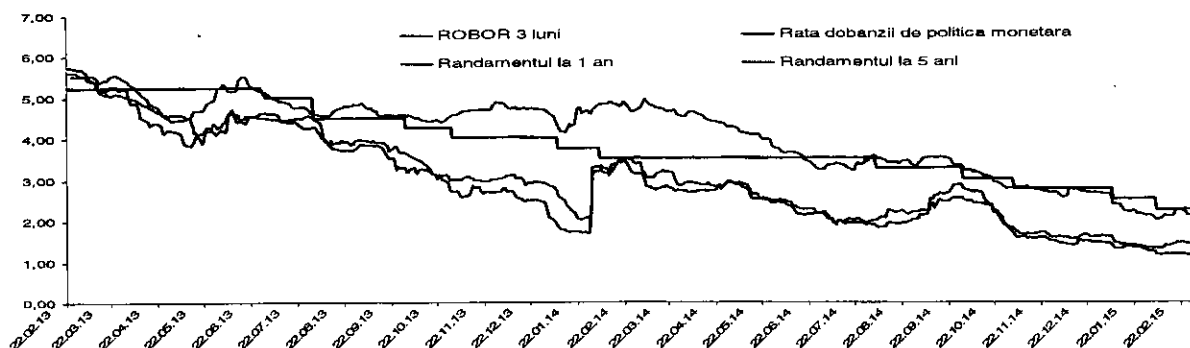
¹⁵ Prezentat în cap 5.

¹⁶ 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.

5.1.2. Evoluția pieței în 2014

Randamentele titlurilor de stat au urmat un trend descendent în ultimii doi ani pe fondul măsurilor de relaxare a politicii monetare de către BNR, evoluția randamentelor fiind influențată și condițiile lichidității pieței monetare, reducerile ratei RMO aferente pasivelor în lei ale instituțiilor de credit și de apetitul investitorilor nerezidenți.

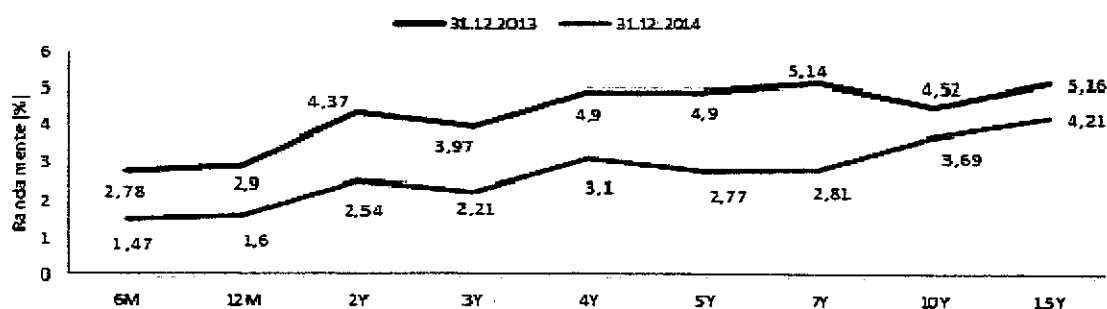
Grafic 9 Rata dobânzii de politică monetară vs ROBOR la 3 luni și randamentele la 1 și 5 ani



Sursa: MFP, BNR

BNR a redus gradual rata de politică monetară, de la un nivel de 5,75% în ianuarie 2012 până la un nivel de 2,25% în luna februarie 2015. Așa cum se prezintă în graficul 10, ratele dobânzilor aferente titlurilor de stat pe termen scurt și mediu au înregistrat o reducere mai accentuată pe fondul unei oferte mari pe aceste segmente de maturitate, sub a nivelul ratei dobânzii de politică monetară a BNR.

Grafic 10 Randamentele pe piața primară la sfarsitul anului 2014 vs sfarsitul anului 2013

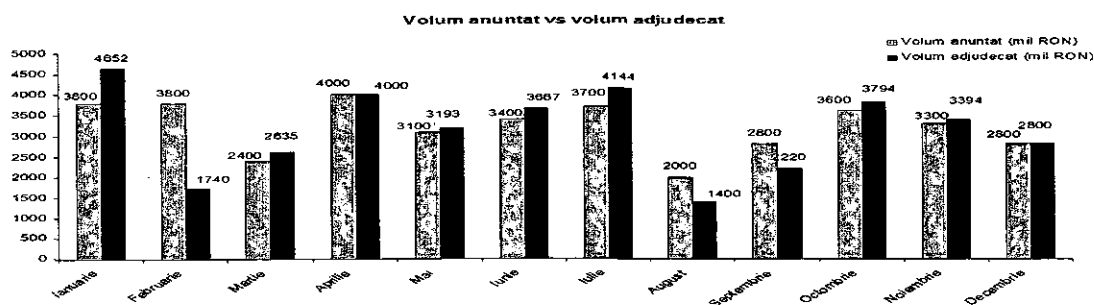


Sursa: MFP

Un factor cheie care a contribuit la creșterea cererii pentru titlurile de stat a fost decizia agentiei de rating S&P de includere a României în categoria investment grade ce a condus la includerea obligațiunilor de stat începând cu luna iulie 2014. Astfel, la sfarsitul anului 2014, 9 serii de obligațiuni de stat românești erau incluse în indexul GBI-EM Global Diversified Investment Grade reprezentând o pondere de 2,52% și 8 serii de obligațiuni de stat în indicele Barclays EM Local Currency Government. Reducerea randamentelor a fost semnificativa pentru titlurile emise în Euro cu maturitatea de 5 ani, randamentele scăzând de la lansarea seriei în ianuarie 2014 cu 173 puncte de baza ajungând la 1,345 % la sfarsitul lui 2014.

Din această perspectivă, în anul 2014 MFP a profitat de gradul crescut de lichiditate din piață pentru extinderea maturității titlurilor de stat, în scopul reducerii riscului de refinanțare. Astfel, așa cum este reflectat în graficul 11, majoritatea licitațiilor au fost suprasubscrise, băncile locale fiind principalii cumpărători de titluri de stat pe termen scurt, iar nerezidenții fiind principalii investitori în titluri de stat emise pe termen lung.

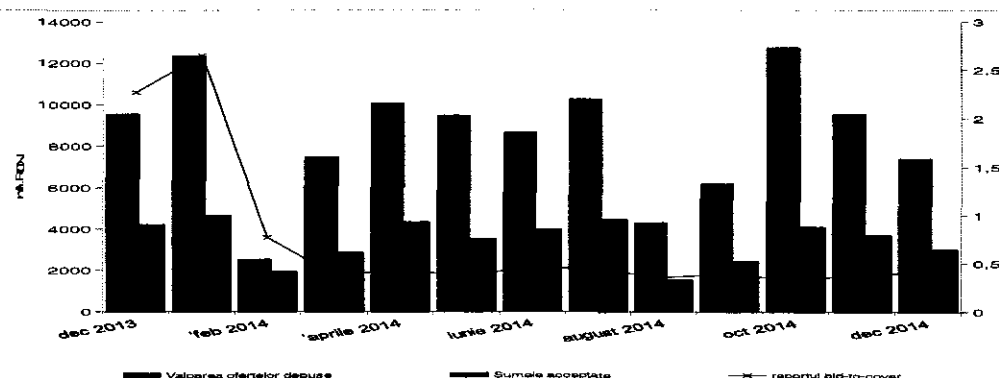
Grafic 11: Volum adjudecat



Sursa: MFP

În graficul 12, este prezentată evoluția cererii în cadrul licitațiilor desfășurate pe parcursul anului. De asemenea, s-au continuat eforturile de a menține predictibilitatea în politica de emisiuni, în majoritatea licitațiilor sumele anunțate fiind adjudecate în totalitate, cu excepția perioadelor de volatilitate când nivelul adjudecat a fost afectat de condițiile temporare de preț, și a licitațiilor pe termen lung când au fost adjudecate valori superioare sumelor anunțate avându-se în vedere nivelul ridicat al cererii și obiectivul de extindere al maturității medii reziduale.

Grafic 12: Cererea și oferta de titluri de stat pe piața primară

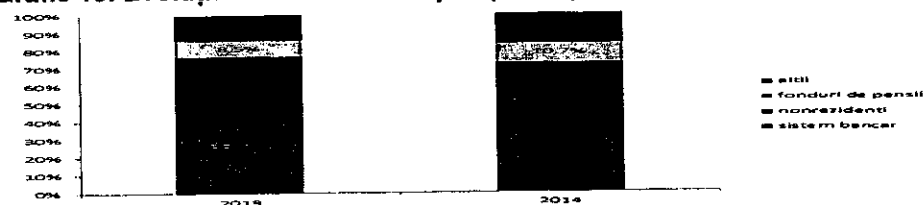


Sursa: MFP

5.1.3. Baza de investitori

La sfârșitul anului 2014, piața titlurilor de stat a continuat să fie dominată de băncile comerciale, care aveau în portofoliu 52,2 % din volumul total al titlurilor de stat emise pe piață, urmate de investitorii nerezidenți, ale căror dețineri reprezentau 20,3%, în timp ce fondurile de pensii dețineau o pondere de 10,7%.

Grafic 13: Evoluția titlurilor de stat pe tipul deținătorilor



Sursa: BNR

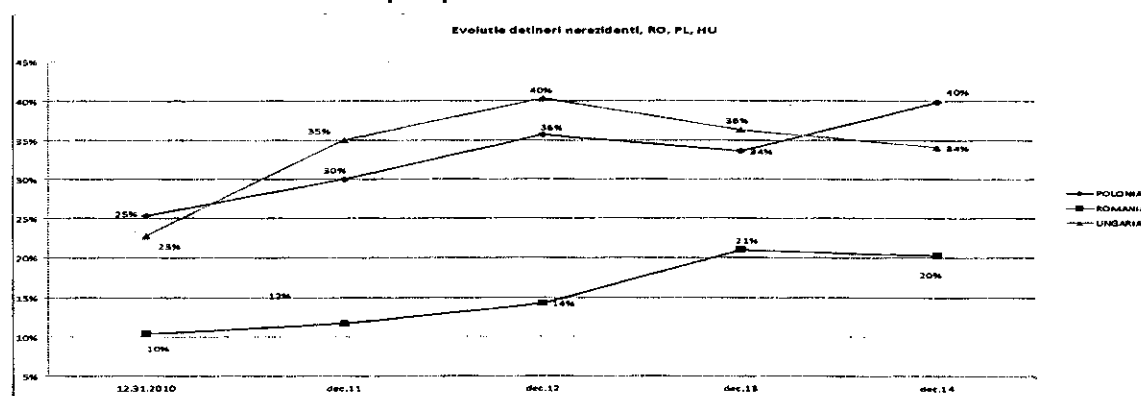
Băncile vor continua probabil să rămână principalii investitori pentru finanțarea statului. Cererea susținută de titluri de stat din partea băncilor comerciale are la bază contextul de scădere în 2014 a stocului total de credite acordat sectorului privat datorită operațiunilor de externalizare a creditelor neperformante, iar procesul de reluare a creditării este de așteptat să fie gradual. Preferința investitorilor locali 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 deși dețin o cotă relativ redusă pe piața titlurilor de stat, aceasta se afla pe un trend ascendent având 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 la 20,33 miliarde în 2014 (pilonul II+III), și se așteaptă ca activele nete totale deținute de fondurile de pensii private să își mențină trendul crescător¹⁷, pe măsură ce contribuția la Pilonul II se va majora până în 2016 la 6%. 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 redirecționare treptată către fondurile cu administrare privată (Pilonul II) până în 2016.

În ceea ce privește evoluția deținerilor nerezidenților aceasta s-a menținut relativ constantă pe tot parcursul anului la aproximativ 20%, un nivel care se situează cu mult sub cel înregistrat în țări comparabile (ca de exemplu Polonia, Ungaria).

În ceea ce privește investitorii nerezidenți, comportamentul acestora este ușor volatil, fiind influențat de evoluțiile de pe piețele financiare, urmare deciziilor de politică monetară divergente adoptate de FED și BCE. Politicile adoptate de cele două bănci centrale au efecte diferite în privința apetitului investitorilor pentru active emise de state europene (cum ar fi România). Investitorii nerezidenți constituie un segment important al gamei investitorilor în titluri de stat datorită complementarității cererii acestora la cererea venită din partea investitorilor locali urmare interesului pentru maturități lungi.

Grafic 14: Evoluția deținerilor pe tipuri de investitori



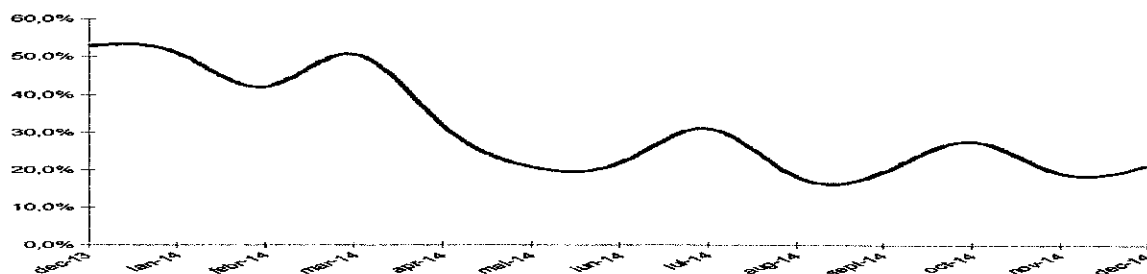
5.1.4 Piața secundară

Contrar performanței robuste de pe piața primară, lichiditatea pe piața secundară, care este un indicator important în ceea ce privește nivelul de dezvoltare a pieței titlurilor de stat, a scăzut în 2014 și se situează la niveluri scăzute comparativ cu standardele internaționale. Gradul de lichiditate calculat ca raport între volumul total al tranzacțiilor lunare de pe piața secundară și volumul total al titlurilor de stat a scăzut la 21,1% în decembrie 2014 comparativ cu 52,8% la finele anului 2013.

Nivelurile scăzute ale tranzacțiilor pe piața secundară a titlurilor de stat ar putea reflecta factori ai pieței cum ar fi așteptări de reducere a randamentelor ca urmare a politicii acomodative a BNR și deficiențe structurale cum ar fi lipsa utilizării instrumentelor de piața secundară de tipul operațiunilor repo și absența participării active a Trezoreriei Statului în operațiuni de tip repo, reverse repo, buy backs, bond exchange, etc.

Pentru îmbunătățirea lichidității și tranzacționării pe piața secundară, Ministerul Finantelor Publice a introdus începând cu luna ianuarie 2013, prin Regulamentul nr. 11/2012 privind piața primară a titlurilor de stat, un set de criterii privind evaluarea performanței dealerilor primari, cu accent pe evaluarea performanței activității de pe piața secundară.

Grafic 15: Evoluția gradului de lichiditate al titlurilor de stat în lei active în perioada decembrie 2013 - decembrie 2014



Sursa: MFP

5.1.5 Așteptări privind perioada 2015 -2017

Piața internă va rămâne sursa principală de finanțare a deficitului bugetului de stat, precum și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale.

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 denominate în EURO pe piața internă, pana la eliminare, pe termen mediu.

Implementarea politicii de emitere de titluri de stat de tip benchmark mai lichide are în vedere și introducerea până la jumătatea anului 2015 a platformei electronice de

tranzacționare (ETP) care va contribui la creșterea transparenței cotațiilor și implicit a formării prețurilor aferente titlurilor de stat asigurând premisele reducerii costurilor de tranzacționare pentru participanții din piața secundară.

În cursul anului 2015, după elaborarea 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.

De asemenea, în cadrul măsurilor avute în vedere de către Ministerul Finanțelor Publice pentru anul 2015, în scopul creșterii accesibilității titlurilor de stat în rândul micilor investitori, se înscrie și proiectul pilot, în curs de pregătire, pentru emiterea titlurilor de stat pentru populație, prin intermediul Bursei de Valori București.

5.2. Piața externă

5.2.1. Descrierea operațiunilor de finanțare în 2014

În 2014 MFP a atras de pe piața externă 4,4 miliarde EURO echivalent, respectiv 2,8 miliarde EURO și 2,0 miliarde USD, aceste sume asigurând cca 31,6% din necesarul de finanțare a administrației publice centrale¹⁸, valoare care a fost suplimentată cu 0,5 miliarde EURO prin trageri din împrumuturile contractate de la instituții financiare internaționale. De altfel, condițiile bune existente pe piețe coroborate cu necesitățile de refinanțare a datoriei publice guvernamentale la începutul anului 2015, au determinat decizia de a emite euroobligațiuni pentru a asigura refinanțarea datoriei externe scadente în luna ianuarie 2015.

Tabelul 5 prezintă emisiunile de obligațiuni pe piețele internaționale de capital începând cu anul 2008.

Tabel 5: Obligațiuni de stat lansate pe piețele externe de capital

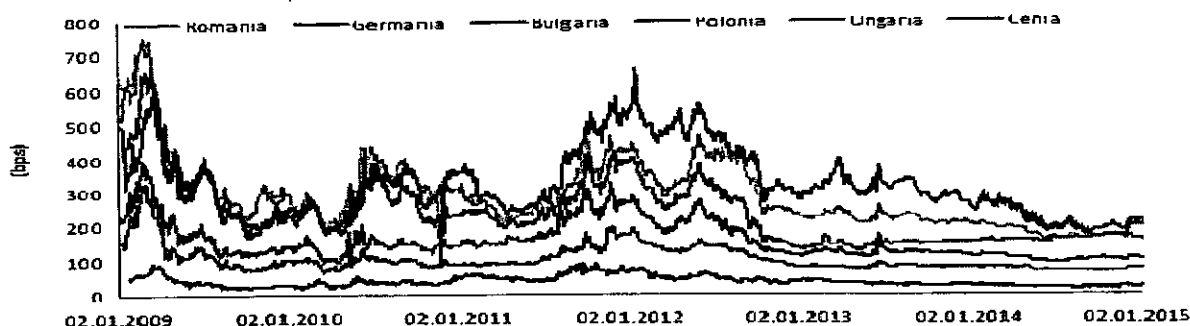
Titluri de stat emise pe piața externă								
ISIN	Data emisiune	Moneda	Maturitate	Adjudecat	Cupon (%)	Spread Emisiune	Randament inițial	Randament curent
XS0371163600	18.06.2008	EUR	18.06.2018	0.75 bl.	6,5	+213.10bp vs DBR 4 ¼ 18	6,698	0,740
	11.09.2012			0.75 bl.		+404bp vs Mid Swap	5,100	
XS0495980095	18.03.2010	EUR	18.03.2015	1 bl.	5	+268bp vs Mid Swaps	5,038	0,118
XS0638742485	17.06.2011	EUR	17.06.2016	1.5 bl.	5,25	+255bp vs Mid Swaps	5,315	0,443
US77586TAA43	07.02.2012	USD	07.02.2022	1.5 bl.	6,75	506.60bp vs T 2 02/15/22	6,875	3,172
US77586RAA86	06.03.2012			0.75 bl.		453.70+UST	6,450	
XS0852474336	07.11.2012	EUR	07.11.2017	1 bl.	4,875	+370bp vs Mid Swaps	5,040	0,980
US77586TAC09	22.02.2013	USD	22.08.2022	1.5 bl.	4,375	+235.5bp vs Mid Swaps	4,500	3,261
US77586RAB69	22.02.2013			0.5 bl.				
XS0972758741	18.09.2013	EUR	18.09.2020	1.5 bl.	6	+295bp vs Mid Swaps	4,769	1,295
	28.10.2013			0.5 bl.		+250bp vs Mid Swaps	4,150	
US77586RAC43	22.01.2014	USD	22.01.2044	1 bl.	6,125	+245.00bp vs T 3 ¼ 08/15/43	6,258	4,319
US77586TAE64	22.01.2014	USD	22.01.2024	1 bl.	4,875	+215.00bp vs T 2 ¼ 11/15/23	5,021	3,274
US77586RAD26	22.01.2014							
US77586TAD81	24.04.2014	EUR	24.04.2024	1.25 bl.	3,625	+200bp vs Mid Swaps	3,701	1,790
XS1060842975	24.04.2014	EUR	24.04.2024	1.25 bl.	3,625	223.10bp vs DBR 1 ¼ 02/15/24	3,701	1,790
XS1129788524	28.10.2014	EUR	28.10.2024	1.50 bl.	2,875	+185bp vs Mid Swaps	2,973	1,803
						209.90bp vs DBR 1 08/15/24		

Sursă: MFP

5.2.2. Evoluțiile pieței în 2014

Ratele dobânzilor pentru obligațiunile de stat denuminate în valută au continuat să scadă în anul 2014, determinat de evoluția ratelor de dobândă în UE și prin comprimarea continuă a marjelor aferente riscului de credit pentru România (a se vedea graficul 16).

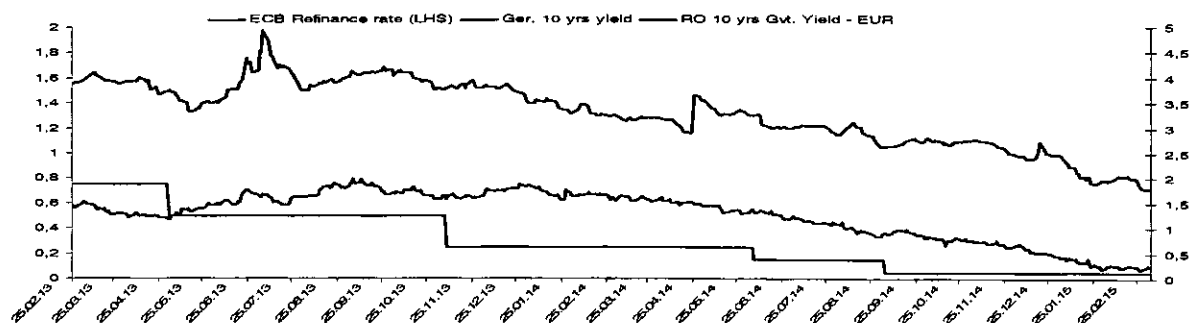
Grafic 16: Ratele de dobânda în UE



Sursă: Reuters

Ajustările de politica monetară în economiile dezvoltate au contribuit la scăderea randamentelor până la niveluri minime pe principale piețele de obligațiuni, iar lichiditatea semnificativă a 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 2014 (a se vedea graficul 17).

Grafic 17: CSD 10 ani vs obligațiunile germane la 10 ani



Sursa: Bloomberg

Trendul descendent al randamentelor a fost întrerupt de scurte perioade de volatilitate din cauza tensiunilor geopolitice din Ucraina. Chiar în SUA unde FED a început reducerea graduală a politicii de relaxare cantitativă a FED, randamentele obligațiunilor Trezoreriei SUA cu scadență la 10 ani au scăzut de la nivelul de 3% înregistrat în luna decembrie 2013, la aproximativ 2,17% la finele anului 2014. În Europa impulsul de scădere a ratelor de dobândă a fost determinat de decizia BCE de a reduce rata dobânzii de politică monetară la 0,05% în septembrie 2014; această decizie a determinat acțiuni similare ale unor bănci centrale din regiune.

Pe fondul unui climat de redresare din criza datorilor 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, 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 2015 -2017

Pe termen mediu se aștepta creșterea interesului investitorilor străini pentru titlurile emise de statele din Uniunea Europeană, în special pentru cele cu fundamente și perspective economice sănătoase și poziție financiară solidă. Un factor cheie îl reprezintă decizia BCE din 22 ianuarie 2015 de a extinde programul de cumpărare de active din zona euro printr-un program care urmează să se desfășoare începând din luna martie 2015 până cel puțin în luna septembrie 2016¹⁹.

Riscurile cheie rămân șocurile de natură geopolitică și posibila reacție exagerată a piețelor la începutul perioadei de creștere a ratelor de dobândă de către FED. România totuși ar putea fi mai puțin vulnerabilă la aceste șocuri datorită nivelului relativ scăzut al deținerilor de titluri de stat a investitorilor nerezidenți comparativ cu alte state din regiune. Creșterea preconizată a intrărilor de fonduri europene contribuind la consolidarea rezervelor valutare ar putea atenua riscurile menționate mai sus.

MFP intenționează să mențină prezența pe piețele internaționale de capital, chiar dacă acest lucru este posibil să se realizeze prin volume mai mici 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 care ar putea limita accesul la finanțare pe piața europeană.

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. În plus, MFP intenționează să utilizeze operațiuni specifice de piață secundară, de tipul buy back și bond exchange, în scopul facilitării refinanțării seriilor cu volume și dobânzi mari care devin scadente în următoarea perioadă.

De asemenea, implementarea reformelor structurale în sectoare economice cheie, precum și a unor programe/proiecte prioritare pentru economia românească vor continua să fie finanțate din împrumuturile contractate de la instituții financiare internaționale (Banca Mondială, BEI, BDCE, BERD).

Pe termen mediu, MFP intenționează să continue parteneriatul cu instituțiile financiare internaționale pentru a beneficia de avantajele financiare aferente produselor acestora, cum ar fi împrumuturile BIRD de politici de dezvoltare (DPL), precum și cele contractate 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 6: Condițiile financiare estimate ale surselor potențiale de finanțare

	Maturitatea/ perioada de gratie (ani)	Valoare (miliarde Euro)		
Piața internă		2015	2016	2017
1. Certificate Trezorerie	6 luni pana la 1 an	10- 15	10 – 15	10 – 15
2. Obligațiuni tip benchmark in lei	pana la 15 ani	25 – 30	30-35	25-30
3. Obligațiuni tip benchmark in Euro	4 ani	0,5	0	0
Piața externă				
1. Emisiune de euroobligatiuni in cadrul Programului MTN				
- EURO	pana la 15 ani	2	1	1
-USD	intre 10 si 30 ani	0	0	0
2. Împrumuturi de la instituții financiare internaționale si agentii bilaterale:				
a) împrumuturi BEI (incl. NSRF și PNDR), BERD și BDCE	15/20 ani din care 2-5 ani perioada de gratie	0,17	0,1-0,2	0,05-0,14
b) împrumuturi BIRD altele decât DPL	10/20 ani	0,1	0,1-0,14	0,1-0,2
c) împrumut DPL	18/20 ani	0,75-1,45	0-0,70	0-0,70
d) împrumut JICA (echivalent Euro)		0	0-0,04	0-0,05

Sursa: MFP

5.Cadrul macroeconomic în România

În anul 2014²⁰ Romania a îndeplinit pentru prima dată cei 5 indicatori nominali²¹ pentru adoptarea monedei unice europene și implicit pentru a putea intra în zona euro.

Având în vedere contextul economic internațional și evoluția economică și financiară din zona euro, pentru anul 2015, scenariul de prognoză²² pentru România prevede o creștere a produsului intern brut de 2,8%, după ce în 2014 s-a înregistrat o creștere economică de 2,9%. Cererea internă va reprezenta motorul creșterii economice, iar pe latura ofertei se estimează o îmbunătățire a activității economice în ramurile industriale cu potențial ridicat de export, în sectorul construcțiilor, care poate fructifica necesarul de infrastructură existent în toate domeniile, precum și în sectorul serviciilor. După reducerea semnificativă a ponderii în PIB a deficitului de cont curent până la 0,5% în anul 2014, se așteaptă ca aceasta să nu depasească 1,1% în 2015.

Se estimează ca rata anuală a inflației se va încadra pe un trend ușor ascendent, rămânând însă pe tot parcursul anului 2015 la valori modeste. Anticiparea înregistrării unor valori reduse ale ratei anuale a inflației IPC la începutul anului 2015 are loc cu precădere în contextul preconizării unei influențe negative din partea produselor cu prețuri volatile (determinată de dinamica anuale negative anticipate ale subgrupeii combustibililor și a celei a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) sub impactul

²⁰ Sursa BNR

²¹ Rata medie a inflației (max + 1,5pp peste media celor mai performanți 3 membri ai UE), ratele dobânzilor pe termen lung (max. + 2pp peste media celor mai performanți 3 membri ai UE din perspectiva stabilității prețurilor), cursul de schimb față de euro (participarea în ERM II pentru cel puțin 2 ani fără tensiuni severe), deficitul bugetului general consolidat (max 3% în PIB), datoria publică (max 60% în PIB)

²² Sursa CNP

persistent al scăderii semnificative a prețului internațional al petrolului în cursul trimestrului IV 2014 și, respectiv, al manifestării unor șocuri tranzitorii în a doua parte a anului trecut pe segmentul „legume și fructe”). Pentru sfârșitul anului 2015 se estimează că inflația nu va depăși 2,6%, cu o medie anuală de 1,3%.

Pe termen mediu este importanta continuarea promovării reformelor structurale pentru creșterea potențialului economic al României și accelerarea convergenței cu UE pe fondul consolidării cu succes a cadrului macroeconomic din ultimii ani.

Procesul de consolidare fiscală în scopul atingerii obiectivului bugetar pe termen mediu (OTM) în anul 2015 corespunzător Tratatului privind stabilitatea, coordonarea și guvernarea în cadrul Uniunii Monetare și Economice, ratificat de România prin Legea nr. 83/14 iunie 2012 și intrat în vigoare la 1 ianuarie 2013, 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 7: Prognoza necesităților de finanțare

Indicator	2014	2015	2016	2017
Veniturile administrației publice centrale (miliarde lei) ²³	165,5	176,5	191,4	197,5
Cheltuielile administrației publice centrale (miliarde lei) ²⁴	180,1	190,3	199,8	206,7
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale (I) (miliarde lei) ²⁵	14,6	13,8	8,4	9,2
Refinanțarea datoriei publice guvernamentale ²⁶ (II) (miliarde lei)	47,9	46,8	39,1	23,9
Necesar brut de finanțare (I+II) (miliarde lei)	62,5	60,6	47,5	33,1

Sursa: MFP

Ipotezele macroeconomice ale Strategiei pentru perioada 2015-2017 sunt prezentate în tabelul de mai jos.

Tabel 8: Scenariul de bază al proiecțiilor macroeconomice

Indicatori	2014	2015	2016	2017
PIB nominal (miliarde lei)	669,5	705,0	743,5	785,5
Creștere PIB (%)	2,9	2,8	3,0	3,3
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale ²⁷ (% din PIB)	-2,2	-2,0	-1,1	-1,2
Deficitul contului curent (% din PIB)	-0,5	-1,1	-1,2	-1,3
Inflația (sfârșitul anului %)	0,83	2,6	2,8	2,5
Inflația (medie anuală %)	1,07	1,3	2,8	2,7
Cursul mediu de schimb lei/EUR	4,4446	4,46	4,44	4,42
Cursul mediu de schimb lei/USD	3,3492	3,88	3,83	3,78

Sursa: CNP, MFP, INS

23

Calculat conform metodologiei cash prin aplicarea metodologiei UE.

24

Idem 23

25

Idem 23

26

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 2014 (include garanțiile, dar nu include finanțarea temporară).

27

Idem 23

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 agravarea tensiunilor geopolitice (situația Greciei, intensificarea conflictelor în Orientul Mijlociu și Africa de Nord, conflictul din Ucraina și sancțiunile impuse Rusiei), care pot genera o scădere a încrederii consumatorilor europeni și creșterea volatilității pe piețele financiare internaționale ca urmare a schimbării de tendință în politica monetară a SUA compensată de politica monetară acomodativă a BCE, care poate conduce la creșterea aversiunii față de risc la nivel global afectând economiile emergente vulnerabile. Șocurile externe asociate acestor riscuri ar putea conduce la diminuarea creșterii economice prin scăderea exporturilor sau volatilității fluxurilor de capital²⁸, și pot rezulta în creșterea necesarului de finanțare și costuri mai ridicate de finanțare.

Printre riscurile cheie la nivel național, condițiile climatice defavorabile pot determina reducerea creșterii economice printr-o producție agricolă mai scăzută, cu efect direct asupra inflației, conducând la scăderea veniturilor guvernamentale și majorarea prețurilor alimentelor, ceea ce ar determina necesitatea sprijinirii populației afectate și majorarea deficitului bugetar primar.

În decembrie 2014, zona Euro a intrat în deflație (inflație negativă), fapt influențat de scăderea semnificativă a prețului petrolului, cu aproape 50% în anul 2014, precum și de încetinirea ritmului de creștere a economiilor zonei euro, la care se adaugă riscurile deja existente: nivelul încă redus al investițiilor (atât publice, cât și private), încetinirea reformelor și scăderea nesemnificativă a datoriilor publice și private. Cumulat, toate aceste riscuri diminuează potențialul de creștere economică sustenabilă, atât la nivelul zonei euro, cât și la nivelul întregii Uniuni Europene. În același timp, costul finanțării în moneda națională poate, de asemenea, să crească în statele în care băncile centrale își modifică politica monetară pentru a răspunde la înrăutățirea condițiilor de la nivel global.

Implicații de politică la nivel macroeconomic

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.

În concluzie, principalele riscuri asociate ipotezelor macroeconomice din scenariul de bază se referă la amplificarea riscurilor la nivel internațional, în special a agravării riscurilor geopolitice, a incertitudinilor privind perspectiva politicii monetare a FED, compensată însă de decizia BCE din luna ianuarie 2015 de a extinde programul de

28

Exponerea la volatilitatea fluxurilor de capital poate să crească după includerea obligațiunilor românești denominate 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.

cumparare de active investind lunar 60 miliarde Euro, pana in luna septembrie 2016, in obligatiuni emise de guvernele din zona euro, de agentile si institutiile europene, ceea ce va contribui la relaxarea conditiilor financiare și creșterea apetitului investitorilor pentru active ale statelor cu rating mai scazut (cum ar fi Romania). 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 2015²⁹.

6. Analiză și linii directoare strategice

Liniile directoare strategice privind administrarea datoriei publice guvernamentale a României reflectă relația cost-risc asociată portofoliul actual de datorie³⁰, 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

Deși în scădere comparativ cu anii anteriori, expunerea la riscul de refinanțare și riscul de rată de dobândă pe piața internă continuă să reprezinte 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 Euro³¹. Avantajul unor maturități lungi și foarte lungi și diversificarea bazei de investitori justifică emiterea de euroobligțiuni în USD însă analiza efectuată arată că finanțarea în USD este mai costisitoare și mai riscantă decât finanțarea în Euro.

Condițiile actuale de piață permit României un acces relativ facil la finanțarea de pe piața internă și de pe piețele internaționale de capital. Eforturile recente de dezvoltare a pieței interne, cum ar fi creșterea ponderii obligațiunilor de stat în indicii regionali de referință au avut ca rezultat menținerea unei cereri considerabile din partea investitorilor nerezidenți (cca 20% din portofoliul activ al titlurilor); alte măsuri de funcționare a sistemului dealerilor primari, de îmbunătățire a infrastructurii pentru piața secundară și utilizarea de instrumente specifice pe această piață (buy-backs și bond exchange) ar trebui să îmbunătățească lichiditatea și în plus să consolideze cererea investitorilor pentru titluri în monedă națională în viitor.

În timp ce ratele forward indică faptul că ratele de dobândă externe și interne se estimează că vor crește în viitor ambele continuă să se situeze la nivele minime istorice. Politica de relaxare cantitativă inițiată de BCE în martie 2015 este de natură să reducă suplimentar ratele de dobândă pe termen lung conținând potențialul ratelor forward de a crește. În contextul randamentelor mai scăzute în zona Euro, România ar putea în continuare să beneficieze de interesul investitorilor de a obține profit din

29 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.

30 La finele anului 2014.

31 Estimată pentru anul 2019.

active denuminate în Euro, ceea ce ar putea să ajute la menținerea ratelor de dobândă atât în lei cât și în Euro la niveluri relativ scăzute.

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 agravarea tensiunilor geopolitice, care pot genera creșterea volatilității pe piețele financiare internaționale cu impact asupra piețelor emergente, precum și o creștere sub potențial în statele membre ale UE.

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 denuminate 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 2017. Rezultatele analizei cost-risc sunt apoi completate de considerații macroeconomice și de cele legate de dezvoltarea pieței interne, 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 denuminate în lei cu maturități pe termen mediu și lung este tot mai favorabilă, având în vedere nivelurile relativ scăzute ale randamentelor titlurilor de stat pe perioada de analiză. În aceste condiții, costul aferent extinderii duratei medii rămase este relativ mic din perspectiva ponderii datoriei în PIB și a ponderii plăților de dobânzi în PIB. Prin urmare, analiza scenariului susține strategiile care cresc durata medie rămasă, deoarece majorarea de cost este relativ mică comparativ cu 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.

Această strategie poate să aducă beneficii suplimentare importante în ceea ce privește dezvoltarea pieței dacă sunt tranzacționate într-un ritm mai activ pe piața secundară. Creșterea ponderii titlurilor de stat românești în indicii regionali de referință pot ajuta însă impulsul decisiv pentru îmbunătățirea lichidității poate veni prin introducerea de către MFP a platformei electronice de tranzacționare pe piața secundară și utilizarea

instrumentelor de piața secundară (buy-back și bond-exchange). Utilizarea instrumentelor de piață secundară urmează a fi implementată în baza unei consultări în prealabil cu BNR în scopul coordonării politicilor de finanțare și administrare a lichidităților cu cele de politică monetară.

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.

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 estimările privind 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, o piață în USD mult mai lichidă permite României să se împrumute cu maturități până la 30 de ani la care se adaugă și diversificarea bazei de investitori. În viitor, 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.

În vederea utilizării instrumentelor financiare derivate (swap valutar și pe rata de dobândă), pentru crearea cadrului procedural și tehnic MFP urmează să beneficieze de asistența tehnică din partea Bancii Mondiale în cadrul unui proiect pentru care s-a solicitat finanțare din fonduri europene (POCA) pe o perioadă de 12 – 18 luni.

În final, MFP 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 2015 -2017:

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, 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 eventual contractarea unor linii de credit atunci când condițiile acestora sunt favorabile.
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 prin emisiuni de euroobligațiuni predominant în EURO și accesarea oportunistă a piețelor internaționale de capital în USD sau în alte valute, în vederea extinderii maturității medii a portofoliului de datorie guvernamentală, ținând cont de costul asociat acestuia.
6. Eliminarea graduală a emisiunilor de titluri de stat denumite în EURO pe piața internă, pe termen mediu.
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 termenii și condițiile avantajoase oferite de aceste instituții.

Aceste principii sunt exprimate ca ținte indicative pentru principalii indicatori de risc, ce reflectă compoziția dorită a portofoliului datoriei publice guvernamentale, după cum urmează:

Riscul valutar.

1. Asigurarea unei finanțări nete într-o pondere mai mare din surse interne³² și menținerea ponderii datoriei denumite în moneda națională între 40% (minim)³³-55%. 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 acestuia.
2. Menținerea ponderii datoriei denumite în Euro în total datorie denumită în valută în intervalul 80%(minim)-95%.

Riscul de refinanțare

1. Menținerea ponderii datoriei scadente în termen de 1 an în intervalul 20% și 30% (maxim) pentru datoria în moneda națională, și între 15% și 25% (maxim) pentru datoria totală.
2. Menținerea maturității medii rămase în intervalul de 3,0 ani (minim) și 5,0 ani pentru datoria în moneda națională și între 5,0 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală.
3. Menținerea unei rezerve financiare în valută³⁴ la un nivel confortabil, astfel încât să fie diminuate riscurile aferente perioadelor caracterizate de o volatilitate ridicată pe piețele financiare.

³² 60% din deficit va fi finanțat din surse interne în 2015, și 70% în 2016 și în 2017.

³³ Idem 2.

³⁴ Rezerva financiară în valută reprezintă disponibilitățile în valută la dispoziția Trezoreriei Statului, exclusive încasările din veniturile din privatizare

Riscul ratei dobânzii

1. Menținerea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an în intervalul de 20% și 30% (maxim) pentru datoria în moneda națională, și între 15% și 25% (maxim) pentru datoria totală.
2. Menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei dobânzii în intervalul de 3 ani (minim) și 5 ani pentru datoria în moneda națională și între 4,5 ani (minim) și 6,5 ani pentru datoria totală.

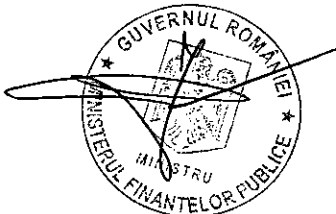
Tabelul 9: Ținte pentru principalii indicatorii de risc

Expunerea la risc	Indicator	Ținte indicative pentru perioada 2015-2017
Riscul valutar	Ponderea datoriei în moneda națională din total datorie (% din total)	40% (minim) - 55%
	Ponderea datoriei denominate în EURO în total datorie în valută (% din total)	80% (minim) - 95 %
Riscul de refinanțare	Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	15% - 25% (maxim)
	Ponderea datoriei în monedă națională scadentă în termen de 1 an (% din total)	20% - 30% (maxim)
	Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani)	5,0 ani (minim) – 7,0 ani
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în moneda națională (ani)	3,0 ani (minim) - 5,0 ani
Riscul ratei dobânzii	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	15% - 25% (maxim)
	Ponderea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	20% - 30% (maxim)
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	4,5 ani (minim) – 6,5 ani
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	3 ani (minim) – 5 ani

Implementarea Strategiei pentru perioada 2015 – 2017 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.

VICTOR- VIOREL PONTA
PRIM-MINISTRU

MINISTRU INTERIMAR AL FINANTELOR PUBLICE



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, prin încheierea unui acord bilateral între MFP și dealerii primari.
- 1.2. Diversificarea și lărgirea bazei de investitori prin:
 - 1.2.1. lansarea unui program pilot de emisiuni de retail destinat populației (persoane fizice) prin intermediul Bursei de Valori București având în vedere interesul pentru titlurile de stat datorat atât facilităților fiscale aplicabile cât și faptului că aceste instrumente sunt garantate de stat;
 - 1.2.2. păstrarea trendului de creștere al activelor nete deținute de fondurile private de pensii în condițiile redirectionării către fondurile de pensii cu administrare privată a unui procent mai mare de contribuții obligatorii;
 - 1.2.3. creșterea segmentului investitorilor de tipul fondurilor de asigurări având în vedere preferința acestora pentru instrumentele de datorie publică cu maturitate lungă.
 - 1.2.4. încurajarea instituțiilor financiare internaționale să acceseze piața primară în calitate de dealer primar.
- 1.3. Analizarea oportunității de emitere 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 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, constituirii obligațiunilor de stat de tip benchmark lichide, creșterii lichidității și sprijinirea demersurilor MFP de implementare a strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale;
- 2.4. Efectuarea unor tranzacții reversibile repo și a unor plasamente cu titluri de stat (securities lending) pentru administrarea lichidităților și sprijinirea 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;
- 2.5. Colaborarea cu Banca Națională a României pentru crearea cadrului procedural și tehnic în vederea atragerii și facilitării accesului direct a instituțiilor financiare internaționale pe piața primară a titlurilor de stat în calitate de dealer primar.

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 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

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. Astfel, a fost înființat, un comitet în cadrul MPF, pentru mai bună coordonare a procesului de administrare a datoriei publice guvernamentale și de administrare a lichidităților prin utilizarea, în perioada acoperită de Strategie:

- a 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 scurt și foarte scurt (1-3 luni), 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 scurt, (incepând cu luna februarie 2015 fiind introduse certificate de trezorerie cu scadența la 3 luni), și adoptarea unei conduite mai active în ce privește plasarea disponibilităților, predominant sub forma tranzacțiilor reverse repo³⁵, 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 scurt și foarte 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.

Împrumuturile din disponibilitățile contului Trezoreriei Statului în valoare de 25,2 miliarde lei la finele anului 2014 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.

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 2014, acest instrument prezintă o serie de dezavantaje, cum ar fi:

35

Tranzacția reversibilă prezintă avantajul unei execuții facile și al colateralizării automate, urmând să contribuie la activitatea pieței monetare.

- 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. Astfel, intenția MFP este aceea de a refinanța treptat, pe termen lung acest instrument prin emisiuni de titluri de stat.

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.

În vederea stimulării absorbției fondurilor structurale s-a creat un mecanism de alocare temporară a sumelor din venituri din privatizare înregistrate în contul Trezoreriei Statului, ordonatorilor principali de credite cu rol de Autoritate de Management și Ministerului Agriculturii și Dezvoltării Rurale, astfel încât prin:

- Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 64/2009 privind gestionarea financiară a instrumentelor structurale și utilizarea acestora pentru obiectivul convergență, cu modificările și completările ulterioare, la art.11¹ s-a stabilit ca pe tot parcursul exercițiului bugetar, soldul sumelor alocate din venituri din privatizare ordonatorilor principali de credite cu rol de autoritate de management, prin intermediul Autorității de certificare și plată, determinat ca diferență între totalul sumelor alocate și totalul sumelor restituite Ministerului Finanțelor Publice, nu poate depăși plafonul maxim de 4 miliarde lei sau echivalent euro.
- legile bugetare anuale pentru Ministerul Agriculturii și Dezvoltării Rurale au fost alocate sume pentru asigurarea resurselor necesare aplicării schemelor de plăți directe pe suprafață, ajutoarelor specifice, cât și cele aferente măsurilor și schemelor de piață și intervenție, din venituri din privatizare.

Mecanismul presupune ca sumele alocate temporar din venituri din privatizare să se reintrească din sumele primite de la Comisia Europeană ca urmare a transmiterii către aceasta a aplicațiilor de plată aferente programelor operationale.

Totodată, având în vedere necesitatea atingerii priorității majore a Guvernului de a spori absorbția fondurilor externe nerambursabile, din perioada de programare 2007-2013, și ținând cont de extinderea implementării n + 2, a proiectelor, a fost necesară crearea unui mecanism de sprijinire a finanțării autorităților administrației publice locale prin acordarea de împrumuturi din venituri din privatizare unităților/subdiviziunilor administrației publice locale, pe termen lung de 15 ani, pentru a permite implementarea proiectelor acestora.