



MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE

**STRATEGIA DE ADMINISTRARE A
DATORIEI PUBLICE
GUVERNAMENTALE**

2017-2019

Direcția Generală Trezorerie și Datorie Publică

București 2017

Cuprins

1. *Introducere*
 2. *Obiective și sfera de cuprindere*
 3. *Descrierea portofoliului de datorie publică guvernamentală*
Evoluția datoriei publice guvernamentale
Riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2016
 4. *Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în anul 2016 și în primele 4 luni ale anului 2017 și așteptările pe termen mediu*
 Piața internă
 Piața externă
 Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2017 - 2019
 5. *Cadrul macroeconomic în România*
 Riscuri aferente proiecțiilor inițiale
 Implicații de politică la nivel macroeconomic
 6. *Analiză și linii directoare strategice*
 Implicațiile analizei portofoliului existent de datorie publică guvernamentală, a cadrului macroeconomic și contextului de piață asupra managementului datoriei publice guvernamentale
 Rezultatele analizei cu privire la strategiile alternative de administrare a datoriei
 Linii directoare strategice
- Anexe*
1. *Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat*
 2. *Politica de îmbunătățire a administrării lichidităților și măsurile ce urmează a fi luate*

Acronime

ATM	Durata medie până la scadență (ani)
ASF	Autoritatea de Supraveghere Financiară
ATR	Durata medie până la schimbarea ratei de dobândă variabilă (ani)
BCE	Banca Central Europeană
BDCE	Banca de Dezvoltare a Consiliului Europei
BEI	Banca Europeană de Investiții
BERD	Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BIRD	Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BNR	Banca Națională a României
CNP	Comisia Națională de Prognoză
DP	Dealeri primari
EMBIG	Indicele JP Morgan pentru Obligațiuni Guvernamentale pe Piețele Emergente
FED	Sistemul Federal de Rezerve al Statelor Unite ale Americii
FEGA	Fondul European de Garantare Agricolă
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
NSRF	Facilitatea de finanțare a cadrului strategic național de finanțare
PIB	Produsul Intern Brut
PNDR	Programul Național de Dezvoltare Rurală
UE	Uniunea Europeană

1. Introducere

Prezenta Strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale aferentă perioadei 2017-2019 (denumită în continuare „Strategie”) reprezintă o continuare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2016-2018 și a fost realizată în conformitate cu bunele practici internaționale definite în Liniile directe ale Băncii Mondiale și FMI referitoare la elaborarea strategiilor de datorie publică¹ și în consultare cu BNR.

Ca și în cazul edițiilor anterioare, Strategia revizuită pentru orizontul de timp 2017-2019 este în concordanță cu indicatorii bugetari² prevăzuți în Strategia Fiscal-Bugetară 2017-2019 și se axează exclusiv pe structura portofoliului datoriei publice guvernamentale, cu precădere pe acele aspecte care intră în competența și responsabilitatea administratorului de datorie publică guvernamentală³. Prin urmare, 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 asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale; și
- Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat.

Implementarea Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale în anul 2016

În anul 2016, toți indicatorii de risc s-au încadrat în limitele stabilite prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale 2016 – 2018, după cum rezultă din prezentarea riscurilor financiare în tabelul de mai jos:

Tabel 1: Indicatorii de risc la sfârșitul anilor 2015 și 2016

Indicatori *	31/12/2015 **	31/12/2016 ***	Ținte indicative conform Strategiei 2016-2018
<i>A. Riscul valutar</i>			
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	42,7%	45,7	40% (minim) – 60%
Ponderea datoriei publice guvernamentale în Euro în total datorie în valuta (% din total)	80,6%	80,8	80% (minim) – 95%
<i>B. Riscul de refinanțare</i>			
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	18,0%	13,0%	15% - 25% (maxim)
Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total)	28,0%	22,0%	20% - 30% (maxim)
Maturitatea medie ramașă pentru total datorie (ani)	5,7	5,8	5,5 ani (minim) – 7,0 ani
Maturitatea medie ramașă a datoriei în lei (ani)	3,4	3,8	3,0 ani (minim) – 5,0 ani
<i>C. Riscul de rată de dobândă</i>			
Ponderea datoriei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	23,0%	16,0%	15% - 25% (maxim)
Ponderea datoriei în lei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	28,0%	20,0%	20% - 30% (maxim)
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	5,7	5,9	5,0 ani (minim) – 6,5 ani
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	3,4	3,8	3,0 ani (minim) – 5,0 ani

* nu includ împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului. ** pentru anul 2015 au fost avute în vedere țintele indicative stabilite prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale 2015 -2017. *** date preliminare.

Sursa: MFP

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

² Calculați pe baza proiecțiilor principalilor indicatori macroeconomici din prognoza de primăvară 2017 elaborată de CNP.

³ În consecință, acest document evită asumarea unor ținte de politică fiscală de tip pondere datorie în PIB sau costul datoriei în PIB, deoarece primul indicator depinde de țintele bugetare de deficit, iar al doilea depinde de țintele bugetare de deficit și de evoluția piețelor, ambele fiind în afara sferei de control a administratorilor de datorie publică.

Linii directoare strategice pentru perioada 2017-2019

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2017-2019:

1. Finanțarea netă preponderent în monedă națională, care să faciliteze în continuare dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și totodată să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne, și, în general de cererea pentru instrumentele de datorie în lei⁴.
2. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, evitând pe cât posibil concentrarea rambursărilor de rate de capital/refinanțării de titluri de stat pe termen scurt.
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută⁵ și eventual prin alte instrumente în funcție de condițiile și termenii acestora.
4. 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, avându-se în vedere extinderea maturității medii a portofoliului de datorie guvernamentală, precum și raportul cost/risc asociat acesteia și diversificarea bazei investiționale.
5. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în Euro.
6. Emisiunile pe piața internă în Euro vor fi avute în vedere doar în contextul cererii specifice exprimate de investitorii locali în lipsa unor instrumente alternative de plasament, în condițiile unui raport maturitate/cost avantajos.
7. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin limitarea ponderii datoriei 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.
8. Utilizarea instrumentelor de finanțare oferite de către instituțiile financiare internaționale avându-se în vedere termenii și condițiile avantajoase oferite de acestea.

Aceste principii sunt exprimate ca intervale⁶ 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 denominate în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 45% (minim) - 60%.
2. menținerea ponderii datoriei denominate în Euro în total datorie denominată în valută în intervalul 80%(minim) - 95%.

- *pentru administrarea riscului 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 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.
2. maturitatea medie rămasă ar trebui menținută între 3,5 ani (minim) și 5,0 ani pentru datoria în monedă națională și între 5,5 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală.

⁴ Pe lângă cererea internă pentru titlurile de stat în lei, nerezidenții pot juca un rol important atât în ceea ce privește volumele plasate pe piața internă, cât și structura pe maturități în procesul de finanțare, având în vedere apetitul ridicat al acestora pentru titlurile de stat cu maturități pe termen mediu și lung.

⁵ Rezerva în valută trebuie să acopere un număr de luni aferent necesarului brut de finanțare, care în prezent este stabilit la 4 luni din necesarul brut de finanțare.

⁶ 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).

3. menținerea unei rezerve financiare în valută⁷ la un nivel confortabil, astfel încât să fie diminuate riscurile aferente perioadelor caracterizate de o volatilitate ridicată pe piețele financiare.

- pentru administrarea riscului ratei dobânzii

1. ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an să rămână între 20% și 30% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.
2. menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei dobânzii între 3,5 ani (minim) și 5 ani pentru datoria în moneda națională și între 5,5 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală.

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 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 monedă 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 2⁸ acoperă strategia de administrare a lichidităților.

3. Descrierea portofoliului datoriei publice guvernamentale⁹

Evoluția datoriei publice guvernamentale

La sfârșitul anului 2016, datoria publică guvernamentală a fost de 281,8 miliarde lei, reprezentând 37,0% din PIB, pe fondul unei creșteri economice de 4,8% din PIB în condițiile unui deficit al bugetului general consolidat de 2,4% din PIB.

Ca urmare a strategiei adoptate în ultimii ani, de finanțare a deficitului bugetar preponderent prin emiterea de titluri de stat pe piața internă, dar și a creșterii cererii

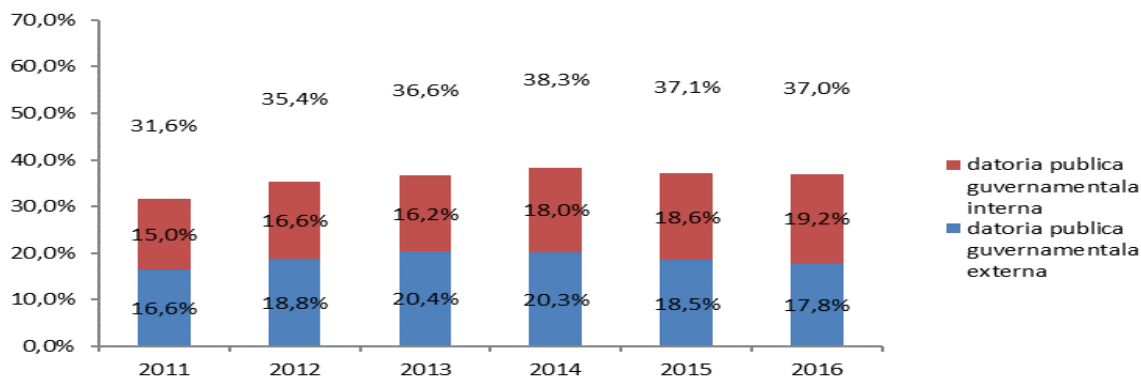
⁷ Rezerva financiară în valută reprezintă disponibilitățile în valută la dispoziția Trezoreriei Statului - care în prezent acoperă aprox 4 luni din necesarul brut de finanțare aferent unui an.

⁸ 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.

⁹ Date preliminare conform legislației naționale, nu include finanțarea temporară.

investitorilor rezidenți pentru euroobligațiunile românești, structura datoriei guvernamentale după criteriul rezidenței s-a modificat semnificativ în favoarea datoriei guvernamentale interne în perioada 2013-2016, datoria publică guvernamentală existentă la sfârșitul anului 2016, fiind în pondere de 52,0% contractată de creditori rezidenți și 48,0% de creditori nerezidenți.

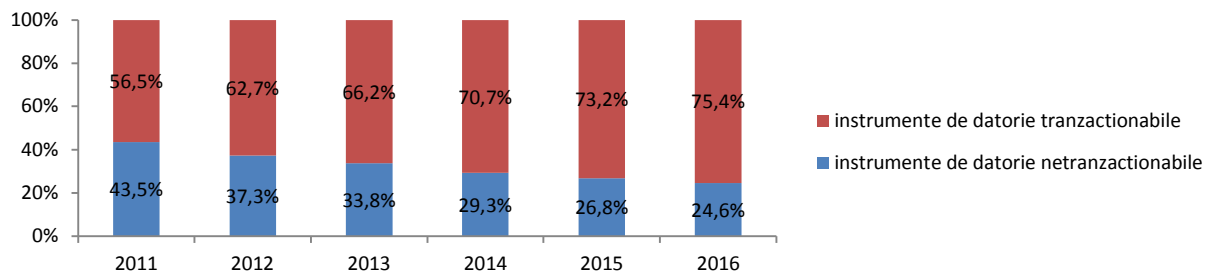
Grafic 1: Datoria publică guvernamentală după criteriul rezidenței creditorului (% din PIB)



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 datorie netranzaționabilă (formată din împrumuturi externe contractate de la instituțiile financiare internaționale) până în anul 2009, în unul în care se regăsește un număr tot mai mare de instrumente de datorie tranzaționabile (emise în principal în monedă națională).

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



Sursa : MFP

Comparativ cu împrumuturile de stat a căror pondere a fost de 24,6% în total datorie publică guvernamentală, ponderea titlurilor de stat emise pe piețele interne și internaționale a reprezentat 75,4% din total datorie publică guvernamentală, din care 45,6% sunt titluri de stat emise pe piața internă și 29,8% cele emise pe piața 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 timp ce datoria externă este alcătuită în principal din obligațiuni emise pe piețele internaționale de capital și împrumuturi contractate de la instituții financiare internaționale. În structura datoriei externe se regăesc titlurile de stat emise pe piața internă deținute de nerezidenți în timp ce în structura datoriei interne se regăesc euroobligațiunile deținute de către rezidenți.

Grafic 3: Structura datoriei după criteriul rezidenței creditorului și instrumente de datorie

Instrumente de datorie internă

Instrumente de datorie externă



Sursa : MFP

Costurile, exprimate ca rate medii ale dobânzii¹⁰, au scăzut în 2016, ca urmare a unor rate mai scăzute ale dobânzii, în special aferente datoriei interne. Datoria în monedă națională la sfârșitul lui 2016 rămâne mai costisitoare decât datoria în valută¹¹ așa cum reiese din tabelul 2, însă scăderea costului mediu cu dobândă aferentă datoriei în monedă națională este mult mai accentuată fiind de aprox. 20% față de sfârșitul anului 2015, în condițiile scăderii pronunțate a randamentelor aferente titlurilor de stat în lei emise pe piața internă.

Tabelul 2: Costul datoriei contractate direct de Guvern, prin MFP, pe tipuri de instrumente¹²

	31.12.2015	31.12.2016
Rata medie de dobândă a datoriei publice guvernamentale (%)	4,1	3,7
<i>1. în moneda națională, din care</i>	5,0	4,1
a. Certificate de trezorerie cu maturitatea de 1 an	1,2	0,8
b. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 1 și 5 ani	5,0	4,0
c. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 5 și 10 ani	5,9	5,5
<i>2. în valute, din care:</i>	3,6	3,3
a. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 10 ani	4,2	3,6
b. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 3-5 ani	4,0	4,2
e. EUR multilateral	2,6	2,5
f. Obligațiuni în USD cu maturitatea de 30 ani	5,9	5,7
g. USD multilateral	1,7	1,8

Sursa : MFP

Ponderea încă semnificativă a împrumuturilor de la instituțiile 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 denominate în Euro sunt emise cu randamente nominale mai mici în comparație cu cele aferente titlurilor de stat emise în moneda națională și în dolari (fără considerarea impactului riscului valutar asupra costurilor), după cum reiese din graficul 4. În cea mai mare parte a anului 2016, costurile aferente finanțării în lei de pe piața internă s-au menținut ușor peste nivelurile aferente costurilor finanțării în dolari pe maturități similare, tendința inversându-se spre sfârșitul anului pe fondul deciziei FED de majorare a dobânzii. În contextul randamentelor avantajoase oferite de euroobligatiunile în Euro, coroborate cu

¹⁰ S-au calculat ca raport între plățile preconizate ale dobânzii pentru anul 2017 și soldul existent la finele anului 2016 pentru fiecare instrument de datorie în parte.

¹¹ Excluzând influențele datorate riscului valutar care pot schimba în cazul unei deprecieri a monedei naționale costul datoriei în valută (dobanzile aferente datoriei în valută) în mod semnificativ.

¹² Tabelul prezintă ratele medii ale dobânzii pentru instrumentele de datorie selectate, agregate din toate instrumentele de datorie ce formează portofoliul de datorie publică guvernamentală.

obiectivul MFP privind menținerea ponderii datoriei denuminate în Euro în total datorie în valută în intervalul 80-95%, emisiunile pe piețele externe în 2016 s-au realizat exclusiv în Euro.

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



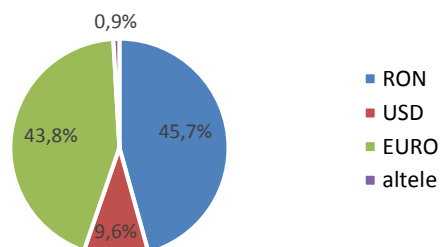
Sursa: MFP

Riscurile asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2016

Riscul valutar

La sfârșitul anului 2016, 54,3% din portofoliul datoriei publice guvernamentale era denominat în valută. Aceasta reprezintă o pondere mare atât comparativ cu alte state membre UE care nu au adoptat moneda unică europeană, cât și cu state cu rating similar la nivel global. Chiar dacă 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 Euro¹³ fac ca riscul aferent acestei expuneri să fie mai ușor de administrat. Mai mult, politica menținerii unei rezerve în valută are în vedere limitarea riscului valutar aferent rambursărilor datoriei în valută, această rezervă fiind utilizată în mod direct la plățile serviciului datoriei publice guvernamentale în valută.

Grafic 5: Structura datoriei pe tipuri de valute

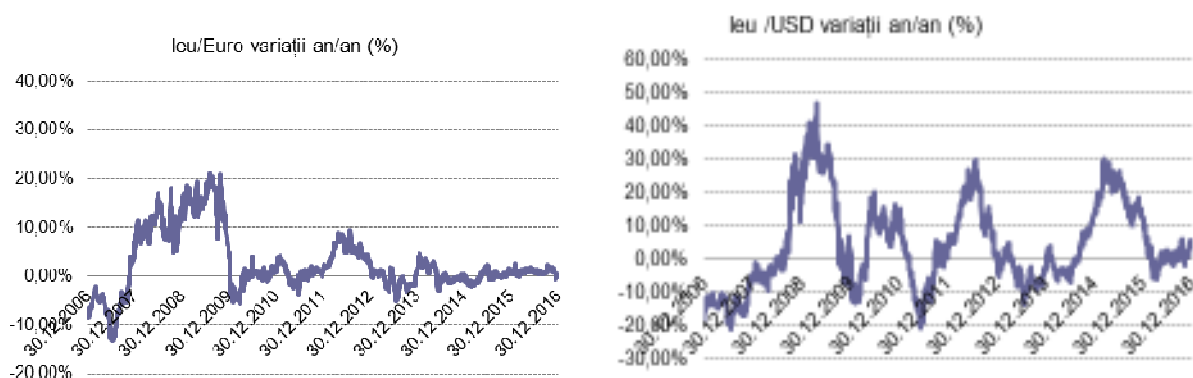


Sursa: MFP

¹³ 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.

După cum reiese din graficul 6, în ultimii 3 ani, volatilitatea cursului de schimb leu/USD a fost de circa patru ori mai mare față de cea a cursului de schimb leu/Euro, ceea ce face ca datoria contractată în USD să prezinte un grad de risc semnificativ mai ridicat decât cea contractată în Euro. În 2016, USD s-a apreciat puternic comparativ cu celelalte valute și îndeosebi față de Euro, atingând la sfârșitul lui 2016 nivelul maxim din 2002, susținut de semnele de consolidare a economiei americane și de interesul sporit al investitorilor pentru activele americane. În ultima parte a anului ca urmare a deciziei FED de majorare a intervalului de evoluție a dobânzilor de intervenție cu un sfert de punct procentual¹⁴, așteptările pieței sunt de o paritate 1:1, până la sfârșitul anului 2017, această evoluție fiind influențată de semnalele de politică economică ale administrației Trump.

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



Sursa: MFP, BNR

În cazul unor scenarii pesimiste, de exemplu o depreciere a monedei naționale față de Euro cu 10% și față de USD cu 30% în 2017 ar conduce la creșterea stocului datoriei cu 21,5 miliarde lei sau cu 2,6% din PIB și la o creștere a plăților în contul serviciului datoriei (include rambursările de rate de capital/ refinanțările de titluri de stat și plățile de dobânzi) cu 1,9 miliarde lei sau cu 1,0% din veniturile administrației publice centrale¹⁵. În consecință, expunerea la riscul valutar poate fi considerată moderată.

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 4 - 5 ani, deși tendința este de ajustare a graficului de rambursare cu efect de diminuare a riscului de refinanțare pe termen mediu și lung. Concentrarea rambursărilor pe termen scurt se observă mai ales la nivelul datoriei interne¹⁶ și reflectă importanța certificatelor de trezorerie în finanțarea guvernamentală, ajungând la sfârșitul anului 2016 să fie în valoare de 11,7 miliarde lei. De asemenea, politica de construire a unor serii lichide de obligațiuni benchmark, pe o paletă de maturități medii și lungi, care sprijină consolidarea și extinderea curbei randamentelor în lei induce un risc de refinanțare la scadența acestora, aceste serii fiind redeschise până la consolidarea unei sume de până la echivalentul a 2 miliarde Euro. De exemplu, în lunile iunie-iulie ale anului 2017, vor fi scadente doua emisiuni de obligațiuni benchmark în valoare de aprox. 16 miliarde lei. Refinanțarea acestor obligații, deși în

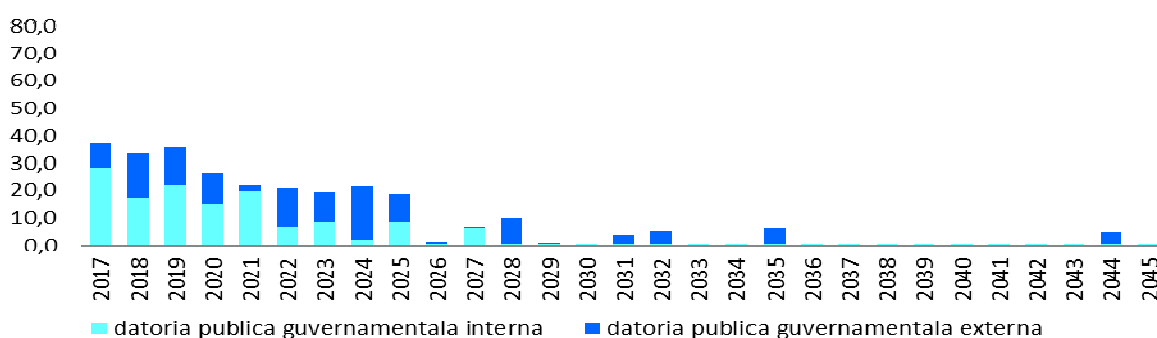
¹⁴ În luna martie 2017, FED a majorat dobânda de intervenție cu încă 0,25 pp, în intervalul 0,75 – 1,0%.

¹⁵ Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

¹⁶ După piața emisiunii.

scădere¹⁷, ar putea reprezenta o provocare în procesul de finanțare de pe piața internă, în condițiile în care băncile comerciale, care sunt încă cel mai important segment investițional pentru titlurile de stat în lei (deținând aprox 48% din piața titlurilor de stat în lei aferent unui nivel de peste 20% din activele sistemului bancar) ar putea găsi plasamente alternative și mai profitabile odată cu creșterea cererii pentru finanțarea sectorului privat. Pe de altă parte, se observă trendul descrescător al deținerilor băncilor comerciale față de creșterea deținerilor altor clase de investitori instituționali, cum ar fi fondurile de pensii private. De asemenea, trebuie remarcat faptul că titlurile de stat sunt de departe cel mai lichid instrument disponibil pe piețele financiare interne, fiind și cel mai lichid instrument eligibil pentru operațiunile de piață monetară. 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 ca urmare a extinderii maturității medii rămase pentru portofoliul de datorie externă pe fondul emiterii de euroobligatiuni cu maturități lungi și foarte lungi (până la 30 de ani).

Graficul 7: Rambursările de rate de capital aferente datoriei publice guvernamentale la sfârșitul lui 2016



Sursa: MFP

Profilul rambursării datoriei determină o durată medie rămasă (ATM) de 5,8 ani: 3,8 ani pentru datoria denominată în monedă națională și 7,0 ani pentru datoria denominată în valută.

Tabelul 3: Indicatori privind riscul de refinanțare

Indicatori	2015			2016		
	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)	28,0	13,0	18,0	22,0	6,0	13,0
Maturitatea medie rămasă (ani)	3,4	6,6	5,7	3,8	7,0	5,8

Sursa: MFP

Gestionarea riscului de refinanțare/lichiditate al emisiunilor de obligațiuni atât în lei, cât și în valută este realizată și prin politica menținerii unei rezerve financiare în valută care este dimensionată la 4 luni din necesarul brut de finanțare.

¹⁷ Ponderea necesarului de refinanțat în PIB la nivel guvernamental a scăzut în mod constant în ultimii ani ajungând până la nivelul de 6,7% în PIB la sfârșitul anului 2016.

Pentru îmbunătățirea managementului datoriei publice și evitarea presiunilor sezoniere pentru asigurarea surselor de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale, începând cu anul 2010, MFP a constituit o rezervă financiară (buffer) în valută, care la sfârșitul anului 2016 a fost de 6,0 miliarde Euro, reprezentând 3,6% din PIB, și acoperind cca 4,8 luni din necesarul brut de finanțare.

Tabel 4: Evoluția datoriei publice guvernamentale brute și nete (% din PIB)

	2013	2014	2015	2016
Datoria publică guvernamentală brută (% PIB)*	36.6	38.3	37.1	37.0
Rezerva financiara (%PIB)	3,9	4,6	3,7	3,6
Datoria publică guvernamentală netă (% PIB)	32.7	33.7	33.4	33.4

*) nu include finanțarea temporară

Sursa : MFP

Riscul de rată de dobândă

Dat fiind că doar o mică parte din datorie este datorie contractată cu rate variabile (vezi Tabelul 5) și urmare strategiei de extindere a duratei portofoliului de datorie, riscul de rată a dobânzii și cel de refinanțare sunt moderate, prezentând caracteristici diferite prin prisma indicatorilor specifici acestor riscuri, dacă se au în vedere în mod distinct portofoliile de datorie în lei și în valută. Pe de o parte, ponderea încă semnificativă a datoriei pe termen scurt în totalul datoriei guvernamentale în lei induce un risc de refinanțare și de dobândă mai ridicat pentru acest portofoliu. Pe de altă parte, expunerea la riscul de dobândă este diminuată pentru portofoliul de datorie în valută ca urmare a faptului că emisiunile de euroobligatiuni și împrumuturile de la instituțiile financiare internaționale cu scadențe pe termen lung și foarte lung și o rată fixă de dobândă au reprezentat partea majoritară a acestei datorii la sfârșitul anului 2016. Astfel, o creștere cu 1 punct procentual a ratelor de dobândă în 2017 va conduce la creșterea plăților în contul serviciului datoriei cu 1,3 miliarde lei, respectiv cu 0,6% din veniturile administrației publice centrale¹⁸ pentru datoria în moneda națională, și cu 1,5 miliarde lei, respectiv cu 0,8% din veniturile administrației publice centrale pentru datoria în valută.

Tabelul 5: Indicatori privind riscul ratei de dobândă

Indicatori	2015			2016		
	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)	89,1	81,0	84,7	93,8	86,3	89,7
Ponderea datoriei care își modifică dobânda într-un an (% din total)	28,0	10,0	23,0	20,0	14,0	16,0
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani)	3,4	7,3	5,7	3,8	7,2	5,9

Sursa: MFP

¹⁸ Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

Față de cele prezentate, se poate concluziona că riscul de refinanțare și cel al ratei dobânzii aferente datoriei denominate în moneda națională, deși continuă tendința de scădere, sunt în continuare riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale care nu trebuie neglijate, în timp ce expunerea la riscul valutar este mai ușor de administrat. Trebuie, de asemenea, menționat faptul că politica menținerii unei rezerve financiare în valută are în vedere limitarea riscurilor de refinanțare și de lichiditate, dar și de rată de dobândă și riscul valutar pentru scadențele în valută.

4. Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în anul 2016 și în primele 4 luni ale anului 2017 și așteptările pe termen mediu

Piața internă

Evoluția pieței interne în 2016 și în primele 4 luni ale anului 2017

Ca urmare a strategiei consecvente de-a lungul ultimilor ani de dezvoltare a pieței titlurilor de stat, coroborată cu un context de piață favorabil, în anul 2016, piața internă a titlurilor de stat a înregistrat în continuare evoluții pozitive, demonstrându-și reziliența la perioadele de volatilitate generate de factori externi.

În primul semestru al anului 2016, randamentele titlurilor de stat românești au urmat un trend descendent, dat fiind, pe de o parte, contextul favorabil din zona euro caracterizat prin menținerea politicii acomodative din partea BCE, care a continuat programul de achiziții de active în eforturile de relansare a activității economice în zona euro, dobânzile obligațiunilor de referință din zona euro intrând în teritoriu negativ, iar pe de altă parte, contextul local caracterizat de îmbunătățirea fundamentelor macroeconomice.

Efectele deciziei Marii Britanii cu privire la Brexit din 23 iunie 2016, au fost de scurtă durată, ulterior acesteia, randamentele, în special cele pe termen mediu și lung, înregistrând scăderi accentuate. Astfel, imediat după publicarea rezultatelor referendumului din Marea Britanie, randamentele pe maturități medii și lungi au înregistrat o creștere ușoară de aprox. 10 puncte de bază, dar în decurs de o săptămână nivelurile acestora s-au situat cu aprox. 20 puncte de bază sub cele înregistrate înainte de referendum.

Rezultatul alegerilor din SUA din luna noiembrie și anunțarea unor măsuri semnificative de stimulare fiscală de către administrația Trump, în scopul stimulării creșterii economice care ar genera creșterea inflației au condus la creșterea dobânzilor pe piața americană și a dobânzilor la nivel global, ceea ce s-a reflectat și în creșterea nivelului randamentelor titlurilor de stat românești spre sfârșitul anului 2016.

Așa cum rezultă din graficul 8, la sfârșitul anului 2016 ratele dobânzilor aferente titlurilor de stat românești pe termen mediu și lung s-au situat sub nivelurile de la sfârșitul anului 2015, dar în primele 4 luni din anul 2017 se înregistrează o tendință de creștere comparativ cu sfârșitul anului 2016.

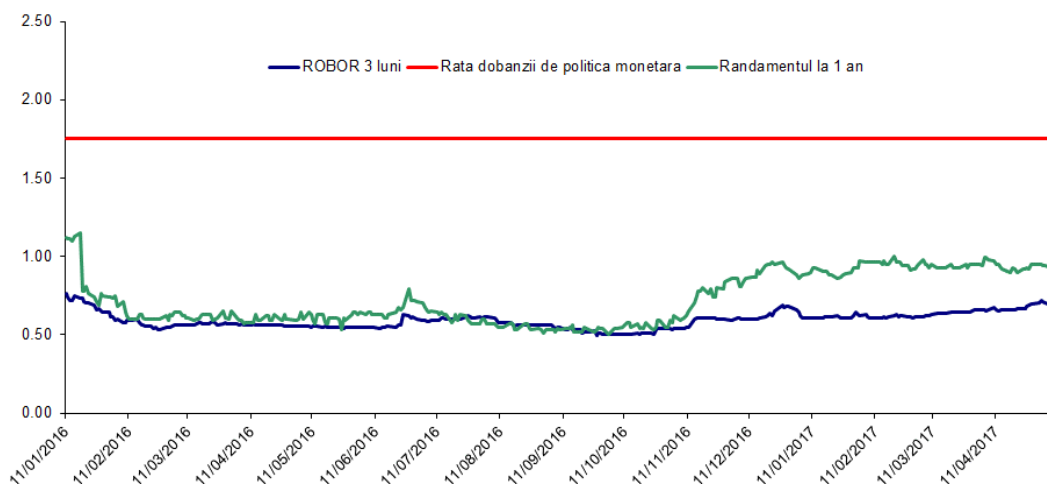
Grafic 8 : Evoluția randamentelor pe piața secundară internă



Sursă: MFP

Pe întreg parcursul anului 2016, BNR a menținut rata de politică monetară la nivelul de 1,75%, dar a redus în două etape rata rezervei minime obligatorii pentru pasivele în valută, în luna ianuarie de la 14% la 12% și în luna septembrie, la 10%, în luna mai 2017 nivelul acestuia fiind redus la 8%.

Grafic 9: Rata dobânzii de politică monetară vs ROBOR la 3 luni și randamentele la 1 an



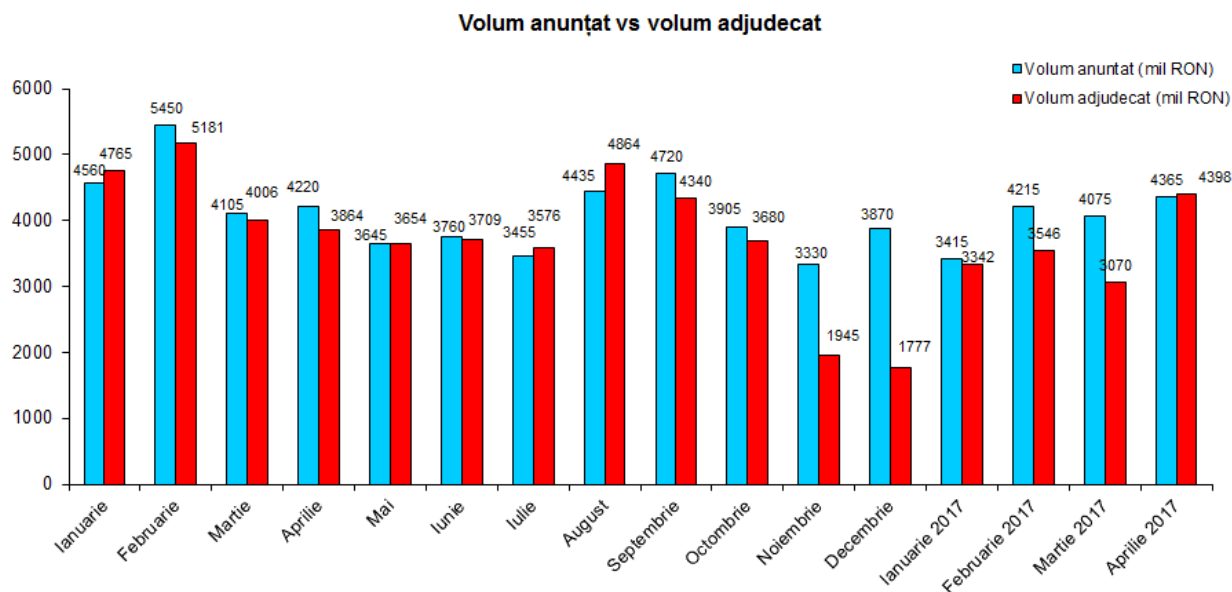
Sursa: MFP, BNR

Prezența titlurilor de stat românești în indicii JPMorgan și Barclays continuă să aibă o influență pozitivă asupra pieței locale și menținerii interesului din partea investitorilor. La sfârșitul lunii aprilie 2017, 10 serii de obligațiuni de stat românești erau incluse în indexul GBI-EM Global Diversified Investment Grade, cu o pondere de aproximativ 4,68%, și 14 serii în indexul Barclays EM Local Currency Government Index, cu o pondere de 1,22%.

Politica de emisiuni de titluri de stat a fost una predictibilă și flexibilă adaptată la cerințele mediului investițional. Majoritatea licitațiilor au fost adjudecate în totalitate (a se vedea graficul 10), la licitațiile pe termen lung fiind acceptate chiar volume superioare celor anunțate, fiind utilizate ferestrele de oportunitate caracterizate prin randamente favorabile în scopul extinderii maturității medii reziduale a portofoliului de datorie publică guvernamentală. Lunile noiembrie și decembrie 2016 au fost marcate de o serie de evenimente atât în plan extern (alegerile în SUA, creșterea dobânzii de referință de către

FED cu 0,25%, referendumul din Italia privind reformele constituționale), cât și în plan intern (alegerile parlamentare din 11 decembrie) care au generat perioade de volatilitate și drept urmare, o serie de licitații au fost adjudecate parțial sau respinse, evitându-se astfel presiunile pe termen scurt asupra curbei randamentelor. De asemenea, în cursul lunilor februarie și martie 2017, dat fiind contextul de piață volatil, datorat în principal unor factori conjuncturali de scurtă durată, independenți de piața financiară locală, o serie de emisiuni au fost respinse sau adjudecate parțial, iar la altele sumele adjudecate au fost superioare celor anunțate inițial în cadrul licitațiilor.

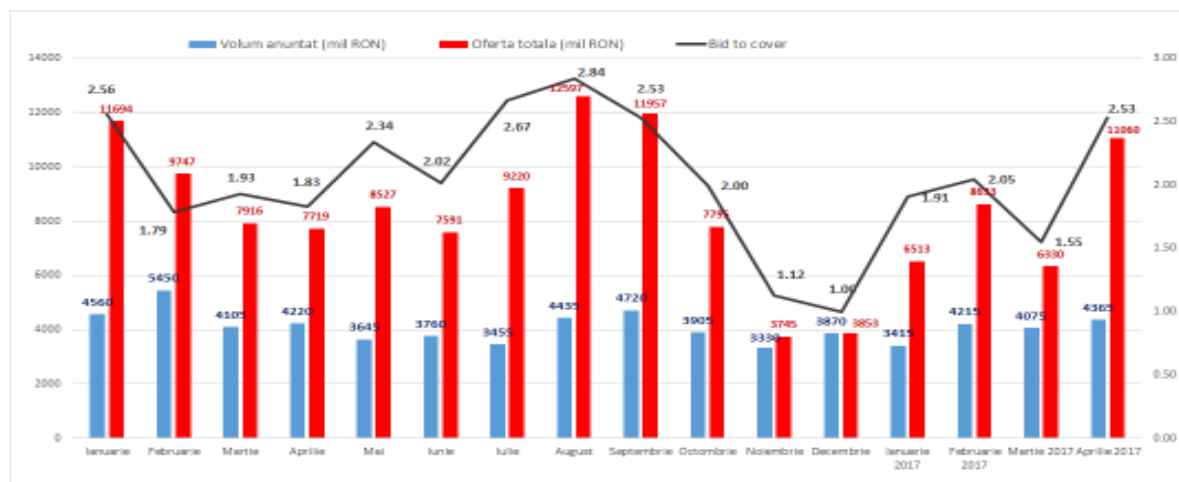
Grafic 10: Volum anunțat vs volum adjudecat în perioada ianuarie 2016 - aprilie 2017



Sursa: MFP

Așa cum rezultă din graficul 11, în general, cererea totală din partea investitorilor a fost în medie de cca 2 ori mai mare decât volumul anunțat, confirmând astfel interesul acestora pentru titlurile de stat românești, cu excepția ultimelor două luni din anul 2016, ulterior apetitul investitorilor revenind gradual în cursul anul 2017.

Grafic 11: Cererea și oferta de titluri de stat pe piața primară în perioada ianuarie 2016 - aprilie 2017



Sursă: MFP

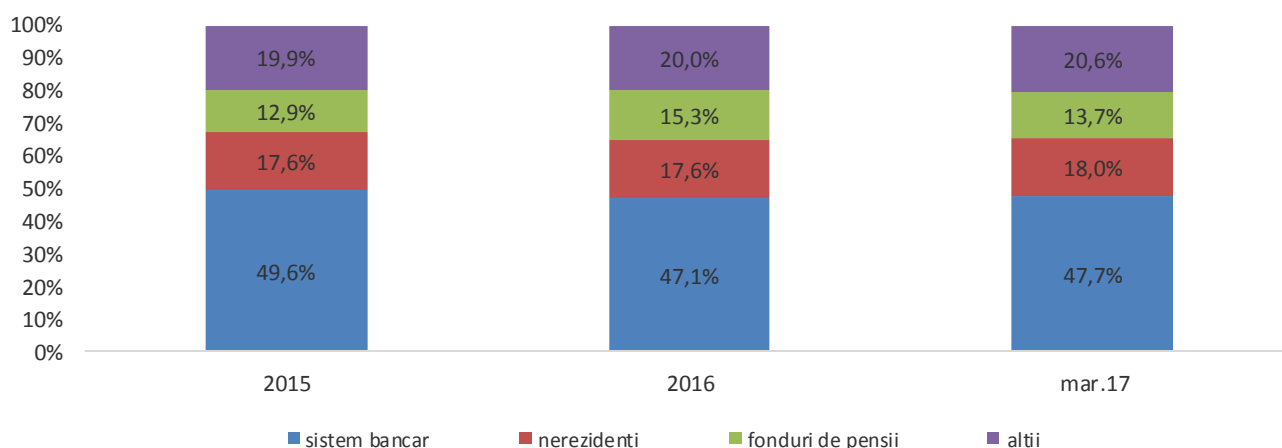
Baza de investitori

În contextul unui avans moderat al activității de creditare a instituțiilor financiare pe parcursul anului 2016 și a surplusului de lichiditate existent în piață, băncile comerciale au continuat să fie principalii investitori pe piața internă a titlurilor de stat, dar cu o pondere mai mică cu 2,3% față de anul 2015, acestea deținând în portofoliu la sfârșitul lunii martie 2017 47,7% din volumul total al titlurilor de stat emise pe piață, fiind urmate de investitorii nerezidenți care și-au menținut o pondere în ușoară creștere de 18,0% comparativ cu sfârșitul anului 2015, în timp ce fondurile de pensii au înregistrat o creștere a deținerilor de la 12,9% la sfârșitul anului 2015 la 15,3% la sfârșitul anului 2016.

În primele 3 luni ale anului 2017, s-a înregistrat menținerea unei ponderi similare a instituțiilor financiare cu cea de la finalul anului 2016, iar fondurile de pensii și-au păstrat nivelul expunerii în jurul valorii de 15% .

Preferința investitorilor locali s-a axat în principal pe maturitățile de până la 7 ani, și marginal pentru maturități mai lungi de 10 ani, în special pentru seriile de titluri incluse în indicii regionali.

Grafic 12 : Evoluția titlurilor de stat pe tipul deținătorilor



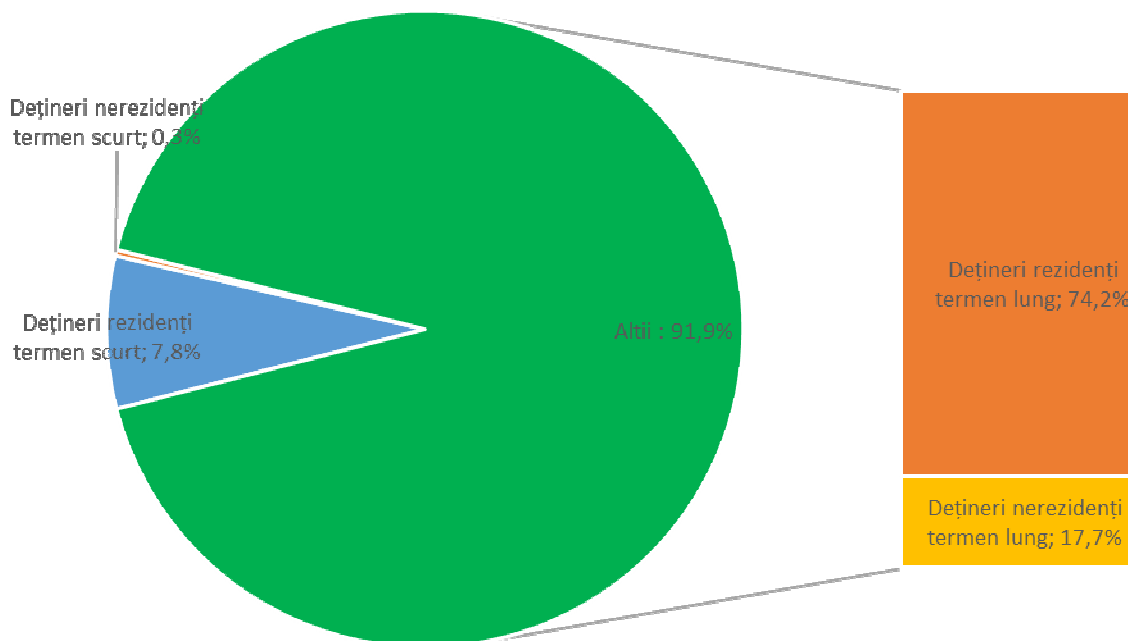
Sursa: BNR

În cadrul segmentului de investitori instituționali, fondurile locale de administrare de active și fondurile de pensii private, deși dețin o cotă relativ redusă pe piața titlurilor de stat, reprezintă un potențial semnificativ de sprijinire a dezvoltării pieței locale în perioada următoare. Activele nete totale deținute de fondurile private de pensii (pilonul II+III) au cunoscut o creștere semnificativă de la 10,2 miliarde lei la sfârșitul anului 2012 până la 33,0 miliarde lei la sfârșitul anului 2016 și respectiv 35,6 miliarde lei la sfârșitul lunii martie 2017, deținerile de titluri de stat la sfârșitul anului 2016 fiind în valoare de aprox. 22,8 miliarde lei, acestea diminuându-se ușor la sfârșitul lunii martie 2017 la aprox. 21,3 miliarde lei.

Investitorii nerezidenți reprezintă un segment important, asigurând o cerere complementară investitorilor locali prin interesul centrat în special pe maturități lungi și conducând la diversificarea bazei de investitori. Comportamentul nerezidenților este mai volatil, fiind influențat de evoluțiile de pe piețele financiare internaționale și de percepția riscului de țară. Deși anul 2016 a început pe fondul așteptărilor că principalele bănci

centrale (BCE și FED) să aibă politici monetare divergente, amânarea creșterii dobânzilor în SUA pentru ultima ședință din decembrie a condus la menținerea interesului investitorilor pentru randamentele mai atractive oferite de segmentul țărilor emergente, în care este inclusă și România, în lipsa unor surse alternative de investire.

Grafic 13: Structura deținerilor investitorilor rezidenți și nerezidenți din titlurile emise pe piața internă active la sfârșitul lunii martie 2017



Sursa : BNR

În anul 2016 și în primele 4 luni ale anului 2017, deținerile de titluri de stat ale nerezidenților s-au situat între 17-19% din total titluri de stat emise pe piața internă, dar sub nivelul înregistrat în țări comparabile (ca de exemplu, Polonia și Ungaria). Deținerile relativ reduse ale nerezidenților au limitat vulnerabilitatea pieței interne la perioadele de volatilitate, când investitorii au tendința de a-și lichida/diminua expunerile pe țările emergente, curba randamentelor menținându-se relativ stabilă în astfel de perioade. Creșterea prezenței investitorilor nerezidenți este influențată de o multitudine de factori, interni, cum ar fi: dezvoltarea unei piețe mai lichide a swap-urilor în România pentru maturități mai lungi, creșterea lichidității titlurilor de stat, introducerea operațiunilor de piață secundară, ponderea titlurilor de stat românești în indicii internaționali (JP Morgan/Barclays), având în vedere că mare parte dintre investitorii instituționali au o politică investițională raportată la structura acestor indici.

Piața secundară

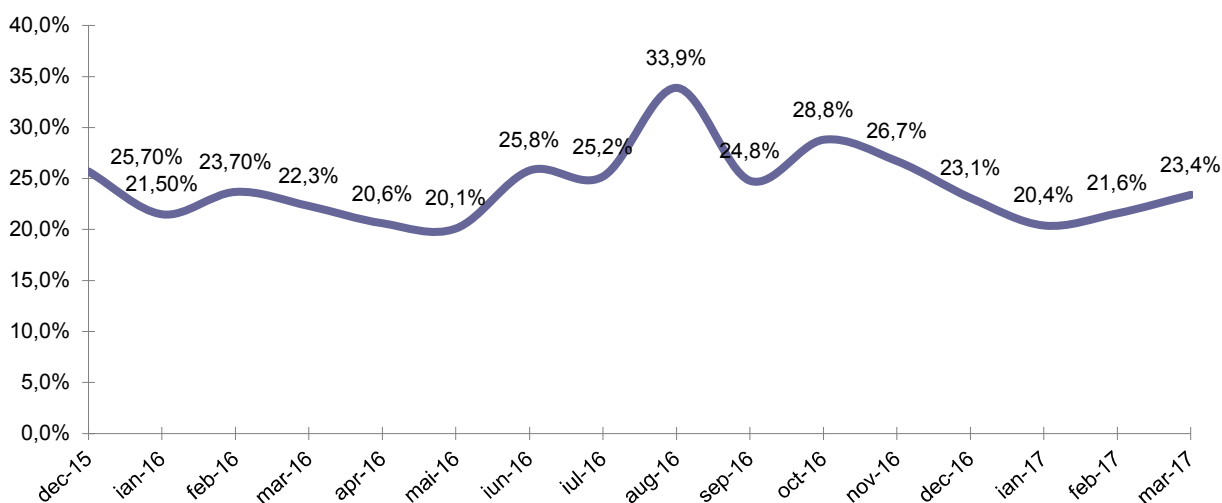
Lichiditatea titlurilor de stat pe piața secundară reprezintă un indicator important în ceea ce privește nivelul de dezvoltare al pieței titlurilor de stat. Gradul de lichiditate, calculat ca raport între volumul total al tranzacțiilor lunare de pe piața secundară și volumul total al titlurilor de stat, s-a menținut relativ constant pe parcursul anului 2016 și în primele 4 luni ale anului 2017, în condițiile creșterii stocului de titluri de stat existent în piață cu 15,5 mld.

lei, dar cu toate acestea se situează încă la niveluri scăzute comparativ cu standardele internaționale. În luna august s-a înregistrat o creștere semnificativă, gradul de lichiditate ajungând la 33,9%, ca urmare a diminuării soldului de titluri de stat prin rambursarea unei serii de tip benchmark cu un volum acumulat de 7,5 mld. lei.

Nivelurile relativ scăzute ale tranzacțiilor pe piața secundară a titlurilor de stat ar putea reflecta condițiile specifice din piață, dar și deficiențe de natură structurală, cum ar fi limitări interne ale băncilor comerciale de a deține în portofoliul de trading anumite maturități, dar și slaba utilizare a instrumentelor de piața secundară de tipul operațiunilor repo și absența participării active a MFP în operațiuni de tip repo, reverse repo, buy back, bond exchange sau slaba dezvoltare a pieței swap-urilor în special pentru maturitățile medii și lungi.

În anul 2016 au fost făcute progrese importante în această direcție prin dezvoltarea platformei electronice de cotare și tranzacționare a titlurilor de stat românești furnizată de Bloomberg (E-Bond) care contribuie la creșterea lichidității și la formarea, în mod transparent și competitiv, a prețurilor aferente titlurilor de stat pe piața secundară. În cadrul platformei, dealerii primari au obligația, începând cu anul 2017, de a furniza cotații ferme pentru un număr de titluri de stat, cu îndeplinirea unor cerințe minime legate de volum, maturitate, timp de cotare, marja între prețul de vânzare și cel de cumpărare, performanța acestora fiind reflectată în evaluarea periodică a activității acestora pe piața titlurilor de stat.

Grafic 14: Evoluția gradului de lichiditate al titlurilor de stat în lei active în perioada decembrie 2015 - martie 2017



Sursa: MFP

Implementarea planului de finanțare de pe piața internă în anul 2016 și în primele 4 luni ale anului 2017

Pe parcursul anului 2016, MFP a urmărit asigurarea unei prezențe constante și continue pe piața internă, prin organizarea în mod regulat de licitații de titluri de stat, atât în scopul satisfacerii cererii din partea investitorilor, cât și pentru evitarea eventualelor presiuni în atragerea resurselor financiare.

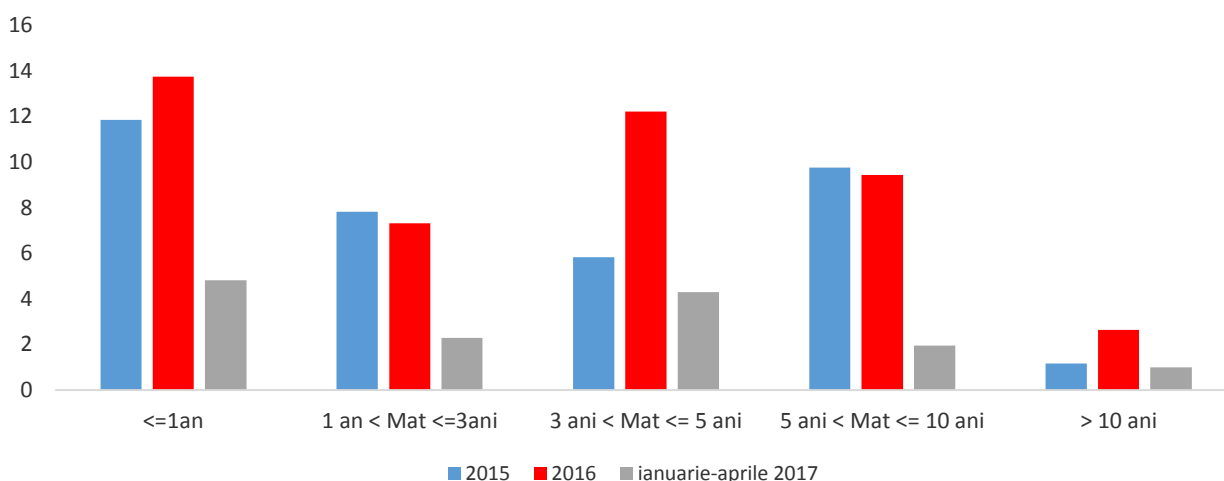
În 2016 s-au emis titluri de stat pe piața internă în valoare de 45,36 miliarde lei, și respectiv 775 mil. Euro, reprezentând cca 68,2% din necesarul brut de finanțare al administrației publice centrale¹⁹, cu următoarea structură: a) 28,1% reprezintă emisiuni de certificate de trezorerie cu discount cu maturitate de până la 12 luni și emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale până la 1 an; b) 38,6% reprezintă emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 1 și 5 ani; și c) 33,3% reprezintă emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 5 și 14 ani. Obligațiunile de stat de tip benchmark denumite în lei cu scadențe la 3, 5 și 7 ani au fost emise și redeschise aproape în fiecare lună. Eforturile MFP pentru extinderea maturității medii a titlurilor de stat, contextul internațional caracterizat de randamente scăzute și creșterea interesului investitorilor nerezidenți pentru maturități lungi, au condus la dublarea volumului emisiunilor de titluri de stat pe termen lung, comparativ cu anul 2015.

În lunile februarie și martie ale anului 2016, ca urmare a creșterii resurselor în valută la dispoziția instituțiilor de credit, prin decizia BNR de reducere a rezervelor minime obligatorii în valută, au fost emise titluri de stat în Euro pe piața internă în valoare totală de 775 mil. Euro, cu maturitate de 5 ani, în condițiile unor costuri avantajoase pe fondul unei cereri semnificative din partea mediilor investiționale.

În primele patru luni ale anului 2017 au fost emise pe piața internă titluri de stat denumite în lei în valoare totală de 14,36 mld lei și titluri de stat denumite în Euro în valoare totală de 240 mil. Euro.

Finanțarea pe piața internă s-a desfășurat conform calendarului anunțat la începutul anului, cu excepția unor perioade scurte de volatilitate din prima parte a lunii martie care au condus la respingerea a două licitații, în contextul solicitării unor randamente ridicate din partea investitorilor pe fondul amplificării așteptărilor de creștere a dobânzilor de către FED.

Grafic 15 : Structura emisiunilor de titluri de stat pe scadențe (mat. inițială, mld. lei)



Sursa: MFP

¹⁹ Prezentat în cap 5

Piața externă

Evoluțiile piețelor externe și a euroobligațiunilor românești în 2016 și în primele 4 luni ale anului 2017

Începutul anului 2016 a fost caracterizat de încetinirea ritmului de creștere a economiei chineze, scăderea prețurilor mărfurilor și rezultatele mixte ale economiei americane, ceea ce a determinat FED să amâne decizia de majorare a ratei dobânzii până la sfârșitul anului. În prima jumătate a anului, randamentele obligațiunilor emise de statele membre ale UE au înregistrat valori scăzute, astfel, obligațiunile germane cu maturitatea la 10 ani au intrat pentru prima oară în teritoriul negativ. Referendumul privind ieșirea Marii Britanii din UE de la sfârșitul primului semestru, a generat volatilitate în piețe, dar efectul a fost de scurtă durată. Randamentele obligațiunilor percepute ca sigure de investitori, precum cele emise de Germania, Japonia și S.U.A., au înregistrat minime istorice după Brexit, dar au revenit la cotațiile anterioare referendumului până la sfârșitul lunii iulie. Spre sfârșitul anului 2016, apropierea alegerilor din S.U.A. și așteptările ca FED să decidă creșterea dobânzii au condus la o ușoară tendință de creștere a randamentelor din zona euro.

Rezultatele alegerilor din S.U.A. au generat o perioadă de volatilitate în piețele internaționale, randamentele US Treasuries înregistrând creșteri de 50-60 bps, care s-au reflectat și în creșteri ale randamentelor obligațiunilor de tip benchmark din zona euro, inclusiv ale obligațiunilor suverane din piețele emergente.

Măsurile de relaxare cantitativă întreprinse de BCE în 2016 și care se mențin și în primele luni ale anului 2017 au creat premisele scăderii randamentelor obligațiunilor emise de țările din zona euro și lansării de emisiuni cu scadențe foarte lungi.

În SUA, în decembrie 2016 FED a decis majorarea dobânzii de politică monetară, cu 25 puncte de bază de la 0,25% la 0,50%, prima creștere din ultimii zece ani, pe fondul îmbunătățirii semnificative a fundamentelor economice și a unei perspective de creștere economică semnificativă și a unei inflații apropiată de nivelul de 2%. Oficialii FED au declarat că sunt posibile trei noi creșteri ale dobânzii în 2017, în cazul în care economia americană confirmă evoluția pozitivă, prima decizie de creștere a dobânzii cu încă 0,25% fiind deja luată la sedința din martie 2017. Decizia FED, îndelung așteptată de piața, a avut impact și asupra curbei randamentelor și cotațiilor obligațiunilor suverane emise de piețele emergente.

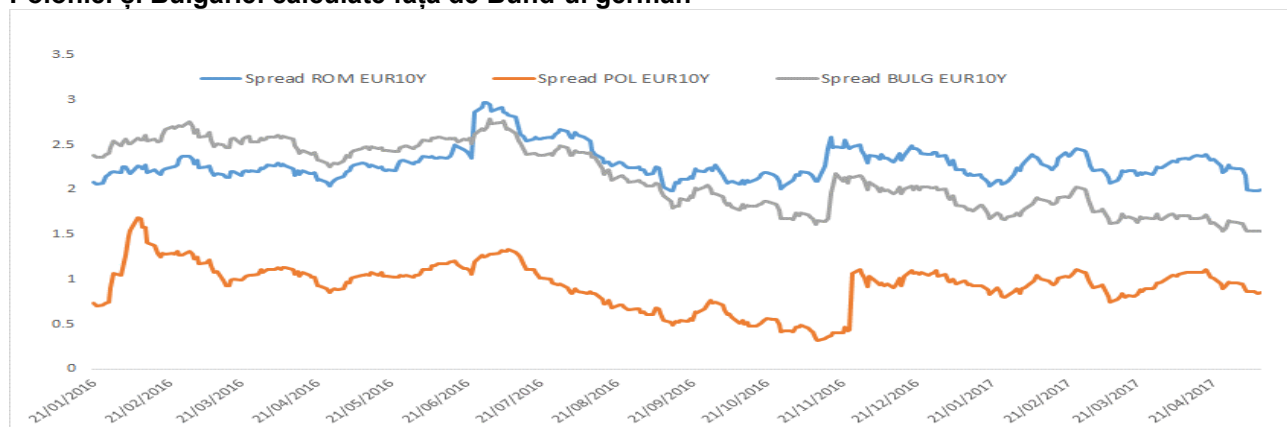
Primele 4 luni ale anului 2017 au stat sub semnul volatilității piețelor financiare internaționale și incertitudinii, în așteptarea rezultatului alegerilor într-o serie de state din zona euro, Olanda și Franța, declanșarea articolului 50 de către Marea Britanie care a avut loc în luna martie, în vederea părăsirii UE.

În cursul anului 2016, eforturile s-au concentrat pe măsuri de dezvoltare a pieței interne, prin îmbunătățirea, atât la nivelul MFP, cât și la nivelul BNR, a cadrului de reglementare aferent titlurilor de stat și în ceea ce privește evaluarea performanțelor dealerilor primari, pe crearea de obligațiuni de tip benchmark care să corespundă cerințelor includerii acestora în indicii regionali de referință, pe îmbunătățirea infrastructurii pentru piața secundară prin dezvoltarea platformei de tranzacționare pentru dealerii primari (E-Bond), pe care se monitorizează performanțele acestora ca formatori de piață începând cu luna ianuarie 2017, pe creșterea nivelului de transparentă în diseminarea informațiilor și datelor

statistice aferente datoriei publice prin lansarea site-ului www.datoriepublica.mfinante.gov.ro, și pe organizarea și participarea la diverse evenimente cu participare internațională menite să sporească vizibilitatea României în mediul investițional.

Randamentele euroobligațiunilor emise de România au înregistrat o evoluție similară cu tendințele observate și în alte țări din regiune, ceea ce demonstrează că principalii factorii determinanți au fost de natură globală și, prin urmare, efectele s-au resimțit în mod similar la nivelul țărilor din regiune. Spreadul dintre randamentele euroobligațiunilor emise de România și cele germane a consemnat o ușoară creștere în trimestrul II, acesta reducându-se semnificativ după decizia Brexit.

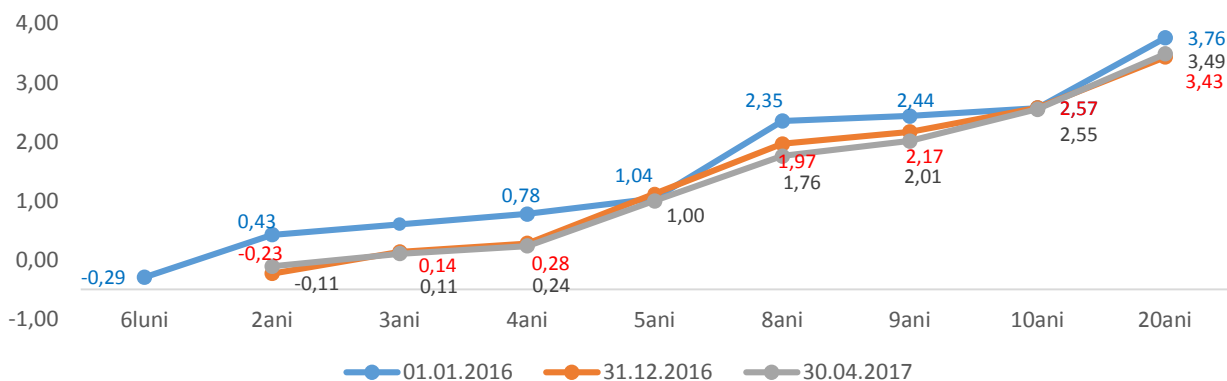
Grafic 16: Evoluția spread-urilor euroobligațiunilor în euro cu maturitate la 10 ani ale României, Poloniei și Bulgariei calculate față de Bund-ul german



Sursă: MFP

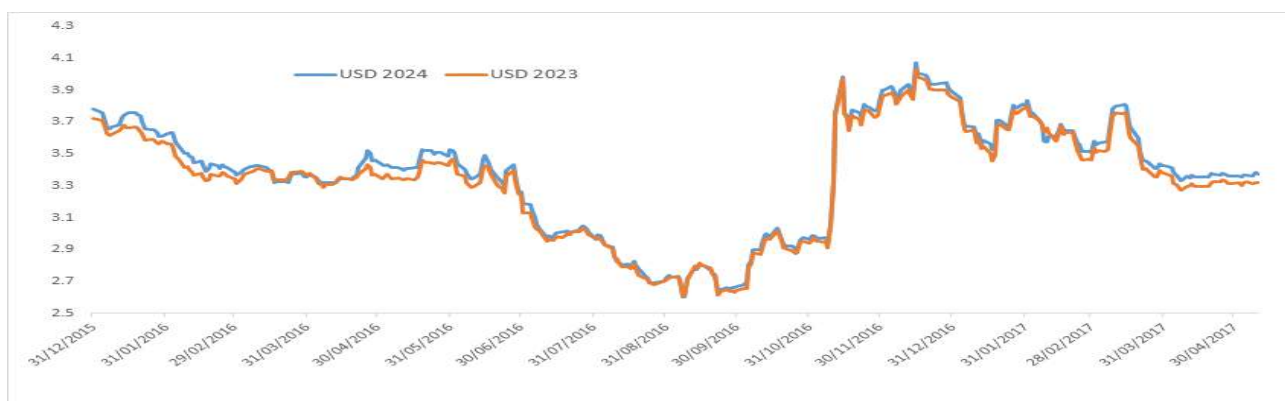
Având în vedere contextul internațional și percepția investitorilor asupra evoluției economiei românești, randamentele obligațiunilor de stat denumite în valută au avut o evoluție în scădere în cea mai mare parte a anului, cu un minim în luna septembrie, urmate de o ușoară creștere spre sfârșitul anului. În primele patru luni ale anului 2017, randamentele obligațiunilor de stat denumite în Euro au înregistrat perioade de volatilitate în februarie și martie, dar acestea au revenit ulterior la nivele apropiate celor de la începutul anului. Euroobligațiunile denumite în Euro au avut performanțe superioare celor denumite în dolari și s-au menținut atractive pentru mediul investițional, oferind randamente superioare raportat la țările comparabile, de exemplu din aceeași categorie de rating.

Grafic 17 : Evoluția curbei randamentelor euroobligațiunilor României emise în Euro pe piața externă



Sursă: MFP

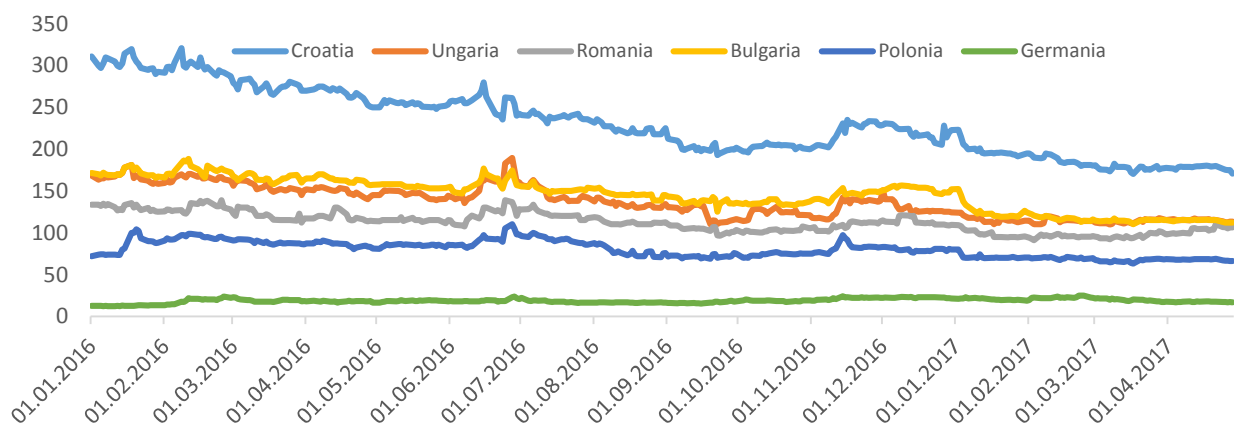
Grafic 18: Randamentele euroobligațiunilor României emise în USD pe piața externă cu scadență 2023 și 2024



Sursă: MFP

Într-un context dominat de randamente foarte scăzute și chiar negative ale obligațiunilor de referință, situația incertă generată de efectele Brexit și în lipsa unor alternative de investiție, investitorii și-au mărit expunerile către piețele emergente. Cotațiile CDS (credit default swap)²⁰ ale României, reprezentând prețul asigurării contra riscului de neplată, au înregistrat o scădere de aprox 20 p.p. pe parcursul anului, situându-se sub nivelurile înregistrate de alte țări din regiune, precum Bulgaria și Ungaria.

Grafic 19: Evoluția cotațiilor CDS (Credit Default Swaps) pe 5 ani



Sursă: Bloomberg

Implementarea planului de finanțare de pe piețele externe în 2016 și în primele 4 luni ale anului 2017

În anul 2016, MFP a atras de pe piețele externe un volum de 3,25 miliarde Euro prin intermediul a trei emisiuni în cadrul Programului MTN. În cadrul primei emisiuni din februarie 2016 au fost redeschise cele două serii de obligațiuni în Euro emise în luna octombrie 2015, în valoare totală de 1,25 mld. Euro, din care 750 milioane euro cu

²⁰ Evoluția CDS-urilor reflectă percepția investitorilor asupra riscului de țară și impactează costurile de finanțare a țării respective.

maturitate de 10 ani și 500 milioane de Euro cu maturitate de 20 ani. Emisiunea a fost suprasubscrisă de cca. două ori, cu randamente în scădere față de emisiunea inițială de la 2,845% la 2,55% pentru tranșa de 10 ani și de la 3,93% la 3,90% pentru tranșa de 20 ani.

În luna mai 2016, a fost lansată o nouă emisiune cu maturitate de 12 ani, în valoare de 1 mld. euro la un randament de 2,992%, care a fost la rândul ei suprasubscrisă de cca. 2 ori, fiind astfel adăugată o nouă maturitate pe curba randamentelor.

În luna septembrie a fost lansată cea de a treia emisiune pe piața externă din 2016, cu un volum de 1 miliard Euro prin redeschiderea emisiunii cu maturitate de 12 ani lansată în luna mai 2016. Interesul investitorilor a fost evidențiat atât de mărimea ofertelor subscrise, cu o suprasubscriere de 2,5 ori, cât și de randamentul de 2,15%, în scădere cu 0,842% față de emisiunea inițială, fiind cel mai scăzut cost obținut vreodată de România pentru această maturitate.

În luna aprilie 2017 a fost atrasă suma de 1,75 miliarde Euro printr-o emisiune de euroobligațiuni în euro în două tranșe, din care 1 miliard Euro printr-o emisiune nouă cu maturitatea de 10 ani, cupon 2,375% și 750 milioane Euro prin redeschiderea emisiunii lansată în octombrie 2015, cu maturitatea inițială de 20 ani, cupon 3,875%, cele două tranșe fiind subscrise la randamente istorice minime.

Operațiunile de pe piața externă au inclus și trageri în valoare de cca 59 milioane Euro aferente împrumuturilor contractate de la instituții financiare internaționale.

Tabel 6: Emisiunile de euroobligațiuni scadente lansate pe piețele externe de capital

ISIN	Data emisiune	Moneda	Maturitate	Adjudecat	Cupon (%)	Spread Emisiune	Randament initial	Randament 09.05.2017
XS0371163600	18.06.2008	EUR	18.06.2018	0.75 bl.	6.5	+213.10bp vs DBR 4 ¼ 18	6.598	-0.119
	11.09.2012			0.75 bl.		+404bp vs Mid Swap	6.100	
US77586TAA43	07.02.2012	USD	07.02.2022	1.5 bl.	6.75	566.60bp vs T 2 02/15/22	6.875	3.093
US77586RAA86	06.03.2012			0.75 bl.		453.70+UBT	6.450	
XS0852474336	07.11.2012	EUR	07.11.2019	1.5 bl.	4.875	+378bp vs Mid Swaps	6.040	0.094
US77586TAC09	22.02.2013	USD	22.08.2023	1.5 bl.	4.375	+235.5bp vs Mid Swaps	4.500	3.308
US77586RAB69				0.5 bl.		+295bp vs Mid Swaps	4.769	
XS0972758741	18.09.2013	EUR	18.09.2020	1.5 bl.	4.625	+258bp vs Mid Swaps	4.150	0.218
	28.10.2013			0.5 bl.		+258bp 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	4.540
US77586TAE64				0.5 bl.		+215.00bp vs T 2 ¼ 11/15/23	6.021	
US77586RAD26	22.01.2014	USD	22.01.2024	1 bl.	4.875	+200bp vs Mid Swaps	3.701	1.625
US77586TAD81				0.5 bl.		223.10bp vs DBR 1 ¼ 02/15/24		
XS1050842975	24.04.2014	EUR	24.04.2024	1.25 bl.	3.625	+185bp vs Mid Swaps	2.973	1.709
XS1129788524	28.10.2014	EUR	28.10.2024	1.50 bl.	2.875	209.90bp vs DBR 1 08/15/24	2.845	1.989
XS1312891549	29/10/2015	EUR	29/10/2025	1.25 bl.	2.75	+190bp vs Mid Swaps	2.845	1.989
XS1313086818				0.75 bl.		227.10bp vs DBR 1 08/15/25	2.550	
XS1313084828	29/10/2015	EUR	29/10/2035	0.75 bl.	3.875	+245bp vs Mid Swaps	3.930	3.486
	25/02/2016			0.50 bl.		283.50bp vs DBR 4 ¼ 07/04/34	3.500	
	19/04/2017			0.75 bl.		+235bps vs Mid Swaps	3.560	
XS1420367318	25/05/2016	EUR	26/05/2028	1 mld.	2.875	+297.5 vs DBR 4.75% 2034	2.992	2.542
	05/10/2016			1 mld.		+177bp vs Mid Swaps	2.15	
XS1599193072	19/04/2017	EUR	19/04/2027	1 mld.	2.375	+229.5 vs Bund	2.411	2.401
XS1599193403				1 mld.		+170bps vs Mid Swaps		

Sursă: MFP

Ratingul suveran

Evaluările de risc ale agențiilor de rating au confirmat evoluțiile pozitive ale cadrului economic general, cu accent pe eforturile în procesul de consolidare fiscal-bugetară și creșterea economică susținută, inclusiv în comparație cu alte state din regiune cu același

rating. Astfel, în luna martie 2016, agenția de rating JCRA a îmbunătățit rating-ul aferent datoriei în valută și monedă locală pe termen lung cu o treaptă de la BBB-/BBB la BBB/BBB+. Atât agenția Moody's, cât și agenția Standard & Poors au reconfirmat rating-ul Baa3/A3 și respectiv BBB-/BBB aferent datoriei guvernamentale a României pe termen lung, în valută și în monedă locală. Fitch a menținut ratingul în valută pe termen lung la BBB-, dar a modificat rating-ul aferent datoriei pe termen lung în monedă locală a României de la BBB la BBB-, cu perspectivă stabilă, această modificare fiind anunțată ca urmare a modificărilor de metodologie, influențând și ratingul altor state din aceeași categorie de rating cu România.

În primele patru luni ale anului 2017, agențiile de rating Standard&Poor's, JCRA și Fitch au reconfirmat ratingurile existente, iar Moody's a modificat numai perspectiva de rating de la pozitivă la stabilă, reconfirmând ratingurile de țară existente.

Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2017 -2019

Pe termen mediu, finanțarea deficitului bugetului de stat și refinanțarea datoriei publice guvernamentale se va realiza în principal din surse interne și, în completare, din surse externe. MFP va continua să mențină o abordare flexibilă în realizarea procesului de finanțare, urmărind asigurarea caracterului predictibil și transparent al ofertei de titluri de stat, pentru a putea reacționa prompt și adecvat la potențialele modificări în tendințele pieței și comportamentului investitorilor.

Pe piața internă, pentru a reduce costurile de finanțare și pentru a promova o mai bună funcționare a pieței secundare, MFP intenționează să continue politica de construire a unor 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, până la atingerea unor volume pe emisiune în valoare echivalentă de până la 2 miliarde Euro, cu informarea în prealabil a pieței în ceea ce privește volumele, frecvența lansării/redeschiderii anumitor categorii de maturități. MFP poate redeschide periodic emisiunile de titluri de stat denominate în euro pe piața internă în contextul unei cereri importante pentru astfel de instrumente venită din partea investitorilor locali în lipsa unor instrumente alternative, fiind astfel create premisele unui raport maturitate/cost avantajos. De asemenea, în funcție de finalizarea cadrului procedural și operațional la nivelul BNR²¹, se are în vedere utilizarea de operațiuni specifice de piață secundară, de tipul răscumpărilor anticipate sau preschimbărilor de titluri de stat, în scopul facilitării procesului de refinanțare a seriilor cu volume mari acumulate, care devin scadente și accelerării procesului de creare a unor serii de titluri de stat de tip benchmark lichide. În mod similar, se intenționează utilizarea operațiunilor de tip reverse repo pentru un management eficient al lichidităților, în baza unei consultări în prealabil cu BNR, în vederea coordonării politicilor de finanțare și de administrare a lichidităților cu cele monetare.

În scopul creșterii accesibilității persoanelor fizice la cumpărarea titlurilor de stat, ca instrumente de economisire, se va continua Programul "Fidelis" de emisiuni de titluri de stat pentru populație prin intermediul pieței bursiere. Complementar acestuia se va introduce începând cu trimestrul IV al anului 2017, Programul Tezaur, prin intermediul căruia populația va putea subscrie certificate de trezorerie prin intermediul unităților teritoriale ale trezoreriei statului.

²¹ Licitățiile aferente operațiunilor de rascumparare anticipate (buy back) și de preschimbare a titlurilor de stat (switch) pe piața internă se vor realiza prin utilizarea platformei electronice dezvoltată de către BNR pentru licitațiile aferente pieței primare.

În perioada ramasă a anului 2017 sunt aşteptate perioade de volatilitate ridicată în contextul negocierilor iesirii Marii Britanii din UE şi a alegerilor prezidenţiale din Germania (septembrie).

De asemenea, piaţa americană se va afla în atenţia investitorilor în 2017. După ce anul trecut FED a realizat prima creştere de dobândă din ultimii aproape zece ani, iar în luna martie 2017 dobânda a fost ridicată cu 0,25 de puncte procentuale, în intervalul 0,75-1,0%, sunt aşteptări de noi majorări în 2017, dacă economia americană îşi va menţine evoluţia pozitivă. Pieţele sunt în expectativă, aşteptând detalii cu privire la modalitatea de implementare a programului administraţiei Trump şi impactul acestuia asupra economiei americane.

MFP intenţionează să-şi menţină prezenţa pe pieţele internaţionale de capital, în principal prin emisiuni de obligaţiuni denominate în Euro. Emisiunile denominate în dolari pe pieţele externe sau în alte valute se vor lansa ca alternativă de finanţare, în condiţii de cost avantajoase, în cazul unor evenimente externe care ar putea limita accesul la anumite segmente de maturitate la finanţarea pe piaţa europeană, având în vedere avantajele oferite, prin extinderea maturităţii, capacitatea crescută a pieţei de absorbţie a noilor emisiuni şi diversificarea bazei de investitori.

MFP va păstra flexibilitatea în ceea ce priveşte momentul accesării pieţelor internaţionale şi volumul emisiunilor externe, ţinând cont de costurile asociate, de considerentele de risc, de potenţialele implicaţii ale politicilor băncii centrale, precum şi de evoluţia pieţei locale.

Astfel, pe termen mediu, MFP intenţionează să continue parteneriatul cu instituţiile financiare internaţionale pentru a beneficia de avantajele financiare aferente produselor acestora în limitarea costurilor şi extinderea maturităţii portofoliului de datorie prin condiţiile de cost şi maturitate oferite, cum ar fi împrumuturile BIRD de politici de dezvoltare (DPL), precum şi celelalte împrumuturi contractate de la instituţiile financiare internaţionale în scopul finanţării deficitului bugetar şi refinanţării datoriei publice guvernamentale, disponibilizarea sumelor având la bază realizarea unor măsuri şi/sau alte acţiuni necesare în domeniul reformelor sectoriale.

Tabel 7: Surse de finanţare aferente necesarului de finanţare estimat

	Maturitatea/ perioada de gratie (ani)	Valoare (miliarde valută)		
		2017	2018	2019
Piaţa Internă				
1. Certificate Trezorerie	6 luni pana la 1 an	14-15	14-15	14-15
2. Obligaţiuni tip benchmark în lei	pana la 15 ani	32-35	32-35	32-35
3. Obligaţiuni tip benchmark în Euro	5 ani	0 – 0,5	0-0,5	0-0,5
Piaţa externă				
1. Emisiuni de euroobligatiuni în cadrul Programului MTN				
- EURO	pana la 15 ani	2,5	4,0	3,5
-USD	între 10 şi 30 ani	0	0	0
2. Împrumuturi de la instituţii financiare internaţionale :				
a) împrumuturi BEI (incl. NSRF şi SPL), BIRD, BERD şi BDCE	variază în funcţie de finanţator şi de stadiul împrumutului (unele sunt deja în rambursare, iar pentru pentru altele termenii se stabilesc cu ocazia tragerii, în funcţie de opţiunea MFP) în medie 15/20 ani din care 4-5 ani perioada de gratie	0,05-0,140	0,1 – 0, 27	0,1-0, 35
b) împrumut DPL	până la 20 ani	0,5 *)	0-0,5	0-0,5

*) cei 500 mil Euro care se vor trage în 2017 se rambursează bullet în 2036
Sursa: MFP

5. Cadrul macroeconomic în România

În anul 2016, economia a înregistrat o creștere economică de 4,8%, cel mai bun ritm din 2008, pe fondul dinamicii cererii interne susținută de creșterile salariale, reducerile de impozite indirecte și ratelor de dobândă reduse, înregistrând astfel una dintre cele mai mari creșteri economice anuale din UE.

Având în vedere contextul economic internațional și evoluția economică și financiară din zona euro, precum și evoluția potențialului de creștere economică, pentru perioada 2017-2019 se estimează că economia românească își va accelera creșterea, fiind estimată o creștere a PIB, în medie, cu cca 5,5% anual²², datele preliminare aferente primului trimestru al anului 2017 (creștere de 5,7% Q12017/Q12016) confirmând așteptările.

România a încheiat 2016 cu o rată a inflației negativă de -0,5%, datorită în principal reducerii cotei standard de TVA începând cu 1 ianuarie 2016. Pe termen mediu se estimează ca rata anuală a inflației va converge către valori apropiate de 2,5%, în creștere pe întregul interval de prognoză, de la -0,5% la sfârșitul anului 2016 la 2,2% la sfârșitul anului 2019, pentru sfârșitul lui 2017 fiind estimată o rata a inflației de 1,9%.²³

Contul curent al balanței de plăți a înregistrat un deficit de 3,97 miliarde Euro în 2016, reprezentând 2,3% din PIB, cel mai ridicat nivel din 2012, fapt determinat de deteriorarea balanței comerciale, dată fiind intensificarea consumului privat. *Investițiile străine directe* au crescut pentru al doilea an consecutiv în 2016 (4,1 miliarde Euro), înregistrând cel mai ridicat nivel din 2009.

Cadrul macroeconomic²⁴ configurat pentru perioada 2017-2019 a luat în considerare măsurile fiscal-bugetare adoptate în perioada 2015-2016, reprezentate de prevederile noului Cod fiscal, stimulative atât pentru populație cât și mediul investițional și de afaceri, majorările salariale cu impact asupra consumului și investiției, actele normative adoptate de noul Guvern la începutul anului 2017 care au stat la baza fundamentării indicatorilor bugetari pentru anul 2017, asigurându-se astfel caracterul predictibil și sustenabil al acestora.

Măsurile de relaxare fiscală, precum și cele în domeniul cheltuielilor bugetare, adoptate în perioada 2015 - 2016, au condus la o proiecție a bugetului general consolidat care înregistrează abateri de la obiectivul bugetar pe termen mediu (MTO) stabilit pentru România, respectiv deficitul structural să nu depășească 1% din PIB, începând cu anul 2016, dar se preconizează revenirea treptată pe o traiectorie convergentă către MTO începând cu anul 2019. În condițiile deficitelor bugetare de până la 3% din PIB pe termen mediu, necesarul brut de finanțare este încă determinat de volumul refinanțării datoriei publice guvernamentale, reprezentând cca 55%-60% din necesarul brut de finanțare, după cum se prezintă în tabelul de mai jos:

²² Sursa CNP

²³ Idem 22

²⁴ Sursa: Strategia Fiscal –Bugetara 2017-2019

Tabel 8: Prognoza necesităților de finanțare

Indicator	2016	2017 prog.	2018 prog.	2019 prog.
Veniturile administrației publice centrale (miliarde lei) ²⁵	173,6	199,9	218,7	239,6
Cheltuielile administrației publice centrale (miliarde lei) ²⁶	194,5	226,4	247,6	264,1
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale (I) (miliarde lei) ²⁷	20,9	26,5	28,9	24,5
Refinanțarea datoriei publice guvernamentale ²⁸ (II) (miliarde lei)	50,7	37,4	33,7	35,9
Necesar brut de finanțare (I+II) (miliarde lei)	71,6	63,9	62,6	60,4

Sursa: MFP

Ipotezele macroeconomice ale Strategiei pentru perioada 2017-2019 sunt prezentate în tabelul de mai jos.

Tabel 9: Scenariul de bază al proiecțiilor macroeconomice

Indicatori	2016	2017prog.	2018prog.	2019 prog.
PIB nominal (miliarde lei)	761,5	816,5	879,5	946,7
Creștere PIB (%)	4,8	5,2	5,5	5,7
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale ²⁹ (% din PIB)	-2,75	-3,25	-3,3	-2,6
Deficitul contului curent (% din PIB)	-2,3	-2,4	-2,4	-2,2
Inflația (sfârșitul anului %)	-0,54	1,9	2,3	2,2
Inflația (medie anuală %)	-1,55	1,1	2,5	2,3
Cursul de schimb mediu lei/EUR	4,4908	4,49	4,49	4,49
Cursul de schimb mediu lei/USD	4,0592	4,24	4,20	4,20

Sursa: CNP, MFP, INS

Riscurile aferente proiecțiilor inițiale

Abaterile de la proiecțiile macroeconomice din scenariul de bază descrise mai sus ar putea proveni din incertitudinile la nivel mondial determinate de perspectivele privind evoluția zonei euro și a principalelor economii emergente (îndeosebi China), implicațiile politicii monetare din SUA asupra fluxurilor mondiale de capital și ale implementării programului administrației Trump, incertitudinile privind viitorul UE după referendumul din Marea Britanie³⁰, toate acestea putând conduce la volatilitate în privința apetitului investițional pentru activele financiare emise de economiile emergente.

Acești factori pot genera un grad ridicat de volatilitate pe piețele financiare internaționale în condițiile deciziilor divergente de politică monetară ale FED și ale BCE, volatilitate care poate conduce la creșteri temporare ale aversiunii față de risc la nivel global afectând economiile emergente. În acest context, proiecțiile macroeconomice din SUA arată că se așteaptă noi majorări ale ratelor de dobândă în 2017³¹, după ce la sfârșitul lui 2016 s-a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară la un interval cuprins între 0,5% și 0,75%, iar în luna martie 2017 dobânda a fost ridicată cu 0,25 de puncte procentuale, în intervalul 0,75-1,0%, în timp ce BCE a decis prelungirea programului de relaxare monetară

²⁵Calculat pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

²⁶ Idem 25

²⁷ Idem 25

²⁸Volumul 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 2016 (include garanțiile de stat, dar nu include finanțarea temporară).

²⁹ Idem 25

³⁰ Activarea în luna martie a Articolului 50 din Tratatul de la Lisabona pentru demararea procedurii de ieșire a Marii Britanii din UE

³¹ Majoritatea analiștilor se așteaptă la noi decizii de creștere a ratei dobânzii de politică monetară a FED.

cantitativă cu nouă luni până în decembrie 2017, concomitent cu diminuarea volumului lunar al acestui program, de la 80 mld Euro la 60 mld Euro, începând cu aprilie 2017.

Șocurile externe asociate acestor riscuri ar putea conduce la diminuarea creșterii economice, prin scăderea exporturilor sau ieșirilor de fluxuri de capital³², și ar putea determina creșterea necesarului de finanțare în condiții de finanțare mai puțin avantajoase, coroborat cu riscul semnificativ de modificare a sentimentului investitorilor.

În ceea ce privește piața internă, aceasta va fi influențată atât de evoluțiile macroeconomice și financiare de la nivel internațional, cât și de cele de pe plan intern (economice și politice).

Printre factorii de risc de pe plan intern se numără conduita politicii fiscal-bugetare, în contextul incertitudinilor legate de impactul pe care măsurile de relaxare fiscală adoptate le-ar putea avea asupra dezechilibrelor macroeconomice pe termen mediu, majorarea deficitului bugetar pe termen mediu și posibilitatea tergiversării reformelor structurale, în timp ce principalele riscuri externe sunt asociate temerilor privind fragilitatea creșterii economice la nivel global, în contextul deciziilor politice urmare alegerilor din Franța și Germania și impactului programului administrației Trump asupra creșterii economice și piețelor financiare. De altfel, agențiile de rating au semnalat intensificarea presiunilor asupra ratingului de țară urmare a măsurilor adoptate de relaxare fiscală.

În condițiile unor deficite bugetare ridicate pe termen mediu (până la 3% din PIB), emiterea de datorie nouă necesară acoperirii acestor necesități de pe piața internă trebuie să țină cont de capacitatea de absorbție a pieței interne și caracteristicile deținătorilor de titluri de stat emise pe această piață (sectorul bancar încă fiind principalul deținător deși ponderea acestuia în total a scăzut sub 50%). Acest factor de risc poate fi diminuat pe termen lung prin creșterea cererii din partea investitorilor instituționali, îndeosebi a fondurilor de pensii ca urmare a creșterii activelor acestor fonduri, dar și a altor participanți de pe piața de capital, cum ar fi fondurile locale de administrare de active și societățile de asigurări.

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 volumul refinanțării datoriei și al deficitelor bugetare de până la 3% din PIB, în paralel cu creșterea toleranței la riscurile financiare. În procesul de finanțare pe termen mediu, MFP va avea în vedere atingerea obiectivelor sale specifice, respectiv de creștere a finanțării în monedă națională și de extindere a maturităților titlurilor de stat emise atât în monedă națională pe piața internă, cât și la extern, însă, va ține cont de contextul macroeconomic și de modificările cererii la nivelul bazei investiționale atât pe plan intern, cât și pe plan extern.

În concluzie, principalele riscuri asociate ipotezelor macroeconomice din scenariul de bază arată că, prin prisma deciziilor de politică monetară anticipate/estimate atât pe plan intern, cât și extern, contextul de piață estimat pentru anul 2017 este unul mai puțin favorabil în comparație cu anul 2016. Pe plan intern, în contextul revenirii la inflația pozitivă (Raportul asupra inflației publicat de BNR în mai estimează un nivel al inflației pentru sfârșitul anului 2017 de 1,6% și de 3,1% la sfârșitul anului 2018), așteptările pieței converg

³² Expunerea la volatilitatea fluxurilor de capital poate să crească și datorită prezentei 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.

către creșteri ale dobânzilor pe termen scurt cu impact și asupra curbei de randamente a titlurilor de stat. Pe plan extern sunt așteptate decizii de creștere în continuare a dobânzii de referință de către FED care vor avea impact asupra curbei randamentelor pe piețele de bază (core markets – piața americană și cea din zona euro), și implicit cu impact negativ asupra volatilității și randamentelor obligațiunilor emise de țările emergente.

6. Analiză și linii directoare strategice

Liniile directoare strategice privind administrarea datoriei publice guvernamentale a României reflectă relația cost-risc asociată portofoliul actual de datorie publică guvernamentală³³, planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat și cadrul macroeconomic pe termen mediu.

Implicațiile analizei portofoliului existent de datorie publică guvernamentală, a cadrului macroeconomic și contextului de piață asupra managementului datoriei publice guvernamentale

Deși în scădere comparativ cu anii anteriori, expunerea la riscul de refinanțare și la riscul de rată de dobândă a datoriei emise pe piața internă continuă să reprezinte principalele surse de risc pentru portofoliul actual de datorie publică guvernamentală. Riscul valutar, este unul moderat, fiind atenuat de ponderea datoriei în valută emisă pe termen lung (denominată în Euro), cât și de menținerea rezervei financiare în valută la dispoziția Trezoreriei Statului. Avantajul unor maturități lungi și foarte lungi și diversificarea bazei de investitori justifică în continuare și opțiunea emiterii de euroobligațiuni denominate în USD însă analiza efectuată la acest moment arată că, actualmente, în lipsa cadrului necesar utilizării derivatelor financiare pentru administrarea riscurilor aferente finanțării în alte monede, finanțarea în USD este mai costisitoare și mai riscantă decât finanțarea în Euro³⁴. În plus, politica monetară a FED cu așteptări de majorare în continuare a ratei dobânzii de politică monetară³⁵ va avea impact negativ asupra volatilității și randamentelor euroobligațiunilor emise de economiile emergente și ajungerea la paritate a cursului euro/dolar.

Contextul de piață estimat pentru orizontul de timp 2017-2019 este unul cu mai multe provocări prin prisma deciziilor de politică monetară anticipate atât pe plan intern, cât și extern.

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. Politica de relaxare cantitativă inițiată de BCE în 2015 și noile măsuri pentru stimularea economică a zonei euro luate în luna decembrie 2016 sunt de natură să mențină scăzute ratele de dobândă pe termen lung. În contextul randamentelor mai scăzute în zona euro, România ar putea în continuare să beneficieze de interesul investitorilor de a obține profit din active denominate în Euro, ceea ce ar putea să ajute la menținerea ratelor de dobândă atât în lei, cât și în Euro la niveluri încă scăzute deși în creștere, datorită politicii divergente a FED de creștere a ratelor de dobândă cu impact și asupra celorlalte piețe.

Începând cu partea a doua a anului 2017 se intenționează utilizarea de instrumente specifice de piață secundară, de tipul operațiunilor de răscumpărare anticipată și/sau

³³La finele anului 2016.

³⁴ Randamentele actuale aferente euroobligațiunilor denominate în Euro cu scadența în 2028 fiind de aprox 2,60% în condițiile în care cele aferente emisiunilor de euroobligațiuni în USD cu scadența în 2024 se situează la aprox 3,70%.

³⁵ Majoritatea analiștilor se așteaptă la noi decizii de creștere a ratei dobânzii de politică monetară.

preschimbare de titluri de stat, funcție de finalizarea cadrului procedural și operațional la nivelul BNR, în scopul reducerii riscului de refinanțare și îmbunătățirii lichidității, prin refinanțarea unor serii cu volume mari acumulate și prin consolidarea cererii investitorilor pentru titlurile în monedă națională.

Între factorii de risc de pe piața internă se numără conduita politicii fiscal-bugetare, majorarea deficitului bugetar pe termen mediu, posibilitatea tergiversării reformelor structurale, dar și așteptările pieței cu privire la creșterea dobânzilor pe termen scurt în contextul revenirii la inflație pozitivă.

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 denominate în Euro emise pe termen lung. În plus, pentru a examina relația cost-risc ca urmare a 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 2019. Rezultatele analizei cost-risc sunt completate de considerațiile macroeconomice și de cele legate de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat, așa cum este prezentat mai jos.

Rezultatele analizei cu privire la strategiile alternative de administrare a datoriei publice

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 mult instrumente denominate în lei cu maturități pe termen mediu și lung este tot mai favorabilă, având în vedere nivelurile încă 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 neașteptată și susținută a ratelor de dobândă pe termen scurt.

Această strategie poate să contribuie la dezvoltarea pieței, prin creșterea lichidității titlurilor de stat emise pe termen mediu și lung, cu impact asupra dezvoltării pieței secundare. Îmbunătățirea lichidității poate veni atât prin creșterea ponderii titlurilor de stat românești în indicii regionali de referință, cât mai ales prin introducerea de către MFP a platformei electronice de tranzacționare pe piața secundară și utilizarea instrumentelor de piață secundară (răscumpărări anticipate și preschimbari de titluri) după definitivarea cadrului tehnic și operațional necesar utilizării acestor instrumente de către BNR. Totuși, simularile de cost aferente acestei strategii nu capturează constrângerea dată de capacitatea de absorbție a unui volum majorat de titluri de stat pe termen mediu și lung de către piața internă, în special într-un context caracterizat de probabilitatea în creștere a unor măsuri de politică monetară care ar putea afecta cererea pieței pentru titlurile pe termen mediu și

scurt. Astfel, acest scenariu trebuie să aibă în vedere o creștere rezonabilă a volumului net de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu și lung pe piață internă.

Reducerea riscului de refinanțare prin refinanțarea certificatelor de trezorerie scadente în lei prin titluri de stat denumite în Euro: Gestionarea expunerilor față de riscul de refinanțare a datoriei în moneda națională prin finanțare în Euro este avantajoasă din perspectiva costului datoriei. Astfel, când indicatorul ponderea plăților de dobândă în PIB este utilizat ca indicator al costului, strategiile cu o finanțare preponderentă în Euro au un cost comparabil, însa au risc asociat mai redus. Analiza din perspectiva diferențialului 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, 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, în condițiile aprecierii monedei americane comparativ cu Euro, așteptările pieței pentru sfârșitul anului 2017 fiind de o paritate de 1:1. Deși piața în USD este mult mai lichidă și permite României să se împrumute cu maturități foarte lungi (până la 30 de ani) la care se adaugă și diversificarea bazei de investitori, condițiile favorabile de pe piața în Euro care au permis extinderea maturității titlurilor de stat românești până la 20 de ani constituie un argument suplimentar pentru emiterea de euroobligatiuni preponderent pe piața în Euro. Totuși, în cazul existenței unor oportunități prin prisma raportului cost/maturitate la emiterea de euroobligatiuni denumite în alte valute, coroborat cu administrarea riscului expunerii la aceste valute prin utilizarea instrumentelor de swap valutar, se pot avea în vedere astfel de instrumente în același timp menținând principala expunere în Euro.

În vederea utilizării instrumentelor financiare derivate (swap valutar și swap pe rată de dobândă), pentru crearea cadrului legal, tehnic și procedural MFP, prin Direcția Generală de Trezorerie și Datorie Publică beneficiază de asistență tehnică din partea Trezoreriei Băncii Mondiale, pentru o perioadă de 18 luni, în cadrul proiectului cu tema "Dezvoltarea capacității de administrare a datoriei publice guvernamentale prin utilizarea instrumentelor financiare derivate" cod SIPOCA 10. Proiectul este finanțat din Fondul Social European în cadrul Programului Operațional Capacitate Administrativă 2014-2020 și se află în perioada de implementare.

În concluzie, în condițiile unor deficite bugetare de până la 3% din PIB pe termen mediu MFP are în vedere o finanțare netă preponderent în monedă națională pentru a continua procesul de dezvoltare a pieței interne, în paralel cu accesarea pietelor externe de capital în Euro și contractarea de împrumuturi de la IFI-uri în vederea asigurării unor surse robuste de finanțare, neexcluzând accesul cu caracter oportunist la piețele internaționale de capital în alte valute decât Euro, în condițiile unui raport cost/risc avantajos pentru statul român.

Autoritățile vor continua să promoveze dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat, prin măsurile și acțiunile prezentate în Anexa nr.1.

Linii directoare strategice

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2017 -2019:

1. Finanțarea netă preponderent în monedă națională, care să faciliteze în continuare dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și totodată să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne, și, în general de cererea pentru instrumentele de datorie în lei³⁶.
2. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, evitând pe cât posibil concentrarea rambursărilor de rate de capital/refinanțărilor de titluri de stat pe termen scurt.
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută³⁷ și eventual prin alte instrumente în funcție de condițiile și termenii acestora.
4. 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, avându-se în vedere extinderea maturității medii a portofoliului de datorie guvernamentală precum și raportul cost/risc asociat acesteia, și diversificarea bazei investiționale.
5. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în Euro.
6. Emisiunile pe piața internă în Euro vor fi avute în vedere doar în contextul cererii speciale exprimate de investitorii locali în lipsa unor instrumente alternative de plasament, în condițiile unui raport maturitate/cost avantajos.
7. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin limitarea ponderii datoriei 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.
8. Utilizarea instrumentelor de finanțare oferite de către instituțiile financiare internaționale avându-se în vedere termenii și condițiile avantajoase oferite de acestea.

Aceste principii sunt exprimate ca intervale țintă 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 interne³⁸ și menținerea ponderii datoriei denominate în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 45% (minim) - 60%. Această strategie de finanțare va ține cont de capacitatea de absorbție a pieței interne a titlurilor de stat și de costul asociat acesteia.
2. Menținerea ponderii datoriei denominate în Euro în total datorie denominată 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 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.

³⁶ Pe lângă cererea internă pentru titlurile de stat în lei, nerezidenții pot juca un rol important atât în ceea ce privește volumele plasate pe piața internă, cât și structura pe maturități în procesul de finanțare, având în vedere apetitul ridicat al acestora pentru titlurile de stat cu maturități pe termen mediu și lung.

³⁷ rezerva în valută trebuie să acopere un număr de luni aferent necesarului brut de finanțare, care în prezent este stabilit la 4 luni din necesarul brut de finanțare.

³⁸ Aproximativ 70% din deficit va fi finanțat din surse interne în perioada acoperită de Strategie

- Menținerea maturității medii rămase în intervalul de 3,5 ani (minim) și 5,0 ani pentru datoria în moneda națională și între 5,5 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală.
- Menținerea unei rezerve financiare în valută³⁹ la un nivel confortabil, astfel încât să fie diminuate riscurile aferente perioadelor caracterizate de o volatilitate ridicată pe piețele financiare.

Riscul ratei dobânzii

- 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 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.
- Menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei dobânzii în intervalul de 3,5 ani (minim) și 5 ani pentru datoria în moneda națională și între 5,5 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală.

Tabelul 10: Ținte pentru principalii indicatorii de risc

Expunerea la risc	Indicator	Ținte indicative pentru perioada 2017-2019
Riscul valutar	Ponderea datoriei în moneda națională din total datorie (% din total)	45% (minim) - 60%
	Ponderea datoriei denumite 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)	10% - 20% (maxim)
	Ponderea datoriei în monedă națională scadentă în termen de 1 an (% din total)	20% - 30% (maxim)
	Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani)	5,5 ani (minim) – 7,0 ani
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în moneda națională (ani)	3,5 ani (minim) - 5,0 ani
Riscul ratei dobânzii	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	10% - 20% (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)	5,5 ani (minim) – 7,0 ani
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	3,5 ani (minim) – 5,0 ani

Sursa: MFP

Implementarea Strategiei pentru perioada 2017 – 2019 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 Ministerului Finanțelor Publice. 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.

VIOREL ȘTEFAN

MINISTRUL FINANTELOR PUBLICE

³⁹ Rezerva financiară în valută reprezintă disponibilitățile în valută la dispoziția Trezoreriei Statului, și în prezent este stabilită la un nivel care să acopere 4 luni din necesarul brut de finanțare.

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 randamente. 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 randamente pe piața internă a titlurilor de stat:

- 1.1.1. Definirea unei politici privind crearea și menținerea titlurilor de stat de tip benchmark lichide, în valoare de până la 2,0 miliarde Euro echivalent, 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;
- 1.1.3. Emiterea certificatelor de trezorerie pe termen scurt în scopul administrării lichidităților.

1.2. Diversificarea și lărgirea bazei de investitori prin:

- 1.2.1. Continuarea Programului de emisiuni de titluri de stat pentru populație „FIDELIS”, prin intermediul Bursei de Valori București, în funcție de interesul potențial al categoriei de investitori vizată;
- 1.2.2. Introducerea Programului Tezaur prin care populația va putea subscrie certificate de trezorerie prin intermediul unităților teritoriale ale Trezoreriei Statului;
- 1.2.3. Emiterea unei palete cât mai largi de instrumente, cu scadențe diferite ținând cont de necesitățile investiționale diferite ale mediilor investiționale locale și internaționale;
- 1.2.4. Echilibrarea drepturilor și obligațiilor dealerilor primari și creșterea competiției între dealerii primari prin atragerea unor dealeri primari noi (inclusiv instituții financiare internaționale) care să conducă la creșterea distribuției, intermedierei și tranzacționării titlurilor de stat concomitent cu creșterea transparenței în formarea prețului;
- 1.3. Analizarea oportunității de emisie a unor noi instrumente de datorie solicitate de participanții din piață (cum ar fi obligațiuni indexate sau cu dobândă variabilă), pe măsura dezvoltării pieței titlurilor de stat și a evitării fragmentării acestei piețe;
- 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.
- 1.5. Continuarea organizării de turnee de promovare pentru investitori de tip „non-deal roadshow”.

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

- 2.1. Monitorizarea platformei electronice de cotație și tranzacționare a titlurilor de stat de către dealerii primari (E-Bond), în vederea îmbunătățirii lichidității și transparenței prețurilor titlurilor de stat 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 de până la 2,0 miliarde Euro pe emisiune, funcție de maturitatea titlurilor;
- 2.3. Utilizarea operațiunilor de piața secundară (de tip răscumpărare anticipată sau preschimbare) pentru reducerea riscului de refinanțare, constituirea obligațiunilor de stat de tip benchmark lichide, creșterii lichidității și sprijinirea demersurilor MFP de implementare a Strategiei;
- 2.4. Efectuarea unor tranzacții reversibile repo și a unor plasamente colateralizate cu titluri de stat pentru administrarea lichidităților, în baza unei consultări în prealabil cu BNR în scopul coordonării politicilor de finanțare și administrare a lichidităților cu cele de politică monetară.

3. *Măsurile luate în considerare pentru creșterea transparenței și predictibilității pieței titlurilor de stat includ:*

- 3.1. O politică transparentă de emisiuni de titluri de stat prin publicarea calendarului anual de emisiuni de titluri de stat, a anunțurilor trimestriale 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 noua pagină dedicată de internet www.datoriepublica.gov.ro a informațiilor relevante pentru investitori în ceea ce privește valoarea și structura datoriei publice;
- 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 “Îmbunătățirea procesului de administrare a datoriei publice” realizat cu asistență tehnică din partea Băncii Mondiale în anul 2014, în vederea optimizării administrării lichidităților, MFP urmărește implementarea următoarelor măsuri:

1. Continuarea dezvoltării și consolidării prognozei privind fluxul de numerar al Trezoreriei Statului prin realizarea prognozei soldului contului curent general al Trezoreriei Statului *pentru o perioadă de trei luni în avans* și îmbunătățirea cooperării cu alte entități în scopul furnizării de către acestea a informațiilor previzionate.

2. *Adoptarea unei gestiuni mai active a lichidităților* pentru reducerea fluctuațiilor soldurilor, atât prin emiterea unor certificate de trezorerie pe termen scurt și foarte scurt, funcție de execuția bugetară și evoluția deficitului bugetar, cât și prin gestionarea activă a soldurilor excedentare curente, fie sub forma depozitelor la termen, fie, preferabil, prin tranzacții reverse repo.

Astfel, în funcție de evoluția execuției bugetare în cursul anului 2017 intenția Trezoreriei Statului este de a emite certificate de trezorerie pe termen scurt și de a adopta o conduită mai activă în ceea ce privește plasarea disponibilităților, predominant sub forma tranzacțiilor reverse repo⁴⁰, 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 obiectivul cheie privind dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat, în ceea ce privește extinderea maturității medii a portofoliului de datorie publică guvernamentală prezentat în Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pe termen mediu.

3. Pentru recomandarea privind *consolidarea cadrului instituțional* pentru o mai bună coordonare a procesului de administrare a datoriei și a lichidităților a fost înființată, în cadrul MPF, *Comisia de planificare a fluxurilor financiare ale Trezoreriei Statului*, cu participarea reprezentanților ANAF și BNR, pentru asigurarea unei mai bune coordonări a procesului de finanțare a deficitului bugetar, de administrare a datoriei publice guvernamentale și de administrare a lichidităților statului.

4. Un alt instrument de finanțare pe termen scurt a deficitului este reprezentat de *împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului* în valoare de 42,15 miliarde lei la finele lunii decembrie 2016, 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.

⁴⁰ Tranzacția reversibilă prezintă avantajul unei execuții facile și al colateralizării automate, urmând să contribuie la activitatea pieței monetare.

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 0,06% în 2016, acest instrument prezintă o serie de dezavantaje, cum ar fi:

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

Prin urmare, utilizarea acestui instrument de datorie presupune incertitudine și risc de refinanțare (chiar dacă nu este stabilit niciun 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 de datorie prin emisiuni de titluri de stat.

Un aspect foarte important este acela că fondurile disponibile în prezent în contul curent general 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 (MADR), astfel încât:

- În baza art.5 din Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 40/2015 privind gestionarea financiară a fondurilor europene pentru perioada de programare 2014 - 2020 prin hotărâri ale Guvernului se pot alocă temporar sume din veniturile din privatizare în lei și în valută, înregistrate în contul curent general al Trezoreriei Statului și contul curent în valută al Ministerului Finanțelor Publice deschis la Banca Națională a României, ordonatorilor principali de credite cu rol de autoritate de management pentru asigurarea plăților aferente cererilor de rambursare/cererilor de plată pentru cheltuielile eligibile rambursabile din fonduri europene în limita unui plafonul maxim de 5 miliarde lei sau echivalent Euro.
- În conformitate cu prevederile art.3 alin.(2) din Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 49/2015 privind gestionarea financiară a fondurilor europene nerambursabile aferente politicii agricole comune, politicii comune de pescuit și politicii maritime integrate la nivelul Uniunii Europene, precum și a fondurilor alocate de la bugetul de stat pentru perioada de programare 2014 - 2020 și pentru modificarea și completarea unor acte normative din domeniul garantării, aprobată cu modificări și completări prin Legea nr.56/2016, cu modificările și completările ulterioare, prin hotărâri ale Guvernului se pot alocă temporar sume din veniturile din privatizare în lei și în valută, înregistrate în contul curent general al Trezoreriei Statului și în contul curent în valută al Ministerului Finanțelor Publice deschis la Banca Națională a României, MADR, în scopul asigurării sumelor prevăzute în bugetul fondurilor externe nerambursabile, anexă la bugetul MADR, aferente schemelor de sprijin direct și măsurilor finanțate din FEAGA.

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