



MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE

**STRATEGIA DE ADMINISTRARE A
DATORIEI PUBLICE
GUVERNAMENTALE**

2013 – 2015

Direcția Generală Trezorerie și Datorie Publică

București, Martie 2013

Cuprins

Rezumat	3
1. Introducere	4
2. Obiective și sfera de cuprindere	4
3. Descrierea portofoliului datoriei publice guvernamentale	5
3.1. <i>Evoluția datoriei publice guvernamentale: volumul și structura</i>	5
3.2. <i>Structura datoriei existente la finele anului 2012 și costurile aferente</i>	5
3.3. <i>Riscurile asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2012</i>	7
4. Cadrul macroeconomic în România	10
<i>Riscurile aferente proiecțiilor macroeconomice din scenariul de bază</i>	12
5. Surse de finanțare	12
5.1. <i>Piața internă</i>	13
5.2. <i>Piețe externe</i>	15
6. Analiză și linii directoare strategice	16
6.1. <i>Date de intrare pentru analiză</i>	16
6.2. <i>Procesul utilizat pentru analiză</i>	17
6.3. <i>Rezultatele analizei cost-risc</i>	20
6.4. <i>Evaluarea rezultatelor prin prisma considerentelor macroeconomice și de dezvoltare a pieței</i>	21
6.5. <i>Linii directoare strategice</i>	21
Anexă	24

Listă abrevieri

ATM	Maturitatea medie rămasă (ani)
ATR	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani)
BDCE	Banca de Dezvoltare a Consiliului Europei
BERD	Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BEI	Banca Europeană de Investiții
EMBIG	Indicele de referință al JP Morgan pentru piețele emergente
UE	Uniunea Europeană
CCGTS	Contul Curent General al Trezoreriei Statului
PIB	Produsul Intern Brut
BIRD	Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare
IFI	Instituțiile Financiare Internaționale
FMI	Fondul Monetar Internațional
JICA	Agencia de Cooperare Internațională a Japoniei
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
MTN	Program – cadru de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu pe piețele externe
BNR	Banca Națională a României
CNP	Comisia Națională de Prognoză

Rezumat

Prezenta Strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale (denumită în continuare Strategia) elaborată pentru perioada 2013-2015 reprezintă o continuare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2012-2014 și a fost realizată în conformitate cu bunele practici definite în *Liniile directoare ale Băncii Mondiale și FMI* referitoare la elaborarea strategiilor de datorie publică¹.

Obiectivele Ministerului Finanțelor Publice în administrarea datoriei publice guvernamentale sunt următoarele:

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

Liniile directoare strategice stabilite pentru perioada 2013-2015 în vederea administrării riscurilor, exprimate prin ținte indicative pentru principalii indicatori de risc, presupun următoarele acțiuni:

- *pentru administrarea riscului valutar:*

1. Guvernul va urmări realizarea unei finanțări nete echilibrate în lei și valută, menținând o pondere minimă de 40% a datoriei denominate în monedă națională în total datorie publică guvernamentală;
2. Datoria în valută se va contracta predominant în EUR, iar limita minimă pentru ponderea datoriei în EUR în total datorie denominată în valută este stabilită la 70%. Datoria în valută cuprinde instrumente de piață emise pe piața internă și pe piețele internaționale, precum și împrumuturile contractate de la creditorii oficiali și alți creditorii;
3. România va accesa piețele internaționale de capital în USD sau alte valute atunci când condițiile financiare se vor dovedi atractive comparativ cu instrumentele denominate în EUR;

- *pentru administrarea riscului de refinanțare:*

1. Guvernul va urmări o distribuție uniformă a răscumpărărilor de titluri de stat/rambursărilor de rate de capital în contul împrumuturilor ce formează datoria publică guvernamentală, evitând în măsura în care este posibil concentrarea rambursărilor/refinanțărilor pe termen scurt. Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an va rămâne sub 45% pentru datoria în lei și sub 25% pentru total datorie;
2. Guvernul, prin MFP, va depune eforturi pentru extinderea maturităților, în special a titlurilor de stat denominate în lei. Maturitatea medie ramasă nu ar trebui să scadă sub 2,0 ani pentru datoria în lei și sub 4,0 ani pentru total datorie;
3. MFP va continua să mențină o rezervă financiară în valută la un nivel care să acopere necesitățile de finanțare pe o perioadă de patru luni și dacă piețele financiare permit să realizeze acoperirea în avans a necesităților de finanțare pentru a menține o poziție de lichiditate confortabilă;
4. Riscul de refinanțare va fi de asemenea diminuat prin linii de credit de tip preventiv;

- *pentru administrarea riscului ratei dobânzii:*

1. Guvernul se va asigura că ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an rămâne la niveluri care nu expune bugetul de stat la riscuri nedorite determinate de creșterea ratelor de dobândă. Acest nivel nu ar trebui să depășească 45% pentru datoria în lei și 35% pentru total datorie;
2. Pentru a menține sub control riscul de rată de dobândă, perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii (ATR) nu trebuie să scadă sub 2,0 ani pentru datoria în lei și 3,5 ani pentru total datorie.

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

1. Introducere

În luna august 2008, Ministerul Finanțelor Publice (MFP), cu consultarea Băncii Naționale a României, a elaborat prima strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2008-2010, care a fost aprobată de Guvernul României în aceeași lună; ulterior a fost elaborată strategia aferentă perioadei 2011-2013 care a fost revizuită în luna iulie 2012, în concordanță cu cerințele cadrului legislativ existent². Prezenta strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale (denumită în continuare Strategia) elaborată pentru perioada 2013-2015 reprezintă o continuare a acestui demers și a fost realizată în conformitate cu bunele practici definite în *Liniile directoare ale Băncii Mondiale și FMI* referitoare la elaborarea strategiilor de datorie publică.

Ca și în cazul edițiilor anterioare, Strategia revizuită pentru orizontul de timp 2013-2015 este în concordanță cu Strategia Fiscal-Bugetară pe termen mediu (2013-2015), precum și cu acordurile încheiate cu instituțiile financiare internaționale (FMI/Banca Mondială/Uniunea Europeană). Totuși, în conformitate cu bunele practici la nivel internațional, de această dată Strategia se axează exclusiv pe structura portofoliului datoriei publice guvernamentale, cu precădere pe acele aspecte care intră în competența și responsabilitatea administratorului de datorie publică guvernamentală.³ Prin urmare, Strategia prevede direcția în care autoritățile doresc să orienteze finanțarea, precum și structura portofoliului datoriei, aceasta fiind exprimată sub forma unor intervale țintă definite pentru principalii indicatori de risc: riscul de refinanțare, riscul ratei dobânzii și riscul valutar. Așa cum a reieșit din experiența altor țări, utilizarea acestor intervale permite administratorilor de datorie flexibilitatea necesară pentru a răspunde la schimbarea condițiilor de pe piețele financiare.

2. Obiective și sfera de cuprindere

Obiectivele Ministerului Finanțelor Publice în administrarea datoriei publice guvernamentale sunt următoarele:

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

Primele două obiective sunt prevăzute de OUG nr. 64/2007 și sunt completate de obiectivul dezvoltării pieței interne a titlurilor de stat, care a fost prevăzut și în Strategia aferentă perioadei 2012-2014.

Sfera de cuprindere a Strategiei pentru perioada 2013-2015 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 mai degrabă un instrument de administrare a fluxurilor de numerar ("cash management") și nu poate fi considerată un instrument financiar pe termen mediu⁴.

² Cadrul legislativ pentru administrarea datoriei publice este stabilit prin Ordonanța de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 și prin Hotărârea Guvernului nr. 1470/2007.

³ În consecință, acest document evită asumarea unor ținte de politică fiscală de tip *datorie în PIB* sau *cost în PIB*, deoarece în primul caz este vorba de o decizie a autorității fiscale iar al doilea rezultă din deciziile de natură fiscal-bugetară și din evoluția piețelor, ambele fiind în afara sferei de control a administratorilor de datorie publică.

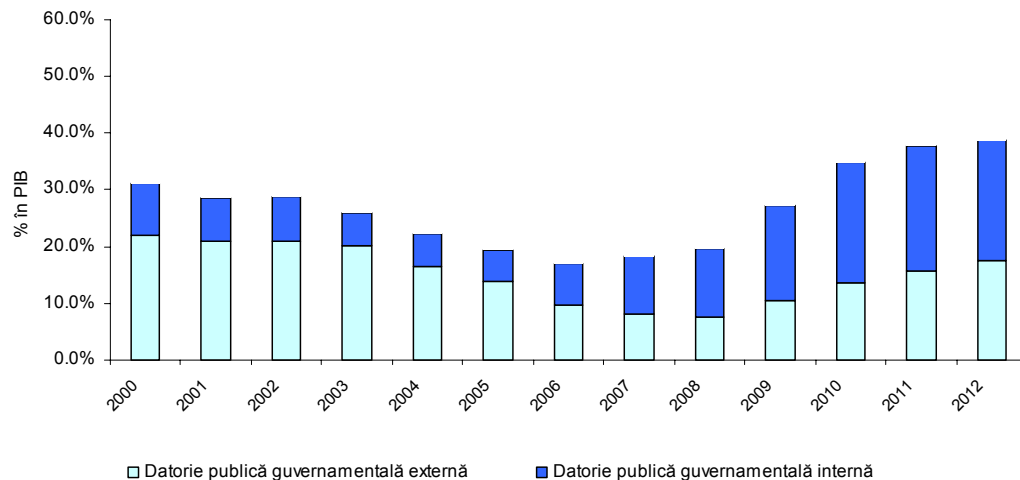
⁴ Se va observa totuși faptul că modificările drastice ale nivelului finanțării temporare pot avea un impact asupra emisiunilor de titluri de stat și pot afecta, prin urmare, planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat. Așa cum s-a prevăzut în Strategia aferentă perioadei 2012-2014, politica de reducere a finanțării temporare a fost în rate egale în valoare de 3,2 miliarde lei pe o perioadă de 10 ani.

3. Descrierea portofoliului datoriei publice guvernamentale

3.1. Evoluția datoriei publice guvernamentale: volumul și structura

La finele lunii decembrie 2012, valoarea datoriei publice guvernamentale era de 227,2 miliarde lei, reprezentând 38,7% din PIB. Incepând cu anul 2000, această pondere s-a redus până la nivelul minim de 17,1% din PIB în anul 2006, ca urmare a creșterii economice susținute, deficitelor bugetare reduse și plăților de dobândă de valoare relativ redusă, împreună cu utilizarea veniturilor obținute din activitatea de privatizare. Tendința de descreștere s-a inversat totuși în 2008, pe fondul crizei financiale internaționale de la finele lui 2008 și a crizei recente a datoriilor suverane în statele din Zona Euro. Spre deosebire de datoria contractată direct de Guvern, ponderea datoriei garantate în PIB a scăzut de la 6,3% din PIB în 2000, la 2,2% din PIB în 2012, ca urmare a reducerii acordării de garanții mai ales după anul 2007.

Grafic 1: Evoluția datoriei publice guvernamentale



Sursa: MFP

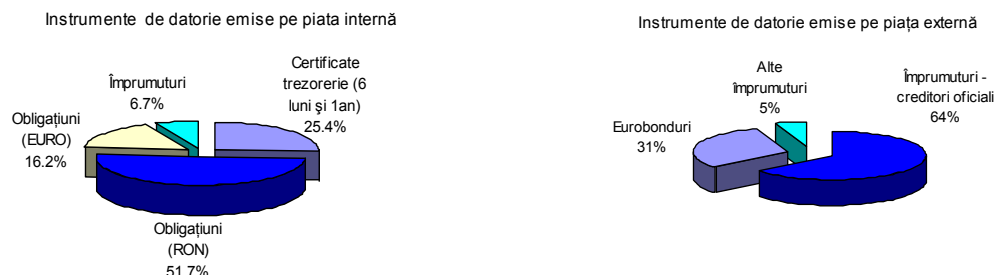
În această perioadă, structura datoriei publice guvernamentale s-a îmbunătățit permanent, devenind, dintr-un portofoliu alcătuit în principal din împrumuturi externe, un portofoliu în care se regăsește un număr mai mare de instrumente de datorie tranzacționabile, denumite atât în lei cât și în alte valute.

3.2. Structura datoriei existente la finele anului 2012 și costurile aferente

Datoria publică guvernamentală existentă la finele lunii decembrie 2012 era de 210 miliarde lei⁵, din care 51,0% datorie contractată pe piața internă și 49,0% pe cea externă. Așa cum reiese din Graficul 2, majoritatea datoriei interne este reprezentată de titluri de stat, și anume certificate de trezorerie și obligațiuni de stat denumite în lei și EUR, în timp ce datoria externă este alcătuită din obligațiuni emise pe piețele internaționale de capital și împrumuturi contractate de la organizații bilaterale și multilaterale, precum și de la bănci comerciale.

⁵ Nu include finanțarea temporară în valoare de 17 miliarde lei.

Grafic 2: Structura portofoliului de datorie după piața emisiunii și instrumente de datorie



Sursă: MFP

Comparativ cu împrumuturile de stat a căror pondere este de 37,2%, ponderea emisiunilor de titluri de stat pe piețele interne și internaționale reprezintă 62,8% în total, din care 62,7% sunt emisiuni denumite în lei și 37,3% în alte valute.

În ceea ce privește costurile, exprimate ca rate medii ale dobânzii⁶, datoria în moneda națională la finele lui 2012 era semnificativ mai costisitoare decât datoria denominată în alte valute, așa cum reiese din tabelul 1, unde sunt de asemenea prezentate ratele medii de dobândă pentru principalele instrumente agregate și standardizate.

Tabelul 1: Costul pe instrumente de datorie la sfârșitul anului 2012

Rata medie de dobândă a datoriei publice guvernamentale (%)	
1. în monedă națională	6.0
a. certificate de trezorerie cu maturitatea de 1 an	5.6
b. obligațiuni de stat cu maturitatea de 3 ani	5.6
b. obligațiuni de stat cu maturitatea de 5 ani	7.4
b. obligațiuni de stat cu maturitatea de 10 ani	6.2
2. în valută	3.9
a. EUR creditori privați ⁷ (inclusiv deținători de obligațiuni) cu maturitatea de 10 ani	3.5
b. EUR creditori privați (inclusiv deținători de obligațiuni) cu maturitatea de 5 ani	4.7
c. EUR, maturitate de 3 ani – emisiuni de titluri pe piața internă	4.8
d. EUR, instituții multilaterale, cu rată fixă a dobânzii și maturitatea de 10 ani	3.2
e. EUR, instituții multilaterale, cu rată variabilă a dobânzii și o maturitate de 10 ani	2.5
f. USD creditori privați (inclusiv deținători de obligațiuni), maturitate de 10 ani	6.1
g. USD, instituții multilaterale, rată variabilă a dobânzii și maturitate de 10 ani	5.0

Sursă: MFP

Costurile datoriei publice guvernamentale externe sunt în general mai mici deoarece aceasta include o parte semnificativă reprezentată de împrumuturi de la institutii financiare internaționale contractate cu rate de dobândă mai avantajoase. Datoria tranzacționabilă formată din euroobligațiuni emise în EUR pe piețele internaționale de capital și

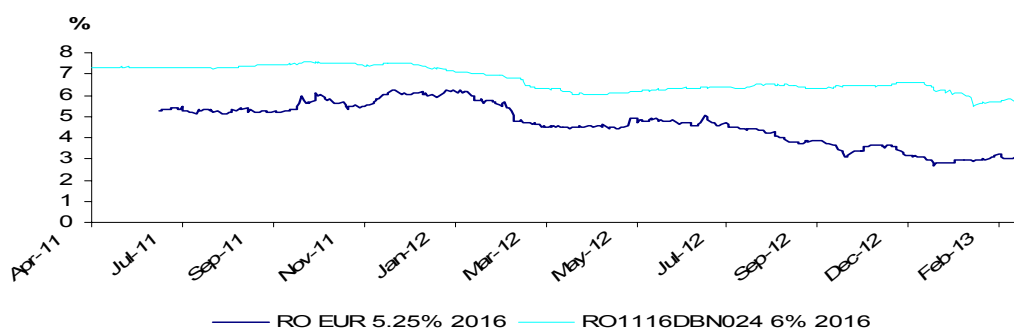
⁶ Calculate ca raport între plățile de dobândă prognozate pentru 2013 și soldul datoriei la 31.12.2012.

⁷ Include și garanțiile emise în baza legilor speciale pentru programe guvernamentale (garanție emisă doar pentru capital).

obligațiunile emise pe piața internă în EUR, cu maturitatea de 3 și 4 ani prezintă rate medii de dobândă mai mari decât cele aferente împrumuturilor de la instituțiile financiare internaționale. Ratele medii de dobândă cele mai mari sunt cele aferente emisiunilor de obligațiuni pe piața internă pe termen mediu și lung denuminate în lei.

Așa cum reiese din graficul 3 diferența dintre ratele de dobândă pentru obligațiunile selectate cu maturitatea de 5 ani, în lei și în EUR a fluctuat, în ultimii 2 ani, între 100 și 200 puncte de bază. Este probabil ca această diferență să se reducă ca urmare a anunțului includerii obligațiunilor în moneda locală în indicii de referință Barclays și JPMorgan.

Grafic 3: Randamentul unei obligațiuni de tip benchmark de pe piața internă vs. randamentul unei euroobligațiuni suverane cu maturitățile de 5 ani



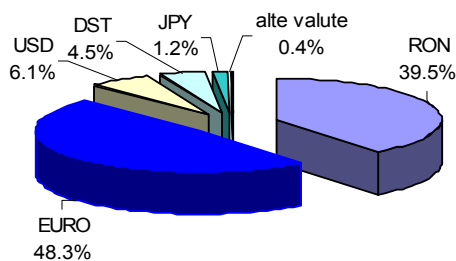
Sursă: MFP

3.3. Riscurile asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2012

Riscul valutar

La finele anului 2012, 60,5% din portofoliul datoriei reprezenta datorie denumită în valută (vezi graficul 4), în principal în EUR.

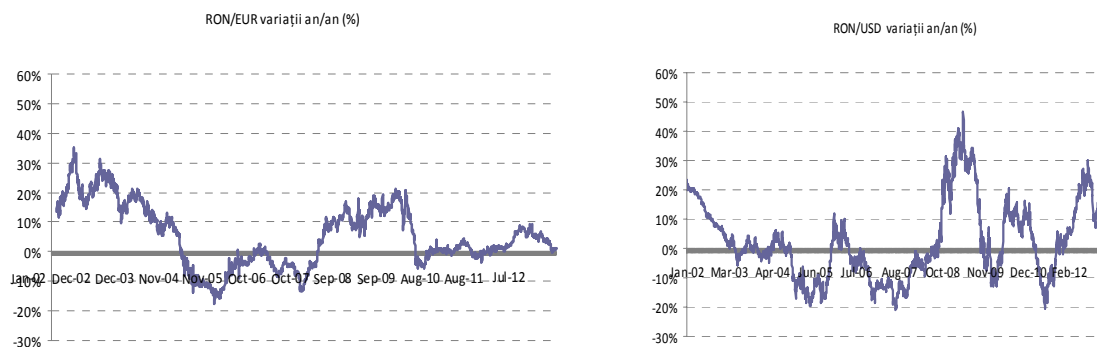
Grafic 4: Datoria publică guvernamentală pe tipuri de valute



Sursă: MFP

Data fiind corelația puternică dintre RON și EUR, actuala compoziție cu 87,8% datorie denominată în lei sau în EUR atenuază expunerea față de riscul valutar. Într-adevăr, în ultimii 3 ani, volatilitatea RON/USD a fost de patru ori mai mare comparativ cu cea a cursului de schimb RON/EUR.

Grafic 5: Modificarea anuală a cursurilor de schimb RON/EUR și RON/USD



Sursă: MFP, BNR

O eventuală depreciere a monedei naționale față de EUR cu 20% și față de USD cu 30%, în 2013, ar duce la creșterea stocului datoriei cu 27,5 miliarde lei sau 4,7% din PIB și a plăților în contul serviciului datoriei în 2013 cu 4,7 miliarde lei, respectiv 4,4% din valoarea totală a veniturilor administrației publice centrale.⁸ Pe cale de consecință, expunerea la riscul valutar poate fi considerată moderată, însă nu neglijabilă dată fiind incertitudinea legată de momentul adoptării monedei EUR.

Riscul valutar este de asemenea limitat de rezervele valutare importante ale BNR, care se ridicau la 35,4 miliarde EUR la finele anului 2012 și acoperă de 32 ori datoria publică guvernamentală externă pe termen scurt⁹ și aproape 4 cincimi din datoria în valută.

Riscul de refinanțare

Structura rambursărilor de rate de capital și a refinanțărilor de titluri de stat, prezentată în graficul 6, arată o acumulare în primii ani: 55,1 miliarde lei, reprezentând 26,2% din totalul stocului de datorie vor fi rambursate în 2013, în timp ce suma de 117,0 miliarde lei, reprezentând 55,6% din total, va fi rambursată în următorii trei ani (2013-2015). Concentrarea rambursărilor pe termen scurt se observă mai cu seamă în profilul răscumpărărilor de datorie internă¹⁰, care reflectă importanța certificatelor de trezorerie în finanțarea guvernamentală emise începând cu anul 2009. Dintr-o datorie internă totală de 107,3 miliarde lei, 47,1 miliarde lei se vor rambursa în 2013, iar 84 miliarde lei în următorii trei ani (2013-2015). Refinanțarea acestor obligații poate reprezenta o problemă pentru Guvern dacă băncile găsesc plasamente alternative și mai profitabile odată cu creșterea cererii pentru finanțarea sectorului privat.

Pe partea externă, riscul de refinanțare este redus ca urmare a structurii de rambursare a pachetului financiar extern contractat în anul 2009 de la FMI (maturitatea de 5 ani), Uniunea Europeană (maturitate medie de 7 ani) și Banca Mondială (plata integrală la scadență cu

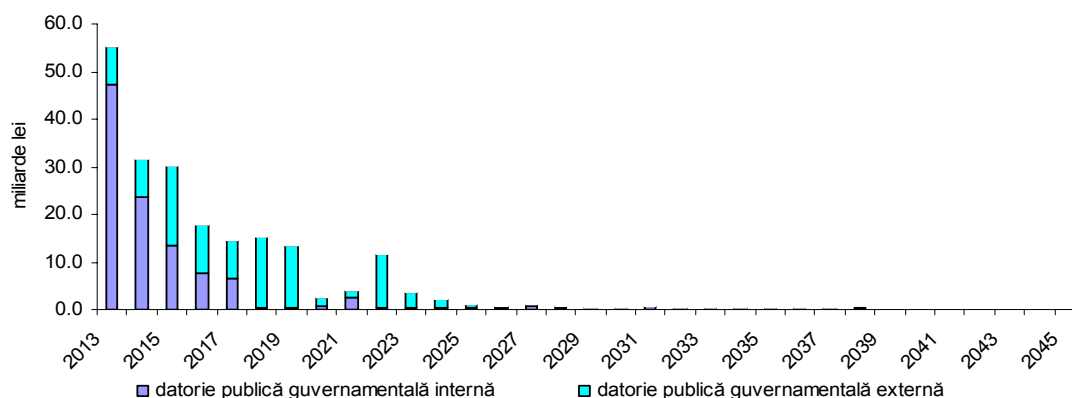
⁸ Venituri calculate în baza metodologiei cash.

⁹ Include certificatele de trezorerie emise pe piața internă și deținute de investitori nerezidenți.

¹⁰ După piața emisiunii.

maturitatea de 12 ani), precum și a faptului că emisiunile de euroobligațiuni au maturități medii și lungi.

Grafic 6: Rambursările de rate de capital aferente datoriei publice guvernamentale la 31.12.2012



Sursă: MFP

Profilul rambursărilor de rate de capital și a rambursărilor de titluri de stat prezentat, indică o maturitate medie rămasă ("average time to maturity" - ATM) de 4,4 ani pentru portofoliul datoriei publice guvernamentale de la sfârșitul anului 2012: 2,4 ani pentru datoria denominată în moneda națională și 5,8 ani pentru datoria denominată în valută.

Tabelul 2: Indicatori privind riscul de refinanțare

	2011 ¹¹			2012		
	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total
Pondere datorii scadente în termen de 1 an (% din total)	55.0	10.0	29.0	46.9	12.6	26.2
Maturitatea medie rămasă (ani)	1.8	5.0	3.6	2.4	5.8	4.4

Sursă: MFP

Riscul ratei dobânzii

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: risc mare pentru obligațiile în moneda națională și redus pentru cele în valută. Proporția portofoliului de datorie care își modifică rata dobânzii în termen de 1 an (2013) este 46,9% pentru datoria în moneda națională și 28,6% pentru datoria în valută. Astfel, o creștere de 1% a ratelor de dobândă în 2013 va conduce la creșterea plăților în contul serviciului datoriei cu 419,0 milioane lei, respectiv cu 0,4% din veniturile administrației publice centrale pentru datoria în moneda

¹¹ Nu include garanțiile emise în baza legilor speciale.

națională, și cu 232,0 milioane lei, respectiv cu 0,2% din veniturile administrației publice centrale pentru datoria în valută.

Deși ponderea datoriei contractate cu rată fixă de dobândă la finele anului 2012 este mare, și anume 88,5%¹², aceasta nu reflectă ponderea mare a datoriei pe termen scurt existentă în portofoliul datoriei publice guvernamentale, care este expusă la fluctuațiile ratei dobânzii.

Tabelul 3: Indicatori privind riscul ratei dobânzii

	2011 ¹³			2012		
	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total
Ponderea datoriei cu rata fixă de dobândă ¹⁴ (% din total)	99.5	79.7	85.6	100.0	80.9	88.5
Ponderea datoriei care își modifică dobânda într-un an (% din total)	48.0	27.0	36.0	46.9	28.6	35.9
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii – ATR (years)	1.7	4.8	3.3	2.4	4.8	3.8

Sursă: MFP

În concluzie, riscul de refinanțare și cel al ratei dobânzii aferente datoriei denumite în lei sunt cele mai importante riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale, în timp ce expunerea la riscul valutar este mai puțin importantă, dar nu poate fi neglijată, dată fiind incertitudinea privind momentul adoptării monedei EUR.

4. Cadrul macroeconomic în România

În anul 2012, România a continuat procesul de consolidare fiscală, fiind totodată una dintre puținele țări UE care au înregistrat creștere economică, chiar dacă una redusă (0,2% din PIB). Creșterea redusă a PIB în 2012 se datorează secetei severe care a afectat producția agricolă, recesiunii din Zona Euro care a condus la diminuarea cererii externe, ratei limitate de absorbție a fondurilor structurale urmare a întreruperii programelor finanțate din fonduri europene, precum și constrângerilor bugetare.

În perioada 2013-2015, creșterea economică va rămâne sub potențial, rata de creștere medie estimată fiind de 2,2%, reflectând în principal perspectiva revigorării economice lente din Uniunea Europeană. În fața condițiilor externe dificile, cererea internă va fi principalul motor de creștere, șomajul și inflația urmând să scadă, conform așteptărilor. Investițiile din sectorul public susținute de o rată îmbunătățită de absorbție a fondurilor europene vor ajuta de asemenea activitatea economică în următorii trei ani.

¹² Include și certificatele de trezorerie cu scadența la 6 luni și 1 an emise pe piața internă (constrângere a modelului Băncii Mondiale utilizat pentru calculul indicatorilor de risc pentru perioada următoare).

¹³ Idem 11.

¹⁴ Idem 12

În sectorul extern, se va plăti în continuare prețul unei performanțe economice slabe din Zona Euro. Exporturile slabe din regiune vor fi parțial compensate de o cerere lentă pe partea de importuri, care va reflecta activitatea economică redusă, iar deficitul contului curent va rămâne, conform estimărilor, în jurul valorii de 4,2 % din PIB, mult mai puțin decât în anii dinaintea crizei.

În acest context al unei creșteri economice modeste și pe fondul continuării consolidării fiscale, BNR nu ar trebui să întâmpine dificultăți majore în a menține ținta de inflație în interiorul intervalului de variație de 2,5% +/- 1 puncte procentuale. Ca urmare, se preconizează că moneda națională va rămâne relativ constantă față de EUR, la un nivel de 4,4 până în anul 2015. Ipotezele macroeconomice ale Strategiei pentru 2013-2015 sunt prezentate în tabelul 4.

Tabelul 4: Scenariu de bază al proiecțiilor macroeconomice

<i>Indicator</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>
PIB nominal (miliarde lei)	587.5	623,3	660,6	696,3
Creștere PIB (%)	0.2	1.6	2.2	2.8
Deficitul administrației publice centrale ¹⁵ (% din PIB)	-2.4	-2.1	-1.8	-1.9
Deficitul contului curent (% din PIB)	-3.8	-4.2	-4.3	-4.2
Inflația (sfârșitul anului %)	4.95	3.5	3.0	2.5
Inflația (medie anuală %)	3.33	4.3	3.3	2.8
Curs mediu de schimb RON/Euro	4.46	4.50	4.45	4.40
Curs mediu de schimb RON/USD	3.47	3.46	3.42	3.38

Sursa: CNP, MFP, BNR

Consolidarea fiscală a continuat în anul 2012, iar deficitul bugetului general consolidat în termeni cash a scăzut la 2,5% din PIB, de la 4,3% cât s-a înregistrat în anul 2011. În anii următori, obiectivul este de atingere a unui deficit structural de 1% din PIB, în conformitate cu Tratatul de Stabilitate, Coordonare și Guvernanță al Uniunii Economice și Monetare¹⁶ semnat de România în martie 2012. Datorită deficitelor bugetare relativ reduse, necesarul brut de finanțare este determinat în principal de volumul refinanțării datoriei publice guvernamentale. Pentru perioada 2013 - 2015 necesarul de finanțare se prezintă după cum urmează:

Tabelul 5: Proiecția necesităților de finanțare

<i>Indicator</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>
Veniturile administrației publice centrale (miliarde lei)	95.8	108.5	117.3	123.4
Cheltuielile administrației publice centrale (miliarde lei)	109.9	121.7	129.0	136.4
Deficitul administrației publice centrale (miliarde lei) ¹⁷ (I)	14.0	13.2	11.7	13.0
Refinanțarea datoriei publice guvernamentale ¹⁸ (II) (miliarde lei)	53.3	55.1	31.6	30.3
Necesar brut de finanțare (I+II) (miliarde lei)	67.3	68.3	43.3	43.3

Sursă: MFP

¹⁵ Calculate pe baza metodologiei cash .

¹⁶ Tratatul permite Statelor Membre cu o pondere a datoriei sectorului administrației publice în PIB cu mult sub 60% și riscuri reduse în privința sustenabilității pe termen lung a finanțelor publice, o limită de cel mult 1,0% din PIB a obiectivului pe termen mediu pentru deficitul structural.

¹⁷ Idem 13.

¹⁸ Volumul rambursărilor de rate de capital și de refinanțări de titluri de stat în contul datoriei publice guvernamentale, conform legislației naționale, calculate pe baza soldului datoriei la finele anului 2012 (include garanțiile dar nu include finanțarea temporară).

Riscurile aferente proiecțiilor macroeconomice din scenariul de bază

Abaterile de la proiecțiile macroeconomice din scenariu de bază descrise mai sus ar putea proveni din amplificarea crizei datoriilor suverane în Europa, condițiilor climatice nefavorabile sau volatilitatea crescută a fluxurilor de capital urmare includerii obligațiunilor românești denumite în monedă națională în indicii de referință ai Barclays și JP Morgan. Nu au fost identificate riscuri asociate obligațiilor potențiale¹⁹.

Adâncirea crizei datoriilor suverane în Zona Euro ar putea conduce la restrângerea creditării în economie, majorarea costurilor finanțării externe și creșterea necesarului de finanțare. În plus, vulnerabilitățile economiei românești la șocurile externe ar putea antrena o pierdere importantă a rezervelor valutare și declanșa presiuni asupra cursului de schimb.

Așa cum s-a întâmplat în trecut, condițiile climatice severe ar putea reduce semnificativ producția agricolă, și prin aceasta creșterea economică și veniturile statului, ceea ce ar determina nevoi de finanțare mai mari decât se anticipează.

Anunțul privind includerea României în indicii regionali de referință (ai Barclays și JP Morgan GBI-EM) a determinat creșterea interesului investitorilor nerezidenți pentru titlurile de stat și intrări substanțiale de capital. Cererea suplimentară pentru obligațiuni emise de România, generată de includerea acestora în indicii JPMorgan începând cu luna martie 2013, ar putea fi limitată, având în vedere că investitorii nerezidenți și-au majorat deja deținerile cu 3,5 miliarde USD până în luna ianuarie a.c. O cerere mare pentru aceste titluri de stat poate provoca aprecierea monedei naționale și reduce randamentele acestor instrumente până la niveluri neatractive. Această situație ar putea fi urmată de ieșiri de capital și ar putea induce o destabilizare a pieței interne a titlurilor de stat.

Stabilitatea politică obținută după decembrie 2012 și performanțele macroeconomice din 2012 au consolidat percepția pozitivă a investitorilor străini ca urmare a îndeplinirii condițiilor necesare. Ieșirea României din procedura de deficit excesiv, așteptată pentru luna mai 2013, va întări această percepție.

În concluzie, proiecțiile macroeconomice din scenariu de bază indică faptul că o inflație redusă și stabilă împreună cu un curs de schimb stabil poate facilita creșterea maturităților titlurilor de stat emise în lei pe piața internă și în același timp pot contribui la reducerea costurilor cu finanțarea externă comparativ cu sursele interne de finanțare. Printre riscurile importante asociate ipotezelor macroeconomice din scenariu de bază se numără amplificarea crizei datoriilor suverane din Zona Euro, condițiile climatice nefavorabile și ieșirile potențiale de capital. Adâncirea crizei în Zona Euro ar putea închide temporar accesul României la piețele internaționale de capital, în timp ce condițiile climatice nefavorabile ar putea încetini și mai mult creșterea economică ducând la o creștere a necesarului de finanțare guvernamental.

5. Surse de finanțare

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

¹⁹ Obligațiile aferente garanțiilor de stat sunt diminuate în conformitate cu legislația privind datoria publică, prin stabilirea unor plafoane anuale pentru emiterea de garanții în Strategia Fiscal- Bugetară pe termen mediu. Mai mult, pentru Programul Prima Casă s-a introdus în anul 2011 convenția de împărțire echilibrată a riscului cu sectorul bancar reprezentând un instrument important prin care se reduce riscul statului.

5.1. Piața internă

Pe piața internă, Guvernul, prin MFP lansează emisiuni de certificate de trezorerie cu scadențe până la 1 an și obligațiuni de stat de tip benchmark denominate în lei cu o maturitate de până la 15 ani și în EUR cu maturități de 3 și 4 ani. Obligațiunile de stat de tip benchmark sunt redeschise periodic până la o valoare echivalentă de 1 - 1,5 miliarde EUR, pe emisiune. Piața titlurilor de stat este limitată, în principal, la instrumente pe termen scurt și mediu, reflectând o bază de investitori²⁰ formată în cea mai mare parte din bănci comerciale (aprox. 57%), în timp ce fondurile de pensii și companiile de asigurări reprezintă cca 11%, iar investitorii nerezidenți 21%²¹.

În perioada 2013-2015, băncile comerciale ar trebui să rămână cumpărători activi de titluri de stat, deoarece creșterea economică redusă indică o cerere limitată a creditării din partea sectorului privat. Cererea din partea investitorilor instituționali este sprijinită de reforma sistemului de pensii din sectorul public și a sistemului de pensii administrate privat (Pilonul II și Pilonul III), dar și de existența fondurilor de investiții. Activele fondurilor de pensii sunt așteptate să crească cu cca 550 milioane RON pe an, urmare a majorării treptate a contribuției la Pilonul II de pensii de la 3,5% din venitul brut al participanților în 2012, la 6% în 2016. De asemenea, piața fondurilor de investiții din România, evaluată la 2 mld. EUR (în jur de 1,5% din PIB), se estimează că ar putea crește cu 20-30 % în 2013, după ce în 2012 a avansat cu 25%, datorită scăderii dobânzilor la depozitele bancare dar și a îmbunătățirii climatului politic și economic.

Interesul în creștere al nerezidenților din ultimele luni a apărut ca răspuns la eligibilitatea obligațiunilor românești în monedă națională de includere în indicii de referință ai JPMorgan și Barclays începând cu luna martie 2013 și la întărirea stabilității politice și economice. Deși un volum important din tranzacțiile acestor investitori sunt tranzacții de tip carry trade prin utilizarea titlurilor de stat pe termen scurt, începând cu ultima parte a anului 2012, interesul s-a îndreptat către maturitățile pe termen mediu. Astfel, în perioada decembrie 2012 - ianuarie 2013, titlurile de stat deținute de investitorii nerezidenți ca procent în totalul titlurilor emise pe piața internă a crescut de la 14,2% la 21,1%, în timp ce deținerile de certificate de trezorerie în total dețineri investitori nerezidenți s-au redus de la 35% la 20%²².

Urmare a efectelor crizei financiare globale, MFP continuă extinderea maturităților emisiunilor de titluri de stat pe piața internă în paralel cu acțiunea de consolidare a curbei de randament a titlurilor de stat. Începând cu anul 2011, MFP a început să emită din nou obligațiuni de stat de tip benchmark cu maturitatea de 10 ani, iar în februarie 2012 a lansat prima obligațiune benchmark cu o maturitate de 15 ani. În acest an MFP va redeschide emisiunea de obligațiuni cu scadență la 10 ani, lansată în luna ianuarie 2013, și pe cea cu scadență la 15 ani lansată anul trecut.

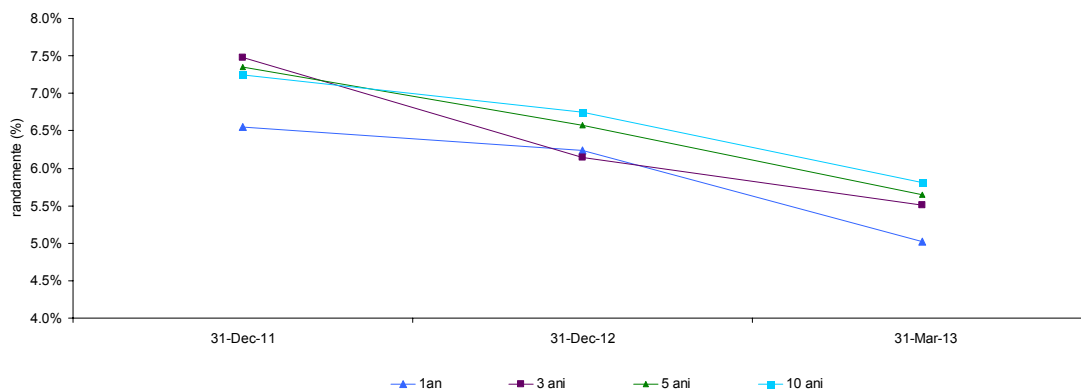
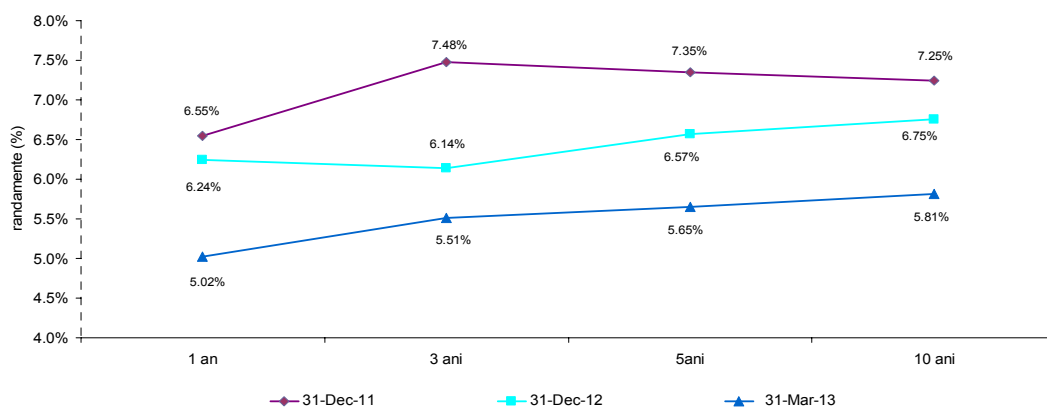
În ceea ce privește nivelurile preconizate ale dobânzilor, randamentele pentru certificatele de trezorerie și obligațiunile de stat de tip benchmark au scăzut din ianuarie 2009, ca urmare a diminuării de către BNR a ratei dobânzii de politică monetară de la 10,25% în august 2008 la 5,25% în mai 2012. Datorită cererii în creștere de titluri de stat, inclusiv din partea investitorilor nerezidenți în ultima perioadă, curba de randament a acestor instrumente a urmat un curs descendent în ultimii doi ani. În graficul 7 se prezintă curba de randament a titlurilor de stat, precum și performanțele pe puncte de maturități aferente titlurilor de stat la sfârșitul anilor 2011, 2012, precum și a lunii martie 2013.

²⁰ La finele lunii ianuarie 2013. Sursă: MFP

²¹ Inclusiv titluri de stat din Clearstream.

²² Sursa: MFP.

Grafic 7: Randamentele titlurilor de stat emise pe piața internă primară



Sursă : MFP

Randamentele titlurilor de stat care vor fi lansate pe piața internă în următorii trei ani ar putea crește ușor conform ratelor forward furnizate de Bloomberg, dar această creștere ar putea fi compensată parțial de îmbunătățirea cadrului macroeconomic, reducerea ratei dobânzii de politică monetară de către BNR și creșterea cererii din partea investitorilor.

Pentru a încuraja tranzacționarea titlurilor de stat pe piața secundară, MFP și BNR (acesta din urmă în calitate de agent de plată, înregistrare și transfer pentru titlurile de stat), au revizuit criteriile de eligibilitate și performanță pentru dealerii primari. Începând cu anul 2013, performanța dealerilor primari va fi evaluată și pe baza activității desfășurată de aceștia pe piața secundară a titlurilor de stat, ținând cont de maturitățile titlurilor de stat tranzacționate. Planul de acțiuni al MFP prin care se urmărește îmbunătățirea lichidității, transparenței și predictibilității pe piața internă a titlurilor de stat este prezentat în Anexa.

5.2. Piețe externe

România a lansat emisiuni pe piețele internaționale de capital, atât în EUR cât și în USD, cu maturități cuprinse între 5 și 10 ani. Începând cu anul 2011, programul de emisiuni pe termen mediu (MTN) a devenit instrumentul prin intermediul căruia s-a asigurat accesul la finanțarea externă pe termen mediu și lung, în USD și EUR, acesta urmând să fie derulat în continuare, având în vedere că Guvernul intenționează să crească valoarea programului. În timp ce piața în USD oferă maturități mai lungi decât în cazul pieței în EUR, ratele de dobândă sunt așteptate să se mențină, pe termen mediu, la niveluri comparabile.

În continuare, prezența României pe piețele internaționale de capital favorizează diversificarea surselor de finanțare, atrăgând noi categorii de investitori, furnizând în același timp o referință transparentă și credibilă a prețului pentru riscul de țară, ceea ce facilitează accesul sectorului privat pe piețele externe. Ratele dobânzilor în următorii trei ani ar putea crește ușor conform ratelor forward furnizate de Bloomberg dar această creștere ar putea fi compensată parțial de îmbunătățirea cadrului macroeconomic și diminuarea corespunzătoare a primei de risc aferent României.

Emisiunile de euroobligațiuni pe piețele internaționale de capital sunt condiționate de riscul opririi subite a finanțării ("sudden stop"), risc ce se poate materializa în contextul exacerbării tensiunilor pe piețele financiare internaționale ca urmare a crizei datoriiilor suverane din Zona Euro și a efectelor de contagiune.

În paralel cu dezvoltarea curbei de randament a titlurilor de stat pe piața internă, MFP este interesat de menținerea unei curbe de randament pentru emisiunile externe denumite în EUR, în special pentru maturitățile cuprinse între 5 și 10 ani, și de consolidarea poziției deținute pe piețele internaționale de capital. Emisiunile de titluri pe piețele externe denumite în USD sau în alte valute vor avea un caracter ocazional, având în vedere avantajele oferite de aceste piețe.

Împrumuturile externe sunt în mod obișnuit contractate de la IFI, precum BIRD, BERD, BEI, JICA și alte instituții bilaterale. În cea mai mare parte, aceste împrumuturi sunt contractate în EUR, cu maturități pe termen lung și profiluri de rambursare în rate egale. Tragerile potențiale sunt estimate în funcție de sumele ramase de tras la finele anului 2012, progresele realizate în implementarea proiectelor, precum și de alocările bugetare pentru aceste proiecte. Costul asociat acestei finanțări este mai mic comparativ cu celelalte surse de finanțare în condițiile pieței, asigurând și acces la maturități mai lungi. Acest tip de finanțare necesită însă o perioadă mai lungă de pregătire a documentației și de aprobare a împrumutului, și prezintă incertitudine cu privire la momentul efectuării transferului valutar ținând cont de necesitatea îndeplinirii unor măsuri de reformă sau a unor condiționalități dacă acestea au fost atașate acestor împrumuturi.

Lichiditatea actuală de pe piețele externe care menține ratele de dobândă la niveluri minime istorice este așteptată să continue astfel până la finele lui 2013, având în vedere ritmul lent al economiei globale. Totuși, ca și în cazul instrumentelor de datorie de pe piața internă, ratele forward furnizate de Bloomberg indică faptul că ratele dobânzilor sunt așteptate să crească după anul 2014.

Sursele potențiale de finanțare de pe piața internă și externă, precum și ratele de dobândă estimate pentru fiecare instrument de datorie sunt prezentate în tabelul 6.

Tabelul 6: Condițiile financiare ale surselor potențiale de finanțare

	Maturitate/ Perioadă de grație (ani)	Rata dobânzii (%)			Valoare (miliarde valută)		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
<i>Piața internă</i>							
1. Certificate de trezorerie (lei)	6 luni și 1 an	5,0% - 5,5%	5,0%- 5,5%	4,8% - 5,3%	20-25	20-30	20-25
2. Obligațiuni de tip benchmark (lei)	Până la 1 5ani	5,5% 6,0%	5,3% 5,8%	5,1%, 5,6%	25-35	25-35	25-35
3. Obligațiuni (EUR)	3 ani	3,15%	3,0%	2,9%	1-2	1-2	1-2
<i>Piața externă</i>							
1. Program MTN - euroobligațiuni în EUR	Până la 10 ani	10 ani - 4,5%	10 ani-4,4%	10 ani- 4,5%	1-2	1-2	1-2.5
- euroobligațiuni în USD	10-30 ani	10 ani- 4,3%	10 ani-4,2%	10 ani- 4,1%	1-2	1-2	1-2.5
2. Împrumuturi de la IFI							
- BEI și BDCE (EUR)	15 ani/ 2-5 ani	3.1	3.3	3.5	0.3-0.8	0.6- 1.2	0.3-0.7
- BIRD (EUR)	10 ani	6L EURLIBOR + 0.5%			0.2-0.6	0.2- 0.4	0.2
- BERD (EUR)	8 ani	6L EURIBOR + 1%			0.0-0.1	0.1	
3. agenții bilaterale (JICA) (echiv. EUR)	22 ani/ 5 ani	1.6	1.6	1.6	0.0-0.1	0.0-0.1	0.1

Sursă: MFP

6. Analiză și linii directoare strategice

Liniile directoare strategice privind administrarea datoriei publice guvernamentale a României reflectă relația cost-risc asociată portofoliului actual²³ de datorie, planurile de dezvoltare a pieței interne în lei și programul macroeconomic pe termen mediu.

6.1. Date de intrare pentru analiză

În portofoliul actual de datorie expunerile la riscul de refinanțare și la riscul de rată a dobânzii sunt substanțiale în cazul datoriei interne, în timp ce expunerea la riscul valutar este mai puțin importantă, însă fără a fi neglijabilă, având în vedere incertitudinea legată de momentul adoptării monedei EUR.

²³ La 31.12.2012

Condițiile actuale de piață permit accesul relativ nelimitat la finanțarea pe termen mediu și lung în USD și EUR pe piețele internaționale de capital, în timp ce o creștere semnificativă a cererii de titluri de stat pe piața internă din partea investitorilor instituționali și a celor nerezidenți ar trebui să urmeze ca o consecință a majorării activelor fondurilor de pensii și companiilor de asigurări precum și a includerii României în indicii de referință pentru obligațiunile în moneda națională. În prezent, ratele dobânzilor pe piețele interne și externe înregistrează niveluri minime istorice și ar putea să se mențină la aceste niveluri în viitorul apropiat.

Proiecțiile macroeconomice din scenariul de bază indică faptul că necesarul net de finanțare în anul 2013 va fi comparabil cu cel din anul fiscal anterior, în timp ce o inflație mai mică și stabilă, împreună cu cursurile de schimb constante, pot facilita extinderea maturităților titlurilor de stat emise în monedă națională, și determina în același timp costuri mai reduse aferente finanțării externe comparativ cu sursele interne de finanțare.

Printre riscurile semnificative asociate ipotezelor privind cadrul macroeconomic din scenariu de bază se numără amplificarea crizei datoriiilor suverane, condițiile climatice nefavorabile, precum și potențiale ieșiri de capital. Adâncirea crizei din Zona Euro ar putea închide temporar accesul României pe piețele internaționale de capital, în timp ce condițiile climatice nefavorabile ar putea încetini și mai mult ritmul creșterii economice și antrena o creștere semnificativă a necesarului de finanțare guvernamental.

Pe baza acestor considerații, MFP a evaluat diverse alternative de finanțare. În primul rând, strategiile de finanțare care se bazează mai mult pe instrumentele denominate în lei au fost comparate cu strategiile bazate pe finanțarea în EUR pentru evaluarea analizei de tip cost-risc între datoria denominată în moneda națională și cea în valută. În al doilea rând, pentru a evidenția reducerea expunerii la riscul ratei dobânzii și la riscul de refinanțare asociate datoriei interne, s-a realizat o comparație între o strategie de finanțare bazată pe extinderea maturităților titlurilor de stat emise pe piața internă cu o strategie de finanțare alternativă care utilizează preponderent finanțare în valută. În al treilea rând, au fost simulate mai multe strategii de finanțare, cu diferite structuri valutare (EUR versus USD), pentru a obține informații privind impactul creșterii riscului valutar și alternativele de administrare a riscului valutar. În final, toate strategiile au fost testate pentru un necesar mai mare de finanțare care ar rezulta din materializarea riscurilor macroeconomice.

6.2. Procesul utilizat pentru analiză

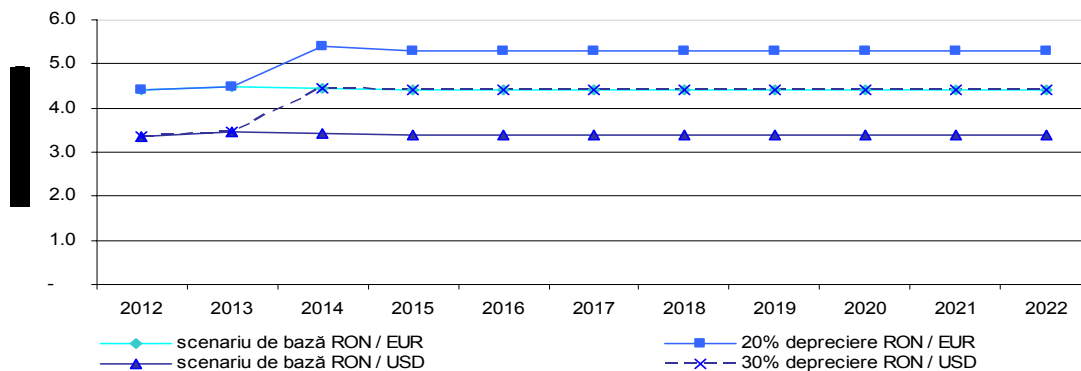
Strategiile de finanțare menționate anterior au fost comparate pe baza proiecțiilor serviciului datoriei în diferite scenarii alternative pentru ratele de dobândă și cursurile de schimb. Un scenariu de bază, determinat ca fiind cel mai probabil, a fost folosit pentru a calcula *costul estimat al strategiei* de datorie în timp ce *riscul, măsurat ca o creștere a costurilor*, a fost calculat folosind diverse scenarii de stres pentru ratele de dobândă și cursurile de schimb. Pentru a calcula costul strategiei au fost folosiți doi indicatori: ponderea datoriei în PIB și ponderea plăților de dobânzi în PIB, ambele calculate pentru finele celui de al treilea an de analiză, respectiv 2015.

Ipotezele avute în vedere în cadrul acestor scenarii sunt următoarele:

1. Cursul de schimb:

- în scenariul de bază cursurile de schimb utilizate sunt cele publicate de Comisia Națională de Prognoză, cu o ușoară depreciere în 2013 urmată de o ușoară apreciere în 2014 și 2015;
- principalul scenariu de șoc prevede o depreciere cu 20% a monedei naționale față de EUR și de 30% față de USD. Aceste ipoteze acoperă 90% din variațiile anuale ale monedei naționale, înregistrate în ultimii 4 ani.

Grafic 8: Scenariu de bază și primul scenariu de șoc



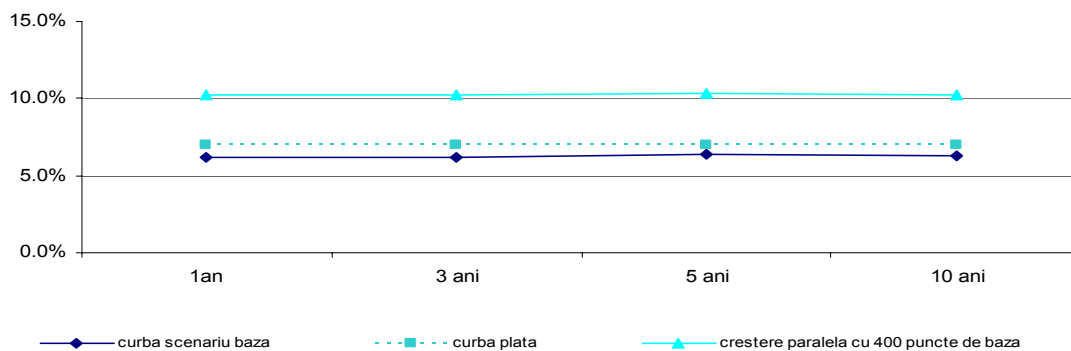
Sursă: MFP, CNP

- un scenariu de risc separat, cu aceeași depreciere față de USD însă o depreciere mai mică față de EUR (7%), a fost creat pe baza evoluției înregistrate în ultimii ani când volatilitatea cursului RON/USD a fost de patru ori mai mare decât cea a cursului RON-EUR (vezi graficul 5). Acest scenariu a fost utilizat pentru analiza unor strategii de finanțare cu structuri valutare diferite (EUR versus USD). Toate șocurile s-au aplicat pentru anul 2014.

II. A. Ratele dobânzilor pe piața internă:

- în scenariul de bază, ratele utilizate sunt ratele forward derivate din curba de randament pentru lei²⁴;
- scenariul de șoc prevede o creștere paralelă de 400 puncte de bază pe intervalul de analiză; acest ordin de mărime reflectă creșterile ratei inflației care au fost înregistrate în anii 2007 și 2010.
- scenariul de risc include aplatizarea curbei de randament la 7% presupunând o revenire economică rapidă însoțită de o întărire a politicii monetare, cu ratele de dobândă pe termen lung menținându-se la cele sugerate de ratele forward din Bloomberg pentru maturitățile lungi.

Grafic 9: Ratele de dobândă pentru titlurile de stat în lei în 2015



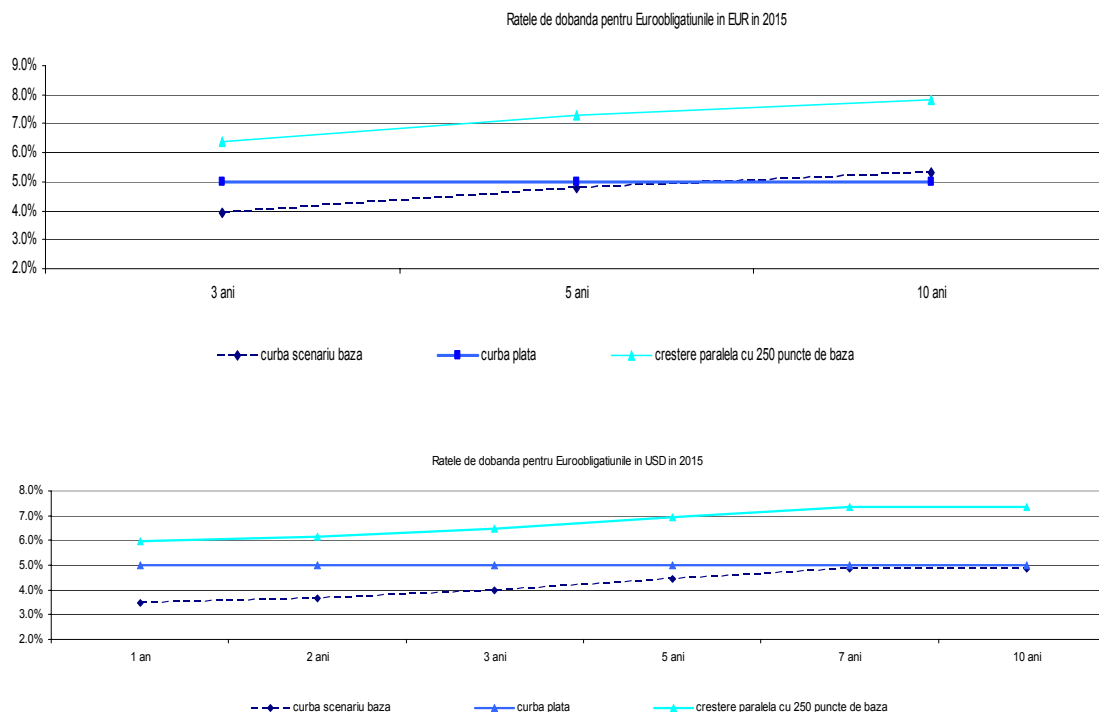
Sursă: MFP, Bloomberg

²⁴ Sursa: Bloomberg

B. Ratele dobânzilor externe:

- scenariul de bază: ratele pentru euroobligațiuni au fost estimate pe baza ratelor forward fără prime de risc (pentru obligațiunile emise de Trezoreria americană pentru USD și obligațiunile germane pentru EUR) plus prima de risc de țară: 225 puncte de bază pentru USD și 300 puncte de bază pentru EUR, ambele rămânând constante pe intervalul de analiză. Ratele dobânzilor pentru împrumuturile contractate de la IFI au fost estimate folosind ratele forward din Bloomberg pentru maturitățile instrumentelor utilizate plus o marjă medie de 50 puncte de bază.
- s-au folosit două scenarii de șoc. Primul, o creștere paralelă de 250 puncte de bază pentru toate instrumentele emise în condiții de piață; similar saltului indicelui JPMorgan (EMBIG) în perioada martie – iunie 2012. Deoarece această creștere reprezintă o amplificare a riscului de țară, ratele de dobândă pentru împrumuturile de la IFI nu sunt afectate. Al doilea scenariu, o aplatizare a curbelor la nivelurile presupuse ale ratelor forward pentru maturitățile mai lungi: aceasta ar putea fi de 5% atât pentru EUR cât și pentru USD. Ratele dobânzilor pentru împrumuturile contractate de la IFI au fost determinate prin ajustarea curbei aplatizate de 5% cu marja riscului de țară pentru EUR, respectiv pentru USD, la care s-a adăugat o marja medie de 50 puncte de bază pentru împrumuturile de la IFI.

Grafic 10: Ratele de dobândă pentru instrumentele în valută în 2015



Sursă: MFP, Bloomberg

6.3. Rezultatele analizei cost-risc

Monedă națională versus mix de valute: Analiza calitativă demonstrează faptul că strategiile bazate pe o finanțare mai mare în valute sunt mai puțin costisitoare și mai puțin riscante; acest lucru este adevărat atunci când se utilizează ca indicator de cost ponderea plăților de dobânzi în PIB. Trecerea de la o strategie în care finanțarea netă se face în întregime prin instrumente în monedă națională la o strategie în care finanțarea netă se face în întregime în valută conduce la o economie de aproximativ 0,10% a plăților de dobânzi în PIB în anul 2015. În eventualitatea unui șoc combinat pentru ratele de dobândă și cursuri de schimb, costul strategiei bazate pe valută crește cu 0,48% comparativ cu 0,54% în cazul strategiei care are la bază finanțarea preponderentă în lei. Însă, avantajul finanțării prin contractarea de datorie în valută dispăre atunci când se folosește ca indicator de cost ponderea datoriei în PIB: în timp ce finanțarea majoritară în valută conduce la o economie de 0,21% în termeni de datorie/PIB, aceeași strategie conduce la un plus de 0,33% în cazul în care șocul combinat pentru ratele de dobândă și cursurile de schimb se materializează. Cu toate acestea, întrucât proiecțiile macroeconomice arată o pondere a datoriei în PIB în scădere, ponderea plăților de dobânzi în PIB pare a fi un indicator de cost mai relevant și prin urmare finanțarea în valută tinde să fie preferată din perspectiva analizei cost-risc.

Abordarea profilului răscumpărilor de datorie în monedă națională preponderent pe termen scurt și mediu: Gestionarea expunerilor față de riscul de refinanțare și de rata dobânzii provenind din ponderea mare a certificatelor de trezorerie nu este prea costisitoare, având în vedere forma actuală a curbei de randament în lei și ratele forward din Bloomberg. O strategie prin care se extinde maturitatea medie rămasă (ATM) de la 2,4 ani în 2012 la 5,5 ani în 2015 majorează costul cu 0,01% din PIB, comparativ cu o strategie de finanțare care conduce la o extindere a maturității medii rămase (ATM) la 4,2 ani. Majorarea de cost este relativ mică, ținând cont de îmbunătățirea profilului răscumpărilor de datorie și protecția pe care o oferă față de o creștere subită și susținută a ratelor de dobândă pe termen scurt. Un lucru și mai important, extinderea maturității medii rămase reduce în mod semnificativ riscul de a întâmpina dificultăți la momentul refinanțării datoriei care a ajuns la scadență. Extinderea maturității medii rămase a portofoliului de datorie, prin emiterea de euroobligațiuni denominate în EUR pe maturități mai lungi, permite abordarea expunerilor față de riscul de rata dobânzii și de riscul de refinanțare într-un mod mai puțin costisitor, comparativ cu strategia de finanțare prin lansarea de titluri de stat în lei cu maturități mai lungi. Acest lucru rezultă din diferența de 100 până la 150 puncte de bază dintre ratele de dobândă ale emisiunilor de titluri de stat cu maturitatea la 10 ani pentru cele două valute (lei versus EUR) și confirmă rezultatele analizelor cost-risc descrise în paragraful anterior.

Structura portofoliului în valută: Cu privire la mix-ul de valute, rezultatele simulării arată o preferință clară pentru EUR față de USD, care își are originea în nivelurile randamentelor pentru aceste instrumente de datorie, coroborat și cu faptul că volatilitatea cursului RON/USD este semnificativ mai mare decât cea pentru RON/EUR. Un ușor avantaj al unei piețe mai lichide în USD, care se traduce într-o primă mai mică pentru obligațiunile în USD comparativ cu cele în EUR, este anulat de volatilitatea mai mare RON/USD. De exemplu, o simulare care compară o strategie în care 100% din finanțarea netă în următorii 3 ani este obținută în EUR, cu o strategie în care aceeași proporție de 100% este obținută în USD, conduce la următoarele rezultate: indicatorii de cost și de risc (folosind ca indicator ponderea plăților de dobânzi în PIB) în cazul strategiei în EUR sunt 1,62% și 0,09% din PIB, față de 1,60% și 0,13% din PIB în cazul USD. Avantajul strategiei în EUR crește în timp și este mai mare atunci când se utilizează ca indicator de cost ponderea datoriei în PIB. Indicatorii de cost și de risc, folosind ca indicator ponderea datoriei în PIB, în cazul strategiei în EUR sunt 35,3% și 2,1% din PIB, față de 35,3% și 2,9% din PIB în cazul USD.

6.4. Evaluarea rezultatelor prin prisma considerentelor macroeconomice și de dezvoltare a pieței

Prima constatare a analizei cost-risc privind moneda națională comparativ cu mix-ul de valute indică o preferință pentru datoria denominată în EUR emisă pe piețele internaționale de capital. Totuși, această constatare vine în contradicție cu nevoia de a dezvolta o sursă de finanțare de încredere care să protejeze Guvernul față de opriri subite ale fluxurilor de capital și să protejeze finanțele statului de riscul unei deprecieri masive a monedei naționale. Mai mult, dacă planurile de a dezvolta piața internă a titlurilor de stat se realizează, costul titlurilor de stat emise pe piața internă ar trebui să scadă, iar finanțarea în moneda locală să devină astfel mai atractivă.

A doua constatare privind strategiile prin care se extinde maturitatea medie rămasă a portofoliului de datorie internă este în întregime compatibilă cu dezvoltarea unei curbe de randament pentru titlurile de stat denumite în lei și cu dezvoltarea pieței secundare a titlurilor de stat. Așa cum s-a menționat, aceste strategii vor reduce expunerea portofoliului față de riscul de refinanțare mai mult decât vor majora costurile de finanțare și în măsura în care titlurile de stat cu maturități mai lungi de volume mari se vor tranzacționa mai activ, va exista o primă de lichiditate care va reduce și mai mult costurile de finanțare guvernamentale, determinând ca analiza cost-risc să devină mai relevantă. Trecerea la un profil de răscumpărare mai bine distribuit pe durata întregului portofoliu de datorie în lei este de asemenea în concordanță cu necesitatea de a răspunde la cerințe de finanțare mai mari, în cazul în care s-ar materializa riscurile asociate cadrului macroeconomic.

În ceea ce privește mix-ul de valute, cea de a treia constatare a analizei cost-risc, arată că există o aparentă contradicție între preferința în termeni de cost-risc pentru datoria denominată în EUR față de nevoia de a diversifica sursele de finanțare și folosirea avantajului unei piețe foarte lichide în USD. Această contradicție aparentă poate fi rezolvată prin utilizarea instrumentelor financiare derivate (swap-uri valutare), care decorează valuta emisiunii de expunerea valutară. Posibilitatea folosirii derivatelor financiare permite autorităților accesul ocazional la piețele în USD, pe fondul menținerii expunerii în EUR. Pentru un management activ și eficient al datoriei publice guvernamentale, MFP intenționează să utilizeze derivatele financiare (swap valutar și de rată a dobânzii) ca instrumente de administrare a riscurilor asociate portofoliului de datorie, precum și operațiuni pe piața secundară a titlurilor de stat (de tip bond exchange și de tip buy-back). În acest scop, MFP va crea cadrul metodologic și tehnic necesar utilizării acestor instrumente până la sfârșitul anului.

În final, Guvernul este în favoarea unei finanțări nete echilibrate în lei și în valută pentru a se putea baza cât mai mult posibil pe finanțarea de pe piața internă, permițând în același timp o diversificare a unor surse de finanțare de încredere, inclusiv accesul ocazional pe piețele internaționale de capital în alte valute decât EUR. Finanțarea în lei nu va putea fi utilizată peste capacitatea de absorbție a pieței interne care este limitată și din acest motiv este necesar ca piața internă a titlurilor de stat să fie dezvoltată în viitor după cum se prezintă în Anexă.

6.5. Linii directoare strategice

Următoarele linii directoare sunt exprimate ca ținte indicative stabilite pentru indicatorii principali de risc financiar: riscul de refinanțare, riscul ratei de dobândă și riscul valutar, care se reflectă în structura portofoliului de datorie ce corespunde cel mai bine obiectivelor privind administrarea datoriei publice guvernamentale.

Riscul valutar:

1. Guvernul va urmări realizarea unei finanțări nete echilibrate în lei și valută, menținând o pondere minimă de 40% a datoriei denuminate în moneda națională în total datorie publică guvernamentală. În măsura în care piața internă va permite, finanțarea în monedă locală va crește treptat, reflectând nevoia de a proteja Guvernul față de riscul opririi subite a finanțării externe și inversarea fluxurilor de capital. Însă, volumul emisiunilor de titluri de stat pe piața internă denuminate în lei trebuie să fie în concordanță cu progresele realizate în demersul de dezvoltare a acestei piețe.
2. Datoria în valută se va contracta predominant în EUR, iar limita minimă pentru ponderea datoriei în EUR în total datorie denumită în valută este stabilită la 70%. Datoria în valută cuprinde instrumente de piață emise pe piața internă și pe piețele internaționale, precum și împrumuturile contractate de la creditorii oficiali și alți creditorii.
3. România va accesa piețele internaționale de capital în USD sau alte valute atunci când condițiile financiare se vor dovedi atractive comparativ cu instrumentele denuminate în EUR. Ponderea datoriei denumită în alte valute decât EUR, nu va depăși 30% din portofoliul de datorie în valută.

Riscul de refinanțare

1. Guvernul va urmări o distribuție uniformă a răscumpărilor de titluri de stat/rambursărilor de rate de capital în contul împrumuturilor ce formează datoria publică guvernamentală, cu precădere pentru portofoliul datoriei în lei și de datorie internă, evitând în măsura în care este posibil concentrarea rambursărilor/refinanțărilor pe termen scurt. Se va urmări încadrarea ponderii datoriei scadente în termen de 1 an sub 45% pentru datoria în lei și sub 25% pentru total datorie. În măsura în care piețele vor permite, MFP va încerca în perioada de analiză să reducă gradual ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an.
2. Pentru a reduce concentrarea rambursărilor/refinanțărilor în contul datoriei publice guvernamentale, Guvernul, prin MFP, va depune eforturi pentru extinderea maturităților, în special a titlurilor de stat denuminate în lei. Maturitatea medie rămasă nu ar trebui să scadă sub 2,0 ani pentru datoria în lei și sub 4,0 ani pentru total datorie. În măsura în care piețele vor permite, MFP va încerca în perioada de analiză să extindă gradual maturitatea medie rămasă a datoriei în lei.
3. MFP va continua să mențină o rezervă financiară în valută la un nivel care să acopere necesitățile de finanțare pe o perioadă de patru luni și dacă piețele financiare permit să realizeze acoperirea în avans a necesităților de finanțare pentru a menține o poziție de lichiditate confortabilă.
4. Riscul de refinanțare va fi de asemenea diminuat prin linii de credit de tip preventiv atunci când condițiile acestora sunt considerate favorabile pentru portofoliul de datorie publică guvernamentală.

Riscul ratei dobânzii

1. Guvernul se va asigura că ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an rămâne la niveluri care nu expun bugetul de stat la riscuri nedorite determinate de creșterea ratelor de dobândă. Acest nivel nu ar trebui să depășească 45% pentru datoria în lei și 35% pentru total datorie.
2. Pentru a menține sub control riscul de rata de dobândă, perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii (ATR) nu trebuie să scadă sub 2,0 ani pentru datoria în lei și 3,5 ani pentru total datorie.

Tabelul 7: Ținte pentru principalii indicatori de risc

Expunerea la risc	Indicator	Ținte indicative
Riscul valutar	Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total) Ponderea datoriei în EUR în total datorie în valută (% din total)	min. 40% min. 70 %
Riscul de refinanțare	Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total) Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total) Maturitatea medie rămasă (ani) Maturitatea medie rămasă a datoriei în lei (ani)	max. 25% max. 45% în 2013 și mai scăzută ulterior min. 4 ani min. 2 ani în 2013 și mai mare ulterior
Riscul ratei dobânzii	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total) Ponderea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total) Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii (ani) Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în lei (ani)	max. 35% max. 45% în 2013 și mai scăzut ulterior min. 3.5 ani min. 2 ani în 2013 și mai mare ulterior

Sursă: MFP

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

Implementarea Strategiei 2013-2015 se va monitoriza lunar, prin urmărirea încadrării indicatorilor de datorie în țintele stabilite și publicarea acestora în Buletinul lunar al MFP, pe site-ul ministerului.

În conformitate cu prevederile Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare, strategia este revizuită anual sau ori de câte ori condițiile de piață și/sau necesitățile de finanțare o impun. Drept urmare, MFP va elabora Strategia revizuită pentru perioada 2014-2016 până la sfârșitul anului 2013.

Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat

Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat este un obiectiv strategic pe termen lung. O piață internă a titlurilor de stat dezvoltată și lichidă și o curbă de randament bine definită sunt pre-condiții pentru o piață financiară dezvoltată a sectorului privat. Acest lucru ajută la atenuarea șocurilor externe în economie și asigură soluții de finanțare de pe piața internă atunci când finanțarea de pe piețele externe devine dificilă și costisitoare.

Mai jos este prezentată o listă de acțiuni pentru creșterea eficienței, îmbunătățirea lichidității și sporirea transparenței pieței titlurilor de stat.

1. *Măsurile de creștere a eficienței* pieței titlurilor de stat presupun acțiuni atât pe piața primară cât și pe cea secundară, după cum urmează:

- 1.1. Consolidarea și extinderea curbei de randament pe piața internă a titlurilor de stat:
 - 1.1.1. Folosirea obligațiunilor de tip benchmark ca instrument principal de finanțare pe piața internă, prin redeschiderea menite să asigure lichiditatea și reprezentativitatea curbei de randament;
 - 1.1.2. Distribuția uniformă a obligațiunilor de tip benchmark pe curba de randament;
 - 1.1.3. Consolidarea, extinderea și promovarea sistemului de fixing organizat de BNR ca referință pentru piața internă a titlurilor de stat;
 - 1.1.4. Răscumpărarea emisiunilor de valoare mică, nelichide, care distorsionează curba de randament și înlocuirea acestora cu obligațiuni lichide de tip benchmark în urma unei evaluări a eficienței.
- 1.2. Diversificarea bazei de investitori prin majorarea ponderii investitorilor nerezidenți:
 - 1.2.1. Reuniuni periodice cu investitorii nerezidenți activi pe principalele piețe externe, inclusiv prin întâlniri ad-hoc la cererea acestora;
 - 1.2.2. Asigurarea unui volum considerabil pentru emisiunile externe, în așa fel încât acestea să devină eligibile pentru un număr mai mare de investitori;
 - 1.2.3. Ajustarea calendarului de emisiuni și a soluțiilor de finanțare pe baza semnalelor venite din partea investitorilor;
 - 1.2.4. Promovarea imaginii externe a României prin conferințe și seminarii dedicate investitorilor.
- 1.3. Reuniuni periodice cu investitorii și participanții pe piața primară și secundară a titlurilor de stat, axate pe teme legate de schimbul reciproc de informații și includerea cererilor investitorilor în programul de finanțare;
- 1.4. Introducerea unui sistem electronic de monitorizare a tranzacțiilor pe piața secundară, menit să îmbunătățească transparența, lichiditatea și să extindă baza de investitori;
- 1.5. Promovarea rolului titlurilor de stat ca instrument de finanțare prin operațiuni de tip bond-exchange și de tip sell-buy back;
- 1.6. Examinarea oportunității lansării unor noi instrumente de datorie solicitate de participanții pe piața (de ex. obligațiuni de stat indexate), precum și a unor instrumente de investiții dedicate populației, cu scopul de a lărgi baza de investitori, de a sprijini piața titlurilor de stat și de a promova un comportament de economisire pe termen lung.

2. *Printre măsurile de îmbunătățire a lichidității pieței titlurilor de stat care să ajute la reducerea randamentului titlurilor de stat se numără:*

- 2.1. Concentrarea lichidității titlurilor de stat într-un număr restrâns de obligațiuni de tip benchmark în valoare echivalentă de 1 – 1,5 miliarde euro, pe emisiune;

- 2.2. Utilizarea schimburilor de obligațiuni (bond-exchange) sau a operațiunilor de tip buy-back pentru răscumpărarea titlurilor de stat cu lichiditate redusă și înlocuirea acestora cu emisiuni mai lichide pe termen mediu și lung;
- 2.3. Operațiuni directe vânzare/cumpărare realizate de MFP pe piața secundară cu scopul de a crește lichiditatea, care să ajute MFP să construiască și să mențină un portofoliu de titluri de stat corespunzător Strategiei;
- 2.4. Realizarea de operațiuni repo și de colateral cu titluri de stat în scopul sprijinirii activităților formatorilor de piață;
- 2.5. Ajustarea calendarului de emisiuni ținând cont de cererile investitorilor;
- 2.6. Monitorizarea fluxurilor investițiilor străine pe piața titlurilor de stat și a deținerilor pe diverse categorii de investitori.

3. Măsurile avute în vedere pentru creșterea transparenței și predictibilității pieței titlurilor de stat includ:

- 3.1. Anual, actualizarea și publicarea strategiei de datorie publică guvernamentală, prezentând obiectivele, structura urmărită, țintele pentru indicatorii de risc și liniile directoare stabilite;
- 3.2. O politică de emisiuni transparentă, bazată pe un calendar anual și trimestrial, precum și prospecte de emisiune lunare care să conțină detalii privind fiecare licitație în parte. Conformarea la calendarul de emisiuni anunțat și prezentarea din timp a oricărei modificări în concordanță cu cererile investitorilor;
- 3.3. Un dialog permanent cu participanții la piața internă, pentru comunicarea cât mai devreme a acțiunilor avute în vedere de MFP;
- 3.4. Publicarea periodică și în timp util pe site-ul MFP (www.mfinante.ro) a informațiilor relevante pentru investitori în ceea ce privește volumul și compoziția datoriei;
- 3.5. Crearea pe platforma Bloomberg a unei pagini dedicate MFP având în vedere utilizarea pe o arie extrem de largă a acesteia de către majoritatea investitorilor nerezidenți;
- 3.6. Conferințe telefonice trimestriale cu comunitatea investitorilor străini și organizarea turneelor de tip non deal road shows pentru promovarea titlurilor de stat în rândul investitorilor internaționali.