



MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE

**STRATEGIA DE ADMINISTRARE A
DATORIEI PUBLICE
GUVERNAMENTALE**

2012 – 2014

Direcția Generală de Trezorerie și Datorie Publică

București, IUNIE 2012

Cuprins

1. Introducere	Pag. 4
2. Administrarea datoriei publice guvernamentale în anul 2011 și în primul trimestru din 2012	Pag. 6
2.1 Contextul macroeconomic și financiar internațional	Pag. 6
2.2 Evoluția macroeconomică a României	Pag. 7
2.3 Modificări în volumul, structura și costul datoriei publice guvernamentale	Pag. 9
2.4 Evaluarea implementării Strategiei în 2011 și în primul trimestru din 2012	Pag. 15
2.5 Acordarea de garanții guvernamentale	Pag. 17
3. Ipotezele macroeconomice și financiare ale Strategiei pentru perioada 2012 - 2014.....	Pag. 18
3.1 Contextul internațional	Pag. 18
3.2 Contextul macroeconomic în România.	Pag. 21
3.3 Piața titlurilor de stat	Pag. 23
4. Obiectivele Strategiei pentru perioada 2012 -2014	Pag. 26
4.1 Principalele obiective ale Strategiei pentru perioada 2012 - 2014	Pag. 26
4.2 Direcții strategice și acțiuni de întreprins în vederea îndeplinirii obiectivelor Strategiei	Pag. 27
4.3 Instrumente utilizate pentru implementarea Strategiei	Pag. 28
4.4 Instrumente utilizate pentru administrarea portofoliului de DPG	Pag. 30
5. Strategia de administrare a riscurilor	Pag. 30
5.1 Riscul de refinanțare	Pag. 31
5.2 Riscul valutar	Pag. 33
5.3 Riscul de rată a dobânzii	Pag. 35
5.4 Riscul de lichiditate	Pag. 36
5.5 Riscul de credit	Pag. 37
5.6 Riscul operațional	Pag. 38
6. Măsuri de întreprins pentru îndeplinirea obiectivului de dezvoltare a pieței locale a titlurilor de stat	Pag. 39
7. Impactul implementării Strategiei 2012-2014 asupra datoriei publice guvernamentale	Pag. 43
7.1 Analiza de sustenabilitate a datoriei publice	Pag. 43
7.2 Analize de senzitivitate	Pag. 47
7.3 Factori de risc în implementarea Strategiei pentru perioada 2012 - 2014 și scenariu alternativ de finanțare.....	Pag. 49

Anexe

Lista abrevieri

AAF	Asociația Administratorilor de Fonduri
BCE	Banca Centrală Europeană
BEI	Banca Europeană de Investiții
BGC	Buget General Consolidat
BIRD	Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BM	Banca Mondială
BNR	Banca Națională a României
CE	Comisia Europeană
CDS	Credit Default Swap
CNP	Comisia Națională de Prognoză
CNVM	Comisia Națională a Valorilor Mobiliare
CSA	Comisia de Supraveghere a Asigurărilor
CSSPP	Comisia de Supraveghere a Sistemului de Pensii Private
CCGTS	Contul Curent General al Trezoreriei Statului
DGTDP	Direcția Generală de Trezorerie și Datorie Publică
DPG	Datoria Publică Guvernamentală
DPL	Datorie Publică Locală
DST	Drepturi Speciale de Tragere
ESA 95	Sistemul european de conturi 1995
FED	Federal Reserve
FMI	Fondul Monetar Internațional
IFI	Instituții Financiare Internaționale
JPY	yen japonez
LTRO	Operațiuni de refinanțare pe termen lung efectuate de către BCE
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
MTN	Program - cadru de emisiuni pe termen mediu pe piețele externe
PIB	Produsul Intern Brut
UAT	Unități Administrativ-Teritoriale
UE	Uniunea Europeană

Precizări metodologice

Unde nu este precizat altfel, cifrele prezentate în acest document sunt calculate conform legislației naționale.

Datoria publică guvernamentală, conform legislației naționale, cuprinde datoria contractată direct sau garantată de Guvern, prin Ministerul Finanțelor Publice.

Datoria publică conform legislației naționale include, în plus față de datoria publică conform metodologiei UE, datoria garantată de Guvern, prin MFP, și de către UAT, rambursată din sursele proprii ale beneficiarilor de garanție, precum și împrumuturile din disponibilitățile CCGTS, în timp ce datoria publică conform metodologiei UE conține în plus datoria agenților economici reclasați în sectorul administrației publice.

1. Introducere

În conformitate cu prevederile HG nr. 1470/2007 pentru aprobarea Normelor metodologice de aplicare a prevederilor Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare, Ministerul Finanțelor Publice, în calitate de unic administrator al datoriei publice guvernamentale, elaborează, cu consultarea Băncii Naționale a României, Strategia pe termen mediu privind administrarea datoriei publice guvernamentale (denumită în continuare Strategia), înaintând-o Guvernului spre aprobare, și Parlamentului spre informare.

Strategia prezintă obiectivele referitoare la managementul datoriei publice pe termen mediu, precum și instrumentele care vor fi utilizate în scopul atingerii acestor obiective, ținând cont de evoluțiile și perspectivele macroeconomice și de cele aferente piețelor financiare pe perioada acoperită.

În concordanță cu prevederile legale în vigoare, în scopul creșterii transparenței și predictibilității activității desfășurate, MFP publică anual Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale, obiectivele Strategiei pentru următorii 3 ani, precum și informații privind programul de finanțare pentru anul în curs.

Strategia privind administrarea datoriei publice guvernamentale în perioada 2012-2014 reprezintă în mare măsură o continuare a strategiei aprobate în martie 2011, obiectivul principal fiind acela al asigurării necesarului de finanțare guvernamentală și a obligațiilor de plată în condițiile minimizării costurilor pe termen mediu și lung și a limitării riscurilor aferente portofoliului de datorie publică guvernamentală. Totodată, dezvoltarea pieței titlurilor de stat reprezintă un obiectiv important al Strategiei pentru perioada următoare.

Administrarea prudentă și eficientă a datoriei publice guvernamentale prin stabilirea profilului acesteia în termeni de maturitate, grafic al rambursărilor, alocarea pe valute sau expunerea la riscul de dobândă, prezintă importanță atât din perspectiva asigurării stabilității bugetare și a sustenabilității datoriei guvernamentale, cât și pentru asigurarea unui cadru macroeconomic stabil. Totodată, implementarea corespunzătoare a Strategiei presupune coordonarea cu celelalte politici relevante (fiscală și monetară), precum și cu instituțiile abilitate (BNR, CNVM, CSSPP, CSA).

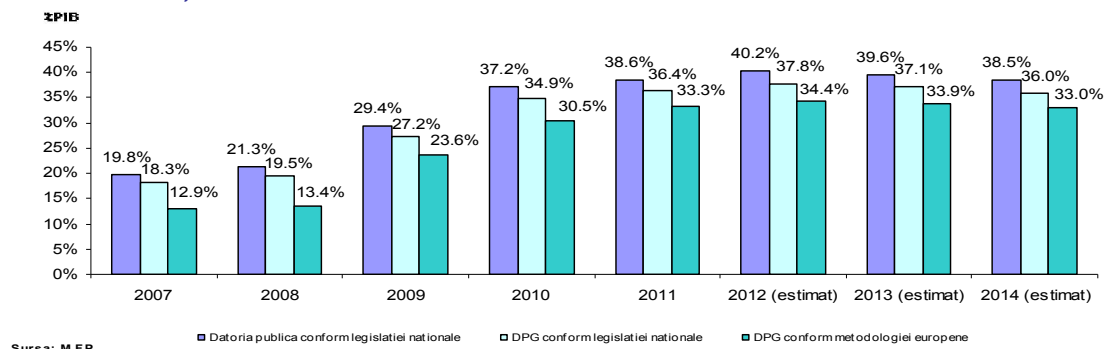
Strategia privind administrarea datoriei publice guvernamentale în perioada 2012 - 2014 este în concordanță cu politica fiscală și bugetară asumată prin Strategia Fiscal-Bugetară pentru perioada 2012-2014 și Cadrul de cheltuieli bugetare pe termen mediu, precum și cu angajamentele asumate de Guvernul României prin acordurile încheiate cu organismele financiare internaționale (FMI/BM/UE).

Consolidarea procesului de ajustare fiscală, marcată prin semnarea de către România a Tratatului pentru Stabilitate, Coordonare și Guvernanță în cadrul Uniunii Economice și Monetare la începutul lunii martie 2012, precum și evoluțiile piețelor financiare din ultimul an, au impus revizuirea estimărilor privind necesitățile de finanțare la nivel guvernamental, precum și a premiselor și ipotezelor care au stat la baza analizelor incluse în Strategia emisă în luna martie a anului trecut.

Elaborarea strategiei pentru perioada 2012-2014 se bazează pe așteptări privind o creștere economică moderată, o consolidare a ratei anuale a inflației la niveluri scăzute, stabilitatea sistemului bancar intern, o situație macroeconomică externă relativ echilibrată, o evoluție stabilă a cursului de schimb al monedei locale, precum și o continuare a procesului de consolidare fiscală, prin menținerea deficitului bugetar în termeni de numerar sub nivelul de 2,5% pe orizontul de timp considerat.

Evoluția datoriei publice până în prezent, precum și principalele estimări privind evoluția acesteia până în 2014, sunt prezentate în graficul de mai jos.

Grafic 1: Evoluția datoriei publice în perioada 2007 – 2014

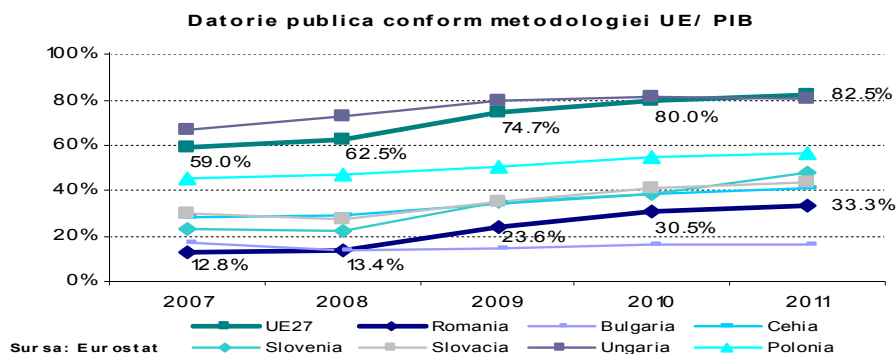


Creșterea ponderii în PIB a datoriei publice guvernamentale (calculată conform legislației naționale) în anul 2011 s-a datorat în principal deficitului bugetar înregistrat, de 4,1% din PIB. Pentru anul curent se estimează o creștere ușoară a ponderii datoriei publice guvernamentale (DPG) în PIB, calculată conform metodologiei naționale, până la 37,8%, urmând ca în intervalul 2013-2014 aceasta să scadă gradual până la 36,0% sub influența creșterii economice și a reducerii deficitului bugetar.

Pe fondul unei creșteri economice moderate, se estimează ca nivelul datoriei publice calculat conform legislației naționale se va situa sub 40,5% din PIB.

Nivelul datoriei publice, conform metodologiei UE, este prognozat a se situa la un nivel net inferior plafonului de 60% prevăzut de Tratatul de la Maastricht, nefiind anticipat niciun risc care ar putea conduce la apropierea sau depășirea acestui plafon pe întreaga perioadă acoperită de Strategie. Ponderea datoriei publice (metodologie UE) în PIB înregistrează unul dintre cele mai scăzute niveluri la nivel european. Astfel, la nivelul anului 2011, cu nivelul de 33,3% din PIB, România ocupă locul 4 între statele membre ale UE cu cel mai redus nivel de îndatorare, media la nivelul UE fiind de 82,5%.

Grafic 2: Datoria publică / PIB în țările Europei Centrale și de Est în perioada 2007 - 2011



2. Administrarea datoriei publice guvernamentale în anul 2011 și în primul trimestru din 2012

2.1. Contextul macroeconomic și financiar internațional

Anul 2011 și prima parte a anului 2012 s-au caracterizat printr-o creștere generalizată a aversiunii față de risc a investitorilor, pe fondul incertitudinilor legate de sustenabilitatea datoriilor statelor periferice zonei euro. Rezultatele nesatisfăcătoare înregistrate în implementarea măsurilor de ajustare fiscală, în contextul unui mediu politic instabil și a unor date macroeconomice îngrijorătoare, au alimentat temerile investitorilor. La acestea s-au adăugat inabilitatea liderilor europeni în atingerea unui consens în privința măsurilor de susținere a statelor afectate și de impulsioneare a creșterii economice, precum și a limitării efectului de contagiune a crizei datoriilor asupra celorlalte țări din regiune.

Reducerea ratingurilor suverane pentru mai multe state europene a creat presiuni suplimentare asupra costurilor de finanțare, iar acestea s-au transferat automat și la nivelul sistemului bancar. Ca urmare a incertitudinilor în creștere, băncile europene și-au redus activitatea pe piața interbancară, iar multe grupuri bancare (unele prezente și în România) au fost retrogradate ca urmare a expunerii pe datoriile suverane ale statelor periferice.

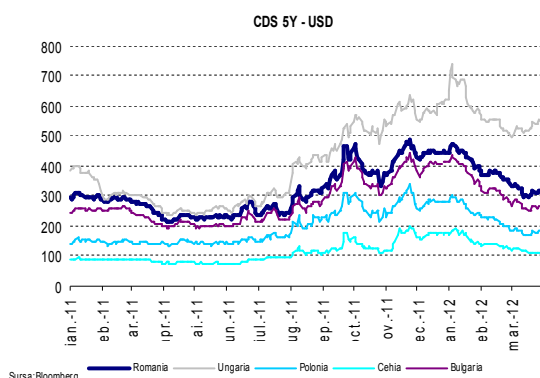
Aceste evenimente au determinat refugiul investitorilor către active cu risc redus, determinând scăderea la nivel minim istoric a randamentelor pentru obligațiunile țărilor cu rating de top și o creștere considerabilă a spread-ului dintre obligațiunile emise de aceste state membre UE și obligațiunile statelor periferice din zona euro.

În scopul contracarării efectelor crizei, Banca Centrală Europeană a luat decizia coborârii ratei de referință la nivelul de 1% (reversând practic cele două creșteri de câte 0,25% operate în prima parte a anului 2011) și a reactivat în luna august programul de răscumpărare a obligațiunilor suverane. Totodată, BCE a extins maturitatea împrumuturilor acordate băncilor din sistem, lărgind gama instrumentelor eligibile drept colateral.

În decembrie 2011, statele membre ale UE, cu excepția Marii Britanii și a Cehiei, au agreat Tratatul privind Stabilitatea, Coordonarea și Guvernanța în cadrul Uniunii Economice și Monetare, care include un pact fiscal menit a întări guvernanța economică în Europa. În plus, injecțiile de lichiditate efectuate de BCE prin operațiuni de refinanțare pe termen lung în valoare de cca. 1.018,7 mld. EUR (489,2 mld EUR în data de 22 decembrie 2011 și 529,5 mld EUR în data de 1 martie 2012) au contribuit la reducerea tensiunilor severe la care au fost supuse sistemul bancar european și piețele financiare, scăzând simțitor costurile de finanțare a statelor periferice din zona euro.

Situația tensionată de pe piețele externe și-a pus amprenta și asupra percepției de risc asupra României, fapt ce s-a reflectat în evoluția primei de risc de țară, a cotațiilor emisiunilor internaționale ale statului român și a volatilității cursului de schimb.

Grafic 3: Evoluția comparativă a primei de risc (CDS la 5 ani) în perioada 2011 – T1 2012



Succesul primei etape a operațiunii de preschimbare a obligațiunilor emise de statul elen și aprobarea celui de-al doilea pachet de ajutor financiar pentru Grecia în luna februarie 2012, semnarea pactului fiscal de către liderii europeni la începutul lunii martie 2012 și măsurile de ajustare fiscală adoptate de unele state membre UE au contribuit la detensionarea situației și scăderea, cel puțin pentru moment, a costurilor de împrumut.

2.2. Evoluția macroeconomică a României

În anul 2011, România a înregistrat o creștere economică reală de 2,5% din PIB, susținută în principal de performanța foarte bună înregistrată în sectorul agricol (valoare adăugată brută în creștere cu 11,3%) și în industrie (valoare adăugată brută în creștere cu 5%), prin intermediul activității de export. Contul curent al balanței de plăți a înregistrat un deficit de 6 mld EUR, în creștere cu 8,7% față de anul 2010, în principal datorită creșterii deficitului balanței veniturilor cu 23,9%. Deficitul contului curent în anul 2011 a fost finanțat în proporție de 32% prin investiții directe ale nerezidenților în România, în valoare de 1,9 mld EUR, în scădere cu 13,5% față de 2010.

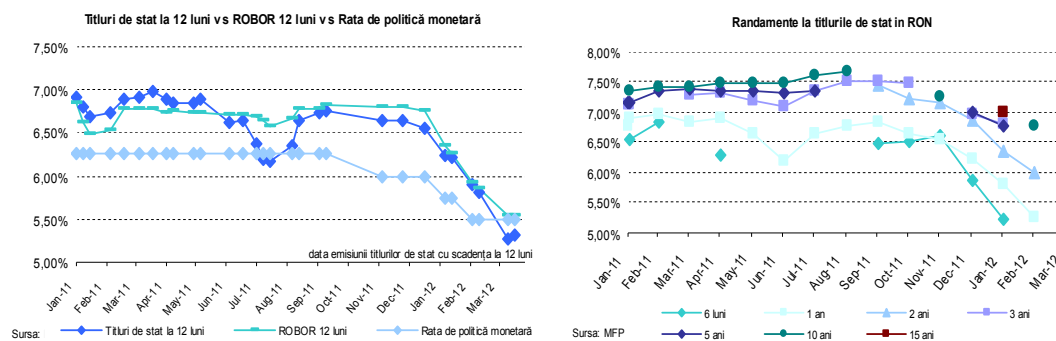
Astfel, în anul 2011, deficitul bugetului general consolidat (în termeni de numerar) a fost de 23,9 mld RON (4,1% din PIB), diminuându-se cu 9,7 mld RON față de 2010. Ajustarea de la nivelul de 6,4% din PIB înregistrată în 2010 s-a datorat atât înregistrării unor venituri mai mari (în special încasările din TVA, impozit pe venituri și profit), cât și reducerilor de cheltuieli operate (cu salariile și protecția socială). Deficitul bugetar calculat conform metodologiei UE (ESA95) a reprezentat 5,2% din PIB în 2011.

Pe parcursul anului 2011, cursul de schimb al monedei naționale a fluctuat în intervalul 4,1-4,4 față de EUR, respectiv 2,7-3,4 față de USD, cu o ușoară tendință de stabilizare în prima parte a anului 2012 spre limitele superioare ale intervalelor.

Rata anuală a inflației a coborât la sfârșitul anului 2011 până la nivelul de 3,14%, cu 4,82 puncte procentuale mai redus decât nivelul de 7,96% înregistrat în decembrie 2010, situându-se astfel în apropierea punctului central de 3% al intervalului țintă al BNR. Convergența ratei anuale a inflației către ținta stabilită de BNR pentru anul 2011 a fost rezultatul cvasiepuizării efectului de runda întâi al majorării cotei TVA în iulie 2010, a tendinței descendente a dinamicii prețurilor volatile, în principal a celor alimentare, precum și a decelării inflației de bază. Cea din urmă a reflectat persistența deficitului amplu de cerere agregată, precum și ameliorarea anticipațiilor inflaționiste, susținută inclusiv de menținerea conduitei prudente a politicii monetare. În luna mai 2012, rata anuală a inflației a coborât până la nivelul de 1,79%, de la 2,72% cât s-a înregistrat în luna ianuarie.

Începând cu luna noiembrie 2011, ca urmare a consolidării procesului dezinflaționist, BNR a inițiat un trend de scădere a ratei dobânzii de politică monetară de la 6,25% la 5,25%, prin intermediul a patru reduceri succesive de câte 0,25 puncte procentuale. Scăderea ratei de politică monetară s-a reflectat și în evoluția ratelor de dobândă de pe piața interbancară și a randamentelor titlurilor de stat pe termen scurt, acestea înregistrând ajustări notabile în primul trimestru din 2012, dar și asupra ratelor de dobândă pe termen lung (în trimestrul I 2012).

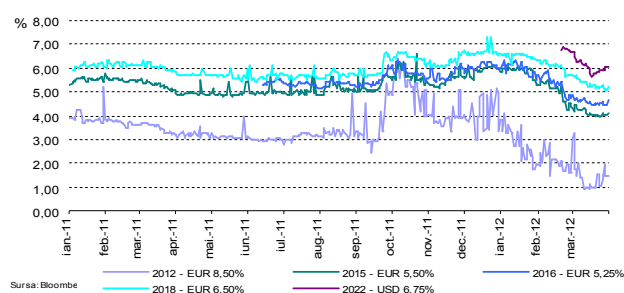
Grafic 4: Evoluția randamentelor la titlurile de stat în RON în perioada 2011 – Q1 2012



Politica fiscal-bugetară prudentă a statului, politica monetară adecvată a Băncii Naționale, efectele pozitive vizibile ale măsurilor de consolidare fiscală adoptate de Guvern, precum și ancora oferită de acordul stand-by cu FMI au contribuit la atenuarea efectelor crizei financiare la nivel local, permițând totodată înregistrarea unei performanțe economice pozitive, cu efecte favorabile asupra costurilor refinanțării datoriei publice și a finanțării deficitului bugetar.

Performanțele economice pozitive s-au reflectat și în evaluările agențiilor de rating. Astfel, agenția de rating Fitch a decis în luna iulie 2011 reincluderea României în categoria investment grade, iar agențiile de rating Moody's și Standard & Poor's au reconfirmat la finalul anului trecut ratingurile acordate României, cu perspectiva stabilă.

Grafic 5: Evoluția randamentelor obligațiunilor internaționale ale României pe piața secundară, în perioada 2011 – Q1 2012



Randamentele emisiunilor României pe piețele externe, denumite în EUR și USD, au înregistrat o performanță pozitivă pe piața secundară, corelată cu îmbunătățirea situației economice și financiare a țării.

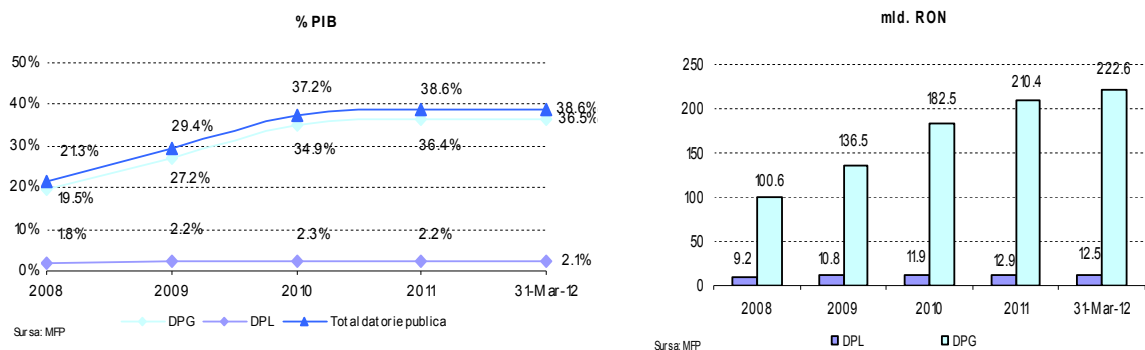
2.3. Modificări în volumul, structura și costul datoriei publice guvernamentale

Prezenta secțiune trece în revistă modificările înregistrate în volumul, costul și structura datoriei, profilul portofoliului de datorie publică guvernamentală având un rol esențial în atingerea obiectivelor de minimizare a costurilor cu datoria publică pe termen mediu și lung și a administrării riscurilor aferente portofoliului de datorie publică.

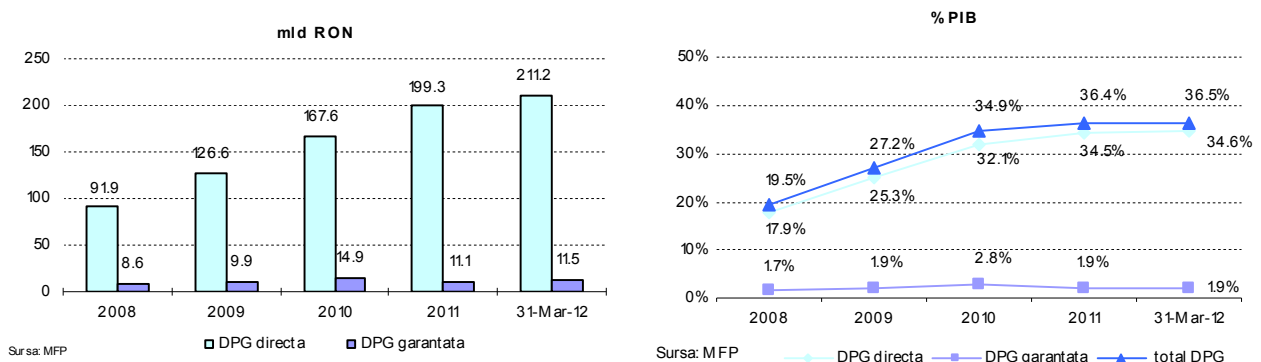
Volumul și structura datoriei publice guvernamentale

Datoria publică totală a crescut în anul 2011 cu 28,8 mld RON, respectiv cu 1,4% din PIB, în principal ca urmare a datoriei angajate pentru acoperirea necesităților de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale. Datoria publică locală (DPL) s-a menținut la un nivel relativ constant în PIB în ultimii 3 ani, creșterea datoriei publice având loc pe seama DPG.

Grafic 6: Evoluția datoriei publice

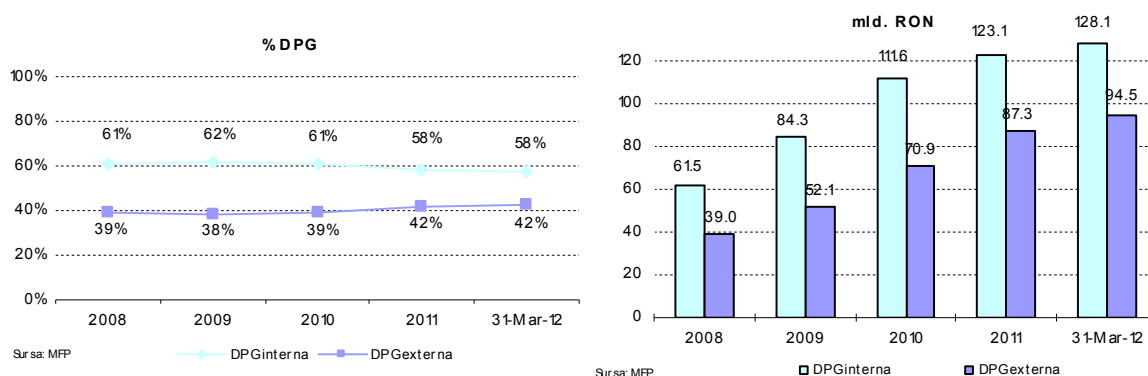


Din totalul datoriei publice guvernamentale înregistrat la sfârșitul lui 2011, DPG directă a reprezentat 94,7%, în creștere față de 91,9% în 2010, diferența reprezentând-o DPG garantată. În cursul anului 2011, pe fondul unui spațiu fiscal mai restrâns agreat cu instituțiile financiare internaționale (deficit bugetar de 4,1% din PIB față de 6,4% din PIB în 2010), dar și al modificării termenilor garanțiilor în cadrul unor programe guvernamentale, DPG garantată și-a menținut trendul descendent, reducându-se astfel și riscul de plată asumat de Ministerul Finanțelor Publice în calitate de garant.



În ceea ce privește piața pe care s-a emis datoria publică guvernamentală, se menține trendul din ultimii 3 ani de scădere a ponderii datoriei contractate pe piața internă, evoluție consistentă cu obiectivele Strategiei de management al datoriei publice de diversificare a surselor de finanțare și de emisiuni prin programul MTN.

Grafic 7: DPG în funcție de piața pe care s-a emis datoria publică

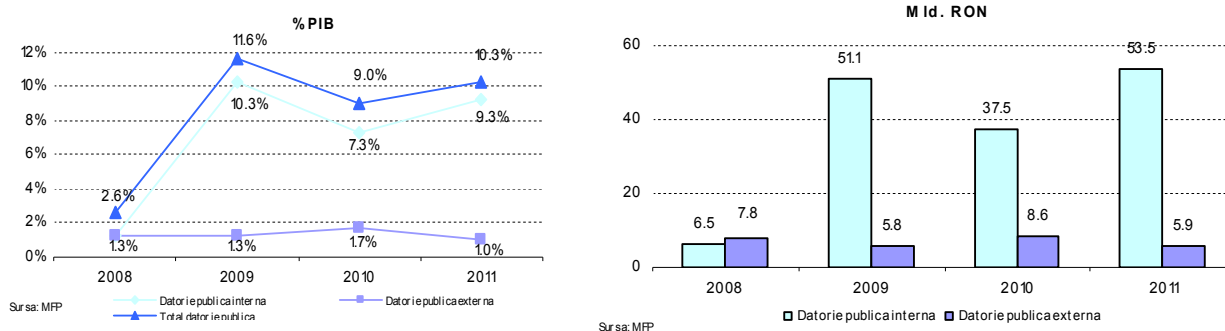


Serviciul datoriei publice și costul datoriei publice guvernamentale

Serviciul datoriei publice (ce include atât rambursările de capital, cât și costul datoriei publice) a crescut semnificativ în 2009, până la nivelul de 59,4 mld RON față de 14,3 mld RON în 2008, atât pe fondul unei datorii publice în creștere, cât și a faptului că finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice s-au făcut mai ales prin emisiuni de titluri de stat pe termen scurt, ca urmare a înrăutățirii situației pe piețele interne și externe de capital odată cu agravarea crizei financiare. Menținerea unei ponderi ridicate a acestor instrumente în structura DPG începând cu 2009 (17-18%) a determinat un serviciu ridicat al datoriei publice în această perioadă.

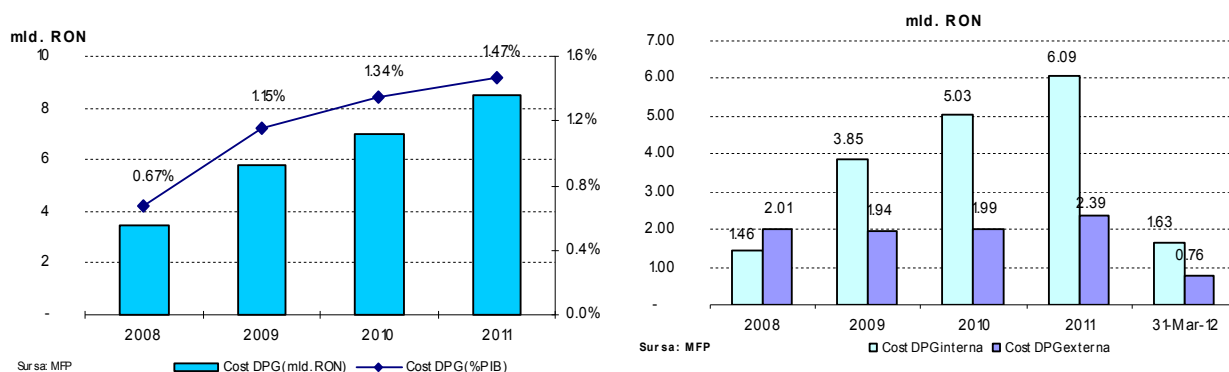
Tragerile din pachetul financiar extern agreat în 2009 cu FMI, UE și BM, au determinat scăderea semnificativă a ponderii în PIB a serviciului datoriei publice în 2010, la 9%, față de 11,6% în 2009, deși a fost răscumpărata emisiunea de euroobligațiuni în valoare de 0,7 mld EUR lansată în 2003. În 2011, serviciul datoriei publice a crescut ușor, la 10,3% din PIB, în principal pe seama datoriei publice interne emisa pe termen scurt.

Grafic 8: Serviciul datoriei publice



Creșterea costului asociat datoriei publice guvernamentale (plățile de dobânzi și comisioane) în ultimii ani, atât ca valoare absolută, cât și ca pondere în PIB, s-a datorat în principal creșterii volumului datoriei publice guvernamentale, dar și creșterii ratelor dobânzilor pe piața locală ca urmare a propagării în România a efectelor crizei, financiare globale dar și a schimbării structurale pe care a reprezentat-o trecerea sistemului bancar în poziție neta de debitor față de banca centrală.

Grafic 9: Costul datoriei publice guvernamentale



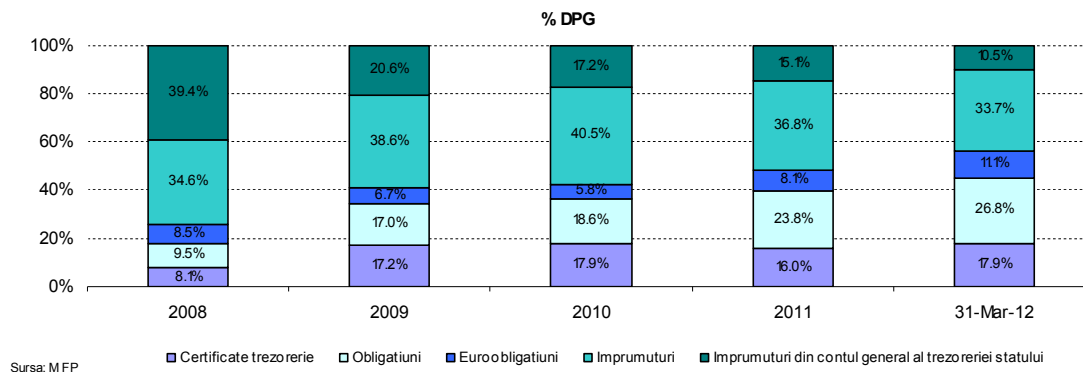
În anul 2011, costul DPG interne a reprezentat 71,9% din totalul costurilor cu datoria publică guvernamentală, ponderea fiind aproximativ neschimbată comparativ cu anul precedent și în creștere de la 66,5% în 2009. Ponderea semnificativ mai redusă a costului cu DPG externă, în ciuda creșterii graduale a acestei componente de finanțare începând cu 2009, se datorează atât diferențialului dintre ratele dobânzilor la lei și cele ale principalelor valute, cât și condițiilor avantajoase de finanțare aferente împrumuturilor contractate de la UE, FMI și BM.

Analiza datoriei publice

În ceea ce privește structura pe tipuri de instrumente utilizate pentru finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice se observă o continuare a trendurilor conturate în ultimii ani. Astfel, ponderea emisiunilor de obligațiuni pe piața locală a continuat să crească, de la 9,5% în 2008 la 26,8% în primul trimestru din 2012, pe când cea a împrumuturilor din CCGTS a scăzut semnificativ, de la 39,4% la 10,5% în aceeași perioadă de timp.

În categoria împrumuturi au fost incluse împrumuturile destinate finanțării de proiecte de la bănci comerciale, instituții financiare internaționale și pe relații bilaterale, împrumuturile în numerar pentru diferite programe (BIRD și UE) și împrumuturile din pachetul financiar extern încheiat cu FMI (numai partea angajată de MFP), UE și BM.

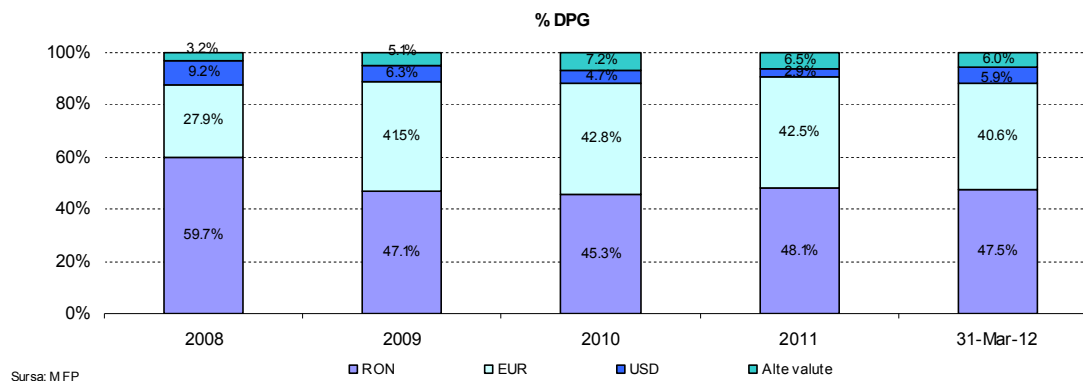
Grafic 10: Structura pe tipuri de instrumente a datoriei publice guvernamentale



Riscul valutar

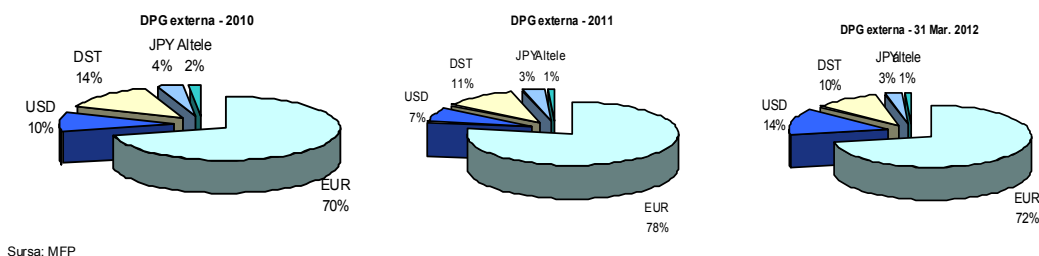
Structura pe valute a DPG s-a modificat semnificativ începând cu 2009, pe fondul declanșării crizei economice în România și a contractării împrumuturilor de la FMI, UE și BM; ponderea DPG în RON a scăzut de la 59,7% în 2008 la 47,5% la sfârșitul primului trimestru din 2012, cu un minim de 45,3% atins în 2010.

Grafic 11: Structura pe valute a datoriei publice guvernamentale



Ponderea cea mai mare în DPG externă o ocupă datoria denominată în EUR, a cărei creștere la 78% în 2011 (față de 70% în 2010), s-a datorat în mare parte emisiunii de euroobligațiuni de 1,5 mld EUR lansate în cadrul programului MTN la mijlocul anului trecut, dar și tragerilor / împrumuturilor în cadrul pachetului financiar extern agreat cu FMI, UE și BM. Creșterea ponderii DPG denominate în USD la sfârșitul lunii martie 2012 (14%, față de 7% în 2011) se datorează emisiunii de euroobligațiuni pe 10 ani în valoare de 2,25 mld USD lansată în ianuarie și redeschisă în luna februarie 2012.

Grafic 12: Structura pe valute a DPG externe

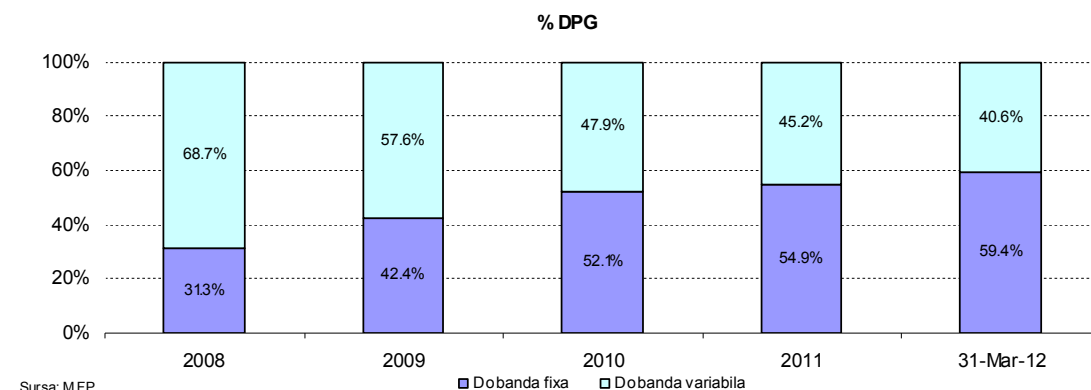


Sursa: MFP

Riscul de rată a dobânzii

Structura pe tipuri de dobândă a DPG s-a îmbunătățit considerabil începând cu 2010. În primul trimestru din 2012, ponderea datoriei cu dobândă fixă a ajuns la 59,4% (față de 54,9% în 2011 și 52,1% în 2010), dinamica acesteia fiind determinată în principal de volumul obligațiunilor emise pe piață locală și de emisiunile de euroobligațiuni lansate pe piețele internaționale de capital, dar și de reducerea valorii împrumuturilor din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului.

Grafic 13: Structura pe tipuri de dobândă a DPG

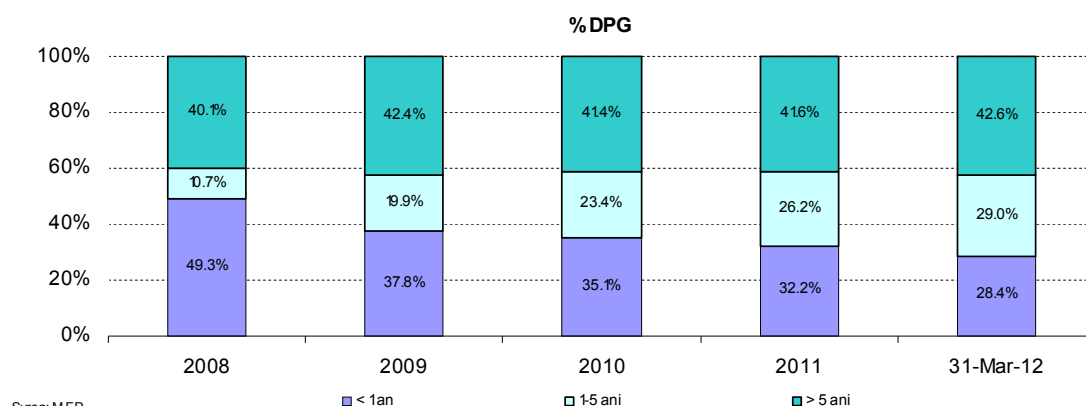


Sursa: MFP

Riscul de refinanțare

Evoluția datoriei publice guvernamentale pe maturități inițiale a consemnat o performanță pozitivă în ultimii ani. Se constată o îmbunătățire a structurii DPG prin creșterea ponderii emisiunilor de obligațiuni pe termen mediu (1-5 ani), atât pe piața locală, cât și pe piața externă, în detrimentul ponderii emisiunilor de certificate de trezorerie. Ponderea ridicată a emisiunilor de obligațiuni pe termen lung la sfârșitul primului trimestru din 2012 (reprezentând 42,6% din DPG, față de 41,6% în 2011) s-a datorat în principal emisiunii de euroobligațiuni pe 10 ani în valoare de 2,25 mld USD realizată la începutul lui 2012.

Grafic 14: Structura pe maturități inițiale a DPG

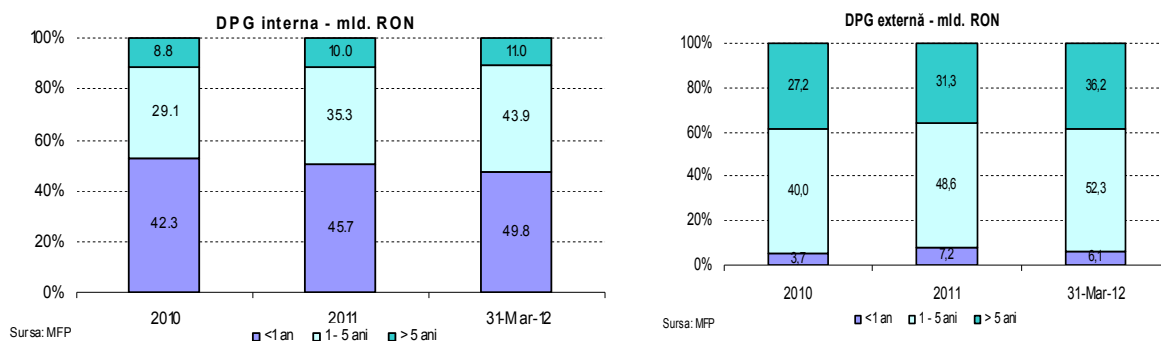


În ceea ce privește maturitatea reziduală a DPG interne, situația înregistrată la sfârșitul primului trimestru din 2012 comparativ cu anul 2011 arată că 10,5% din DPG internă avea o scadență reziduală de peste 5 ani, față de 11,0% la sfârșitul lui 2011, în timp ce ponderea celei cu scadență reziduală sub 1 an a scăzut la 47,5%, de la 50,2%, în aceeași perioadă de timp.

Structura pe maturități reziduale a DPG externe s-a menținut aproape neschimbată din 2010 și până la sfârșitul primului trimestru din 2012, cu cca. 55% în segmentul 1-5 ani și mai puțin de 10% sub 1 an. Maturitatea reziduală de peste 5 ani a crescut însă față de sfârșitul lui 2011 ca urmare a emisiunii de euroobligațiuni în USD pe piața internațională de capital din primul trimestru din 2012.

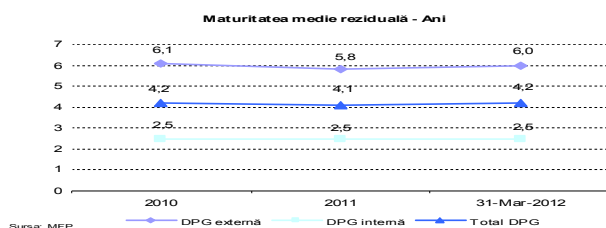
Grafic 15: Structura pe maturități reziduale a DPG interne*) și externe

*) nu include împrumuturile din contul curent general al Trezoreriei Statului



Grafic 16: Maturitatea medie reziduală a DPG *)

*) nu include împrumuturile din contul curent general al Trezoreriei Statului



În ceea ce privește maturitatea medie reziduală a DPG, aceasta s-a redus inițial, de la 4,2 ani în 2010 la 4,1 ani în 2011, pentru ca apoi să revină la 4,2 ani la sfârșitul primului trimestru din 2012; evoluția

acesteia a fost determinată exclusiv de componența reprezentată de DPG externă, influențată semnificativ de emisiunea de euroobligațiuni în USD lansată în ianuarie și redeschisă în februarie 2012.

2.4 Evaluarea implementării Strategiei în anul 2011 și în primul trimestru din 2012

În procesul de administrare a datoriei publice guvernamentale s-a urmărit realizarea obiectivelor stabilite prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2011 - 2013, astfel:

Tabel 1: Evaluarea îndeplinirii obiectivelor asumate prin Strategie

Obiectiv / Stadiu de implementare	Indicatori	Nivel stabilit prin Strategie	2010	2011
1. Creșterea controlată a datoriei publice guvernamentale Relevanța: Medie				
Datoria publică a fost contractată în principal pentru finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea DPG. În 2011, creșterea economică de 2,5% a determinat o creștere mai mică (cu 1,4%) a ponderii DPG în PIB. La sfârșitul primului trimestru din 2012, ponderea DPG în PIB era de 36,5%.	% DPG in PIB	-	34,9	36,4
2. Minimizarea costurilor cu DPG pe termen lung în condițiile unui nivel acceptabil al riscurilor asociate portofoliului de DPG Relevanța: Mare				
Creșterea relativ redusă a costului anual determinat de volumul datoriei noi contractate pentru finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei. Costul cu DPG a fost determinat de condițiile de finanțare oferite de piața internă și externă la momentul contractării datoriei.	% Cost DPG in PIB	-	1,34	1,47
3. Limitarea riscurilor asociate portofoliului de datorie publică Relevanța: Mare				
3.1 Riscul de refinanțare Relevanța: Mare				
Abordare flexibilă în alegerea surselor de finanțare și a instrumentelor de datorie. La sfârșitul primului trimestru din 2012, ponderea datoriei pe termen scurt în total DPG era de 28,4%.	% datorie pe termen scurt în total DPG	-	35,1	32,2
Asigurarea finanțării deficitului și refinanțării datoriei prin emisiuni de certificate de trezorerie și emisiuni de obligațiuni de tip benchmark pe termen mediu și lung pe piața internă, inclusiv cu maturitatea de 15 ani în februarie 2012. La sfârșitul primului trimestru din 2012, nivelul indicatorului ponderea emisiunilor noi pe termen mediu și lung în total emisiuni a fost de 43,5%.	% emisiuni noi pe termen mediu și lung în total emisiuni noi	-	25,0	33,0
Obiectivul privind maturitatea medie reziduală a DPG (exclusiv împrumuturile din CCGTS) nu a putut fi atins din cauza emiterii unui volum relativ mai mare de titluri de stat pe termen scurt, determinat de condițiile de piață nefavorabile și de lipsa de interes a investitorilor pentru maturități medii și lungi. La sfârșitul primului trimestru din 2012, maturitatea medie reziduală era de 4,2 ani.	Maturitatea medie reziduală a DPG	4,5 ani	4,2 ani	4,1 ani
3.2 Riscul de lichiditate Relevanța: Mare				

Pentru reducerea riscului de lichiditate și evitarea presiunilor sezoniere în procesul de asigurare a surselor de finanțare a deficitului și refinanțare a DPG, MFP a urmărit consolidarea rezervei financiare în valută, corespunzător obiectivului de acoperire a necesităților de finanțare a deficitului bugetar și refinanțării DPG pentru cca 4 luni.

Acest obiectiv, stabilit prin acordul de împrumut cu FMI, BM și UE, a fost monitorizat în permanență cu ocazia misiunilor comune FMI/BM/UE.

3.3 Riscul valutar		Relevanța: Mare		
Indicatorii privind evaluarea riscului valutar se încadrează în limitele stabilite prin Strategie. La sfârșitul primului trimestru din 2012, datoria în lei reprezenta 47,5% din total DPG.	% DPG în lei în total DPG	Min 45%	45,3	48,1
Datoria nou contractată a fost denominată în lei și în euro; din perspectiva adoptării euro ca monedă națională, riscul valutar poate fi considerat diminuat. La sfârșitul primului trimestru din 2012, ponderea DPG în EUR era de 77,3 în total DPG în valută.	% DPG în EUR în total DPG în valută	Min 75%	78,2	81,9
Emisiunea de euroobligațiuni lansată în ianuarie 2012 și redeschisă în februarie, în valoare cumulată de 2,25 mld USD, a determinat creșterea riscului valutar. La nivelul portofoliului DPG, diversificarea adusă de emisiunile în USD a condus la îmbunătățirea profilului de cost-risc. La sfârșitul primului trimestru din 2012, acest indicator era de 40,6%.	% DPG în EUR în total DPG	Max 50%	42,8	42,5
3.4 Creșterea ponderii datoriei negociabile în total datorie guvernamentală		Relevanța: Medie		
Începând cu anul 2011 au fost lansate emisiuni de euroobligațiuni pe piețele externe de capital în cadrul Programului EMTN stabilit pentru perioadă 2011-2013, în valoare de 7 mld EUR (sau echivalent).				
În iunie 2011, MFP a lansat prima emisiune în cadrul programul EMTN, în valoare de 1,5 mld EUR, cu o maturitate de 5 ani și un cupon de 5,25%.				
În a doua jumătate a anului 2011, programul MTN a fost ajustat astfel încât MFP să poată accesa piețele externe de capital prin lansarea de emisiuni de titluri de stat denumite în USD.				
Profitând de fereastra de oportunitate apărută pe piețele financiare externe după prima injecție de lichiditate a BCE prin programul LTRO din decembrie 2011, MFP a lansat prima emisiune de euroobligațiuni în USD în cadrul programului MTN în luna ianuarie 2012. Emisiunea, în valoare de 1,5 mld USD, cu o maturitate de 10 ani și un cupon de 6,75%, a fost suprasubscrisă de cca 4,5 ori. Pe fondul evoluției pozitive a randamentului euroobligațiunilor în USD și a reducerii în continuare a aversiunii la risc a investitorilor, MFP a redeschis emisiunea inițială în USD la sfârșitul lunii februarie 2012, atrăgând un volum suplimentar de 750 mil USD, la un randament în scădere cu 0,42%. Și pentru această redeschidere, emisiunea a fost suprasubscrisă de cca 4 ori.				
3.5 Distribuția uniformă a serviciului DPG		Relevanța: Medie		
Deciziile privind contractarea datoriei publice au avut în vedere distribuția uniformă a serviciului DPG și evitarea vârfurilor anuale și lunare ale serviciului DPG.				
3.6 Riscul de credit		Relevanța: Medie		
Riscul de credit este limitat la expunerile prin garanțiile emise și subîmprumuturile acordate de către MFP, care se rambursează din resursele proprii ale agenților economici. La sfârșitul primului trimestru din 2012, nivelul acestui indicator era de 0,01%.	% plăți din fondul de risc în contul garanțiilor emise și a sub-împrumuturilor acordate,	-	0,03	0,02
În prezent, MFP nu utilizează tehnici de acoperire a riscurilor ce derivă din administrarea datoriei publice,				

nefiind astfel expusă direct riscului de contrapartidă.	în PIB			
3.7 Riscul de rată de dobândă		Relevanța: Medie		
Pondere DPG cu rată fixă în total DPG a crescut datorită emiterii de titluri de stat cu dobândă fixă pe piața locală, a emisiunilor de euroobligatiuni și a tragerilor efectuate / împrumuturilor contractate prin pachetul financiar încheiat cu FMI, BM și UE. La sfârșitul primului trimestru din 2012, datoria cu rată de dobândă fixă era de 59,4% din total DPG.	% datorie cu rata de dobândă fixă în total DPG	-	52,1	54,9
3.8 Riscul operațional		Relevanța: Medie		
Actualizarea bazei de date privind DPG în sisteme informatizate privind managementul datoriei publice.				
Instruirea permanentă a personalului implicat în administrarea DPG.				
4. Dezvoltarea pieței titlurilor de stat		Relevanța: Mare		
4.1 Piața primară a titlurilor de stat		Relevanța: Mare		
Performanța pozitivă a Guvernului în implementarea reformelor structurale și consolidarea politicilor fiscale și bugetare au îmbunătățit credibilitatea României și au contribuit la reducerea costurilor de finanțare, în ciuda unei volatilități mai ridicate a piețelor financiare în cea de-a doua jumătate a anului 2011. Principalele acțiuni întreprinse de MFP în vederea dezvoltării pieței primare a titlurilor de stat:				
a. publicarea calendarului anual, a anunțului trimestrial și a prospectelor lunare privind emisiunile de titluri de stat pe piața locală;				
b. ajustarea volumului emisiunilor de titluri de stat în funcție de evoluția pieței, luând în considerare așteptările investitorilor de pe piață;				
c. creșterea lichidității pieței titlurilor de stat prin creșterea volumului emisiunilor de obligațiuni de stat de tip benchmark, ca urmare a redeschiderilor lunare în funcție de apetitul investitorilor.				
4.2 Piața secundară a titlurilor de stat		Relevanța: Mare		
Începând cu luna ianuarie 2011, Banca Națională a României a început să publice zilnic pe site-ul oficial ratele de referință ale titlurilor de stat.				
La sfârșitul primului trimestru din 2012, băncile comerciale locale dețineau în continuare peste 60% din titlurile de stat în circulație pe piața locală (69,2% din totalul titlurilor de stat în lei și 66,9% din cele în euro), pe când deținerile de titluri de stat de către investitorii nerezidenți se situau la un nivel redus ¹ (11,1% în lei și 17,6% în euro).				
Din iulie 2011, Piraeus Bank România a devenit primul Market Maker pentru trei noi obligațiuni guvernamentale de tip benchmark pe piața reglementată a BVB.				

2.5 Acordarea de garanții guvernamentale

În cursul anului 2011, Guvernul, prin intermediul MFP, a acordat garanții de stat în cadrul programelor guvernamentale. Expunerea prin programul Prima Casă s-a redus în cursul anului trecut ca urmare a înjumătățirii valorii garanțiilor acordate băncilor în vederea împărțirii proporționale a riscurilor între stat și băncile finanțatoare.

Tabel 2: Situația datoriei publice guvernamentale garantate

	Mil RON		
	2010	2011	31-Mar-12
1. DPG garantată	14.858,9	11.104,1	11.460,8
a) Companii	7.161,2	6.125,1	6.195,9
b) Sistem bancar (legi speciale)	1.742,2	200,6	201,1

¹ Include și titlurile depozitate în Clearstream.

c) Programe guvernamentale	5.955,5	4.778,4	5.063,8
din care:			
I. Prima Casă	5.955,5	4.684,8	4.970,0
II. Program Kogălniceanu	0,0	17,2	17,4
III. Program sprijin	0,0	76,4	72,7
IV. Reabilitare termică	0,0	0,0	3,7
2. Garanții emise în anul de raportare	5.251,1	1.745,6	426,3
a) Companii	1.302,9	0,0	0,0
b) Sistem bancar (legi speciale)	0,0	0,0	0,0
c) Programe guvernamentale	3.948,2	1.745,6	426,3
din care :			
I. Prima Casă	3.929,3	1.670,7	426,2
II. Program Kogălniceanu	0,0	17,1	0,1
III. Program sprijin	18,9	53,7	0,0
IV. Reabilitare termică	0,0	4,1	0,0
Sursa: MFP			

În 2012, MFP intenționează să ofere garanții de stat pentru:

- Proiecte strategice cu efect de multiplicare în economie: proiectul Nabucco sau alte proiecte în sectorul energetic;
- Asigurarea co-finanțării proiectelor finanțate de către Uniunea Europeană și alte instituții financiare multilaterale (plafon aprobat: 0,3 mld EUR);
- Programul de finanțare a achizițiilor de locuințe Prima Casă (plafon aprobat: 0,75 mld EUR);
- Programul Kogălniceanu de sprijinire a IMM-urilor (plafon aprobat: 1,2 mld RON)
- Împrumuturi pentru reabilitarea termică a ansamblurilor de locuințe (plafon aprobat: 0,20 mld RON);
- Programul guvernamental cu privire la măsuri pentru îmbunătățirea arhitecturală și a cerințelor de mediu a ansamblurilor de locuințe (plafon aprobat: 0,2 mld RON).

3. Ipotezele macroeconomice și financiare ale Strategiei pentru perioada 2012 - 2014

Monitorizarea permanentă a evoluțiilor macroeconomice și financiare la nivel local și internațional prezintă o importanță fundamentală în stabilirea și implementarea în condiții adecvate a Strategiei de administrarea a datoriei publice guvernamentale. Prezenta secțiune trece în revistă ipotezele macroeconomice și financiare care stau la baza elaborării Strategiei.

3.1 Contextul internațional

Adoptarea celui de-al doilea pachet de asistență financiară pentru Grecia, măsurile de ajustare fiscală adoptate de unele state europene, precum și deciziile liderilor europeni în direcția contracarării crizei datoriei suverane (semnarea pactului fiscal și creșterea resurselor Fondului European de Stabilitate Financiară), au diminuat riscul producerii

unor evenimente extreme și au condus la stabilizarea piețelor financiare. Cu toate acestea, riscurile privind evoluțiile viitoare rămân la un nivel ridicat.

Revenirea încrederii investitorilor este reflectată în creșterea piețelor de acțiuni de la începutul anului și scăderea presiunii asupra randamentelor obligațiunilor suverane, cu toate că spread-urile rămân încă ridicate pentru unele state din zona euro. Încrederea în sectorul financiar a arătat semne de revenire, evoluția primelor de risc fiind elocventă în acest sens, cu toate că nivelurile rămân ridicate din perspectivă istorică.

Estimările privind performanța economică arată diferențe semnificative între regiuni, fiind evidentă o decuplare a creșterii economice în SUA față de zona euro. Totodată, divergențele în activitatea economică sunt vizibile și în situația de pe piața muncii. Astfel, în Statele Unite, rata șomajului și-a continuat trendul de scădere, în timp ce în zona euro, rata medie a șomajului a început să crească din nou (cu diferențe notabile între țări).

Și pentru țările emergente este așteptată o diminuare a creșterii economice, reflectând o deteriorare a activității la export (ca urmare a scăderii cererii din partea țărilor dezvoltate), a scăderii fluxurilor de capital, precum și a diminuării consumului intern în principalele economii emergente. O serie de măsuri contraciclice au fost deja adoptate de către unele țări emergente, acestea având la dispoziție suficiente instrumente pentru a stimula creșterea economică atât prin pârghia monetară, cât și prin măsuri fiscale și bugetare.

Evoluțiile externe prezintă importanță deosebită pentru România, prin perspectiva legăturilor economico-financiare, performanța economiei locale fiind sensibilă la evoluția economică a principalilor parteneri comerciali externi.

Din perspectiva administrării datoriei publice guvernamentale, următorii factori externi prezintă importanță în scopul atingerii obiectivelor Strategiei și fundamentării deciziilor de finanțare:

- evoluția ratelor de dobândă aferente valutelor în care este contractată datoria publică externă, cele mai relevante fiind ratele dobânzilor în zona euro și în SUA;
- evoluția crizei datoriilor suverane în zona euro și a riscului perceput de investitori pentru această zonă investițională;
- percepția de risc a investitorilor față de bonitatea statului român, respectiv evoluția spread-ului aferent clasei de risc în care se încadrează emisiunile statului român;
- evoluția sectorului bancar european și strategia băncilor privind expunerea pe piețele din Europa de Est;
- competiția pentru atragerea investitorilor, având în vedere cerințele de finanțare în creștere pentru țările din zona euro, dar și din regiune, date fiind deficitele bugetare înregistrate în anii precedenți.

Zona euro

Ultimele estimări ale Comisiei Europene privind performanța economică a zonei euro indică o ușoară recesiune, pentru 2012 fiind așteptată o contracție de 0,3%. Evoluția modestă din prima parte a anului ar putea fi urmată de o revenire moderată a activității

economice în al doilea semestru ca urmare a revenirii încrederii în rândul consumatorilor și investitorilor.

Sunt de remarcat divergențele semnificative între performanțele economice ale statelor din zona euro. Pentru state precum Germania, Franța, Austria sau Finlanda este așteptată o evoluție economică pozitivă, în timp ce scăderi economice sunt prevăzute nu doar în țările periferice zonei euro, dar și în alte state (Olanda, Belgia). Măsurile de consolidare fiscală adoptate de unele state membre, esențiale pentru recăștigarea încrederii investitorilor, afectează creșterea economică în ciuda măsurilor de relaxare monetară adoptate de BCE.

În ciuda lichidităților furnizate de către BCE, prin intermediul împrumuturilor LTRO acordate băncilor pe termen de 3 ani, situația de pe piața creditului privat a continuat să se deterioreze, fiind evitată totuși o contracție puternică. Pe lângă înăsprirea condițiilor de creditare, cererea redusă de credite a contribuit la această dinamică.

Totodată, Autoritatea Bancară Europeană estimează că băncile vor îndeplini noile cerințe de capital la finalul lunii iunie 2012, fără a recurge în mod semnificativ la vânzări de active (deleveraging). Cu toate acestea, se menține riscul reducerii în viitor a activelor de către băncile europene, dat fiind nivelul relativ ridicat de îndatorare a acestor bănci comparativ cu cele din SUA și din țările emergente.

În scopul contracarării efectelor crizei datoriilor suverane și pentru a susține revenirea economică, BCE a luat decizia coborârii ratei dobânzii de referință la nivelul de 1%. Scăderea ratei de referință s-a reflectat și în evoluția ratelor de dobândă de pe piața interbancară, precum și a ratelor de swap pe termen lung. Pe termen scurt mai pot fi posibile măsuri stimulative din partea BCE, precum tăieri ale ratelor de dobândă sau creșterea volumului împrumuturilor acordate instituțiilor de credit, în cazul reintensificării presiunii asupra statelor îndatorate din zona euro sau din necesitatea stimulării activității economice.

Evoluția sub potențial a activității economice, rata ridicată a șomajului, măsurile de austeritate, precum și subutilizarea capacităților de producție sunt elemente de natură să contracareze creșterea prețurilor. În același timp, evoluția prețului petrolului și creșterile de taxe operate în unele state europene exercită presiuni inflaționiste. La acestea se adaugă discrepanța dintre performanța economică a Germaniei și restul zonei euro, ce prezintă o provocare suplimentară pentru BCE în privința balansării măsurilor anti-inflaționiste cu necesitatea măsurilor stimulative pentru susținerea revenirii economice pentru celelalte state din zona euro.

Conform declarațiilor reprezentanților BCE, banca centrală nu plănuiește retragerea măsurilor stimulative pe termen scurt, aceasta fiind pregătită totodată să acționeze prin instrumente specifice împotriva inflației în cazul în care va fi necesar. Având în vedere măsurile de consolidare fiscală ce trebuie implementate în unele state, așteptările modeste de creștere economică, precum și persistența temerilor legate de sustenabilitatea datoriilor unor state membre, este de așteptat o perioadă îndelungată cu niveluri reduse ale ratelor de dobândă, în paralel cu menținerea unui nivel ridicat al lichidității în sistem. În același timp, scadența împrumuturilor pe termen lung acordate de BCE băncilor din sistem, începând cu finalul anului 2014, ar putea crea presiuni asupra băncilor pentru găsirea unor variante alternative de finanțare.

În cadrul summit-ului UE de la sfârșitul lunii iunie 2012, liderii europeni au convenit măsuri pe termen scurt pentru recâștigarea încrederii piețelor și stabilizarea zonei euro, în contextul în care Cipru a cerut ajutor financiar internațional nereușind să reziste pe cont propriu pierderilor masive cauzate în sectorul bancar de restructurarea a datoriei Greciei, iar Spania a solicitat asistență de la FESF (instrumentul european de Stabilizarea Financiară) pentru sectorul sau bancar.

Liderii europeni au decis alocarea a 120 miliarde Euro pentru măsuri imediate de creștere economică în cadrul "Pactului de creștere economică și locuri de muncă" și punerea în practică, până la sfârșitul anului, a unui mecanism care să permită recapitalizarea directă a bancilor, în anumite condiții, prin intermediul FESF (operațional până la 30 iunie 2013 în paralel cu MES) și a Mecanismului European de Stabilizare (MES).

SUA

În SUA, evoluțiile pozitive de pe piața muncii, precum și îmbunătățirea sentimentului în rândul consumatorilor, tradusă printr-o creștere a consumului intern, au susținut activitatea economică. Totodată, datele recente privind producția industrială, creșterea creditului privat și vânzările de mașini au arătat o intensificare a activității economice.

Între țările G7, SUA se bucură de cea mai ridicată proiecție privind creșterea economică pentru anii 2012 și 2013, de 1,8% și respectiv 2,2%, conform estimărilor FMI din ianuarie 2012.

Performanța economică pozitivă înregistrată de SUA a fost susținută și de măsurile stimulante adoptate de guvern, fapt ce a condus la creșterea deficitului bugetar și a datoriei publice. Acest lucru a determinat decizia S&P de retrogradare a SUA în august 2011 de la AAA la AA+, efectul fiind însă limitat având în vedere contextul tensionat din zona euro și lipsa alternativelor comparabile ale investitorilor instituționali.

Totodată, pentru a susține revenirea economică, banca centrală (FED) a decis menținerea ratei dobânzii de referință în intervalul 0-0,25% începând cu decembrie 2008, recurgând totodată la programe de achiziție de obligațiuni guvernamentale pe termen lung (QE - Quantitative Easing). Având în vedere evoluțiile economice pozitive, FED a decis să nu activeze un nou program de achiziție de obligațiuni, o astfel de decizie urmând a fi luată în funcție de evoluția economică și de dinamica inflației. În același timp, FED și-a reafirmat angajamentul de a menține rata dobânzii de referință aproape de zero cel puțin până la finalul anului 2014.

Datele economice pozitive, precum și decizia FED de a nu iniția un nou program de achiziții de obligațiuni de stat, au determinat creșterea randamentelor pe termen lung ale titlurilor de stat, fără a se prefigura deocamdată un trend clar în acest sens.

3.2. Contextul macroeconomic în România

Principalii indicatori macroeconomici care influențează evoluția volumului datoriei publice guvernamentale sunt necesitățile de finanțare (determinate în principal de deficitul bugetului general consolidat și necesitățile de refinanțare a datoriei publice guvernamentale) și evoluția cursului de schimb al monedei naționale față de principalele valute în care este denominată datoria publică guvernamentală. Creșterea reală a PIB și evoluția prețurilor au de asemenea influență asupra dinamicii ponderii

DPG în PIB. Principalii factori care au un impact asupra costului datoriei includ ratele de dobândă și cursurile de schimb.

Ratingul de țară al României acordat de principalele agenții de rating Standard & Poor's (BB+), Fitch (BBB-), Moody's (Baa3) și Japan Credit Rating Agency (BBB-), toate patru având perspectivă stabilă, are de asemenea influență asupra costului de finanțare.

Ipotezele macroeconomice care stau la baza fundamentării Strategiei sunt prezentate în tabelul de mai jos:

Tabel 3: Ipotezele macroeconomice ale Strategiei pentru perioada 2012 – 2014

Indicator	2012	2013	2014
PIB nominal (mld RON)	607,6	649,0	694,4
PIB - creștere reală (%)	1,7%	3,1%	3,6%
Deficitul bugetului general consolidat (% PIB)	-2,2%	-1,8%	-1,4%
Inflația (șfârșit de an)	3,5%	2,8%	2,5%
Curs mediu EUR/RON	4,40	4,37	4,35
Curs mediu USD/RON	3,37	3,34	3,32

Sursa: CNP, MFP

Pentru anul 2012 se prognozează o creștere economică de 1,7% (pentru comparație prognoza de primăvară a Comisiei Europene este de 1,4%), în scădere față de nivelul estimat în prognoza de toamnă, ca urmare a incertitudinilor legate de evoluția piețelor financiare și de persistența temerilor privind sustenabilitate datorii suverane în zona euro. De asemenea, performanța economică a zonei euro va afecta exporturile României în această regiune, fapt ce se va reflecta în activitatea economică.

Principalul motor al creșterii economice va fi cererea internă, ca urmare a așteptărilor de scădere a șomajului și de temperare a inflației, cu efect pozitiv asupra veniturilor populației, respectiv a consumului privat. Investițiile publice, susținute de îmbunătățirea ratei de absorbție a fondurilor europene, vor avea de asemenea o contribuție importantă asupra activității economice.

Măsurile de consolidare fiscală vor limita însă contribuția cheltuielilor guvernamentale la creșterea PIB. Totodată, investițiile private s-ar putea reduce în contextul incertitudinilor ridicate la nivel local și internațional.

O performanță economică inferioară prognozei s-ar putea datora evoluțiilor piețelor financiare și a crizei datorii suverane în zona euro, respectiv evoluției sub așteptări a consumului intern, generată de înăsprirea condițiilor de creditare sau de dinamica veniturilor populației.

Pe perioada acoperită de Strategie se estimează o creștere economică moderată, condiționată de evoluția economică din zona euro.

Deficitul bugetar asumat de Guvern pentru anul 2012 este de 2,2% din PIB (termeni în numerar), corespunzător unui nivel sub 3% din PIB conform metodologiei UE (ESA95). Ținta de deficit este semnificativ mai redusă decât nivelul de 3% asumat în Strategia Fiscal-Bugetară aprobată de Guvern în luna august 2011. Ajustarea țintei de deficit a

avut în vedere contextul internațional tensionat și impredictibil, precum și constrângerile de finanțare la nivel local și internațional.

Întrucât pe 2 martie 2012 România a semnat Tratatul privind Stabilitatea, Coordonarea și Guvernanța în cadrul Uniunii Economice și Monetare, prin care se urmărește întărirea disciplinei fiscale și introducerea unei supravegheri mai stricte a statelor din zona euro, în particular prin introducerea regulii de poziție bugetară echilibrată sau în excedent, este posibil că în anii următori deficitele bugetare să se ajusteze suplimentar, astfel încât să se atingă obiectivul bugetar pe termen mediu în perioada următoare (2013-2014). Pe termen lung, limita de 0,5% din PIB pentru deficitul structural va conduce la o scădere semnificativă a datoriei publice (exprimată ca raport din PIB).

Pe perioada acoperită de Strategie se estimează continuarea procesului de consolidare fiscală și de menținere a deficitului bugetar sub 2,5% în termeni de numerar și sub 3% conform metodologiei UE.

În ce privește evoluția inflației², se prevede o continuare a procesului dezinflaționist în prima parte a anului 2012, urmat de o ușoară creștere în al doilea semestru, nivelul inflației urmând a se situa la sfârșitul anului în intervalul țintit de BNR ($3\% \pm 1$ punct procentual). Începând cu anul 2013, ținta de inflație a BNR este staționară multianuală, situată la un nivel de 2,5 la sută +/- 1 punct procentual.

Principalele riscuri externe cu impact asupra evoluției inflației sunt persistența temerilor legate de sustenabilitatea datoriilor suverane în zona euro, posibilele schimbări politice în urma alegerilor din statele europene, posibila părăsire a zonei euro de către Grecia, precum și tensiunile politice și sociale în Orientul Mijlociu. Astfel de evenimente vor determina creșterea tensiunilor pe piețele financiare și a aversiunii la risc a investitorilor, cu impact asupra costului și accesului la finanțare externă și posibile deprecieri ale cursului de schimb. Escaladarea tensiunilor în Orientul Mijlociu ar putea genera creșteri substanțiale ale prețului petrolului, reflectate la nivel local în creșterea prețului la combustibili și a costurilor de producție.

La nivel local, riscurile asociate dinamicii prețurilor administrate, precum și riscurile implementării politicii fiscale și a reformelor structurale, pot determina deviații în evoluția inflației față de scenariul de bază.

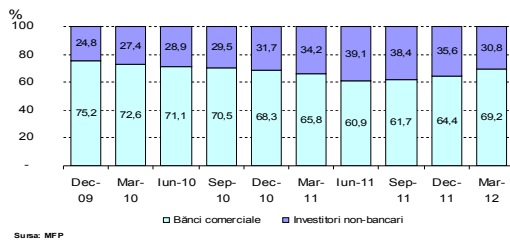
Pentru perioada acoperită de strategie se estimează o evoluție stabilă a monedei naționale în raport cu euro, favorizată și de evoluția deficitului de cont curent al balanței de plăți.

3.3 Piața titlurilor de stat

Dezvoltarea pieței locale a titlurilor de stat reprezintă un obiectiv important al Strategiei, dat fiind rolul pe care aceasta îl poate avea în atenuarea șocurilor externe, precum și în asigurarea unei cereri susținute pentru titlurile de stat. Creșterea ponderii investitorilor non-bancari, precum și a clienților nerezidenți (ținând cont de nivelul redus al deținerilor de titluri de stat de către acești investitori), reprezintă obiective importante ale Strategiei pentru perioada acoperită.

² CNP prognoza primăvară 2012

Grafic 17: Deținerile de titluri de stat în RON emise pe piața locală

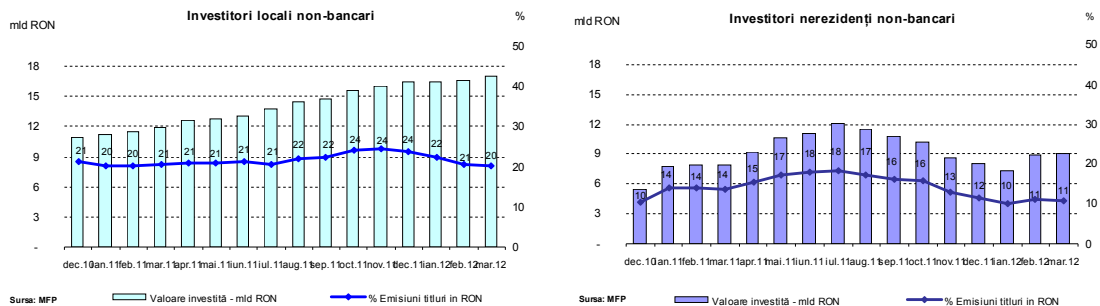


În ceea ce privește emisiunile de titluri de stat în lei pe piața locală, ponderea deținerilor clienților non-bancari în totalul emisiunilor a scăzut de la 32% la începutul lui 2011, la 30,8% la sfârșitul primului trimestru din 2012. Punctul maxim al deținerilor clienților non-bancari a fost atins în iunie 2011 (39,1%).

Începând cu a doua jumătate a lui 2011, atât pe fondul intensificării crizei datoriilor suverane în Europa, cât și a materializării așteptărilor acestora privind scăderea randamentelor la lei, deținerile investitorilor nerezidenți au început să scadă (de la cca 12 mld RON în iulie 2011, la 8 mld RON la sfârșitul anului), pentru ca apoi să-și revină ușor în primul trimestru din 2012 (la 9,3³ mld RON).

Reducerea expunerii investitorilor nerezidenți pe titluri de stat în RON a fost însă compensată de investițiile băncilor comerciale locale, dar și ale investitorilor rezidenți non-bancari, ale căror dețineri au crescut cu 45% și, respectiv, cu 23%, în perioada iulie 2011 - martie 2012.

Grafic 18: Deținerile de titluri de stat⁴ în RON ale clienților non-bancari



Băncile comerciale locale

Investițiile sectorului bancar local în titluri de stat sunt dependente de evoluția ciclului economic și de restricțiile privind adecvarea capitalului, iar maturitățile preferate de acest sector sunt relativ scurte.

În condițiile menținerii unui apetit redus de creditare a economiei românești în 2011, pe fondul crizei economice și a reducerii capacității de îndatorare a populației și a sectorului companiilor private, dar și a noilor cerințe ridicate de capital, băncile comerciale și-au

³ include titlurile depozitate în Clearstream.

⁴ nu include titlurile de stat depozitate în Clearstream.

sporit semnificativ deținerile de titluri de stat în lei, de la 35 mld RON la începutul lui 2011, la 57,5 mld RON la sfârșitul primului trimestru din 2012.

Pentru impulsivarea activității de tranzacționare pe piața secundară a titlurilor de stat în lei și a extinderii maturităților pe piața primară, MFP și BNR, în calitate de agent al statului, vor revizui criteriile de eligibilitate și de performanță pentru dealerii primari pe piața locală a titlurilor de stat. Evaluarea dealerilor primari se va face anual și va pune accentul, în primul rând, pe activitatea desfășurată pe piața secundară și pe scadența titlurilor de stat tranzacționate.

Investitorii rezidenți

Dezvoltarea sectorului investitorilor non-bancari rezidenți, în special a celor instituționali, prezintă o importanță deosebită pentru asigurarea unei cereri stabile pentru titlurile de stat, precum și pentru extinderea maturității emisiunilor.

Creșterea ponderii investitorilor non-bancari locali este susținută de reforma sistemului public de pensii prin introducerea, începând cu 2008, a sistemelor private de pensii obligatorii și facultative. La sfârșitul primului trimestru din 2012, conform raportărilor CSSPP, valoarea activelor în administrarea fondurilor private de pensii se ridică la 7,75 mld RON (din care 93,7% erau reprezentate de fonduri de pensii private obligatorii), acestea înregistrând o creștere constantă susținută de contribuțiile lunare încasate și de randamentele obținute în urma administrării. Valoarea curentă a contribuției este de 3,5% din venitul brut al participantului, urmând să crească gradual până la 6% în 2016.

Evoluția industriei fondurilor de pensii va juca un rol important în dezvoltarea pieței titlurilor de stat, având în vedere creșterea susținută a activelor în administrarea fondurilor de pensii private obligatorii și ponderea ridicată a plasamentelor cu risc redus în alocarea strategică a acestora, potențialul încă neexploatat oferit de fondurile private de pensii facultative, precum și preferința pentru plasamentele pe termen lung ale acestei categorii de investitori instituționali.

Dezvoltarea pieței locale a titlurilor de stat este susținută și de dezvoltarea industriei fondurilor de investiții, care a cunoscut o creștere importantă în ultimii ani pe segmentul fondurilor cu risc scăzut, dar și de evoluția industriei asigurărilor. La sfârșitul primului trimestru din 2012, conform raportărilor AAF, 35% din activele de 8,6 mld RON ale fondurilor mutuale locale erau investite în certificate de trezorerie și obligațiuni de stat.

Totodată, pe fondul reducerii ratelor de dobândă la depozitele bancare și a avantajului fiscal oferit de investițiile în titluri de stat, este așteptată o creștere a cererii locale pentru plasamentele în titluri de stat în RON, din partea altor categorii de investitori (retail), fie direct, fie prin intermediul fondurilor de investiții.

Investitorii nerezidenți

Investițiile nerezidenților pe piața locală a titlurilor de stat au înregistrat o evoluție volatilă pe parcursul anului 2011, fiind determinate de apetitul de risc și influențate atât de tensiunile de pe plan extern, cât și de evoluțiile de pe plan intern.

Îmbunătățirea perspectivelor macroeconomice și financiare ale României, continuarea reformelor structurale și consolidarea fiscal-bugetară au creat condițiile pentru o reducere semnificativă a primei de risc, ceea ce a atras un interes ridicat din partea investitorilor nerezidenți, ale căror dețineri maxime au atins 12 mld RON în iulie 2011. Maturitatea titlurilor achiziționate de nerezidenți este însă mai degrabă redusă, investițiile fiind efectuate în general prin intermediul strategiilor de carry-trade. Materializarea așteptărilor de randament ale acestora a determinat marcarea profiturilor pe finalul anului trecut, însă aceștia au revenit la cumpărare în primul trimestru din 2012, ajungând în luna februarie la dețineri de 12 la sută din volumul titluri de stat denumite în lei aflate în circulație (incluzând deținerile de titluri de stat depozitate în Clearstream).

În viitor, investițiile nerezidenților pe piața locală a titlurilor de stat vor fi susținute de diferențialul favorabil între ratele de dobândă la lei și cele ale principalelor valute, de evoluția ratelor de swap, precum și de creșterea lichidității pieței locale a titlurilor de stat. În plus, includerea României în indicii regionali sau globali de obligațiuni denumite în monedă locală sau o posibilă îmbunătățire a ratingului de țară vor conduce la o creștere semnificativă a interesului investitorilor nerezidenți față de piața locală de titluri de stat în viitor.

4. Obiectivele Strategiei pentru perioada 2012 – 2014

4.1 Principalele obiectivele ale Strategiei pentru perioada 2012 – 2014

Principalele obiective ale Strategiei privind administrarea datoriei publice guvernamentale⁵ pentru perioada 2012 – 2014 sunt următoarele:

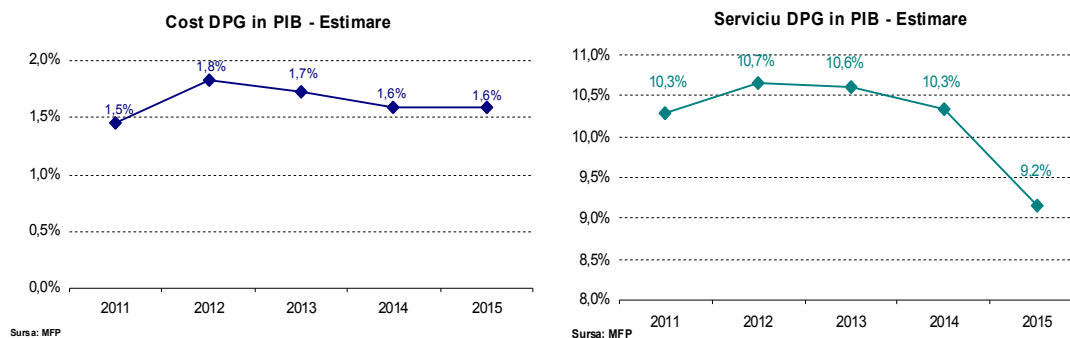
1. Asigurarea necesarului de finanțare guvernamentală și a obligațiilor de plată, în condițiile minimizării costurilor pe termen mediu și lung;
- *Stabilirea unei limite maxime de 1,6% din PIB pentru costul DPG și a unei limite maxime de 10,5% din PIB pentru serviciul DPG pe termen mediu (în anul 2014);*

Pe perioada acoperită de Strategie, pe fondul consolidării procesului de reducere a dobânzilor pe piața internă și a reducerii diferențialului între dobânzile pe piața locală și cele de pe piețele externe, se creează premisele pentru optimizarea costului DPG, astfel încât nivelul țintă de maxim 1,6% din PIB să fie atins până la sfârșitul lui 2014, chiar în condițiile unei datorii publice în creștere.

În plus, pe fondul diversificării surselor externe de finanțare și a extinderii scadențelor emisiunilor pe piața internă, se creează premisele pentru distribuirea optimă a serviciului DPG, astfel încât obiectivul de maxim 10,5% din PIB să fie atins până la sfârșitul lui 2014.

⁵ conform legislației naționale

Grafic 19: Estimări privind evoluția costului și serviciului cu DPG ca pondere în PIB*)



*) include costul, respectiv serviciul datoriei care urmează a fi contractată pentru finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice guvernamentale în perioada analizată.

2. Limitarea riscurilor aferente portofoliului de datorie publică guvernamentală

Limitarea riscurilor aferente datoriei publice guvernamentale reprezintă un obiectiv important al Strategiei și are în vedere asigurarea unei structuri optime și sustenabile a datoriei publice guvernamentale.

Riscurile aferente portofoliului de datorie publică guvernamentală, precum și indicatorii țintă aferenți, vor fi tratate în Secțiunea 5.

3. Dezvoltarea pieței locale a titlurilor de stat

Dezvoltarea pieței locale a titlurilor de stat are ca obiectiv creșterea lichidității, transparenței și predictibilității, precum și diminuarea randamentelor titlurilor de stat prin eliminarea ineficiențelor pieței.

În acest sens, revizuirea criteriilor de evaluare a activității dealerilor primari (cu accent pe tranzacționarea pe piața secundară a titlurilor de stat pe termen mediu și lung), includerea României în indecșii regionali și globali de obligațiuni guvernamentale denominate în monedă națională, precum și extinderea scadențelor și creșterea volumului emisiunilor de tip benchmark pentru a veni în întâmpinarea nevoilor investitorilor instituționali, creează premisele pentru dezvoltarea pieței secundare a titlurilor de stat.

Măsurile avute în vedere pentru atingerea acestor obiective sunt prezentate în Secțiunea 6.

4.2 Direcții strategice și acțiuni de întreprins în vederea îndeplinirii obiectivelor Strategiei

Pentru atingerea obiectivelor prevăzute în Strategie pentru perioada 2012 - 2014 sunt avute în vedere următoarele acțiuni:

a) abordarea flexibilă în privința alegerii surselor de finanțare (în termeni de piețe, instrumente sau valute utilizate pentru finanțare) și a momentelor de emisiune. Flexibilitatea în privința alegerii structurii de finanțare este justificată de persistența incertitudinilor pe piețele financiare, deciziile de finanțare fiind bazate pe evaluarea

condițiilor de piață de la momentul emisiunilor și a așteptărilor privind evoluția piețelor financiare;

b) extinderea maturității portofoliului de datorie publică guvernamentală și construirea unui profil echilibrat al scadențelor;

c) finanțarea deficitului bugetar într-o proporție echilibrată de pe piața internă și externă. Piața internă va rămâne principala sursă de refinanțare a emisiunilor scadente. Pentru reducerea costului aferent titlurilor de stat pe piața internă se va urmări stabilirea ratelor cupoanelor pentru obligațiunile de tip benchmark la un nivel cât mai apropiat de evoluția prognozată a randamentelor pentru aceste titluri pentru durata lor de viață;

d) extinderea maturității emisiunilor pe piața locală, în paralel cu consolidarea și extinderea curbei randamentelor titlurilor de stat;

e) modificarea structurii și extinderea bazei de investitori pe piața locală a titlurilor de stat, prin creșterea ponderii investitorilor nerezidenți și a investitorilor non-bancari;

f) accesarea de o manieră flexibilă a piețelor externe de capital, într-un mod care să permită valorificarea evoluțiilor de pe piețele financiare. Contractarea datoriei pe piețele externe va urmări:

- acoperirea necesităților de finanțare a deficitelor bugetare, dar și a necesarului de refinanțare a datoriei externe scadente;
- diversificarea surselor de finanțare și a bazei de investitori, respectiv asigurarea unei alternative de finanțare în cazul unor turbulențe pe piața locală;
- dezvoltarea curbei de randamente pentru emisiunile internaționale ale statului român și consolidarea poziției României pe piețele externe de capital;
- valorificarea oportunității reprezentate de împrumuturile de la instituțiile financiare internaționale, în condiții avantajoase de dobândă și maturități lungi.

g) creșterea flexibilității structurii portofoliului de datorie publică guvernamentală în scopul favorizării unui management activ, prin creșterea ponderii datoriei negociabile în defavoarea celei nenegociabile. Astfel, în perioada 2012-2014, acoperirea deficitului bugetar și a necesarului de refinanțare se vor realiza în proporție majoritară prin emiterea de titluri de stat atât pe piața internă, cât și pe piețele externe de capital;

h) consolidarea rezervei financiare în valută (buffer) la dispoziția Trezoreriei Statului, la un nivel care să acopere necesitățile de finanțare pe o perioadă de minim 4 luni, pentru a permite MFP derularea în condiții adecvate a activității de trezorerie în perioadele cu turbulențe pe piețele financiare.

4.3 Instrumente utilizate pentru implementarea Strategiei

Instrumentele de datorie publică guvernamentală avute în vedere pentru perioada 2012 - 2014 sunt:

1. Emisiunile de titluri de stat pe piața internă

Emisiunile de certificate de trezorerie și obligațiuni de tip benchmark, denumite în lei sau valută, se vor lansa în funcție de condițiile de piață de la momentul emisiunii, de structura țintă a portofoliului de datorie publică, de limitele stabilite prin Strategie și de cererea investitorilor.

Se va urmări creșterea ponderii emisiunilor pe termen mediu și lung, ca principal instrument de finanțare pe piața locală, fiind urmărită o pondere a acestora de **minim 60%** în total emisiuni pe piața internă. Certificatele de trezorerie vor fi emise preponderent ca parte a activității de management al lichidității, dar și pentru a satisface cererea investitorilor pentru emisiuni de titluri pe termen scurt.

Se va urmări consolidarea și extinderea curbei randamentelor titlurilor de stat, prin emisiuni de tip benchmark pe termen mediu și lung, redeschise până la un volum maxim al emisiunii de cca 1-1,2 mld EUR, asigurându-se în acest fel o distribuție relativ uniformă a volumului emisiunilor pe curba de randamente și evitându-se astfel atât concentrarea excesivă pe un anumit segment de curbă, cât și crearea de distorsiuni ale randamentelor.

2. Emisiunile de obligațiuni pe piețele externe de capital

Emisiunile de obligațiuni pe piețele externe de capital se vor efectua în anii 2012-2013 în cadrul Programului MTN, MFP analizând oportunitatea extinderii programului dincolo de acest termen. Valoarea prognozată a emisiunilor pe piețele externe de capital este de 2,6 mld EUR pentru 2012 (emisiuni deja realizate în primul trimestru în echivalentul a 1,7 mld EUR), 2,2 mld EUR în 2013, și respectiv 2,4 mld EUR în 2014.

În scopul consolidării și dezvoltării curbei de randamente pentru emisiunile internaționale ale Statului român și ținând cont atât de limitele stabilite prin Strategie, cât și de oportunitățile existente pe piețele externe de capital, MFP va emite atât instrumente de datorie denumite în euro, cât și în alte valute, pe baza analizei cost-risc efectuate la momentul respectiv.

MFP va acționa pentru construirea unei curbe de randamente pentru emisiunile externe în euro și dolari, precum și pentru consolidarea poziției pe piața din SUA. Prin aceste măsuri va fi facilitată și finanțarea sectorului privat de pe piețele externe, odată cu existența unui reper de preț transparent și credibil pentru riscul de țară.

3. Împrumuturi de la instituțiile financiare internaționale

Împrumuturile de la instituțiile financiare internaționale sunt destinate finanțării deficitelor bugetare în contul anumitor cheltuieli bugetare (de ex. tip împrumut BIRD pe bază de rezultate) sau programe de dezvoltare (de ex. pentru sectorul social) sau prin împrumuturi de tip Deferred Drawdown Option (DDO) pentru consolidarea rezervei în valută a Trezoreriei Statului.

Aceste împrumuturi pot oferi maturități lungi în condiții atractive de dobândă (comparativ cu cele oferite de piața externă de capital), sprijinind eforturile de reducere a riscului de refinanțare și de echilibrare a structurii pe maturități aferente portofoliului de datorie publică guvernamentală.

4.4 Instrumente utilizate pentru administrarea portofoliului de DPG

Instrumentele financiare utilizate pentru administrarea portofoliului datoriei publice guvernamentale sunt următoarele:

1. Instrumente utilizate în cadrul operațiunilor pe piața secundară ale MFP

În scopul concentrării lichidității titlurilor de stat la un număr optim de emisiuni de tip benchmark, consecvent prevederilor Strategiei, și în paralel cu o administrare adecvată a riscului de refinanțare, MFP va utiliza tranzacții de tip bond exchange (preschimbând titlurile de stat cu durată rămasă în general mai mică de un an cu titluri cu scadențe mai lungi) și tranzacții de tip buy-back, răscumpărând în avans emisiunile scadente atunci când disponibilitățile financiare permit astfel de tranzacții.

Totodată, în scopul reducerii costului datoriei publice guvernamentale se va analiza posibilitatea răscumpărării emisiunilor ilichide, cu valoarea nominală redusă și cu cupon ridicat, în baza unei analize de eficiență a derulării unor astfel de operațiuni. În plus, în scopul dinamizării activității pe piața secundară a titlurilor de stat, pentru creșterea eficienței și a lichidității acesteia, MFP analizează oportunitatea derulării tranzacțiilor directe de vânzare și cumpărare a titlurilor de stat, precum și a operațiunilor de tip repo, cu consultarea BNR având în vedere obiectivele specifice acestei instituții.

2. Instrumente de administrare a riscului

Pentru administrarea corespunzătoare a riscului valutar și a riscului de dobândă, Strategia prevede crearea, până la sfârșitul lui 2012, a cadrului contractual, legislativ (legislație terțiară), metodologic și tehnic pentru efectuarea de tranzacții cu instrumente financiare derivate (forward, swap valutar și de rată a dobânzii), atât cu instituții financiare locale, cât și cu instituții internaționale.

Tranzacțiile cu instrumente financiare derivate pentru administrarea riscurilor asociate portofoliului de datorie publică guvernamentală (operațiuni de hedging) oferă flexibilitate în ajustarea profilului portofoliului de datorie publică guvernamentală de o manieră rapidă și eficientă.

5. Strategia de administrare a riscurilor

Administrarea riscurilor aferente portofoliului de datorie vizează următoarele categorii de riscuri: riscul de refinanțare, riscul valutar, riscul de lichiditate, riscul de rată a dobânzii, riscul de credit, riscul operațional.

Structurarea adecvată a portofoliului de datorie publică guvernamentală în raport cu factorii de risc este esențială pentru asigurarea sustenabilității acesteia. Totodată, o structură echilibrată a datoriei publice contribuie la diminuarea riscurilor financiare la nivelul economiei naționale, joacă un rol important în prevenirea și atenuarea crizelor economico-financiare și prezintă un factor de stabilitate pentru industria financiară locală având în vedere expunerea acesteia la datoria suverană.

Prezența anumitor riscuri în structura portofoliului de datorie publică guvernamentală este determinată de stadiul de dezvoltare economico-financiară a țării, precum și de gradul de dezvoltare a pieței locale a titlurilor de stat și a bazei de investitori, iar în acest context importantă este menținerea riscurilor la un nivel controlabil.

Obiectivul pe termen lung, în scopul asigurării unei structuri adecvate a portofoliului de datorie publică, este reprezentat de dezvoltarea pieței locale a titlurilor de stat, respectiv de construirea unei baze de investitori pentru datoria pe termen lung în lei.

Analiza de risc a portofoliului de datorie publică vizează atât portofoliul de DPG directă, cât și impactul potențial al garanțiilor acordate de MFP sub influența factorilor de risc.

Activitatea de management a riscurilor presupune monitorizarea și evaluarea continuă a factorilor de risc, luând în considerare structura portofoliului de datorie și estimările privind evoluțiile viitoare. În scenariile construite sunt luați în considerare factorii de risc de piață (precum evoluția cursului de schimb) și riscurile economice, fiind evaluate impactul și probabilitatea de realizare la nivelul portofoliului de datorie și la nivel macroeconomic bugetar. Prin intermediul scenariilor construite se urmărește identificarea potențialelor modificări ale costului datoriei sub impactul factorilor de risc, precum și a dificultăților care pot interveni în administrarea datoriei publice (probleme de refinanțare și lichiditate). Concluziile analizelor sunt prezentate conducerii MFP, acestea stând la baza deciziilor de finanțare din cursul anului.

În scopul administrării riscurilor portofoliului de datorie publică guvernamentală, o serie de limite sunt stabilite la nivelul structurii portofoliului. Limitele definesc structura țintă a portofoliului de DPG rezultată în urma analizei cost-risc și au în vedere factori precum dimensiunea DPG, flexibilitatea structurii portofoliului de datorie publică, sensibilitatea acesteia la riscurile economice și financiare, respectiv constrângerile date de stadiul de dezvoltare a pieței locale a titlurilor de stat.

Limitele stabilite pot fi revizuite periodic, ca răspuns la evoluția condițiilor de piață și schimbările economice structurale, fiind evitată modificarea acestora ca urmare a mișcărilor de piață pe termen scurt. Abaterile de la limitele stabilite sunt aduse la cunoștință conducerii MFP, deciziile de remediere a deviațiilor fiind luate în urmă evaluării cauzelor care au condus la depășirea limitei, precum și a condițiilor de piață.

5.1. Riscul de refinanțare

Riscul de refinanțare este cel mai important risc monitorizat la nivelul portofoliului de datorie publică guvernamentală, reprezentând elementul de referință al politicii de emisiune a MFP.

Administrarea riscului de refinanțare presupune următoarele:

- *limitarea ponderii datoriei scadente în termen de 1 an în total DPG (exclusiv împrumuturile din contul general al Trezoreriei Statului) la 25% pe termen mediu*

Această limită are ca orizont anul 2014, fiind posibilă revizuirea acestora în funcție de evoluția condițiilor de piață. Stabilirea acestei limite are în vedere maturitatea relativ scurtă a titlurilor de stat emise pe piața locală, condiționată de stadiul de dezvoltare a

pieței și de cererea investitorilor, precum și împrumuturile angajate din disponibilitățile CCGTS (cca 15% la sfârșitul lui 2011), instrumente de datorie pe termen scurt.

În scopul diminuării ponderii datoriei pe termen scurt sunt avute în vedere creșterea maturității medii a emisiunilor pe piața locală, precum și înlocuirea graduală a împrumuturilor din CCGTS cu titluri emise pe piața locală.

- *stabilirea unui limite inferioare de 4,5 ani pentru maturitatea medie reziduală a portofoliului de datorie publică guvernamentală (exclusiv împrumuturile din CCGTS) și a unei limite inferioare de 2,0 ani pentru maturitatea medie reziduală pentru titlurile de stat emise pe piața locală pe termen mediu*

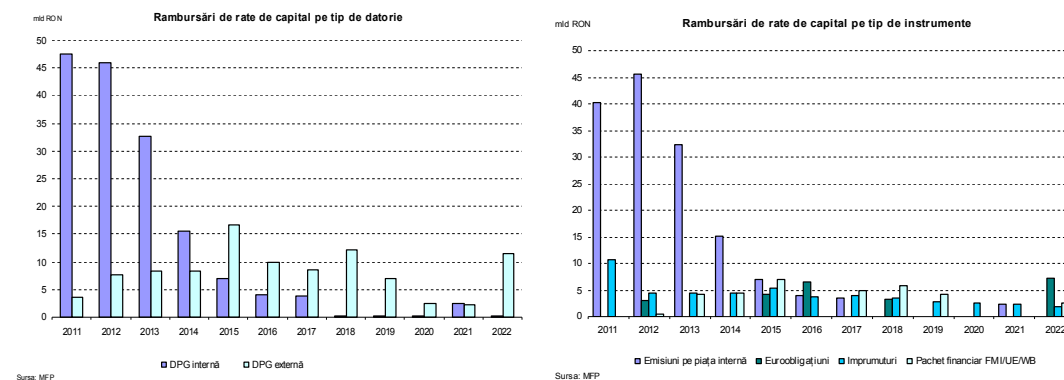
Nivelurile celor 2 indicatori la sfârșitul lui 2011 erau de 4,1 ani (exclusiv împrumuturile din CCGTS) și, respectiv, de 1,6 ani. Limitele inferioare fixate pentru anul 2014 au în vedere atât profilul actual al scadențelor de datorie publică, cât și obiectivul de creștere graduală a scadenței noilor emisiuni de titluri de stat pe piața internă și externă.

- *distribuția cât mai uniformă a răscumpărărilor de titluri de stat / rambursărilor de rate de capital aferente împrumuturilor ce formează datoria publică guvernamentală*

În procesul de contractare de datorie / emisie de titluri de stat se va urmări o distribuție a scadențelor astfel încât să se evite formarea de vârfuri de plată pe perioade scurte de timp pentru a nu majora riscul de refinanțare. Emisiunile de tip benchmark pe piața locală vor fi redeschise până la un nivel de 1-1,2 mld EUR.

Grafic 20: Graficul rambursărilor de rate de capital aferente DPG *)

*) proiecție pe baza DPG contractate la 31 martie 2012, nu include împrumuturile din disponibilitățile CCGTS



- *reducerea graduală a împrumuturilor din contul general al Trezoreriei Statului*

Împrumuturile din disponibilitățile CCGTS au fost contractate în anii anteriori în scopul finanțării temporare a deficitelor bugetului de stat și ale bugetului asigurărilor sociale de stat. Datorită caracteristicilor financiare, respectiv termenul scurt de contractare și rata variabilă de dobândă, acest instrument de finanțare reprezintă o preocupare din punct de vedere al riscului de refinanțare și al riscului de rată a dobânzii.

Valoarea împrumuturilor din disponibilitățile CCGTS reprezenta 31,8 mld RON la sfârșitul anului 2011, iar MFP își propune rambursarea acestor împrumuturi în termen de

10 ani prin emiterea unui volum anual mai ridicat de titluri de stat de pe piața locală (cca 3,2 mld RON anual), în scop de refinanțare. Pe măsura rambursării împrumuturilor, disponibilitățile CCGTS vor fi administrate în mod activ, sub formă de plasamente.

- *utilizarea operațiunilor de tip bond-exchange și a celor de tip buy-back în scopul răscumpărării obligațiunilor de tip benchmark cu maturitate reziduală scurtă și a preschimbării acestora cu emisiuni pe termen mediu și lung*

Prin intermediul acestor operațiuni va fi oferită investitorilor și posibilitatea de a preschimba emisiunile ce se apropie de maturitate și/sau caracterizate printr-o lichiditate mai redusă, cu alte emisiuni de tip benchmark mult mai lichide, în vederea ajustării profilului de maturități conform obiectivelor prezentei Strategii.

5.2. Riscul valutar

Riscul valutar prezintă o importanță ridicată dată fiind ponderea relativ crescută a datoriei denominate în valută în totalul DPG (51,9% în 2011 și 52,5% la sfârșitul primului trimestru din 2012). Creșterea ponderii datoriei denominate în valută s-a datorat în principal contractării de finanțare pe termen lung de pe piețele externe în scopul reducerii riscului de refinanțare (dată fiind cererea redusă pe piața locală pentru emisiuni pe termen lung), precum și pachetului de finanțare externă contractat cu FMI, UE și BM.

Riscul valutar este limitat într-o anumită măsură de ponderea ridicată a datoriei denominate în euro în DPG externă (78% în 2011 și 72% la sfârșitul primului trimestru din 2012). Utilizarea monedei euro ca principală sursă de finanțare externă este justificată de poziția zonei euro ca principal partener comercial al României în comerțul internațional, precum și de ponderea ridicată a acestei valute în rezervele valutare ale țării, în investițiile străine directe și în cele de portofoliu ale nerezidenților, precum și în remiterile cetățenilor români din străinătate. În același timp, fondurile europene accesate pot reprezenta o sursă valutară importantă pentru rambursarea datoriei externe.

În plus, preferința pentru moneda euro ca soluție de finanțare externă este justificată și de faptul că o parte din veniturile fiscale sunt indexate în funcție de evoluția cursului EUR/RON. În viitor, odată cu adoptarea euro, riscul valutar se va reduce semnificativ având în vedere ponderea ridicată a monedei euro în datoria externă.

Monitorizarea riscului valutar la nivelul portofoliului de DPG vizează evaluarea impactului pe care l-ar avea deprecierea monedei naționale în raport cu valutele în care este contractată datoria externă, asupra nivelului datoriei și a costurilor de finanțare. Totodată, riscul valutar este monitorizat cu privire la investițiile nerezidenților pe piața locală a titlurilor de stat, ale căror decizii investiționale pot genera variații ample ale cursului de schimb.

Evaluarea sustenabilității DPG externe ține cont și de alți factori precum datoria externă pe termen scurt, mediu și lung pentru diverse sectoare economice, evoluția exporturilor și a balanței de plăți, respectiv poziția valutară a sectorului financiar.

Strategia pentru perioada 2012-2014 prevede crearea cadrului necesar efectuării de tranzacții cu instrumente financiare derivate în scopul administrării atât a riscului valutar,

cât și a celui de rată a dobânzii, aferente DPG, atât cu instituții financiare locale, cât și cu instituții internaționale.

Administrarea riscului valutar presupune următoarele:

- *limitarea ponderii DPG contractate în valută în total DPG la 50% pe termen mediu*

Comparativ cu anul trecut, limita a fost coborâtă cu 5 puncte procentuale, decizia având la bază intenția de a crește ponderea emisiunilor pe piața locală, respectiv de a schimba unele emisiuni denumite în euro emise pe piața locală, ce vor ajunge la maturitate, cu altele denumite în monedă națională. MFP va analiza posibilitatea refinanțării în aceeași valută a titlurilor de stat denumite în EUR funcție de lichiditatea existentă în piață și în baza unei analize de cost de oportunitate.

Deprecierea semnificativă a cursului de schimb sau dificultățile de finanțare de pe piața internă, într-un context local tensionat, ar putea genera deviații temporare de la limita urmărită.

Obiectivul pe termen mediu vizează însă reducerea ponderii datoriei contractate în valută, în principal din următoarele considerente:

- a) ponderea relativ redusă a veniturilor/activelor denumite în alte valute, ceea ce creează expunere valutară netă;
 - b) tendința de depreciere a monedei naționale în perioade de recesiune/criză financiară, conducând la creșterea nivelului datoriei și a costului aferent acesteia;
 - c) ca și tendință pe termen lung, corelația negativă a dobânzilor în monedă națională cu evoluția ciclului economic local favorizează împrumuturile în moneda națională.
- *instituirea unei limite minime pentru DPG denumită în euro în total DPG în valută de 75%*

Ponderea majoritară a monedei euro în total DPG în valută este dată de rolul important al zonei euro în relațiile comerciale internaționale, de relațiile comerciale ale României cu țările membre ale zonei euro, precum și de perspectiva adoptării monedei euro.

Pe parcursul ultimilor 3 ani, ponderea DPG denumite în euro în total DPG în valută s-a menținut în mod constant peste nivelul de 70%, expunerea la sfârșitul lui 2011 fiind de 81,9%. Totodată, având în vedere faptul că la sfârșitul anului 2011 aproximativ 10% din DPG externă era contractată în DST, influența monedei euro în datoria externă este chiar mai ridicată.

Euro va rămâne principala monedă în care va fi contractată datoria externă în perioada următoare, deciziile de contractare a datoriei în alte valute având la bază considerente precum evoluția dobânzilor în zona euro, accesul la finanțare pe această piață, precum și oportunitățile de arbitraj oferite de alte valute (de exemplu, în funcție de evoluția costurilor de finanțare și a ratelor de swap, în anumite momente contractarea datoriei în USD și convertirea acesteia în EUR prin intermediul unei operațiuni de swap valutar, poate genera costuri mai reduse decât accesarea finanțării direct în euro).

S-a renunțat la limita de 50% a datoriei contractate în euro în total DPG, având în vedere creșterea ponderii minime a datoriei contractate în monedă națională la 50%.

- *prin utilizarea instrumentelor financiare derivate (swap valutar)*

Dacă până în prezent obiectivul de limitare a riscului valutar a fost urmărit de către MFP în momentul contractării / refinanțării datoriei, pentru perioada 2012-2014 MFP are în vedere un management activ al riscului valutar prin utilizarea instrumentelor financiare derivate, în conformitate cu legislația privind datoria publică. În acest sens, până la finalul lui 2012 va fi finalizat cadrul necesar care să permită MFP efectuarea de tranzacții cu instrumente financiare derivate. Prin intermediul instrumentelor financiare derivate se va urmări atingerea structurii valutare țintă, atât în ceea ce privește alocarea monedă națională versus monedă străină, cât și în cadrul portofoliului de DPG externă.

5.3. Riscul de rată a dobânzii

Costul DPG este direct influențat de evoluția ratelor de dobândă aferente valurilor în care este contractată DPG, respectiv de nivelurile viitoare de dobândă la care va fi contractată / refinanțată datoria cu rată fixă de dobândă sau de nivelul dobânzilor la care se va reseta datoria cu rată variabilă.

La sfârșitul anului 2011, datoria cu rată variabilă avea o pondere de 45,2% în totalul DPG, aceasta aflându-se pe un trend descendent constant în ultimii 4 ani (în anul 2008 ponderea datoriei cu rată variabilă era de 68,7%). În primul trimestru din 2012, ponderea datoriei cu dobândă variabilă în total DPG a scăzut și mai mult, la 40,6%, pe fondul noilor emisiuni de titluri de stat pe termen mediu și lung contractate atât în RON, cât și în USD. Din datoria cu rată variabilă a dobânzii, împrumuturile în lei reprezentau circa 75% (inclusiv împrumuturi din disponibilitățile CCGTS), diferența fiind dată de împrumuturi cu rată variabilă în valute externe (în special euro).

Având în vedere faptul că ratele dobânzilor de referință în zona euro și în SUA sunt la niveluri minime istorice, costul împrumuturilor externe cu rată variabilă ar putea crește în viitor.

În scopul diminuării riscului de dobândă și a creșterii predictibilității costului cu DPG sunt avute în vedere următoarele măsuri:

- *stabilirea unui interval țintă pentru indicatorul perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (average time until next re-fixing) pentru portofoliul de DPG, fără finanțarea temporară, între 3 și 4 ani, în paralel cu o limită maximă a ponderii DPG ce își modifică dobânda în termen de 1 an (procentul de re-fixing la 1 an) de 40% din total DPG*

Orizontul de timp pentru cele două ținte este anul 2014, iar pentru atingerea structurii dorite sunt avute în vedere atât modificări în structura programului de finanțare, cât și operațiuni cu instrumente financiare derivate.

La sfârșitul lui 2011, perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (excluzând împrumuturile din disponibilitățile CCGTS) era de 3,2 ani, pentru ca la sfârșitul primului trimestru din 2012 să ajungă la 3,3 ani.

- *creșterea ponderii DPG cu rata fixă de dobândă emisă pe termen mediu și lung*

În cadrul finanțării de pe piața locală, accentul va fi pus pe extinderea finanțării prin emisiuni de tip benchmark, iar în ceea ce privește datoria externă, vor fi emise obligațiuni cu rată fixă pentru a refinața împrumuturile scadente în intervalul 2012 - 2014 și vor fi accesate împrumuturi cu rată fixă de dobândă de la IFI.

- *utilizarea instrumentelor financiare derivate*

Infrastructura necesară pentru tranzacționarea de instrumente financiare derivate va fi finalizată până la sfârșitul anului 2012. Instrumentele financiare derivate oferă flexibilitate sporită în structurarea profilului portofoliului de datorie publică, precum și în alegerea surselor de finanțare (negocierea unor termeni mai buni pentru împrumuturile cu rată variabilă ce pot fi ulterior convertite în instrumente de datorie cu rată fixă prin operațiuni de swap).

5.4. Riscul de lichiditate

Evoluția poziției de lichiditate a Trezoreriei Statului este influențată de mai mulți factori, însă factorul determinant îl reprezintă evoluția deficitului bugetar al Statului, precum și emiterea cu succes a emisiunilor programate pentru finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei scadente. În aceste condiții, menținerea unei rezerve de lichiditate permite statului onorarea în condiții corespunzătoare a obligațiilor de plată, furnizând totodată flexibilitatea necesară în cazul unor turbulențe pe piețele financiare, când accesul la finanțare este mai dificil sau foarte costisitor.

Administrarea riscului de lichiditate presupune următoarele:

- *monitorizarea constantă a necesarului de finanțare a Statului, respectiv a evoluției veniturilor și cheltuielilor bugetare*

Această activitate de monitorizare presupune estimarea evoluției viitoare a veniturilor și cheltuielilor bugetare, luând în considerare sezonabilitatea acestora (veniturile din impozite directe sau TVA, cheltuieli cu salariile, etc).

- *consolidarea rezervei financiare în valută în contul MFP în valoare echivalentă acoperirii necesităților de finanțare a deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice pentru circa **4 luni***

Existența rezervei valutare permite optimizarea programului de finanțare prin distribuția uniformă a emisiunilor de titluri de stat și asigură flexibilitate în momente tensionate pe piețele financiare.

- *corelarea scadențelor emisiunilor de titluri de stat cu ciclicitatea încasărilor bugetare*

- *soluții temporare de finanțare: emisiuni de certificate de trezorerie, atragerea de depozite de la instituții bancare locale sau împrumuturi din contul curent general al Trezoreriei Statului*
- *accesarea unor linii de finanțare de tip preventiv*

Accesarea împrumutului în valoare de 1 miliard de euro aprobat de către Consiliul Directorilor Executivi ai Băncii Mondiale în data de 12 iunie, pe o perioadă de 10 ani, în condiții de dobândă foarte avantajoase, pentru politici de dezvoltare cu opțiune de amânare a tragerii (DPL-DDO). Împrumutul se contractează în contextul eforturilor de consolidare a rezervelor fiscale și este considerat de autoritățile române ca un instrument de protejare a finanțelor publice împotriva unor șocuri externe neprevăzute.

Accesarea sumelor la dispoziția statului din cadrul acordului de tip preventiv încheiat cu FMI și UE (în valoare de cca 5 mld EUR), în condițiile deteriorării semnificative a balanței de plăți externe și în condiții de deteriorare însemnată și neprevăzută a situației economice și/sau financiare, cauzată de factori care nu intră sub controlul autorităților, ce conduc la apariția unui deficit de finanțare acut.

Lichiditatea plasamentelor ce vor fi efectuate la momentul inițierii unui management activ al disponibilităților CCGTS, precum și lichiditatea pozițiilor deschise în cadrul operațiunilor cu instrumente financiare derivate, prezintă de asemenea o preocupare din punct de vedere al riscului de lichiditate.

5.5. Riscul de credit

Administrarea riscului de credit vizează atât garanțiile / subîmprumuturile acordate de către MFP, cât și expunerile generate de tranzacțiile inițiate de MFP.

Administrarea riscului de credit presupune următoarele:

- *impunerea unor criterii stricte de evaluare în cazul garanțiilor / subîmprumuturilor acordate de MFP, în paralel cu evaluarea periodică a solidității financiare a entităților în favoarea cărora s-au acordat garanțiile și a impactului garanțiilor / subîmprumuturilor acordate asupra poziției financiare a statului (inclusiv a poziției de lichiditate)*

Pentru acoperirea riscurilor financiare care decurg din garanțiile de stat, precum și din subîmprumuturi, este constituit un fond de risc. Sursele fondului de risc sunt:

- a) sumele încasate sub formă de comisioane⁶ de la subîmprumutați / garantați de stat;
- b) sumele încasate de la subîmprumutați / garantați de stat reprezentând rate de capital, dobânzi, comisioane și alte costuri aferente finanțărilor rambursabile

⁶ determinat în urma evaluării gradului de risc al beneficiarului de garanție / subîmprumut.

- garantate sau subîmprumutate de stat plătite de MFP, în numele garantatului sau subîmprumutatului;
- c) dobânzile la disponibilitățile aflate în contul fondului de risc.

Plățile efectuate de MFP în contul garanțiilor acordate s-a situat în ultimii 2 ani la niveluri de 0,02-0,03% din PIB, iar pentru perioada următoare se estimează un nivel comparabil având în vedere soliditatea financiară a agenților economici beneficiari ai garanțiilor de stat, cât și datorită faptului că în ultimii ani au fost acordate garanții de stat îndeosebi în cadrul programului guvernamental „Prima casă”, care prezintă o rată foarte scăzută a executării acestor garanții.

În scopul reducerii riscului rezultat din garanțiile sau subîmprumuturile acordate, precum și pentru diminuarea riscului bugetar rezultat din plățile ce ar trebui efectuate de MFP în contul garanțiilor emise în conformitate cu OUG nr.64/2007 privind datoria publică, prin Strategia Fiscal-Bugetară pe termen mediu au fost aprobate următoarele plafoane:

Tabel 4: Plafoane de garanții aprobate pentru perioada 2012 - 2014

- mld. RON -

	2012	2013	2014
Garanții*) emise de MFP și UAT	10,0	6,0	6,0

* În cazul demarării proiectului Nabucco, fapt ce ar impune emiterea unei garanții de stat de către România, plafonul privind emiterea de garanții de către Guvern, prin MFP, și de către UAT, pentru 2013 -2014 se ajustează în consecință.

- *setarea de limite de contrapartidă pentru tranzacțiile ce vor fi derulate în activitatea de cash management, respectiv selectarea instituțiilor financiare în funcție de calitatea de credit a acestora (nivelul ratingului și perspectiva acestuia, soliditatea financiară a băncii mamă pentru instituțiile financiare locale, etc);*

În scopul limitării riscului de contrapartidă se vor utiliza cu prioritate plasamentele colateralizate cu titluri de stat.

Având în vedere intenția MFP de a efectua tranzacții cu instrumente financiare derivate în vederea acoperirii riscurilor aferente portofoliului de datorie publică, cadrul legislativ și metodologic va cuprinde proceduri și norme pentru evaluarea riscului de credit al contrapartidelor cu care Ministerul Finanțelor Publice va încheia acorduri și tranzacții.

- *stabilirea de limite de contrapartidă în cazul tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate și utilizarea de instrumente specifice de reducere a riscului (ex. prevederi privind compensarea obligațiilor de plată).*

5.6. Riscul operațional

Riscul operațional vizează pierderile potențiale rezultate din gestionarea inadecvată a proceselor interne și a sistemelor, din erori umane, din ineficiența procedurilor interne de

control sau din evenimente externe. Riscul operațional include riscul legal și riscul reputațional.

Administrarea riscului operațional presupune următoarele:

- *proceduri interne de lucru pentru atribuțiile departamentelor de Front Office, Back Office și Middle Office;*
- *monitorizarea, evaluarea și reducerea riscului operațional corespunzător procedurii interne;*
- *actualizarea bazei de date și implementarea deplină (inclusiv cu proceduri privind garanțiile emise în cadrul programelor guvernamentale) a sistemului informatic privind administrarea DPG;*
- *asistență juridică calificată pentru contractele și tranzacțiile derulate de MFP în activitatea de administrare a datoriei publice guvernamentale.*

6. Măsuri de întreprins pentru îndeplinirea obiectivului de dezvoltare a pieței locale a titlurilor de stat

Dezvoltarea pieței locale a titlurilor de stat reprezintă un obiectiv strategic pe termen mediu și lung, direcțiile de acțiune vizând eliminarea ineficiențelor pieței în scopul diminuării randamentelor titlurilor de stat (de exemplu, prin eliminarea primei de lichiditate), creșterea lichidității, a transparenței și predictibilității.

Prin intermediul măsurilor ce vor fi implementate se urmărește consolidarea pieței locale și crearea unei baze largi de investitori, în special pentru instrumentele de investire pe termen mediu și lung.

Succesul atingerii acestui obiectiv este dependent atât de cadrul macroeconomic local care influențează percepția de risc a României în rândul investitorilor, cât și de implementarea unor măsuri specifice care să contribuie la creșterea atractivității titlurilor de stat în rândul unui cerc cât mai larg de investitori.

Dezvoltarea unei piețe locale lichide pentru titlurile de stat și a unei curbe de randamente bine definite reprezintă totodată o precondiție pentru dezvoltarea unei piețe de finanțare pentru sectorul privat. Acest lucru servește la atenuarea șocurilor externe asupra economiei, oferind soluții de finanțare pe piața locală atunci când pe piețele externe acestea devin dificile și costisitoare. Totodată, dezvoltarea curbei de randamente va contribui pe termen lung la dezvoltarea unei piețe pentru instrumentele financiare derivate.

În paralel cu dezvoltarea unei curbe de randamente pe piața locală, MFP este interesat de construirea unei curbe de randamente pentru emisiunile externe în euro și dolari, precum și de consolidarea poziției pe piața din SUA. Prin aceste măsuri va fi facilitată și finanțarea sectorului privat de pe piețele externe, odată cu existența unui reper de preț transparent și credibil pentru riscul de țară.

Creșterea eficienței pieței titlurilor de stat

Măsurile în direcția creșterii eficienței pieței titlurilor de stat vizează atât piața primară, cât și piața secundară, și au în vedere următoarele acțiuni:

a) Introducerea începând cu a doua jumătate a anului 2012 a unui sistem de evaluare a performanței dealerilor primari

Criteriile avute în vedere în evaluarea performanței dealerilor primari sunt:

- activitatea desfășurată pe piața primară, respectiv volumele adjudecate în cadrul licitațiilor, măsurate individual pentru fiecare categorie de instrumente de finanțare (certIFICATE de trezorerie, respectiv titluri de stat pe termen mediu și lung), regularitatea achizițiilor efectuate în cadrul licitațiilor și strategia de preț;
- activitatea desfășurată pe piața secundară, respectiv volumele tranzacționate pe fiecare categorie de instrumente (certIFICATE de trezorerie, respectiv titluri de stat pe termen mediu și lung) și în relație cu tipul de client (investitori finali versus brokeri / dealeri), volumul tranzacțiilor reversibile efectuate;
- numărul de tranzacții pe piața secundară, menit a facilita distribuția către cât mai mulți investitori;
- activitatea de marketing și distribuție a titlurilor de stat, respectiv eforturile pentru lărgirea și diversificarea bazei de investitori în titlurile de stat emise pe piața locală;
- contribuția la derularea în siguranță a operațiunilor pe piața primară și secundară, precum și consistența dintre opiniile exprimate și modalitatea de acționa în cadrul operațiunilor derulate;
- cooperarea cu MFP și BNR (în calitate de agent al Statului), respectiv furnizarea de date și analize privind condițiile de piață, a feedback-ului primit de la clienții instituționali, schimbul de informații, resurse tehnice și umane pe subiecte de interes comun.

Monitorizarea activității dealerilor primari are drept scop atât evaluarea contribuției acestora la dezvoltarea pieței titlurilor de stat, cât și recompensarea celor mai performanți dealeri primari prin metode precum: dreptul de a subscrie oferte necompetitive, accesul la emisiunile sindicalizate în calitate de lead manager sau book-runner, invitația de a participa la consultări pe teme privind strategia de administrare a datoriei publice sau politica de emisiune.

Forma finală a regulilor de evaluare a performanței va fi stabilită în urma discuțiilor cu BNR și dealerii primari, MFP considerând acest demers drept unul esențial pentru dezvoltarea pieței locale a titlurilor de stat.

b) Consolidarea și extinderea curbei de randamente pe piața locală a titlurilor de stat

În acest sens sunt avute în vedere următoarele măsuri:

- creșterea ponderii instrumentelor de piață în finanțarea datoriei și utilizarea de instrumente standard de finanțare;
- utilizarea emisiunilor de tip benchmark ca principal instrument de finanțare pe piața locală; pentru fiecare emisiune va fi asigurat un volum considerabil prin redeschideri ulterioare care să asigure lichiditate și reprezentativitate pe curba de randamente;
- consolidarea, extinderea și promovarea sistemului de fixing organizat de BNR drept referință pentru piața locală a titlurilor de stat;
- distribuția uniformă a emisiunilor de tip benchmark de-a lungul curbei de randamente;
- răscumpărarea emisiunilor de dimensiuni reduse și ilichide care distorsionează curba de randamente și înlocuirea acestora cu emisiuni lichide de tip benchmark în baza unei analize de eficiență pentru efectuarea unor astfel de operațiuni.

c) Diversificarea bazei de investitori, prin creșterea ponderii investitorilor nerezidenți.

Măsurile prin care se urmărește atingerea acestui obiectiv sunt:

- întâlniri regulate cu investitorii nerezidenți de pe principalele piețe externe (altele decât cele aferente road-show-urilor de prezentare a emisiunilor pe piețele externe), inclusiv întâlniri ad-hoc la solicitarea acestora;
- asigurarea unor volume considerabile pentru emisiunile externe, astfel încât acestea să devină eligibile pentru un număr cât mai larg de investitori;
- ajustarea programului de emisiune și a soluțiilor de finanțare în funcție de feedback-ul primit de la investitori;
- identificarea și eliminarea barierelor investiționale de orice natură. În acest sens, urmare a solicitării mediului investițional, s-a realizat conectarea Depozitarului SAFIR la Clearstream și Euroclear;
- promovarea imaginii externe a României în conferințe și seminarii dedicate investitorilor.

d) Întâlniri cu investitorii și participanții pe piața primară și secundară a titlurilor de stat, vizând schimbul reciproc de informații și încorporarea solicitărilor investitorilor în programul de finanțare

În această gamă sunt incluse:

- întâlniri regulate cu dealerii primari;
- întâlniri cu investitorii non-bancari, precum și cu reprezentanții industriilor fondurilor de pensii, de investiții sau asigurări;
- întâlniri cu clienții la propunerea dealerilor primari.

e) Promovarea includerii emisiunilor de titluri de stat locale în indici globali/regionali de obligațiuni suverane și dezvoltarea unui indice local pentru titlurile de stat

f) Dezvoltarea unui sistem integral electronic de licitație pentru titlurile de stat

- g) Introducerea unui sistem electronic de tranzacționare pe piața secundară, în scopul creșterii transparenței, lichidității și a lărgirii bazei de investitori, precum și pentru monitorizarea comportamentului participanților la piața secundară a titlurilor de stat și a evoluției volumului pieței secundare de titluri de stat denumite în lei*
- h) Promovarea rolului titlurilor de stat ca instrument de finanțare prin intermediul operațiunilor de tip repo sau sell-buy back*
- i) Analiza oportunității emiterii de titluri de stat adresate populației, în scopul lărgirii bazei de investitori, susținerii pieței titlurilor de stat și promovării comportamentului de economisire pe termen lung*

Creșterea lichidității pieței titlurilor de stat

Creșterea lichidității pieței titlurilor de stat va contribui la eliminarea primei solicitate de investitori în cazul unei lichidități insuficiente și atragerea unei game mai largi de investitori pentru care lichiditatea ridicată reprezintă un criteriu de eligibilitate în decizia de investire. Acest lucru ar trebui să contribuie la diminuarea randamentelor titlurilor de stat și implicit la reducerea costului datoriei publice guvernamentale.

Printre acțiunile ce sunt avute în vedere în acest sens se număra:

- concentrarea lichidității titlurilor de stat la nivelul unui număr limitat de emisiuni de tip benchmark prin lansarea și redeschiderea ulterioară a unor titluri cu valoare nominală de 1-1,2 mld EUR, precum și dispersia optimă a acestora în timp, pentru evitarea vârfurilor de refinanțare;
- utilizarea operațiunilor de tip bond-exchange sau buy-back pentru răscumpărarea titlurilor care se apropie de maturitate, caracterizate printr-o lichiditate mai redusă și preschimbarea acestora cu emisiuni pe termen mediu și lung mult mai lichide; organizarea acestor operațiuni va avea în vedere și solicitările participanților la piața primară și secundară a titlurilor de stat;
- răscumpărarea emisiunilor non-benchmark cu valoare nominală și lichiditate reduse;
- operațiuni directe de vânzare și cumpărare ale MFP pe piața secundară în scopul creșterii lichidității și eficienței; MFP vizează construirea propriului portofoliu de titluri de stat, iar odată cu dezvoltarea acestuia va oferi facilități de tip repo sau securities lending în scopul susținerii activității formatorilor de piață;
- adaptarea programului de emisiune în funcție de cerințele investitorilor; astfel MFP va putea organiza licitații, în afara programului de emisiune anunțat, la recomandarea BNR sau la solicitarea dealerilor primari, în cazul în care există cerere din partea investitorilor.

Creșterea transparenței și predictibilității pieței titlurilor de stat

Asigurarea unui cadru transparent și predictibil privind funcționarea pieței primare și secundare a titlurilor de stat este de natură să sporească încrederea în rândul investitorilor și să contribuie la formularea așteptărilor privind evoluțiile viitoare.

Măsurile avute în vedere pentru creșterea transparenței și predictibilității sunt:

- actualizarea și publicarea anuală a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale, prezentând obiectivele urmărite, structura țintă a portofoliului de datorie, respectarea limitelor stabilite, precum și acțiunile pentru următorii 3 ani;
- o politică transparentă de emisiune, incluzând programul anual și trimestrial de emisiune, precum și prospectele lunare, detaliind informațiile pentru fiecare licitație în parte;
- conformarea cât mai strictă cu calendarul de emisiune anunțat, eventualele modificări fiind în acord cu solicitările investitorilor;
- introducerea unui sistem electronic de tranzacționare pentru piața secundară a titlurilor de stat;
- dialogul continuu cu participanții de pe piața internă (dealerei primari, fonduri de pensii, fonduri de investiții, societăți de asigurări, investitori nerezidenți) prin care sunt comunicate din timp acțiunile avute în vedere de MFP;
- publicarea periodică și în timp util a informațiilor relevante pentru investitori privind evoluția volumului și structurii datoriei publice. Aceste informații pot fi accesate pe site-ul MFP (www.mfinante.ro) la secțiunea "Trezorerie și Datorie Publică".

7. Impactul implementării Strategiei 2012-2014 asupra datoriei publice guvernamentale

7.1. Analiza de sustenabilitate a datoriei publice

Sustenabilitatea datoriei publice este influențată de volumul și dinamica stocului de datorie publică, de costul datoriei publice, precum și de structura portofoliului de datorie publică (în termeni de maturitate, expunere la riscul valutar, raportul dintre datoria cu rata fixă și cea cu rată variabilă, etc). Totodată, sustenabilitatea datoriei publice este influențată de cadrul macroeconomic general, precum și de vulnerabilitățile prezente la nivelul sectorului privat, în special în ceea ce privește datoria externă.

În scopul evaluării sustenabilității datoriei publice, MFP efectuează în mod regulat analize / simulări asupra factorilor de risc și a impactului acestora asupra portofoliului de datorie publică. Totodată, feedback-ul primit din partea participanților pe piața primară și secundară a titlurilor de stat prezintă o importanță ridicată în evaluarea sustenabilității datoriei publice.

Măsurile privind stabilirea unui profil echilibrat al datoriei publice guvernamentale în raport cu factorii de risc au fost prezentate în secțiunea dedicată strategiei de administrare a riscurilor.

În cadrul prezentei secțiuni va fi analizată evoluția volumului și costului datoriei publice, evaluarea acestor indicatori în raport cu nivelurile în statele membre ale Uniunii Europene, precum și evaluarea impactului unor factori de risc asupra stocului de datorie publică guvernamentală și a costului aferent acestuia.

Ca urmare a măsurilor de consolidare fiscală adoptate de Guvern, deficitul bugetar pentru anul 2011 a coborât la nivelul de 4,1% (metodologie cash), în scădere cu 2,3%

comparativ cu anul 2010, situându-se totodată sub nivelul de 4,4% convenit cu FMI și Comisia Europeană. Diminuarea deficitului bugetar, precum și dinamica PIB (creștere de 10,7% în termeni nominali, respectiv 2,5% în termeni reali), au facilitat o creștere limitată a ponderii datoriei publice în PIB de numai 1,4% (conform metodologiei naționale).

Tabel 5: Indicatori privind datoria publică

Indicator	2007	2008	2009	2010	2011
Deficit bugetar cash (% în PIB)	-3,1	-4,8	-7,3	-6,4	-4,1
Deficit bugetar ESA95 (% în PIB)	-2,9	-5,7	-9,0	-6,8	-5,2
Venituri bugetare ESA95 (% în PIB)	35,3	33,6	32,1	33,4	32,5
Datoria publică cf legislației naționale (% în PIB)	19,8	21,3	29,4	37,2	38,6
Datoria administrației publice (metodologie UE)					
% în PIB	12,8	13,4	23,6	30,5	33,3
% în Venituri Bugetare (ESA95)	36,2	39,9	73,7	91,4	102,7
Cheltuieli cu dobânzile conform ESA95					
% în PIB	0,7	0,7	1,5	1,5	1,6
% în Venituri Bugetare (ESA95)	2,0	2,1	4,8	4,6	4,8
DPG cf legislației naționale (% în PIB)	18,4	19,5	27,2	34,9	36,4
Serviciul DPG cf legislației naționale (% în PIB)	2,5	2,8	11,6	9,0	10,3

Sursa: MFP, Eurostat

În perioada acoperită de Strategie, estimăm că nivelul datoriei publice (conform legislației naționale) se va situa sub 40,5% din PIB. Factorii care au influență asupra modificării ponderii datoriei publice în PIB în perioada 2012-2014, inclusiv ajustările stoc-fluxuri, sunt prezentați în tabelul de mai jos.

Tabel 6: Estimări privind evoluția datoriei publice*)

% în PIB	2011	2012	2013	2014
Nivelul datoriei publice cf legislație națională	38,6	40,2	39,6	38,5
Modificarea datoriei publice (%)	1,4	1,6	-0,6	-1,1
Contribuția la modificarea datoriei				
Deficitul primar	-2,6	-0,5	-0,1	0,3
Cheltuielile cu dobânzile din bugetul general consolidat	1,5	1,7	1,7	1,7
Ajustări stoc-flux	-2,7	-0,6	-2,4	-2,5
Acumularea netă de active financiare	1,1	0,6	0,0	0,0
din care: Din privatizare	0,0	0,6	0,0	0,0
Efecte ale evaluării și altele**	-3,8	-1,2	-2,4	-2,5
Rata dobânzii implicite asupra datoriei (%)***	4,6%	4,6%	4,5%	4,6%

Sursa: CNP, MFP

* conform legislației naționale.

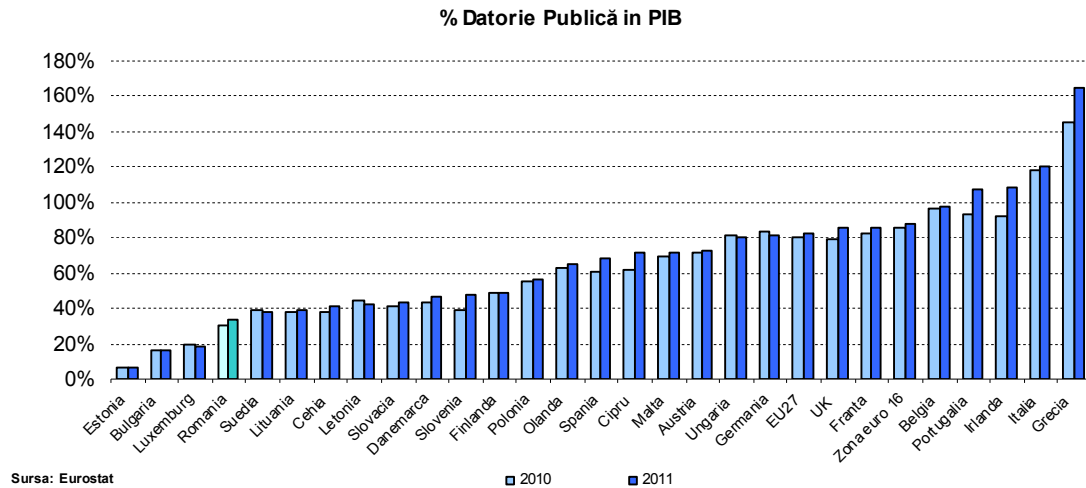
** Fluctuația cursurilor de schimb valutar, necesităților de echilibrare a contului curent general al trezoreriei, tranzacții în contul subîmprumuturilor acordate operatorilor economici și creditelor garantate de stat

*** Ca raport între plățile anuale de dobânzi și stocul inițial de datorie publică.

Nivelul datoriei publice în PIB, măsurat conform metodologiei europene, a înregistrat o creștere de 2,8 puncte procentuale în 2011, până la nivelul de 33,3%. Pentru perioada 2012 - 2014, pe fondul unei creșteri economice medii estimate de circa 2,8% și a unor deficite bugetare calculate conform metodologiei UE (ESA 95) de sub 3% din PIB, estimăm că ponderea în PIB a datoriei publice nu va depăși 34,5% din PIB (conform metodologiei UE).

La sfârșitul lui 2011, România ocupa locul 4 printre statele membre UE cel mai puțin îndatorate, cu un nivel semnificativ mai redus decât media Uniunii Europene (82,5%) sau a zonei euro (87,4%).

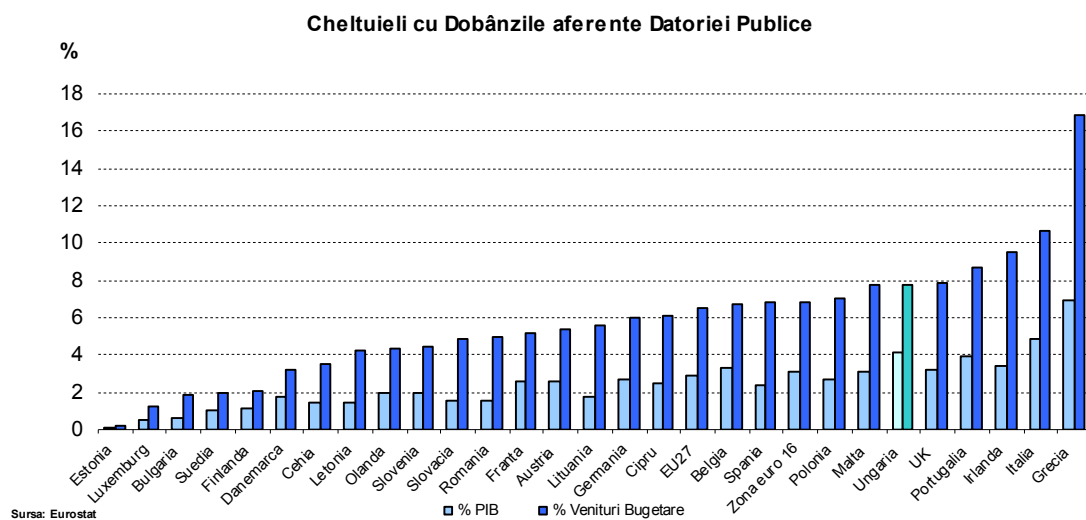
Grafic 21: Nivelul datoriei publice în PIB în 2010 și 2011



Cheltuielile cu dobânzile aferente datoriei publice au înregistrat un nivel de 1,6% din PIB în 2011 (metodologie UE), în ușoară creștere față de 2010. Ponderea cheltuielilor cu dobânzile aferente datoriei publice (ca raport în PIB) este semnificativ mai redusă comparativ cu majoritatea statelor europene, precum și în raport cu media la nivelul Uniunii Europene (2,9%) sau a zonei euro (3,1%).

Totodată, ponderea cheltuielilor cu dobânzile în veniturile bugetare înregistra un nivel de 4,8% la sfârșitul anului 2011 (metodologie UE), în ușoară creștere comparativ cu anul precedent. Media la nivelul Uniunii Europene la sfârșitul anului 2011 era de 6,5%, iar al zonei euro, de 6,8%.

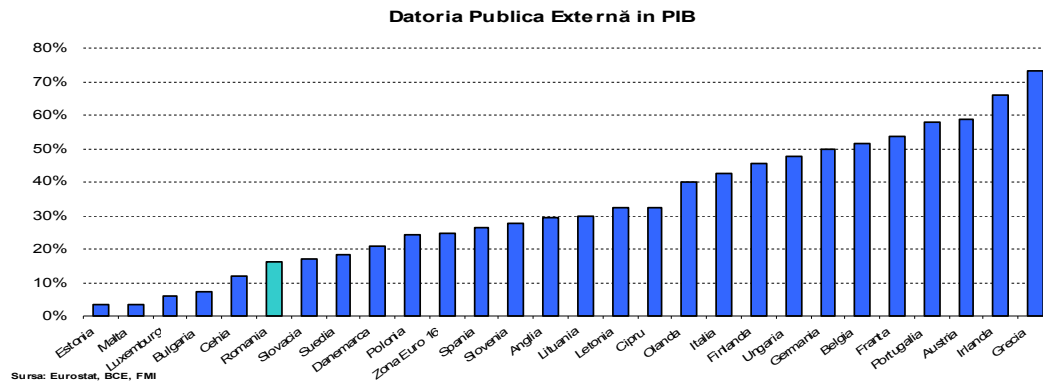
Grafic 22: Cheltuieli cu dobânzile privind datoria publică în 2011 (%)



Datoria publică externă la sfârșitul lui 2011 avea o pondere de 16,4% în PIB. Comparativ cu anul precedent, creșterea a fost de 1,5 puncte procentuale, fiind vizibilă o decelerare a ritmului de creștere comparativ cu precedenții 2 ani.

La sfârșitul anului 2011, România înregistra a 6-a cea mai redusă pondere a datoriei publice externe în PIB în rândul statelor Uniunii Europene, fiind totodată semnificativ mai redusă decât media de 25% a statelor din zona euro (datele la sfârșitul lui septembrie 2011).

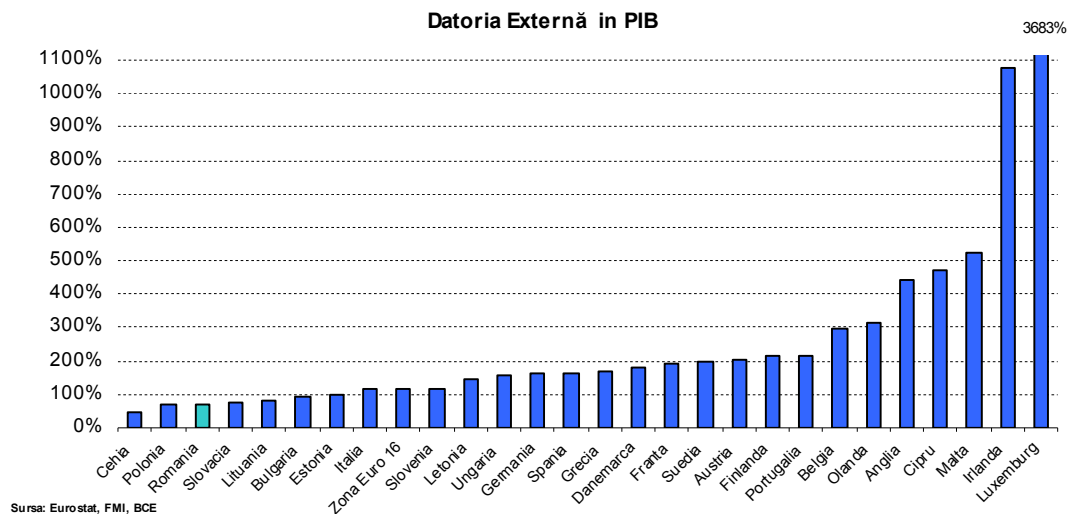
Grafic 23: Ponderea datoriei publice externe în PIB la sfârșitul anului 2011 (%)



Serviciul DPG externe a înregistrat o pondere de 1% din PIB în anul 2011, în scădere comparativ cu 1,6% în anul precedent. Având în vedere scadențele pentru perioada următoare, precum și intenția de a contracta finanțări pe termen mediu și lung de pe piețele financiare externe, serviciul DPG externe pentru următorii 3 ani se va menține la un nivel foarte redus.

De remarcat este și reducerea în 2011 a ponderii datoriei externe în PIB comparativ cu anul precedent, la 72,1%, precum și a serviciului datoriei externe atât în termeni absoluți (39,9 mld EUR față de 43,8 mld EUR), cât și ca pondere în PIB (29,2% față de 35,3%). La sfârșitul anului 2011, România înregistra a 3-a cea mai redusă pondere a datoriei externe în PIB, fiind totodată semnificativ mai redusă decât media de 117% a statelor din zona euro (datele la sfârșitul lui septembrie 2011).

Grafic 24: Ponderea datoriei externe în PIB la sfârșitul anului 2011 (%)



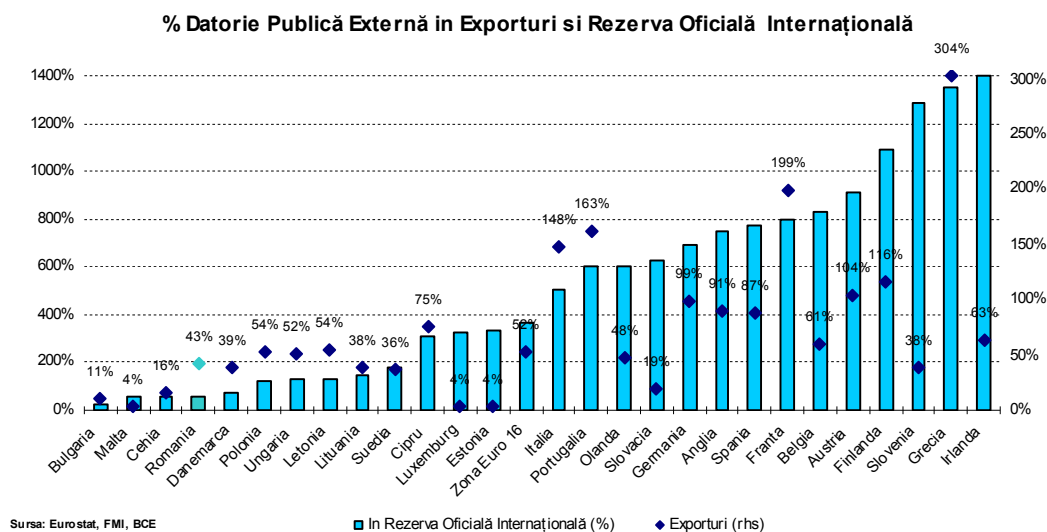
În ceea ce privește ponderea datoriei publice externe în exporturi (Grafic 25), aceasta a fost în 2011 de 42,6%, plasând România în prima jumătate a statelor din Uniunea Europeană după valoarea acestui indicator. Totodată, nivelul este mai redus decât media de 52% a statelor din zona euro (datele la sfârșitul lui septembrie 2011).

Ponderea serviciului datoriei externe în exporturi a cunoscut o îmbunătățire semnificativă în 2011, coborând la nivelul de 76,4%, față de 99,5% în 2010 și un maxim de 135,7% înregistrat în 2009.

În schimb, ponderea datoriei publice externe în rezerva oficială internațională (Grafic 25) a urcat în 2011 cu 8,3%, până la nivelul de 59,8%. Creșterea este similară cu dinamica din precedenții 2 ani, în condițiile în care rezerva internațională a avut un ritm mai redus de creștere (în anii 2009 și 2010, creșterea rezervei a fost susținută de împrumuturile de la FMI). La finalul anului 2011, România înregistra a 3-a cea mai redusă pondere a datoriei publice externe în rezerva internațională, nivelul fiind semnificativ mai redus decât media de 365% a statelor din zona euro (datele la sfârșitul lui septembrie 2011).

O evoluție pozitivă a avut-o și ponderea serviciului datoriei externe în rezerva oficială internațională care a coborât la nivelul de 107,2%, cea mai scăzută valoare înregistrată în ultimii 5 ani. Totodată, raportul dintre serviciul DPG externe și rezerva oficială internațională s-a situat la nivelul confortabil de 3,7%, fără a fi anticipate creșteri semnificative ale acestui indicator în perioada acoperită de Strategie.

Grafic 25: Ponderea datoriei publice externe în exporturi și în rezerva oficială internațională la sfârșitul anului 2011 (%)

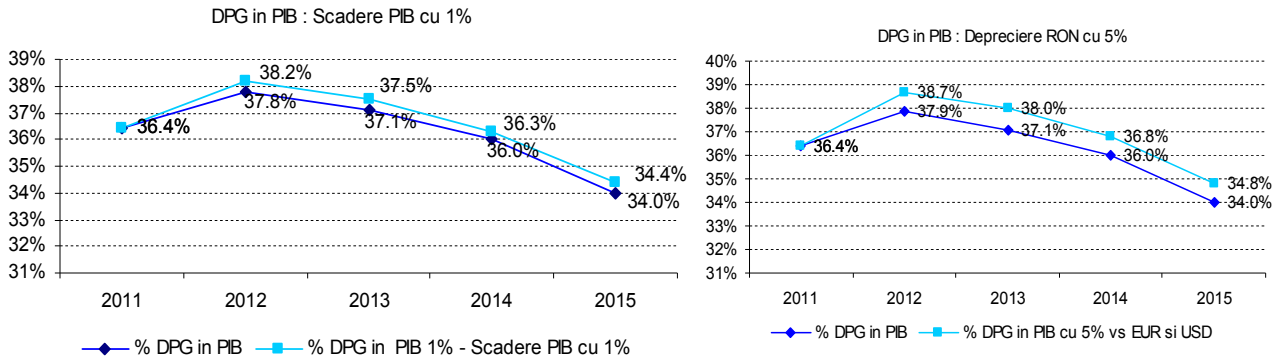


7.2. Analize de senzitivitate

Ținând cont de structura portofoliului de datorie publică guvernamentală la sfârșitul anului 2011, precum și de necesarul de finanțare pentru perioada următoare, în scopul reflectării senzitivității portofoliului de datorie guvernamentală la modificarea anumitor factori semnificativi pe perioada de analiză acoperită de Strategie (2012-2014), au fost analizate următoarele scenarii:

- *Influența asupra nivelului DPG în PIB din diminuarea cu 1% a PIB și din deprecierea cu 5% a RON față de EUR și USD, principalele valute în care este denominată DPG;*

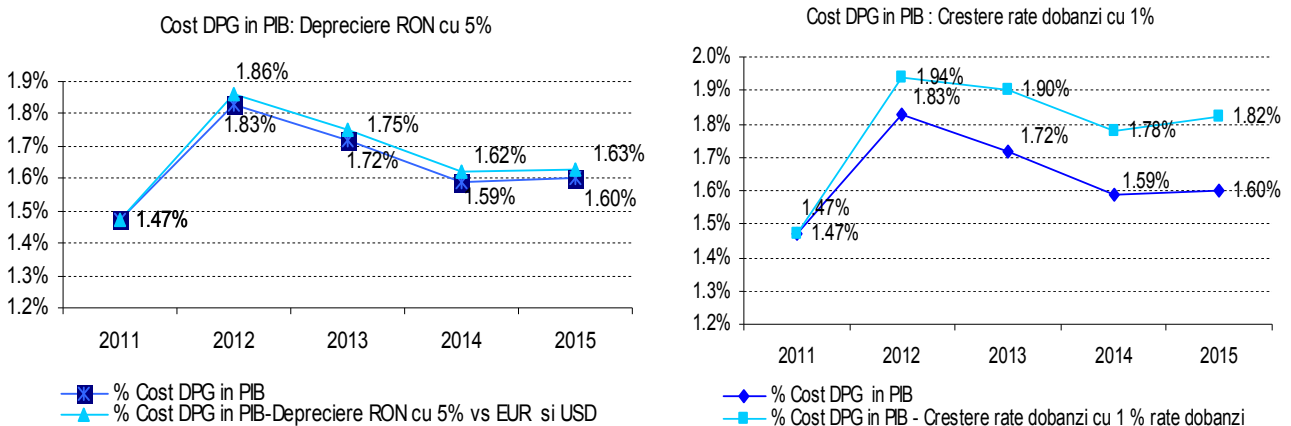
Grafic 26: Influența asupra DPG în PIB din scăderea PIB cu 1% și din deprecierea monedei naționale cu 5%



După cum se observă din graficele de mai sus, influența unei creșteri economice sub așteptări în perioada acoperită de Strategie are un impact relativ constant asupra nivelului de îndatorare, de 0,3-0,4% din PIB, în timp ce influența deprecierei monedei naționale are un impact semnificativ, de 0,8-0,9% din PIB.

- *Influența asupra costului cu DPG în PIB din creșterea cu 1% a ratelor de dobândă (la titluri de stat, EURIBOR și LIBOR) și din deprecierea cu 5% a RON față de EUR și USD, principalele valute în care este denominată DPG;*

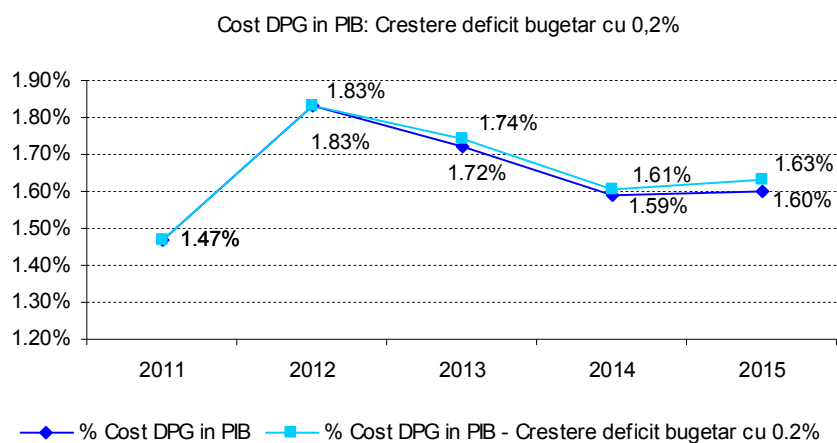
Grafic 27: Influența asupra costului cu DPG în PIB din creșterea cu 1% a ratelor de dobândă și din deprecierea monedei naționale cu 5%



După cum se observă din graficele de mai sus, influența deprecierei monedei naționale față de EUR și USD asupra costului DPG în PIB are un impact redus, de 0,03% din PIB, în schimb creșterea cu 1% a ratelor de dobândă la DPG determină o creștere semnificativă a costului DPG, de 0,11% din PIB în 2012, 0,18% din PIB în 2013 și 0,19% din PIB în 2014.

- *Influența asupra costului cu DPG din creșterea cu 0,2% a deficitului bugetar.*

Grafic 28: Influența asupra costului cu DPG din creșterea deficitului bugetar cu 0,2%



Creșterea deficitului bugetar cu 0,2% în PIB determină o creștere a costului cu DPG de maxim 0,03% în PIB pe perioada acoperită de Strategie.

7.3. Factori de risc în implementarea Strategiei pentru perioada 2012 – 2014 și scenariu alternativ de finanțare

Principali factori de risc care pot afecta implementarea în parametri corespunzători a Strategiei vizează:

- O situație macroeconomică și financiară internă semnificativ mai slabă decât cea asumată prin Strategie, caracterizată prin:
 - o creștere economică semnificativ mai redusă, sub efectul unui context extern nefavorabil, a unei reveniri a cererii interne sub așteptările curente, o rată slabă a absorbției fondurilor europene și o restrângere a investițiilor mediului privat;
 - scăderea veniturilor bugetare în contextul restrângerii activității economice, fapt ce ar conduce la un deficit bugetar mai ridicat și, implicit, la cerințe de finanțare în creștere;

- deprecierea semnificativă a leului, conducând la creșterea datoriei publice guvernamentale, a costului datoriei și inducând riscuri la adresa stabilității prețurilor, precum și stabilității financiare;
- creșterea generalizată a aversiunii la risc, ce ar determina creșterea ratelor de dobândă pe piața locală, în paralel cu restrângerea apetitului investitorilor pentru plasamente pe termen lung;
- reducerea de către băncile mamă a liniilor de finanțare către sucursalele din România, conducând la limitarea surselor de acoperire a necesităților de finanțare ale Statului și la creșterea costului de finanțare;
- creșterea ratei de executare a garanțiilor / subîmprumuturilor acordate, implicând cheltuieli bugetare mai ridicate din partea Statului.

b) Un mediu extern nefavorabil caracterizat prin:

- prelungirea crizei datoriilor suverane în zona euro, în paralel cu creșterea generalizată a aversiunii la risc în rândul investitorilor;
- o performanță economică mult sub așteptări mai ales în zona euro, dar și în SUA. Având în vedere faptul ca UE este principalul partener comercial al României, restrângerea activității economice în această zonă ar afecta în mod direct performanța economică locală;
- restrângerea fluxurilor de capital în favoarea statelor care se bucură de un rating ridicat;
- escaladarea conflictelor geopolitice, conducând la creșterea aversiunii la risc și scumpirea prețului materiilor prime.

În scopul contracarării acestor posibile scenarii nefavorabile sunt avute în vedere următoarele măsuri:

- a) Consolidarea rezervei financiare constituite la nivelul Trezoreriei centrale a Statului, conform prevederilor prezentei Strategii;
- b) Utilizarea veniturilor din privatizare ca sursă alternativă de finanțare;
- c) Accesarea sumelor la dispoziția statului din cadrul acordului de tip preventiv încheiat cu FMI și UE (în valoare de cca 5 mld EUR), în condițiile deteriorării semnificative a balanței de plăți externe și în condiții de deteriorare însemnată și neprevăzută a situației economice și/sau financiare, cauzată de factori care nu intră sub controlul autorităților, ce conduc la apariția unui deficit de finanțare acut.
- d) Accesarea unor linii de finanțare de tip preventiv, precum împrumutul de tip Deferred Drawdown Option de 1 mld EUR de la Banca Mondială;
- e) În scopul asigurării stabilității financiare, în luna ianuarie 2012 Guvernul a aprobat cadrul legal ce permite înființarea unei bănci-punte, care să preia activele și pasivele unei bănci locale a cărei activitate se consideră că poate afecta buna funcționare a sistemului financiar;
- f) Accesarea de fonduri europene pentru investiții în infrastructură.

Anexa nr. 1 – Datoria Publică a României

<i>Indicatori (mil RON)</i>	2008	2009	2010	2011	31-Mar-12
TOTAL DATORIE PUBLICĂ	109.795,1	147.329,0	194.459,2	223.255,2	235.172,1
Datoria Publică Guvernamentală	100.556,4	136.493,8	182.510,3	210.388,6	222.624,1
din care:					
1. După tip:	100.556,4	136.493,8	182.510,3	210.388,6	222.624,1
Directă	91.942,0	126.571,7	167.632,5	199.284,6	211.163,4
Garantată	8.614,4	9.922,1	14.877,8	11.104,0	11.460,7
2. După creditori:	100.556,4	136.493,8	182.510,3	210.388,6	222.624,1
Instituții multilaterale	20.533,5	34.634,1	52.719,3	63.551,4	63.501,3
Relații bilaterale	312,9	272,4	287,1	203,8	202,8
Bănci private și alții	79.710,0	101.587,3	129.503,9	146.633,4	158.920,0
3. După instrument:	100.556,4	136.493,8	182.510,3	210.388,6	222.624,1
Certificate de trezorerie (RON și EUR)	8.106,9	23.432,2	32.659,2	33.743,8	39.792,5
Instrumente de cash management	1.825,0	0,0	0,0	2.200,0	0,0
Obligațiuni (RON și EUR)	9.505,7	23.146,2	34.021,4	50.110,0	59.607,8
Euroobligațiuni	8.569,9	9.093,6	10.497,8	17.062,8	24.678,4
Leasing financiar	243,5	79,2	63,0	8,3	4,3
Împrumuturi de stat	32.710,7	52.608,2	73.832,2	75.418,5	75.216,7
Împrumuturi din disponibilitățile CCGTS	39.594,7	28.134,4	31.436,7	31.845,1	23.324,4
4. După valută:	100.556,4	136.493,8	182.510,3	210.388,6	222.624,1
RON	60.024,8	64.302,0	82.628,7	101.241,2	105.736,3
USD	9.227,5	8.629,1	8.458,2	6.091,71	13.165,8
EUR	28.102,8	56.646,1	78.118,8	89.349,8	90.315,4
DST	20,5	3.984,7	9.645,9	9.977,0	9.896,3
CHF	306,8	235,5	180,0	138,2	141,4
CAD	714,9	623,2	806,8	750,8	756,3
JPY	1.914,0	1.904,9	2.542,6	2.840,0	2.612,6
WON	124,3	128,5	129,4	0,0	0,0
GBP	121,0	40,0	0,0	0,0	0,0
5. După scadențe:	100.556,4	136.493,8	182.510,3	210.388,6	222.624,1
Termen scurt	49.526,6	51.566,6	64.095,9	67.788,9	63.116,9
Termen mediu	10.712,5	27.096,1	42.792,2	55.152,1	64.614,5
Termen lung	40.317,3	57.831,1	75.622,1	87.477,6	94.892,7
6. După rata dobânzii:	100.556,4	136.493,8	182.510,3	210.388,6	222.624,2
Fixă	31.495,2	57.934,4	95.049,1	115.406,3	132.333,3
Variabilă	69.061,2	78.559,4	87.461,2	94.982,3	90.290,9
Datoria Publică Locală	9.238,7	10.835,2	11.948,9	12.866,6	12.548,0
din care:					
1. După tip:	9.238,7	10.835,2	11.948,9	12.866,6	12.548,0
Directă	8.530,8	10.090,2	11.065,8	12.186,8	11.995,7
Garantată	707,9	745,0	883,1	679,8	552,3
2. După valută:	9.238,6	10.835,2	11.948,9	12.866,6	12.548,0
RON	5.422,5	6.494,9	7.210,9	7.715,6	7.432,9
EUR	3.783,1	4.321,1	4.726,8	5.144,4	5.109,8
USD	33,0	19,2	11,2	6,4	5,3
3. După scadențe:	9.238,6	10.835,2	11.948,9	12.866,5	12.547,9
Între 1 - 5 ani	1.295,1	3.115,8	2.350,7	549,3	3.512,4
Peste 5 ani	7.943,5	7.719,4	9.598,2	12.317,2	9.035,5

Sursa: MFP, în conformitate cu OUG nr. 64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare

Anexa nr. 2 – Finanțarea Deficitului Bugetar

Indicator	2008	2009	2010	2011	31-Mar-12
Finanțarea deficitului bugetar (mil RON)	24.858	36.435	33.643	23.899	3.388
Finanțare internă (mil RON)	22.198	25.031	20.387	14.711	3194
- % în total finanțare	89,3%	68,7%	60,6%	61,6%	94,3%
Finanțare externă (mil RON)	2.287	11.113	12.952	9.188	194
- % în total finanțare	9,2%	30,5%	38,5%	38,4%	5,7%
Venituri din privatizare (mil RON)	373	291	303	0	0
- % în total finanțare	1,5%	0,8%	0,9%	0,0%	0,0%

Sursa: MFP

Anexa nr. 3 – Indicatori privind datoria externă

Indicator	2007	2008	2009	2010	2011
Datoria externă (mld EUR)	58,6	72,4	81,2	92,5	98,4
Datoria externă (% în PIB)	47,0	51,8	68,7	74,5	72,1
Datoria externă pe termen scurt (% în Datoria externa)	34,0	28,5	19,2	21,1	23,2
Serviciul datoriei externe (mld EUR)	29,9	45,6	49,0	43,8	39,9
Serviciul datoriei externe (% în PIB)	24,0	32,6	41,5	35,3	29,2
Datoria publică externă *) (mld EUR)	9,6	10,3	13,6	18,5	22,3
Datoria publică externă (% în Datoria externă)	16,4	14,2	16,7	20,0	22,6
Datoria publică externă (% în PIB)	7,7	7,3	11,5	14,9	16,3
Serviciul DPG externe (mld EUR)	1,6	2,1	1,4	2,0	1,4
Serviciul DPG externe (% în PIB)	1,3	1,5	1,2	1,6	1,0
Exporturi de bunuri și servicii (mld EUR)	36,4	42,5	36,1	44,0	52,4
Datoria externă / Exporturi de bunuri și servicii (%)	160,9	170,3	224,6	210,2	188,2
Serviciul datoriei externe / Exporturi de bunuri și servicii (%)	82,1	107,3	135,7	99,5	76,4
Datoria publică externă / Exporturi de bunuri și servicii (%)	26,4	24,1	37,6	42,1	42,6
Serviciul DPG externe / Exporturi de bunuri și servicii (%)	4,5	5,0	3,8	4,6	2,7
Rezerva oficială internațională (mld EUR)	27,2	28,3	30,9	36,0	37,3
Rezerva oficială internațională (luni de importuri)	6,1	5,6	8,5	8,4	7,5
Serviciul datoriei externe / Rezerva internațională (%)	110,1	161,2	158,9	121,7	107,2
Datoria externă pe termen scurt / Rezerva internațională (%)	73,3	72,8	50,5	54,4	61,3
Datoria publică externă / Rezerva internațională (%)	35,4	36,3	44,0	51,5	59,8
Serviciul DPG externe / Rezerva internațională (%)	6,1	7,5	4,4	5,6	3,7

Sursa: BNR, MFP, INS

*) conform metodologiei UE.

Anexa nr. 4 - Rating-ul României acordat de S&P, Moody's, Fitch și JCRA pentru împrumuturile suverane pe termen lung în valută

An	S&P	FITCH	MOODY'S	JCRA
2011	BB+ (reafirmare 29 noiembrie 2011) perspectivă stabilă	BBB- perspectivă stabilă	Baa3 (reafirmare 22 decembrie 2011) perspectivă stabilă	BBB- (reafirmare 28 decembrie 2011) perspectivă stabilă
2010	BB+ (reafirmare 15 aprilie 2010) perspectivă stabilă	BB+ (reafirmare 2 august 2010) perspectivă stabilă	Baa3 (reafirmare 18 ianuarie 2010) perspectivă stabilă	BBB- (reafirmare 14 decembrie 2010) perspectivă stabilă
2009	BB+ perspectivă negativă	BB+ perspectivă negativă	Baa3 (reafirmare 2 sept 2009) perspectivă stabilă	BBB- perspectivă negativă
2008	BB+ BBB- (ian.-oct.)	BB+ BBB (ian.-nov.)	Baa3	BBB- BBB (ian.-dec.)
2007	BBB-	BBB	Baa3	BBB
2006	BBB-	BBB BBB- (ian.-aug.)	Baa3 Ba1 (ian.-sept.)	BBB BBB- (ian.-nov.)
2005	BBB- BB+ (ian.-sept.)	BBB-	Ba1 Ba3 (ian.-martie)	BBB- BB+ (ian.-sept.)
2004	BB+ BB (ian.-sept.)	BBB- BB (ian.-nov.)	Ba3	BB+ BB (ian.-nov.)
2003	BB BB- (feb.-sept.) B+ (ian.-feb.)	BB BB- (ian.-dec.)	Ba3 B1 (ian.-dec.)	BB
2002	B+ B (ian-aprilie)	BB- B+ (iunie-oct.) B (ian.-iunie)	B1 B2 (ian.-dec.)	BB BB- (ian.-dec.)
2001	B B- (ian.-iunie)	B	B2 B3 (ian.-dec.)	BB-
2000	B-	B B- (ian.-nov)	B3	BB-
1999	B-	B- B (ian. – mar.)	B3	BB-
1998	B- B+ (mai-oct.)	B BB- (ian.-dec.)	B3 (nov.-dec.) B1 (sept.-nov.) B3 (aug.-sept.)	BB- BB+ (apr.-dec.)
1997	BB-	BB-	Ba3	

Scala rating - S&P, Fitch și JCR	Scala rating - Moody's
» Grad investițional: de la BBB-, BBB, BBB+, A- până la AAA » Grad speculativ: de la D până la BB-, BB și BB+	» Grad investițional: de la Baa3, Baa2, Baa1, A3 până la Aaa » Grad speculativ: de la D până la Ba3, Ba2 și Ba3