



**MINISTERUL FINANTELOR**

**STRATEGIA DE ADMINISTRARE A  
DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE**

**2021-2023**

**Direcția Generală Trezorerie și Datorie Publică**

București 2021

## Cuprins

1. *Introducere*
2. *Obiective și sfera de cuprindere*
3. *Descrierea portofoliului de datorie publică guvernamentală*
  - Evoluția datoriei publice guvernamentale*
  - Riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2020*
4. *Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în anul 2020, în primele trei luni din anul 2021 și așteptările pe termen mediu*
  - Piața internă*
  - Piața externă*
  - Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2021 - 2023*
5. *Cadrul macroeconomic în România*
  - Riscuri aferente proiecțiilor inițiale*
  - Implicații de politică la nivel macroeconomic*
6. *Analiză și linii directoare strategice*
  - Implicațiile analizei portofoliului existent de datorie publică guvernamentală, a cadrului macroeconomic și contextului de piață asupra managementului datoriei publice guvernamentale*
  - Rezultatele analizei cu privire la strategiile alternative de administrare a datoriei*
  - Linii directoare strategice*

### *Anexe*

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

ATM	Durata medie până la scadență (ani)
ASF	Autoritatea de Supraveghere Financiară
ATR	Durata medie până la schimbarea ratei de dobândă variabilă (ani)
BCE	Banca Central Europeană
BDCE	Banca de Dezvoltare a Consiliului Europei
BEI	Banca Europeană de Investiții
BERD	Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BIRD	Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BNR	Banca Națională a României
CNSP	Comisia Națională de Strategie și Prognoză
DP	Dealeri primari
EMBIG	Indicele JP Morgan pentru Obligațiuni Guvernamentale pe Piețele Emergente
FED	Sistemul Federal de Rezerve al Statelor Unite ale Americii
FEGA	Fondul European de Garantare Agricolă
FMI	Fondul Monetar Internațional
GMTN	Program cadru de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu pe piețele externe
IFI	Instituții Financiare Internaționale
INS	Institutul Național de Statistică
MF	Ministerul Finanțelor
NSRF	Facilitatea de finanțare a cadrului strategic național de finanțare
PIB	Produsul Intern Brut
PNDR	Programul Național de Dezvoltare Rurală
UE	Uniunea Europeană

## 1. Introducere

Prezenta Strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale aferentă perioadei 2021-2023 (denumită în continuare „Strategie”) reprezintă o continuare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2019-2021 și a fost realizată în conformitate cu bunele practici internaționale definite în Liniile directoare ale Băncii Mondiale și FMI referitoare la elaborarea strategiilor de datorie publică<sup>1</sup> și în consultare cu BNR.

Ca și în cazul edițiilor anterioare, Strategia revizuită pentru orizontul de timp 2021-2023 este în concordanță cu indicatorii bugetari prevăzuți în Strategia Fiscal-Bugetară 2021-2023 și se axează exclusiv pe structura portofoliului datoriei publice guvernamentale, cu precădere pe acele aspecte care intră în competența și responsabilitatea administratorului de datorie publică guvernamentală<sup>2</sup>. Prin urmare, Strategia prevede direcția în care autoritățile intenționează să acționeze pentru asigurarea finanțării și pentru îmbunătățirea structurii portofoliului de datorie în vederea îndeplinirii *obiectivelor Ministerului Finanțelor pentru administrarea datoriei publice guvernamentale*, respectiv:

- Asigurarea necesarului de finanțare al administrației publice centrale pe fondul minimizării costurilor pe termen mediu și lung;
- Limitarea riscurilor asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale; și
- Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat.

### *Implementarea Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale în anul 2020*

În anul 2020, toți indicatorii de risc s-au încadrat în limitele stabilite prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale 2019 – 2021, după cum rezultă din prezentarea riscurilor financiare în tabelul de mai jos:

**Tabel 1: Indicatorii de risc la sfârșitul anilor 2020 și 2019**

Indicatori *	31/12/2020	31/12/2019	Ținte indicative conform Strategiei 2019-2021
<i>A. Riscul valutar</i>			
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	47,9%	49,8%	45% (minim) – 60%
Ponderea datoriei publice guvernamentale în EUR în total datorie în valuta (% din total)	84,2%	83,4%	80% (minim) – 95%
<i>B. Riscul de refinanțare</i>			
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	10,0%	12%	10% - 20% (maxim)
Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total)	16,0%	17%	15% - 25% (maxim)
Maturitatea medie ramasă pentru total datorie (ani)	7,3	6,7	6,0 ani (minim) – 7,0 ani
Maturitatea medie ramasă a datoriei în lei (ani)	4,2	4,1	3,5 ani (minim) – 5,0 ani
<i>C. Riscul de rată de dobândă</i>			
Ponderea datoriei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	12,0%	14%	10% - 20% (maxim)
Ponderea datoriei în lei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	15,0%	17%	15% - 25% (maxim)
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	7,4	6,8	6,0 ani (minim) – 7,0 ani
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	4,2	4,1	3,5 ani (minim) – 5,0 ani

\* nu includ împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului.

Sursa: MFP

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

<sup>2</sup> În consecință, acest document evită asumarea unor ținte de politică fiscală de tip pondere datorie în PIB sau costul datoriei în PIB, deoarece primul indicator depinde de țintele bugetare de deficit, iar al doilea depinde de țintele bugetare de deficit și de evoluția piețelor, ambele fiind în afara sferei de control a administratorilor de datorie publică.

## *Liniile directoare strategice pentru perioada 2021-2023*

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2021-2023:

1. Finanțarea preponderent în monedă națională, care să faciliteze în continuare dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și totodată să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne, și, în general de cererea pentru instrumentele de datorie în lei<sup>3</sup>, precum și de necesitățile diversificării bazei de investitori în titlurile de stat. În condițiile unor necesități de finanțare ridicate, datorate deficitelor bugetare excesive, finanțarea netă (deficitul bugetar) se va realiza în mod relativ echilibrat din surse interne și externe.
2. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, evitând pe cât posibil concentrarea rambursărilor de rate de capital/refinanțărilor de titluri de stat pe termen scurt, inclusiv prin realizarea de operațiuni de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate sau preschimbări de titluri de stat).
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută<sup>4</sup> la un nivel confortabil și eventual prin alte instrumente în funcție de condițiile și termenii acestora.
4. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în EUR și accesarea oportunistă a piețelor internaționale de capital în USD sau în alte valute, avându-se în vedere extinderea maturității medii a portofoliului de datorie guvernamentală, precum și raportul cost/risc asociat acestuia și diversificarea bazei investiționale, în condițiile utilizării derivatelor financiare (swap valutar) după încheierea documentației specifice cu contrapartide eligibile.
5. În implementarea planului de finanțare se are în vedere introducerea emisiunilor de obligațiuni verzi, în funcție de finalizarea Cadrelor generale pentru obligațiuni verzi la nivel suveran, prin eforturi coordonate la nivelul ministerelor de linie și identificarea cheltuielilor/proiectelor care vor face obiectul finanțării prin aceste obligațiuni.
6. Emisiunile pe piața internă în EUR vor fi avute în vedere doar în contextul cererii specifice exprimate de investitorii locali, pe maturități medii, în funcție de condițiile de piață și de apetitul manifestat de către mediul investițional, în condițiile unui raport maturitate/cost avantajos.
7. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin limitarea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an și a perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie.
8. Utilizarea instrumentelor de finanțare oferite de către instituțiile financiare internaționale, inclusiv a celor instituite la nivelul Uniunii Europene, avându-se în vedere termenii și condițiile avantajoase oferite de acestea.

Aceste principii sunt exprimate ca intervale<sup>5</sup> țintă indicative pentru principalii indicatori de risc care să permită flexibilitate în administrarea datoriei publice guvernamentale pentru a răspunde la modificarea condițiilor de pe piețele financiare, astfel:

---

<sup>3</sup> Pe lângă cererea internă pentru titlurile de stat în lei, nerezidenții pot juca un rol important atât în ceea ce privește volumele plasate pe piața internă, cât și structura pe maturități în procesul de finanțare, având în vedere apetitul ridicat al acestora pentru titlurile de stat cu maturități pe termen mediu și lung.

<sup>4</sup> Rezerva în valută trebuie să acopere un număr de luni aferent necesarului brut de finanțare.

<sup>5</sup> Limita menționată ca minimă sau maximă nu poate fi depășită în perioada acoperită de strategie (hard bound), în timp ce cealaltă limită reprezintă limita către care se tinde și care poate fi depășită. (soft bound).

- *pentru administrarea riscului valutar.*

1. menținerea ponderii datoriei denumite în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 45% (minim) - 60%.
2. menținerea ponderii datoriei denumite în EUR în total datorie denumită în valută în intervalul 80% (minim) - 95%. La momentul utilizării instrumentelor financiare derivate, acest indicator se va calcula după evaluarea datoriei ca urmare a utilizării swap-urilor valutare.

- *pentru administrarea riscului de refinanțare*

1. menținerea ponderii datoriei scadente în termen de 1 an în intervalul 15% și 25% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.
2. maturitatea medie rămasă ar trebui menținută între 4,0 ani (minim) și 6,0 ani pentru datoria în monedă națională și între 7,0 ani (minim) și 8,5 ani pentru datoria totală.
3. menținerea unei rezerve financiare în valută la un nivel confortabil, astfel încât să fie diminuate riscurile aferente perioadelor caracterizate de o volatilitate ridicată pe piețele financiare.

- *pentru administrarea riscului ratei dobânzii*

1. ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an să rămână între 15% și 25% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.
2. menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei dobânzii între 4,0 ani (minim) și 6,0 ani pentru datoria în moneda națională și între 7,0 ani (minim) și 8,5 ani pentru datoria totală.

## **2. Obiective și sfera de cuprindere**

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

- Asigurarea necesarului de finanțare al administrației publice centrale pe fondul minimizării costurilor pe termen mediu și lung;
- Limitarea riscurilor asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale,
- Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat.

Primele două obiective sunt prevăzute în OUG nr. 64/2007 și sunt completate cu obiectivul dezvoltării pieței interne a titlurilor de stat, care a fost prevăzut și în Strategiile anterioare. Dezvoltarea unei piețe lichide a titlurilor de stat și construirea și consolidarea unei curbe de randamente în monedă națională sunt obiective importante atât în atingerea primelor două obiective ale Strategiei, cât și pentru dezvoltarea pieței financiare românești care să susțină asigurarea resurselor financiare necesare acoperirii necesităților de finanțare în perioadele de criză economică și financiară sau pe perioade marcate de volatilitate ridicată pe piețele internaționale.

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

administrare a lichidităților, inclusiv privind finanțarea temporară, cât și interferențele între acestea, Anexa 2<sup>6</sup> acoperă strategia de administrare a lichidităților.

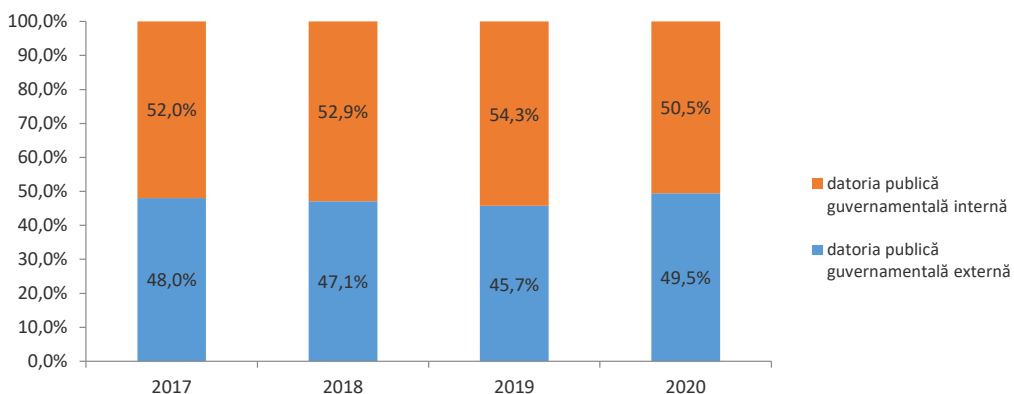
### 3. Descrierea portofoliului datoriei publice guvernamentale<sup>7</sup>

#### *Evoluția datoriei publice guvernamentale*

La sfârșitul anului 2020, datoria publică guvernamentală a fost de 508,8 miliarde lei, reprezentând 48,3% din PIB, pe fondul unei scăderi economice de 3,9% din PIB și în condițiile unui deficit al bugetului general consolidat de 9,67% din PIB<sup>8</sup>.

Ca urmare a strategiei adoptate în ultimii ani în ceea ce privește finanțarea deficitului bugetar preponderent prin emiterea de titluri de stat pe piața internă, dar și a creșterii cererii investitorilor rezidenți pentru euroobligațiunile românești, structura datoriei guvernamentale după criteriul rezidenței arată că datoria guvernamentală internă a înregistrat un nivel mai scăzut la sfârșitul anului 2020 în comparație cu anii anteriori, datoria publică guvernamentală fiind în pondere de 50,5% contractată cu creditorii rezidenți și 49,5% cu creditorii nerezidenți.

**Grafic 1: Datoria publică guvernamentală după criteriul rezidenței creditorului (% în total datorie guvernamentală)**



Sursa: MFP

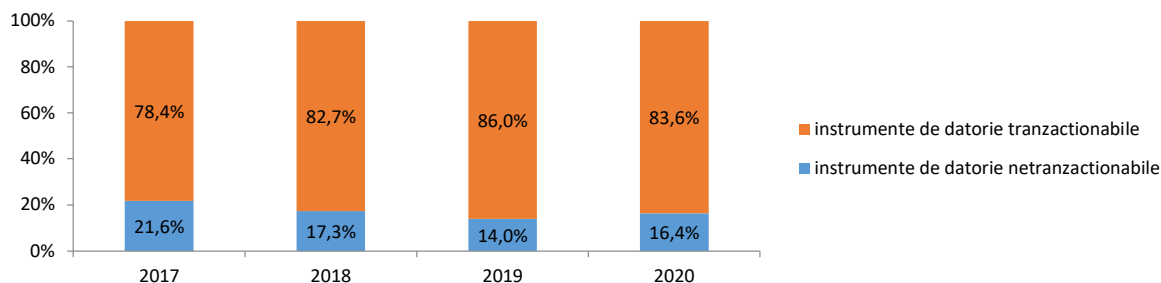
După cum se observă în graficul 2, structura datoriei publice guvernamentale este alcătuită în principal din instrumente de datorie tranzacționabile (emise preponderent în monedă națională), care prin caracteristicile acestor instrumentele de datorie permit flexibilitate și operativitate în atragerea surselor de finanțare și adaptare la cerințele investitorilor.

<sup>6</sup> Se va observa totuși faptul că modificările majore ale nivelului finanțării temporare pot avea impact asupra emisiunilor de titluri de stat și pot afecta planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat.

<sup>7</sup> Date preliminare conform legislației naționale, nu include finanțarea temporară.

<sup>8</sup> PIB 2020 conform comunicat INS martie 2021

**Grafic 2 : Instrumente de datorie tranzacționabile vs. instrumente de datorie netranzacționabile (% în total datorie guvernamentală)**

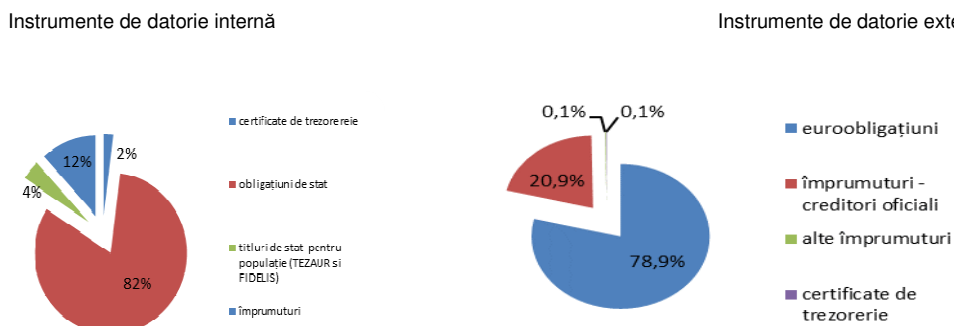


Sursa : MFP

Comparativ cu împrumuturile de stat a căror pondere a fost de 16,4% din total datorie publică guvernamentală, titlurile de stat emise pe piața internă au reprezentat 48,7%, iar cele emise pe piața externă 34,9%. În această tendință se înscriu eforturile MF privind diversificarea bazei de investitori și a creșterii accesibilității persoanelor fizice la cumpărarea titlurilor de stat, prin continuarea emisiunilor de titluri de stat pentru populație în cadrul celor două programe dedicate Tezaur și FIDELIS, în limita unui plafon anual indicativ.

Așa cum reiese din graficul 3, titlurile de stat reprezintă instrumentul majoritar în structura datoriei interne, și anume certificate de trezorerie și obligațiuni de stat, și în mod similar datoria externă este alcătuită în principal din obligațiuni emise pe piețele internaționale de capital și în completare din împrumuturi contractate de la instituții financiare internaționale, de la Uniunea Europeană și alți creditori. În structura datoriei externe se regăsesc titlurile de stat emise pe piața internă deținute de nerezidenți, în timp ce în structura datoriei interne se regăsesc euroobligațiunile deținute de către rezidenți.

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



Sursa : MF

Costurile, exprimate ca rate medii ale dobânzii<sup>9</sup>, au înregistrat o scădere în anul 2020, ca urmare a scăderii ratelor de dobândă, în special cele aferente datoriei interne. Datoria în monedă națională la sfârșitul lui 2020 rămâne mai costisitoare decât datoria în valută<sup>10</sup> așa cum reiese din tabelul 2.

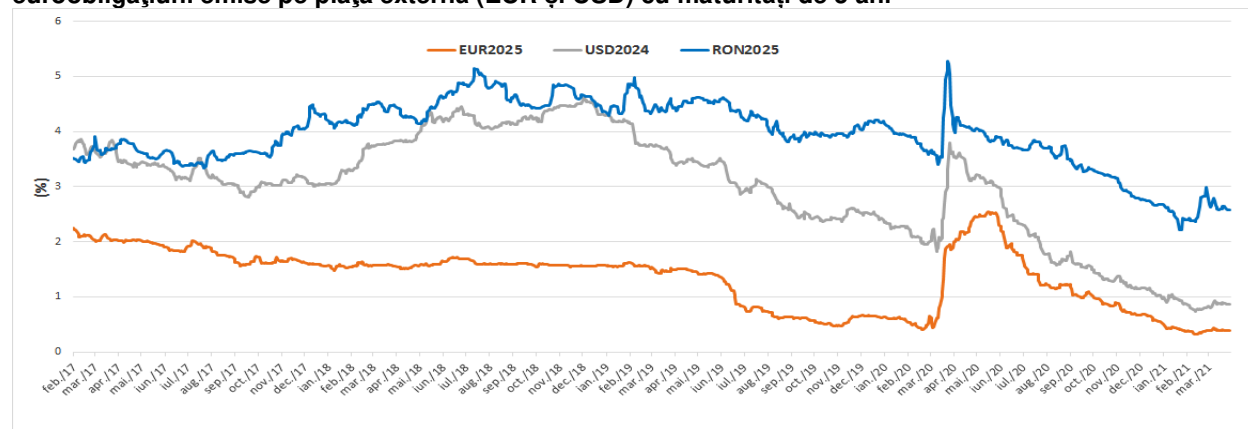
<sup>9</sup> S-au calculat ca raport între plățile preconizate ale dobânzii pentru anul 2021 și soldul existent la finele anului 2020 pentru fiecare instrument de datorie în parte.  
<sup>10</sup> Excluzând influențele datorate riscului valutar care pot schimba în cazul unei depreciări a monedei naționale costul datoriei în valută (dobanzile aferente datoriei în valută) în mod semnificativ.

**Tabelul 2: Costul datoriei contractate direct de Guvern, prin MF, pe tipuri de instrumente<sup>11</sup>**

	31.12.2019	31.12.2020
Rata medie de dobândă a datoriei publice guvernamentale (%)	3,8	3,3
<i>1. în moneda națională, din care</i>	4,3	4,1
a. Certificate de trezorerie cu maturitatea de 1 an	3,7	3,2
b. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 1 și 5 ani	3,8	3,9
c. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 5 și 10 ani	5,3	5,1
<i>2. în valute, din care:</i>	3,2	2,6
a. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 10 ani	2,8	2,9
b. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 5 ani	2,4	1,3
c. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 30 ani	3,7	3,6
d. EUR multilateral	3,0	1,6
e. Obligațiuni în USD cu maturitatea de 30 ani	5,6	4,9
f. USD multilateral	1,4	1,3

Sursa : MF

Ponderea împrumuturilor de la instituțiile financiare internaționale contractate la rate de dobândă favorabile explică nivelul mai scăzut al costului finanțării externe. În plus, obligațiunile emise pe piețele internaționale de capital denumite în EUR sunt emise cu randamente nominale mai reduse în comparație cu cele aferente titlurilor de stat emise în moneda națională și în dolari (fără considerarea impactului riscului valutar asupra costurilor), după cum reiese din graficul 4. Pe întreg parcursul anilor 2019 - 2020, costurile aferente finanțării în lei de pe piața internă s-au menținut peste nivelurile celei în USD și EUR pentru maturități similare, diferențialul de dobândă accentuându-se în a doua parte a anului 2020. Având în vedere obiectivul MF privind menținerea ponderii datoriei denumite în EUR în total datorie în valută în intervalul 80% (minim) - 95%, emisiunile pe piețele externe în anul 2019 s-au realizat în EUR, acestea prezentând avantajul unor costuri mai avantajoase comparativ cu cele în USD. În anul 2020, în contextul unor necesități mai ridicate generate de creșterea deficitului bugetar datorită pandemiei COVID-19, emisiunile pe piețele externe au inclus atât emisiuni în EUR, cât și în USD, acestea din urmă asigurând diversificarea bazei de investitori.

**Grafic 4: Randamentul unei obligațiuni de tip benchmark de pe piața internă vs. randamentele unor euroobligațiuni emise pe piața externă (EUR și USD) cu maturități de 5 ani**

Sursa: MF

<sup>11</sup> Tabelul prezintă ratele medii ale dobânzii pentru instrumentele de datorie selectate, agregate din toate instrumentele de datorie ce formează portofoliul de datorie publică guvernamentală.

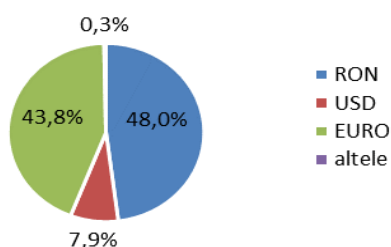


## Riscurile asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2020

### Riscul valutar

La sfârșitul anului 2020, 52% din portofoliul datoriei publice guvernamentale era denominat în valută. Aceasta reprezintă o pondere mare atât comparativ cu alte state membre UE care nu au adoptat moneda unică europeană, cât și cu state cu rating similar la nivel global. Expunerea importantă la riscul valutar poate fi gestionată în condițiile unei volatilități relativ scăzute a cursului de schimb leu/EUR și ca urmare a datoriei în valută emisă pe termen lung predominant în EUR<sup>12</sup> (grafic 5).

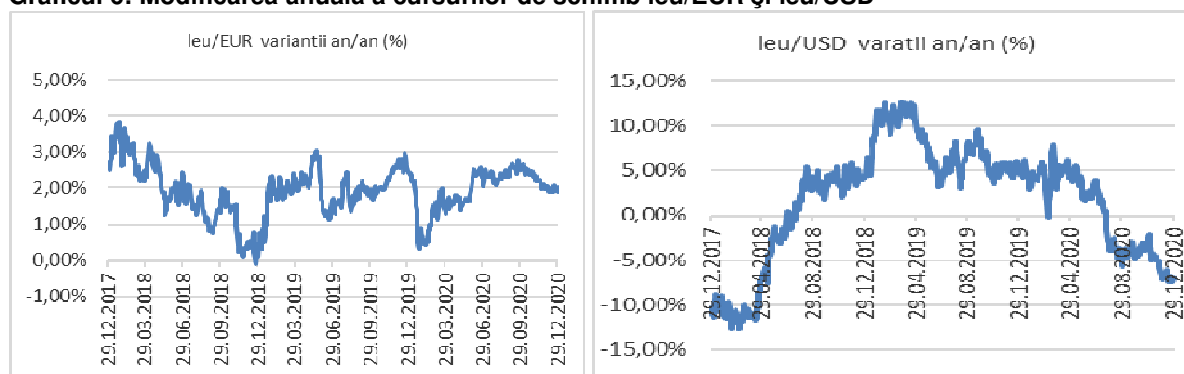
**Grafic 5: Structura datoriei pe tipuri de valute**



Sursa: MF

Având în vedere că cca 7,9% din portofoliul de datorie este denominat în USD, iar volatilitatea cursului de schimb leu/USD a fost în ultimii ani de circa trei ori mai mare față de cea a cursului de schimb leu/EUR, datoria contractată în USD prezintă un grad de risc mult mai ridicat decât cea contractată în EUR, așa cum reiese și din graficul 6.

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



Sursa: MF, BNR

În cazul unor scenarii pesimiste, de exemplu o depreciere a monedei naționale față de EUR cu 5% și față de USD cu 15% în 2021 ar conduce la creșterea stocului datoriei cu 16,8 miliarde lei sau cu 1,5% din PIB și la o creștere a plăților în contul serviciului datoriei (rambursările de rate de capital/ refinanțările de titluri de stat și plățile de dobânzi) cu 1,2 miliarde lei sau cu 0,4% din veniturile administrației publice centrale<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> Datoria denominată în EUR emisă pe termen lung și foarte lung (cu maturități de până la 30 de ani în prezent pentru euroobligațiuni) cu o structură într-o singură tranșă (de tip bullet) presupune o rambursare a finanțării într-un interval de timp în care adoptarea monedei EUR este fezabilă și, prin urmare, un risc valutar implicit redus.

<sup>13</sup> Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

În consecință, expunerea la riscul valutar poate fi considerată moderată. Mai mult, politica menținerii unei rezerve în valută la dispoziția Trezoreriei Statului are în vedere limitarea riscului valutar aferent rambursărilor datoriei în valută, această rezervă fiind utilizată în mod direct la plățile serviciului datoriei publice guvernamentale în valută.

### *Riscul de refinanțare*

Structura rambursărilor de rate de capital și a refinanțărilor de titluri de stat prezentată în graficul 7 indică o acumulare a rambursărilor în primii 5 ani, deși tendința este de ajustare a graficului de rambursare cu efect de diminuare a riscului de refinanțare pe termen mediu și lung. Concentrarea rambursărilor în primii 5 ani se observă mai ales la nivelul datoriei interne<sup>14</sup> reflectând preferința investitorilor pentru titluri de stat cu maturitatea medie rămasă de până la 5 ani. Pentru administrarea acestui risc se are în vedere continuarea politicii de construire a unor serii lichide de obligațiuni de tip benchmark, până la echivalentul a aproximativ 2,5 miliarde echivalent EUR pentru fiecare serie de titluri de stat, pe segmentul maturităților medii și lungi, corelat cu utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor (buy-back și bond-exchange), măsuri care vor sprijini consolidarea și extinderea curbei randamentelor în lei și vor asigura atât diminuarea expunerii portofoliului de datorie la riscul de refinanțare și de lichiditate, dar și posibilitatea realizării în avans a refinanțării necesităților din anii următori de pe piața internă, în măsura în care condițiile de piață o permit. Pe parcursul anului 2021, dar și pe termen mediu, așteptările sunt ca cererea pentru titluri de stat din partea mediului investițional să se mențină la niveluri confortabile și să asigure acoperirea nevoilor de finanțare de pe piața internă. În același timp, menținerea expunerii suverane în portofoliile investitorilor depinde de un complex de factori externi și interni, cum ar evoluția ratingul-ului la nivel suveran, credibilitatea politicilor de consolidare fiscală, evoluțiile piețelor financiare externe și a ratelor de dobândă cheie (FED și BCE), etc. De exemplu, în anul 2020, au fost scadente titluri de stat în valoare de totală de aprox. 33,5 miliarde lei. Refinanțarea acestor obligații ar fi putut reprezenta o provocare în procesul de finanțare de pe piața internă, în condițiile în care băncile comerciale, care sunt încă cel mai important segment investițional pentru titlurile de stat (deținând aprox 47,3% din valoarea nominală a titlurilor de stat ) ar fi utilizat plasamente alternative și mai profitabile odată cu creșterea cererii pentru finanțarea sectorului privat.

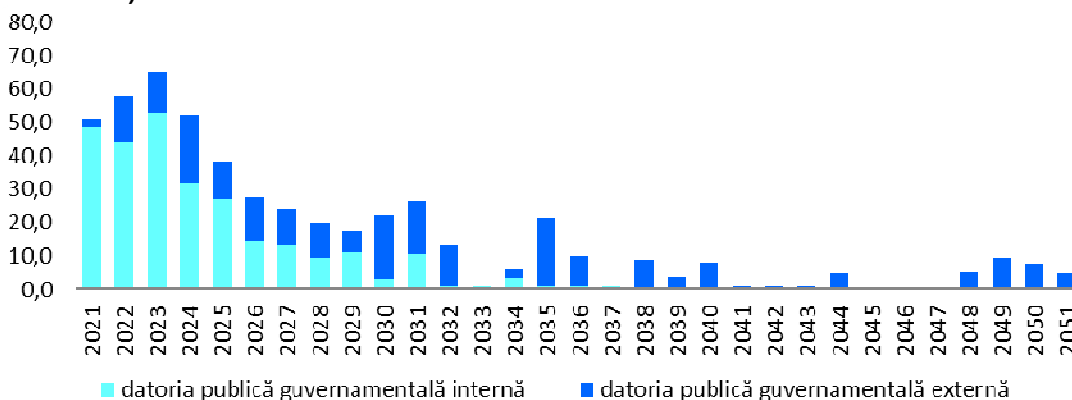
Totodată, în anul 2020 se observă un trend crescător față de anul 2019 al deținerilor băncilor comerciale față de creșterea deținerilor altor clase de investitori instituționali, cum ar fi fondurile de pensii private. De asemenea, trebuie remarcat faptul că titlurile de stat sunt de departe cel mai lichid instrument disponibil pe piețele financiare interne, fiind și cel mai lichid instrument eligibil pentru operațiunile de piață monetară.

În privința datoriei externe, riscul de refinanțare este redus, ca urmare a structurii de rambursare a împrumuturilor contractate de la instituțiile financiare internaționale și de la Uniunea Europeană, (într-o singură tranșă, pe termen lung și foarte lung), dar și ca urmare a extinderii maturității medii rămase pentru portofoliul de datorie publice externă ca urmare a emiterii de euroobligațiuni cu maturități lungi și foarte lungi (de până la 30 de ani).

---

<sup>14</sup> După piața emisiunii.

**Graficul 7: Rambursările de rate de capital aferente datoriei publice guvernamentale la sfârșitul lui 2020 (miliarde lei)**



Sursa: MF

Profilul rambursării datoriei determină o durată medie rămasă (ATM) de 7,3 ani la sfârșitul anului 2020, respectiv de 4,2 ani pentru datoria denominată în monedă națională și de 10,3 ani pentru datoria denominată în valută.

**Tabelul 3: Indicatori privind riscul de refinanțare**

Indicatori	2019			2020		
	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	17,0	8,0	12,0	16,0	6,0	10,0
Maturitatea medie rămasă (ani)	4,1	9,3	6,7	4,2	10,3	7,3

Sursa: MF

Pentru îmbunătățirea managementului datoriei publice și evitarea presiunilor sezoniere pentru asigurarea surselor de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale, precum și pentru gestionarea riscului de refinanțare și de lichiditate, începând cu anul 2010, MF a constituit și consolidat rezerva financiară (buffer) în valută la dispoziția Trezoreriei Statului, în prezent politica fiind de menținere a acestei rezerve la un nivel care să acopere până la 4 luni din necesarul brut de finanțare.

### *Riscul de rată de dobândă*

Dat fiind că doar o mică parte din datorie este datorie contractată cu rate variabile (vezi Tabelul 4) și urmare strategiei de extindere a duratei portofoliului de datorie, riscul de rată a dobânzii și cel de refinanțare sunt moderate, prezentând caracteristici diferite prin prisma indicatorilor specifici acestor riscuri, dacă se au în vedere în mod distinct portofoliile de datorie în lei și în valută. Pe de altă parte, expunerea la riscul de dobândă este diminuată pentru portofoliul de datorie în valută ca urmare a faptului că emisiunile de euroobligațiuni și împrumuturile de la instituțiile financiare internaționale, inclusiv de la Uniunea Europeană, cu scadențe pe termen lung și foarte lung și o rată fixă de dobândă au reprezentat partea majoritară a acestei datorii la sfârșitul anului 2020. Astfel, o creștere cu 1 punct procentual a ratelor de dobândă în 2021 va conduce la creșterea plăților în contul serviciului datoriei cu cca 2,4 miliarde lei, respectiv cu 0,8% din veniturile administrației publice centrale<sup>15</sup> pentru datoria în moneda națională, și cu

<sup>15</sup> Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

cca 2,6 miliarde lei, respectiv cu cca 0,9% din veniturile administrației publice centrale pentru datoria în valută.

**Tabelul 4: Indicatori privind riscul ratei de dobândă**

Indicatori	2019			2020		
	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total
Ponderea datoriei cu rată fixă de dobândă (% din total)	93,5	90,1	91,8	89,8	92,5	91,2
Ponderea datoriei care își modifică dobânda într-un an (% din total)	17,0	6,0	14,0	15,0	5,0	12,0
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani)	4,0	9,2	6,6	4,2	10,6	7,4

Sursa: MF

*Față de cele prezentate, se poate concluziona că riscul de refinanțare și cel al ratei dobânzii aferente datoriei denumite în moneda națională, deși s-au menținut la un nivel relativ constant pe tot parcursul anului 2020, sunt în continuare riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale care nu trebuie neglijate și care trebuie corelate cu al treilea obiectiv al Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pe termen mediu, respectiv cel de dezvoltare a pieței interne de titluri de stat. În vederea limitării riscului de refinanțare și de lichiditate se va continua politica de menținere a unei rezerve financiare în valută la dispoziția Trezoreriei Statului care să acopere până la 4 luni din necesarul brut de finanțare, politică care va trebui corelată cu necesitățile de finanțare și cu măsurile care se vor lua de către autoritățile române pentru corectarea deficitului excesiv, dar și al măsurilor care se vor lua în contextul pandemiei COVID.*

#### **4. Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în perioada 2019 - martie 2021 și așteptările pe termen mediu**

##### *Piața internă*

În anul 2019, evoluțiile din mediul extern, încetinirea creșterii economice la nivel global, dar și continuarea politicilor de relaxare cantitativă la nivelul principalelor bănci centrale FED și BCE, s-au reflectat în scăderea randamentelor la nivelul titlurilor de stat suverane din economiile avansate, dar și din zona CEE din care face parte și România. Începând cu luna septembrie 2019 s-a observat o reluare a tendinței ascendente, evoluțiile randamentelor pe piața secundară a titlurilor de stat fiind în tendințele celor observate la nivel regional.

Totodată, piața internă a titlurilor de stat a fost influențată și de o serie de factori interni, precum evenimente de natură politică, creșterea preocupărilor investitorilor privind sustenabilitatea finanțelor publice și, începând cu primele luni ale anului 2020, de majorarea necesităților de finanțare și efectele provocate de pandemia Covid-19.

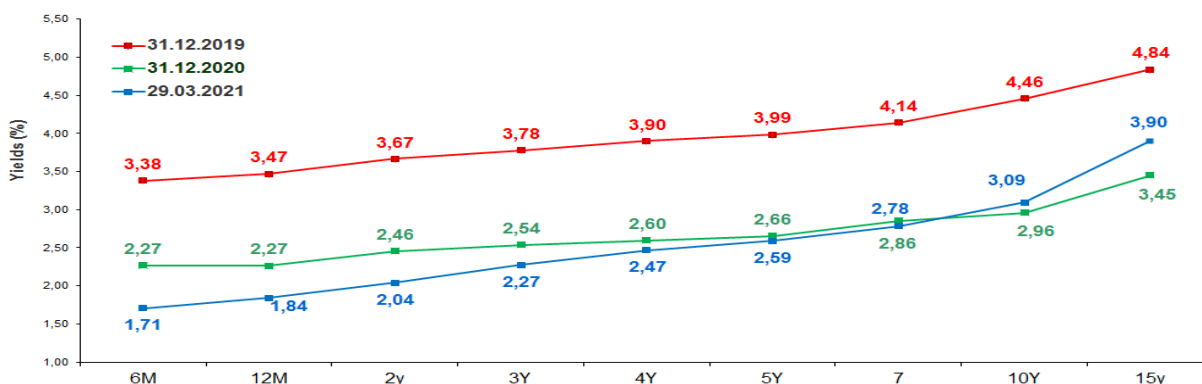
Deși declanșarea crizei sanitare în cursul lunii martie 2020 a condus la reducerea cererii pentru titluri de stat și la presiuni sezoniere asupra randamentelor titlurilor de stat, începând cu luna următoare, ca urmare a acțiunilor băncii centrale, randamentele s-au stabilizat și cererea a înregistrat o creștere graduală, ceea ce a permis MF adjudecarea unui volum lunar superior

volumului anunțat de emisiuni de titluri de stat pentru asigurarea nevoilor de finanțare în creștere.

Curba de randamente a avut o tendință descrescătoare cu până la 50bps în primele două luni ale anului 2020, dar la începutul pandemiei Covid-19 a fost puternic afectată, cu creșteri puternice de randamente de peste 120-130 bps pentru toate maturitățile. Începând cu sfârșitul lunii martie s-a observat o tendință de stabilizare, ca apoi trendul descrescător să avanseze până la sfârșitul anului, influențat pozitiv de lichiditatea din piață, de măsurile de intervenție a Băncii Naționale a României, prin reducerea succesivă a dobânzii de politica monetară în luna martie la 2%, în iunie la 1,75%, în luna august la 1,50% și în luna ianuarie 2021 la 1,25%, precum și efectuarea de operațiuni repo și cumpărare de titluri de stat în lei de pe piața secundară, precum și de stabilizare a mediului politic.

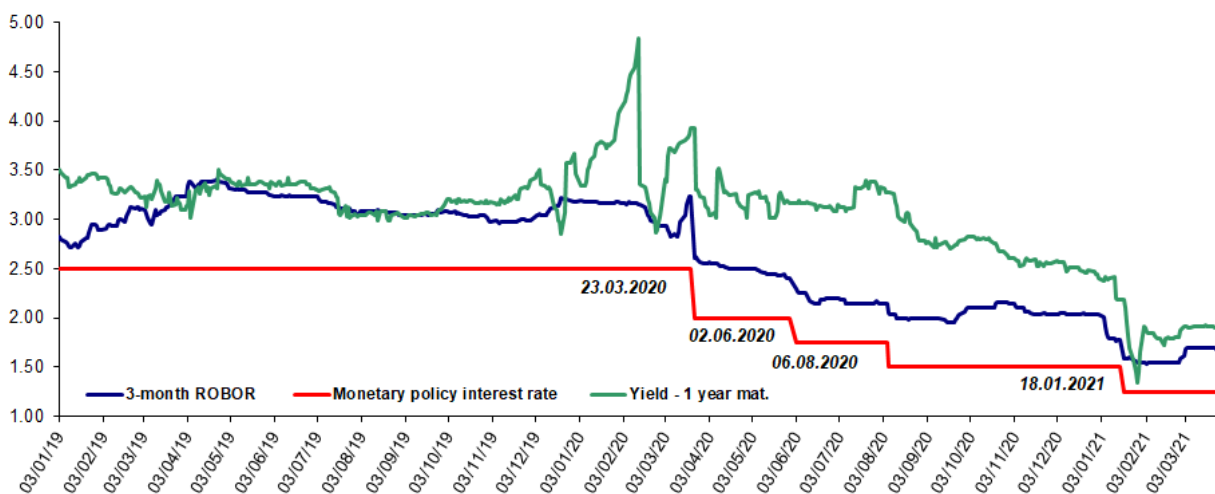
La începutul anului 2021, randamentele titlurilor de stat au înregistrat o performanță pozitivă pe fondul percepției pozitive din piețele financiare internaționale și a evoluțiilor economice și politice interne, în contextul reducerii ratei dobânzii de politică monetară din ianuarie 2021. Începând cu jumătatea lunii februarie, piețele de referință au înregistrat corecții care s-au reflectat și în randamentele titlurilor românești care au înregistrat o evoluție ascendentă, urmând apoi un trend de stabilizare, în concordanță cu perspectivele pozitive de revenire a economiei.

**Grafic 8 : Evoluția randamentelor pe piața secundară internă**



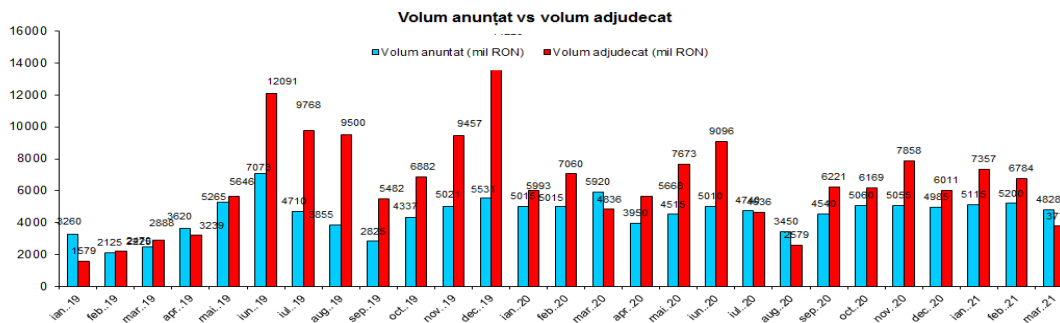
Sursă : Bloomberg

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



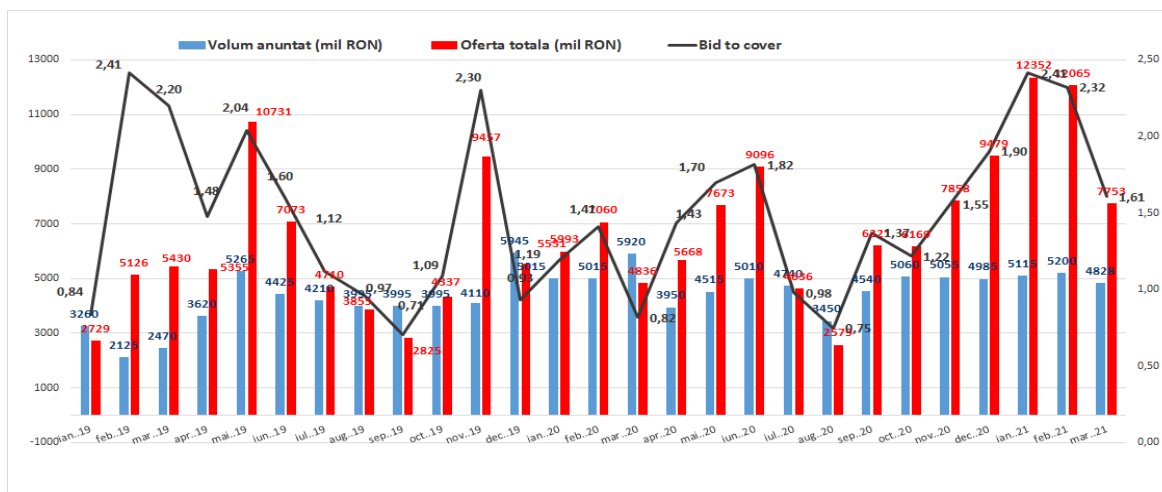
Sursa: MF, BNR

**Grafic 10: Volum anunțat vs volum adjudecat în perioada ianuarie 2019 – martie 2021**



Sursa: MF

**Grafic 11: Cererea și oferta de titluri de stat pe piața primară în perioada ianuarie 2019– martie 2021**



Sursa: MF

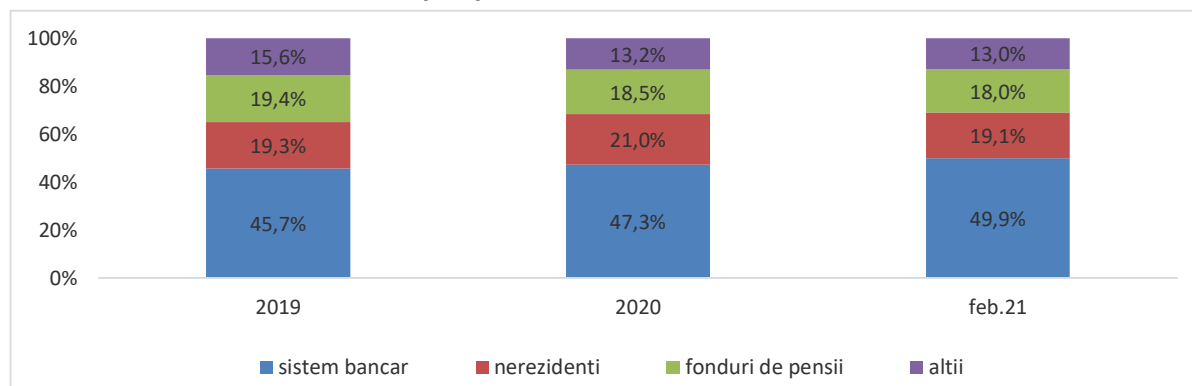
### Baza de investitori

Băncile comerciale au continuat să fie principalii investitori pe piața internă a titlurilor de stat, deținând în portofoliu la sfârșitul lunii februarie 2021, cca 50% din volumul total al titlurilor de stat emise pe piața internă, în creștere față de sfârșitul anului 2020 (47,3%), fiind urmate de fondurile de pensii care au înregistrat o scădere a deținerilor la 18,0% la sfârșitul lunii februarie 2021 față de 18,5% la sfârșitul anului 2020. Totodată, Banca Națională deține aproximativ 2% din titlurile de stat, urmare a operațiunilor de cumpărare demarate în luna martie 2020 în contextul pandemiei Covid -19.

În cadrul segmentului de investitori instituționali, fondurile locale de administrare de active și fondurile de pensii private, deși dețin încă o cotă relativ redusă pe piața titlurilor de stat, au reprezentat un participant stabil în procesul de finanțare la nivel guvernamental. Structura investițională a fondurilor private de pensii s-a menținut în continuare cu o proporție majoritară în titluri de stat din activul total. Astfel, titlurile de stat sunt deținute în procent de circa 22% în portofoliile investiționale ale organismelor de plasament colectiv, în procent de 66% în structura

investițională a fondurilor de pensii private, iar societățile de asigurare au investit 39% din active în titluri de stat<sup>16</sup>.

**Grafic 12 : Evoluția titlurilor de stat pe tipul deținătorilor**



Sursa: BNR

Investitorii nerezidenți reprezintă în continuare un segment important al pieței titlurilor de stat, asigurând o cerere complementară investitorilor locali prin interesul manifestat în special pe maturități lungi, conducând la diversificarea bazei de investitori. La sfârșitul lunii februarie 2021 deținerile se situau în jurul valorii de 19,1%, în scădere ușoară față de nivelul de 21% înregistrat la sfârșitul anului 2020.

Deținerile relativ reduse ale nerezidenților au limitat vulnerabilitatea pieței interne la perioadele de volatilitate, când investitorii au tendința de a-și lichida sau reduce expunerile pe țările emergente.

În același timp, creșterea prezenței investitorilor nerezidenți ar putea fi influențată de factori interni, cum ar fi: dezvoltarea unei piețe mai lichide a swap-urilor în România pentru maturități mai lungi, creșterea lichidității titlurilor de stat pe toate segmentele, introducerea operațiunilor de administrare a pasivelor, creșterea ponderii titlurilor de stat românești în indicii internaționali (JP Morgan/Barclays) având în vedere că mare parte dintre investitorii instituționali au o politică investițională raportată la structura acestor indici.

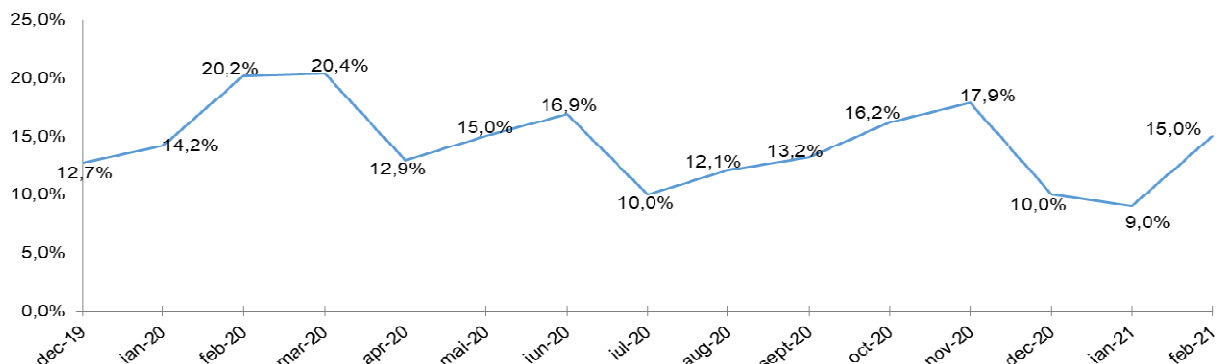
Prezența titlurilor de stat românești în indicii regionali JPMorgan și Barclays continuă să aibă o influență pozitivă asupra pieței locale. La sfârșitul lunii februarie 2021, 15 serii de obligațiuni de stat românești erau incluse în indexul GBI-EM Global Diversified Investment Grade, cu o pondere de aproximativ 3%, și 20 serii în indexul Barclays EM Local Currency Government Index, cu o pondere de 1,08%.

### *Piața secundară*

Lichiditatea titlurilor de stat pe piața secundară reprezintă un indicator important în ceea ce privește nivelul de dezvoltare al pieței titlurilor de stat. Pe parcursul anului 2020 gradul de lichiditate, calculat ca raport între volumul total al tranzacțiilor lunare de pe piața secundară și volumul total al titlurilor de stat, a avut o evoluție oscilantă, atingând valori mai mari în lunile februarie (20,2%), martie (20,4%) și noiembrie (17,9%) și niveluri minime în lunile iulie și decembrie (10%), când interesul investitorilor s-a mutat pe piața primară ca urmare a necesităților de finanțare guvernamentale ridicate, tendință care s-a menținut și în luna ianuarie 2021.

<sup>16</sup> Potrivit raportului ASF privind stabilitatea piețelor financiare nebancale 2/2020

**Grafic 13: Evoluția gradului de lichiditate al titlurilor de stat în lei active în perioada 2019 - februarie 2021**



Sursa: MF

La sfârșitul celui de-al patrulea an de funcționare al platformei electronice de cotare și tranzacționare a titlurilor de stat românești (platforma E-bond – furnizată de Bloomberg) se observă impactul pozitiv al acesteia asupra pieței titlurilor de stat. Totuși, în anul 2020 s-a înregistrat o scădere a volumelor tranzacționate odată cu apariția efectelor pandemiei COVID – 19. Raportat la obligațiile minime de cotare zilnică pe platforma electronică de cotare și tranzacționare<sup>17</sup>, dealerii primari au cotate mai multe serii de titluri de stat, pe o perioadă mai îndelungată pe parcursul unei zile, la o marjă mai redusă dintre cotațiile de vânzare și cumpărare.

#### *Implementarea planului de finanțare de pe piața internă în anul 2020 și în primele 3 luni ale anului 2021*

Pe parcursul anului 2020, Ministerul Finanțelor a menținut o politică de emisiuni predictibilă și flexibilă adaptată la cerințele mediului investițional, mai ales pe fondul creșterii nevoilor de finanțare în contextul pandemiei și a evoluției condițiilor de pe piața internă care au fluctuat considerabil.

În anul 2020 s-au emis titluri de stat pe piața internă în valoare totală de 91,4 miliarde echivalent lei, incluzând obligațiuni de stat denumite în EUR în valoare de 2,3 miliarde EUR și titluri de stat destinate populației în valoare de 6,5 miliarde lei, reprezentând 61,8% din necesarul brut de finanțare al administrației publice centrale<sup>18</sup>.

Titlurile de stat emise pe piața interbancară au avut următoarea structură:

- 9,3% reprezintă emisiuni de certificate de trezorerie cu discount și emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale până la 1 an;
- 58,2% reprezintă emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 1 și 5 ani; și
- 32,5% reprezintă emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 5 și 14 ani.

<sup>17</sup> Obligațiile minime de cotare zilnică pe platforma electronică de cotare și tranzacționare prevăzute la art. 24 din Ordinul ministrului finanțelor publice nr. 2245/2016 pentru aprobarea Regulamentului-cadru privind operațiunile de piață cu titluri de stat pe piața internă ce trebuie îndeplinite cumulativ, sunt următoarele: **a)** furnizarea de cotații de vânzare și cumpărare pentru seriile de titluri de stat specificate la lit. d), timp de minimum 3 ore zilnic, în intervalul 10,0-17,30; **b)** marja maximă între cotațiile de vânzare și cumpărare să fie de 25 de puncte de bază; **c)** volumul minim pentru fiecare serie de titluri de stat cotate să fie de 5 milioane de lei, atât pentru cotația de vânzare, cât și pentru cotația de cumpărare; **d)** cotarea a minimum 4 serii de titluri de stat cu maturități de 1, 3, 5, 7, 10 ani, dintre cele stabilite periodic de Comitetul de piață, astfel: două serii cu maturitatea reziduală mai mică de 5 ani și două serii cu maturitatea reziduală mai mare sau egală cu 5 ani.

<sup>18</sup> Prezentat în Cap 5



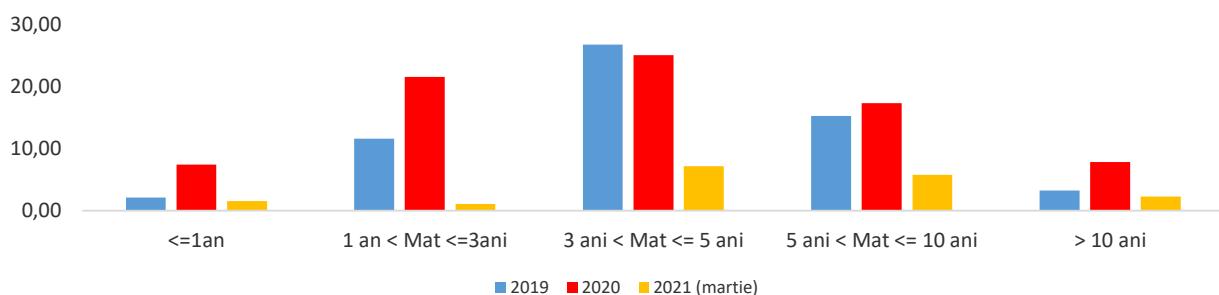
Obligațiunile de stat de tip benchmark denumite în lei cu scadențe la 3, 4, 5, 7, 10 și 15 ani au fost emise și redeschise aproape în fiecare lună. Politica Ministerului Finanțelor a urmărit extinderea maturității medii rămase a titlurilor de stat, mare parte din emisiuni fiind emise pe segmentul maturităților medii și lungi.

În anul 2020 au continuat emisiunile destinate populației prin cele două programe TEZAUR și FIDELIS. În cadrul Programului TEZAUR derulat prin intermediul unităților operative ale Trezoreriei Statului, precum și prin subunitățile poștale ale Companiei Naționale Poșta Română S.A., au fost lansate 4 emisiuni cu maturități cuprinse între 1 și 5 ani, în care peste 46.400 de persoane fizice au investit 1,78 miliarde lei. În cadrul Programului FIDELIS, derulat prin intermediul sindicatului de bănci selectat și format din Banca Transilvania/BT Capital Partners, BCR și BRD au fost lansate două emisiuni în semestrul II al anului 2020, atât în lei (maturități cuprinse între 1 și 4 ani), cât și în EUR (maturitate de 5 ani), cu o valoare atrasă de 4,748 miliarde echivalent lei.

Pentru anul 2021, valoarea estimată a fi atrasă prin emisiuni de titluri de stat pentru populație prin intermediul Programelor Tezaur și FIDELIS este de cca 8-10 miliarde echivalent lei.

În primele trei luni ale anului 2021 au fost emise titluri de stat pe piața interbancară în valoare totală de 16,8 miliarde lei titluri denumite în lei și 1,46 miliarde EUR, precum și titluri de stat pentru populație prin care a fost atrasă suma de 1,6 mld. lei în cadrul Programului TEZAUR și respectiv 0,7 miliarde lei și 0,14 miliarde EUR în cadrul Programului FIDELIS.

**Grafic 14 : Structura emisiunilor de titluri de stat pe scadențe (mat. inițială, miliarde lei) – anii 2019, 2020 și primele 3 luni din 2021**



Sursa: MF

## *Piața externă*

### *Evoluțiile piețelor externe și a euroobligațiunilor românești în 2020*

Anul 2020 a debutat în contextul demersurilor de relaxare a politicilor monetare, atât în spațiul european, cât și în SUA, prin care se urmărea asigurarea lichidității monetare în economiile care deja începeau să resimtă primele semne de recesiune tehnică, în scopul calibrării costurilor de finanțare în contextul asigurării obiectivelor de țintire a inflației.

Declanșarea crizei pandemice la sfârșitul lunii februarie 2020, deși a fost bruscă și neașteptată și a produs prăbușirea generalizată a prețurilor activelor pe fondul panicii care a cuprins rapid toate segmentele pieței financiare globale, a generat un răspuns prompt și consistent al autorităților monetare și financiare din întreaga lume, cu precădere în zona economiilor dezvoltate. Băncile centrale au redus imediat dobânzile de politică monetară și au fost inițiate

ample programe de susținere a economiilor naționale care au fost afectate extrem de grav de măsurile de carantinare a populației (lockdown) prin care s-au închis temporar segmente substanțiale ale economiei globale.

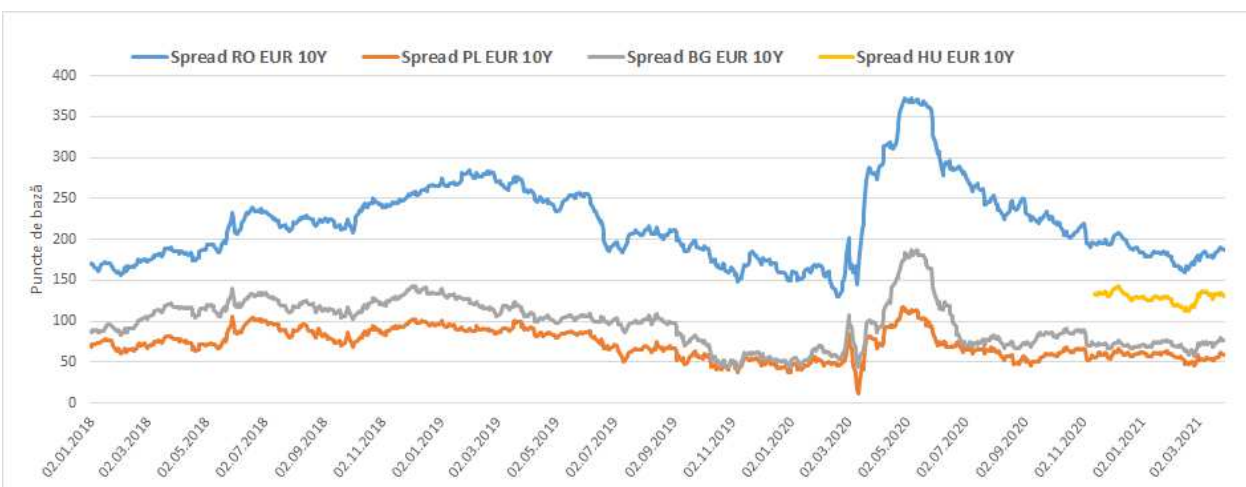
FED a luat măsura reducerii la zero a dobânzii de referință prin două tăieri succesive în luna martie, imediat după declanșarea crizei COVID-19 și a inițiat un amplu program de susținere a economiei care a însumat 2,3 trilioane de USD și care este încă în curs de derulare împreună cu programul de relaxare cantitativă prin care au fost injectate circa 2,7 trilioane de USD prin cumpărări de active. BCE aflată deja în teritoriu negativ cu dobânzile de politică monetară a implementat rapid măsuri vizând asigurarea de lichiditate în economie prin intermediul sistemului bancar și a inițiat ample măsuri de susținere a economiilor europene, dintre care cel mai cunoscut este programul de cumpărări de active în contextul pandemiei (PEPP) în valoare de 1,850 miliarde EUR, în timp ce Cadrul Financiar Multianual adoptat la nivelul Uniunii Europene, conceput în context pandemic în valoare de 1,824 miliarde EUR conține o serie de programe componente care urmăresc redresarea și creșterea rezilienței economiilor prin direcționarea investițiilor în domenii-cheie.

Ca urmare a răspunsului prompt al autorităților financiare la nivel global, piețele financiare au fost stabilizate rapid după un episod de volatilitate fără precedent și de pierderi uriașe pe majoritatea investițiilor în prima jumătate a lunii martie. Piețele datoriilor suverane s-au stabilizat la niveluri joase ale dobânzilor, ceea ce a susținut finanțarea economiei la costuri minime, FED a anunțat menținerea dobânzii de referință în intervalul minim curent de 0-0,25%, în condițiile în care BCE a menținut dobânzile în teritoriul negativ. Marjele între obligațiunile Europei periferice (Italia, Spania Portugalia) și cele ale Germaniei s-au stabilizat la niveluri pre-pandemice, ceea ce a menținut dobânzile joase pe termen mediu.

Randamentele euroobligațiunilor emise de România au urmat o tendință de comprimare semnificativă pe fondul condițiilor favorabile de lichiditate și de dobânzi reduse existente pe piețele internaționale în contextul pandemiei,

Ecartul dintre randamentele titlurilor de stat emise de România pe piețele internaționale și randamentul obligațiunilor de referință ale Germaniei a înregistrat o creștere accentuată odată cu debutul pandemiei, iar în prezent ca urmare a unei evoluții pozitive a randamentelor titlurilor de stat românești acesta s-a diminuat până la nivelul înregistrat la sfârșitul anului 2019.

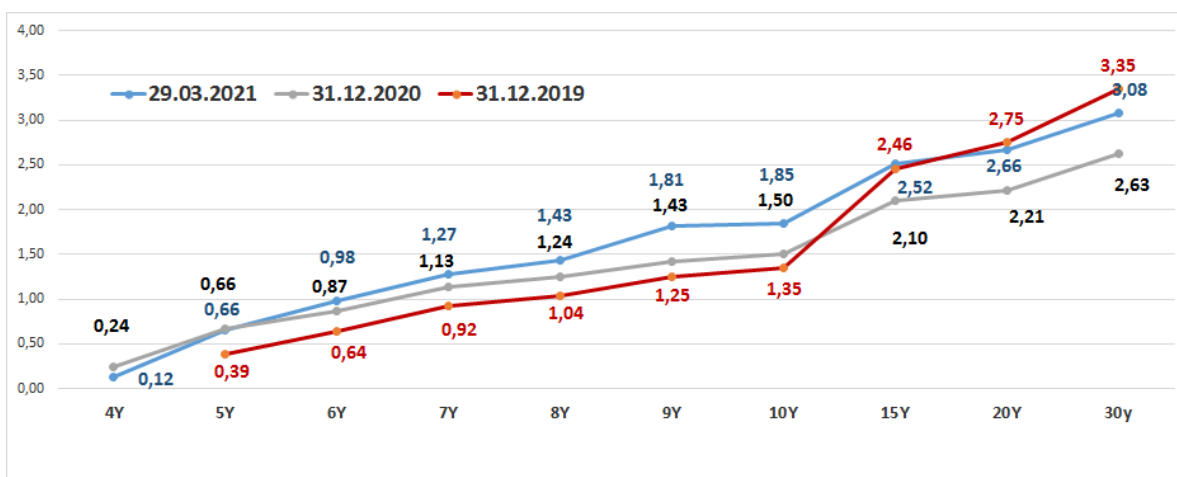
**Grafic 15: Evoluția spread-urilor euroobligațiunilor în EUR cu maturitate la 10 ani ale României, Poloniei, Ungariei și Bulgariei față de Bund-ul german**



Sursă: MF

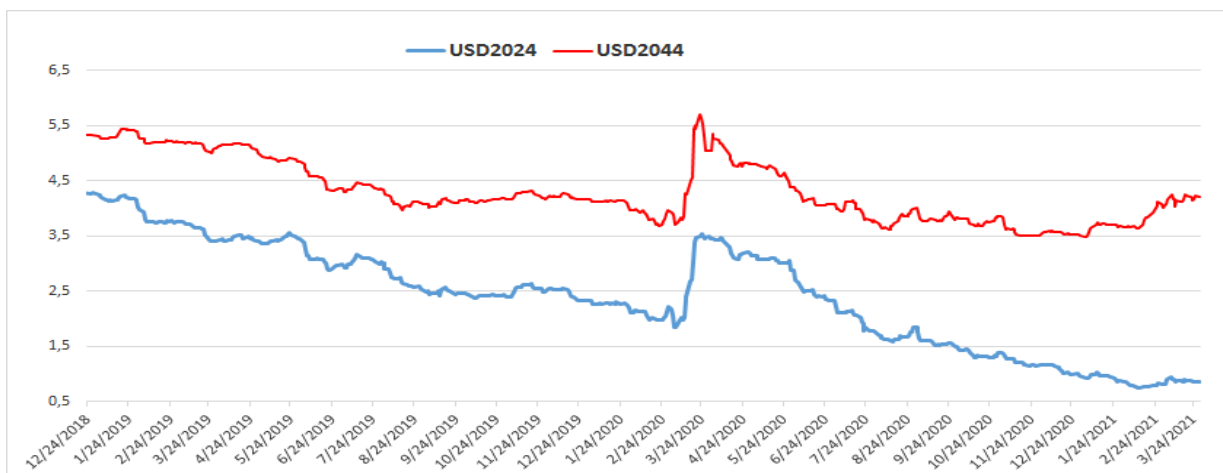
Randamentele euroobligațiilor de stat denumite în EUR s-au menținut la niveluri ușor superioare anului 2019 cu circa 20 bps pe segmentul 5-10 ani și au fost semnificativ mai reduse pe segmentul maturităților lungi de 15-30 ani, cu marje de 30-60 bps, ca urmare a noilor emisiuni realizate pe parcursul anului 2020 care au beneficiat de contextul global favorabil al randamentelor scăzute. După creșterea pronunțată din perioada martie-mai, randamentele emisiunilor denumite în USD au urmat o scădere constantă astfel încât la sfârșitul anului s-au înregistrat scăderi de cca 60-130 bps în medie, comparativ cu începutul anului 2020.

**Grafic 16 : Evoluția curbei randamentelor euroobligațiilor României emise în EUR pe piața externă**



Sursă: MF

**Grafic 17: Randamentele euroobligațiilor României emise în USD pe piața externă cu scadență 2024 și 2044**

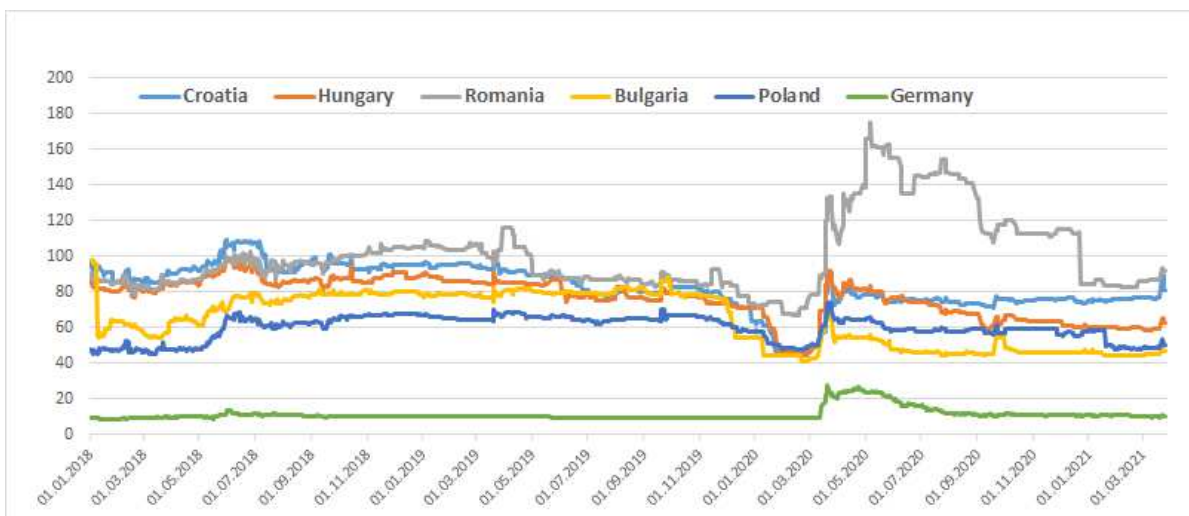


Sursă: Bloomberg

Cotațiile CDS (credit default swap)<sup>19</sup> ale României, care reprezintă prețul asigurării contra riscului de neplată, au înregistrat majorări în perioada aprilie – mai 2020 reflectând cel mai ridicat nivel din regiune la momentul declanșării crizei pandemice, și s-au menținut ulterior la niveluri sensibil superioare celor înregistrate de alte țări vecine, dar se constată o scădere accentuată a acestora de la începutul anului 2021.

<sup>19</sup> Evoluția CDS-urilor reflectă percepția investitorilor asupra riscului de țară și impactează costurile de finanțare a țării respective.

**Grafic 18: Evoluția cotațiilor CDS (Credit Default Swaps) pe 5 ani**



Sursă: Bloomberg

### *Implementarea planului de finanțare de pe piețele externe în anul 2020 și în primele 3 luni ale anului 2021*

În anul 2020 a fost atrasă de pe piețele externe prin emisiuni de euroobligațiuni suma de 11,7 miliarde echivalent EUR, din care 8,8 miliarde EUR și 3,3 miliarde USD, astfel:

- în data de 28 ianuarie, a fost atrasă suma de 3 miliarde EUR printr-o emisiune de euroobligațiuni în două tranșe, din care 1,4 miliarde EUR cu scadența de 12 ani (randament 2,025%, cupon de 2,000%) și 1,6 miliarde EUR cu scadența de 30 ani (randament de 3,391%, cupon de 3,375%);
- în data de 26 mai a fost atrasă suma de 3,3 miliarde EUR printr-o emisiune de euroobligațiuni în două tranșe, din care 1,3 miliarde EUR cu maturitatea de 5 ani (randament de 2,793%, cupon de 2,750%) și 2 miliarde EUR cu scadența de 10 ani (randament de 3,624%, cupon de 3,624%).
- în data de 14 iulie a fost atrasă suma de 3,3 miliarde USD printr-o emisiune de euroobligațiuni în două tranșe, din care 1,3 miliarde USD cu maturitatea de 10 ani (randament de 3,045%, cupon de 3,000%) și 2 miliarde USD cu scadența de 30 ani (randament de 4,000%, cupon de 4,000%).
- în data de 2 decembrie a fost atrasă suma de 2,5 miliarde EUR printr-o emisiune de euroobligațiuni în două tranșe, din care 1 miliard EUR cu maturitatea de 9 ani (randament de 1,468%, cupon de 1,375%) și 1,5 miliarde EUR cu scadența de 20 ani (randament de 2,650%, cupon de 2,625%).

Operațiunile de pe piața externă în anul 2020 au inclus și trageri în valoare totală de cca 4 miliarde EUR aferente împrumuturilor contractate de la instituții financiare internaționale, din care prima tranșă din împrumutul de la Comisia Europeană în cadrul instrumentului SURE (*European instrument for temporary support to mitigate unemployment risks in an emergency following the COVID-19 outbreak*) a fost în valoare de 3 miliarde EUR.

**Tabel 6: Emisiunile de euroobligațiuni scadente lansate pe piețele financiare externe**

Data emisiune	Moneda	Maturitate	Adjudecat (miliarde)	Cupon (%)
07.02.2012	USD	07.02.2022	1.50	6.750
06.03.2012			0.75	
22.02.2013	USD	22.08.2023	1.50	4.375
18.09.2013	EUR	18.09.2020	1.50	4.625
28.10.2013			0.50	
22.01.2014	USD	22.01.2044	1.00	6.125
22.01.2014	USD	22.01.2024	1.00	4.875
24.04.2014	EUR	24.04.2024	1.25	3.625
28.10.2014	EUR	28.10.2024	1.50	2.875
29.10.2015	EUR	29.10.2025	1.25	2.750
25.02.2016			0.75	
29.10.2015	EUR	29.10.2035	0.75	3.875
25.02.2016			0.50	
19.04.2017			0.75	
26.05.2016			1.00	
05.10.2016			1.00	2.875
19.04.2017	EUR	19.04.2027	1.00	2.375
08.02.2018	EUR	08.02.2030	0.75	2.500
08.02.2018	EUR	08.02.2038	1.25	3.375
15.06.2018	USD	15.06.2048	1.20	5.125
11.10.2018	EUR	11.03.2029	1.15	2.875
11.10.2018	EUR	11.03.2039	0.60	4.125
03.04.2019	EUR	08.12.2026	1.15	2.000
03.04.2019	EUR	03.04.2034	0.50	3.500
03.04.2019	EUR	03.04.2049	1.35	4.625
16.07.2019			0.60	
16.07.2019	EUR	16.07.2031	1.40	2.124
28.01.2020	EUR	28.01.2032	1.40	2.000
28.01.2020	EUR	28.01.2050	1.60	3.375
26.05.2020	EUR	26.02.2026	1.3	2.75
26.05.2020	EUR	26.05.2030	2.0	3.624
14.07.2020	USD	14.02.2031	1.3	3.000
14.07.2020	USD	14.02.2051	2.0	4.000
02.12.2020	EUR	02.12.2040	1.5	2.625
02.12.2020	EUR	02.12.2029	1.0	1.375

Sursă: MF

### *Ratingul suveran*

Pe parcursul anului 2020, agențiile de rating Moody's și Fitch au păstrat evaluarea României în categoria recomandată investițiilor (Moody's – Baa3/A-3 și Fitch – BBB-/F-3), dar au revizuit perspectiva de la stabilă la negativă. Deciziile au luat în considerare perspectiva pozitivă a creșterii economice în comparație cu alte state din aceeași categorie de rating și ponderea mică a datoriei publice în PIB, dar au semnalat o serie de riscuri care ar putea afecta în perioada următoare ratingul suveran, cum ar fi creșterea dezechilibrelor macroeconomice sau deteriorarea structurală a finanțelor publice, precum și a poziției internaționale investiționale.

În luna decembrie 2020, Standard&Poor`s a confirmat ratingul de țară la BBB-/A-3 și perspectiva negativă, având în vedere nivelul moderat al datoriei publice și al datoriei externe,

dar și convingerea că guvernul României va reduce dezechilibrele fiscale și va continua să ofere un sprijin fiscal amplu care să încurajeze redresarea economică în 2021.

### ***Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2021-2023***

Eliminarea efectelor crizei economice generate de epidemia globală cauzată de COVID-19 va concentra eforturile guvernamentale la nivel global. Revenirea economiei globale la nivelurile pre-pandemice și reluarea creșterii economice sunt procese de durată cauzate de menținerea incertitudinilor privind eliminarea fenomenului pandemic, cât și de depășirea dificultăților economice și financiare generate de efectele pandemiei, luând în considerare și riscurile recesiunii tehnice care își făcuseră simțite primele efecte în cursul anului 2019. De aceea, programele guvernamentale de susținere a economiilor afectate de pandemie vor continua pe termen mediu până la restabilirea echilibrelor macroeconomice și financiare prin programe de achiziții de active publice și private dedicate, continuarea programelor de relaxare cantitativă în majoritatea economiilor dezvoltate, și programe de finanțare a ocupării forței de muncă în context pandemic. Băncile vor primi în continuare finanțare la nivelurile curente situate la minime istorice, și care vor fi menținute cel mai probabil pe termen mediu.

Contextul economico-financiar global coroborat cu măsurile enumerate vizează pentru perioada 2021-2023 menținerea dobânzilor la nivelurile minimale curente, cu o lichiditate excedentară și facilitarea accesului la finanțare la nivel macroeconomic și suveran pentru a permite statelor să-și acopere necesitățile de finanțare. Piețele financiare vor continua să reacționeze la eventualele incertitudini economice prin fluctuații ale dobânzilor și ale cotațiilor activelor de refugiu cauzate de schimbări ale percepției piețelor financiare care vor genera migrații ale capitalurilor spre alte active. Bursele ar putea continua să crească alimentate de excesul de lichiditate generat de programele guvernamentale, dar și ulterior prin depășirea crizei pandemice, iar mediul economic și financiar va fi influențat de evoluția pandemiei și a procesului de vaccinare.

În contextul amplificării vulnerabilităților la nivel internațional, dar și al evoluțiilor economice și politice în plan intern, pot fi așteptate reacții sezoniere ale curbei randamentelor titlurilor de stat, precum și ajustări ale participării categoriilor de investitori locali la procesul de finanțare internă.

### ***Procesul de finanțare pe termen mediu***

Pe termen mediu, finanțarea deficitului bugetului de stat și refinanțarea datoriei publice guvernamentale se va realiza în principal din surse interne și, în completare, din surse externe, iar în condițiile procedurii de deficit excesiv va urmări cel puțin o finanțare netă echilibrată de pe piețele interne și de piețele financiare externe. MF va continua să mențină o abordare flexibilă în realizarea procesului de finanțare, urmărind asigurarea caracterului predictibil și transparent al ofertei de titluri de stat, pentru a putea reacționa prompt și adecvat la potențialele modificări în tendințele pieței și comportamentului investitorilor.

În funcție de condițiile din piață, Ministerul Finanțelor are în vedere pre-finanțarea parțială a necesităților de finanțare, în prima parte a anului, politică pe care intenționează să o continue și în anii următori în funcție de condițiile și ferestrele de oportunitate de pe piețele financiare externe. Aceasta este o practică comună de asigurare a necesităților de finanțare a agențiilor de management a datoriei la nivelul UE, diminuând în acest fel presiunea privind asigurarea surselor de acoperire a necesităților de finanțare pe parcursul anului curent, în condițiile existenței unor volume de răscumpărare a datoriei mai mari în prima parte a anului.

*Pe piața internă*, pentru a reduce costurile de finanțare și pentru a promova o mai bună funcționare a pieței secundare, MF intenționează să continue politica de construire a unor serii de obligațiuni de stat de tip benchmark lichide de-a lungul întregii curbe de randament,

concomitent cu o politică transparentă de emitere a titlurilor de stat, urmărind atingerea unor volume pe emisiune în valoare echivalentă de aproximativ 2,5 miliarde EUR, cu informarea în prealabil a pieței în ceea ce privește volumele, frecvența lansării/redeschiderii anumitor categorii de maturități. MF poate emite titluri de stat denumite în euro pe piața internă în contextul identificării unei cereri importante pentru astfel de instrumente din partea investitorilor locali în lipsa unor instrumente alternative, fiind astfel create premisele unui raport maturitate/cost avantajos.

De asemenea, în funcție de finalizarea cadrului procedural și operațional împreună cu BNR<sup>20</sup>, se are în vedere utilizarea de operațiuni specifice de administrare a pasivelor, de tipul răscumpărilor anticipate sau preschimbărilor de titluri de stat, în scopul facilitării procesului de refinanțare a seriilor cu volume mari acumulate, care devin scadente și accelerării procesului de creare a unor serii de titluri de stat de tip benchmark lichide până la 2,5 miliarde EUR echivalent.

Corelat cu volumele atrase, în procesul de finanțare se va avea în vedere o structură flexibilă a maturităților, care să permită în continuare extinderea duratei portofoliului de datorie și reducerea riscului de refinanțare pe termen mediu. În acest sens, este importantă structura bazei investiționale locale, în care ponderea deținerilor de titluri de stat ale băncilor comerciale se menține încă la un nivel ridicat.

Astfel, în condițiile materializării unui scenariu de creștere a ratelor de dobândă sau a primei de risc pentru piețele emergente în care se încadrează și România, deținerile de titluri de stat pot avea un efect negativ asupra profitabilității și capitalizării băncilor ca urmare a recunoașterii de pierderi din marcarea la piață a instrumentelor cu venit fix deținute, ceea ce poate afecta sezonier cererea la licitațiile de titluri de stat, deși, deținerile de titluri de stat reprezintă o sursă importantă de lichiditate pentru sistemul bancar, fiind acceptate drept active eligibile pentru operațiunile de politică monetară.

În aceeași măsură, este importantă evoluția nivelului participării la piața titlurilor de stat a celorlalte categorii de investitori locali, respectiv fonduri de investiții, fonduri de pensii private, cu potențial important în susținerea dezvoltării pieței interne a titlurilor de stat.

În acest context, în implementarea planului de finanțare pe termen mediu, MF are în vedere măsuri de diversificare a deținerilor de titluri de stat cu efect asupra diminuării riscului de concentrare și reducerii presiunii asupra randamentelor pe piața primară.

În acest scop, dar și în vederea creșterii accesibilității persoanelor fizice și a diversificării canalelor de vânzare a titlurilor de stat, ca instrumente de economisire, MF va menține oferta de titluri de stat dedicate persoanelor fizice, în funcție de nivelul cererii pentru aceste instrumente și de evoluția procesului de finanțare.

În ceea ce privește accesarea *pieței externe*, MF intenționează să mențină o prezență constantă pe piețele financiare internaționale. De asemenea, după un prim exercițiu realizat în luna iunie 2018 prin răscumpărarea parțială a obligațiunilor în USD scadente în 2022, se are în vedere continuarea realizării de operațiuni de administrare a pasivelor (accelerated switch), în funcție de condițiile de piață care să permită obținerea unor costuri avantajoase pentru statul român.

MF va păstra flexibilitatea în ceea ce privește momentul accesării piețelor internaționale și volumul emisiunilor externe, ținând cont de costurile asociate, de considerentele de risc, de potențialele implicații ale politicilor băncii centrale, precum și de evoluția pieței locale.

---

<sup>20</sup> Licitațiile aferente operațiunilor de rascumpărare anticipate (buy back) și de preschimbare a titlurilor de stat (switch) pe piața internă se vor realiza prin utilizarea platformei electronice dezvoltată de către BNR pentru licitațiile aferente pieței primare.

Pe termen mediu, MF intenționează să continue parteneriatul cu instituțiile financiare internaționale pentru a beneficia de avantajele financiare aferente produselor acestora în limitarea costurilor și extinderea maturității portofoliului de datorie prin condițiile de cost și maturitate oferite, inclusiv de la Uniunea Europeană, în scopul finanțării deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice guvernamentale, disponibilizarea sumelor având la bază realizarea unor măsuri și/sau alte acțiuni necesare în domeniul reformelor sectoriale.

**Tabel 7: Surse de finanțare aferente necesarului de finanțare estimat \*)**

Surse de finanțare	Maturitatea (ani)	Valoare (miliarde)		
		2021	2022	2023
<b>Piața internă</b>				
1. Certificate de Trezorerie (miliarde lei)	până la 1 an	11	12	12
2. Obligațiuni tip benchmark în lei (miliarde lei)	peste 1 an	54	64	63
4. Certificate și obligațiuni în EUR (miliarde EUR)	până la 5 ani	2,0	1,0	1,0
5. Titluri de stat pentru populație (miliarde lei)	1 – 5 ani	10,0	8,0	8,0
<b>Piața externă</b>				
1. Emisiuni de euroobligațiuni în cadrul Programului MTN (echiv. miliarde EUR)				
- EURO/USD	Peste 10 ani	7,4	9,5	7,0
2. Împrumuturi de la instituții financiare internaționale (miliarde EUR):				
a) Împrumuturi BEI (incl. SPL), BIRD, BDCE, etc	variază în funcție de finanțator și de stadiul împrumutului (unele sunt deja în rambursare, iar pentru pentru altele termenii se stabilesc cu ocazia tragerii, în funcție de opțiunea MF) în medie 15/20 ani din care 4-5 ani perioada de gratie	0,1-0,4	0,1-0,5	0,1-0,5
b) Împrumuturi de la Uniunea Europeană	Variază în funcție de termenii financiari în care se împrumută UE de pe piața de capital pentru asigurarea finanțării respective (de exemplu la împrumutul SURE maturitatea medie este 15 ani)	1,1	0	0

\*) corelat cu menținerea unei rezerve financiare în valută la dispoziția Trezoreriei Statului de până la 4 luni.

Sursa: MF

## 5. Cadrul macroeconomic în România

În anul 2020, economia României a înregistrat o scădere economică de 3,9%<sup>21</sup>, iar în perioada următoare se estimează că produsul intern brut va crește cu un ritm mediu anual de cca 4,7%<sup>22</sup>. În ceea ce privește indicele prețurilor de consum, România a încheiat anul 2020 cu o rată medie anuală a inflației de 2,6 %<sup>23</sup>, dar în luna februarie 2021 aceasta a crescut la 3,16%. La sfârșitul anului 2021 se estimează că rata inflației va ajunge la 2,5%, iar la sfârșitul anului 2023 la 2,3%<sup>24</sup>.

Rata șomajului a înregistrat la sfârșitul anului 2020 un nivel de 3,4%<sup>25</sup>, cu cca 0,5% mai mare față de sfârșitul anului 2019 (2,9%). Pentru sfârșitul lui 2021 se estimează că va atinge 3,6%<sup>26</sup>, iar pe termen mediu va înregistra un trend descrescător ajungând la 2,8% în anul 2023.

<sup>21</sup> Sursă: INS

<sup>22</sup> Sursă: CNSP Prognoza de iarnă, ianuarie 2021

<sup>23</sup> Sursă: BNR Buletin lunar ianuarie 2021

<sup>24</sup> Sursă: CNSP Prognoza de iarna 2021

<sup>25</sup> Sursă: INS

<sup>26</sup> Sursa: CNSP Prognoza de iarnă, ianuarie 2021



În anul 2020, deficitul de cont curent<sup>27</sup> a crescut la 5,0% din PIB, comparativ cu 4,7%, în anul 2019. Pe termen mediu, deși România are unul dintre cele mai ridicate deficite de cont curent din UE, se estimează reducerea acestuia de la 4,6% din PIB în anul 2021 la 4,1% în anul 2023.

Cadrul macroeconomic configurat pentru perioada 2021-2023 a avut la bază considerente precum evoluțiile economice ale anului 2020, evoluția creșterii economice susținută în principal de investiții și de consum - într-un mediu intern favorizat de stabilitatea și predictibilitatea politicilor macroeconomice, precum și a politicilor guvernamentale eficiente cu efect de atenuare a șocului crizei Covid, contextul european și global caracterizat printr-o revenire care se reflectă și în prognoza de toamnă a Comisiei Europene, prognoza de toamnă 2020 a Fondului Monetar Internațional care estimează pentru 2021 o creștere a economiei europene de 5,0%, și respectiv de 5,2% în ceea ce privește economia mondială.

Planificarea bugetară pentru anii 2021 - 2023 a avut la bază măsurile întreprinse de Guvernul României în diverse domenii afectate de criză precum cel economic, al asistenței sociale, al sănătății și educației, utilizând politica fiscal-bugetară, în vederea stopării efectelor negative ale pandemiei, care vor influența cadrul macroeconomic și indicatorii bugetari pe orizontul 2021-2023, dar și prioritățile de finanțare din bugetul național, măsurile adoptate în vederea stimulării competitivității economiei românești cu economiile dezvoltate din Uniunea Europeană, precum și așteptările unei creșteri reale a PIB de 4,3% pentru anul 2021.

În condițiile unor deficite bugetare de peste 3% din PIB în perioada 2021-2023, dar cu o evoluție descendentă pe termen mediu, 2024 fiind anul în care se estimează că deficitul bugetar se va situa sub ținta de 3% din PIB prevăzută de Tratatul de la Maastricht, volumul refinanțării datoriei publice guvernamentale, reprezintă cca 39-47% din necesarul brut de finanțare, după cum se prezintă în tabelul de mai jos:

**Tabel 8: Prognoza necesităților de finanțare**

Indicator	2020 execuție operativă	2021 prog	2022 prog	2023 prog
Veniturile administrației publice centrale (miliarde lei) <sup>28</sup>	258,2	300,0	310,4	332,8
Cheltuielile administrației publice centrale (miliarde lei) <sup>29</sup>	359,6	381,1	381,9	376,7
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale (I) (miliarde lei) <sup>30</sup>	101,4	81,1	71,5	71,5
Refinanțarea datoriei publice guvernamentale <sup>31</sup> (II) (miliarde lei)	46,6	51,0	57,9	64,9
Necesar brut de finanțare (I+II) (miliarde lei)	148,0	132,1	129,4	136,4

Sursa: MF

La sfârșitul anului 2020, ponderea datoriei guvernamentale, calculată conform metodologiei UE, s-a situat la un nivel de 47,3% din PIB, depășind plafonul de 47% din PIB prevăzut în OUG nr. 201/2020 cu privire la rectificarea bugetului de stat pe anul 2020, ca urmare a contractării de datorie publică în vederea acoperirii necesităților de finanțare ale deficitului bugetar (9,67% din PIB conform execuției preliminare), consolidării rezervei financiare în valută la dispoziția Trezoreriei Statului și asigurării refinanțării parțiale a nevoilor de finanțare din anul 2021.

În acest context, în conformitate cu prevederile Legii responsabilității fiscal-bugetare nr. 69/2010, dacă datoria publică depășește 45% din produsul intern brut, dar se situează sub 50%

<sup>27</sup> Sursă: CNSP Prognoza de iarnă, ianuarie 2021

<sup>28</sup> Calculat pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

<sup>29</sup> Idem 28

<sup>30</sup> Idem 28

<sup>31</sup> Volumul rambursărilor de rate de capital și de refinanțări de titluri de stat în contul datoriei publice guvernamentale, conform legislației naționale, calculată pe baza soldului datoriei la sfârșitul anului 2020 (include garanțiile de stat, dar nu include finanțarea temporară).

din produsul intern brut, Ministerul Finanțelor va prezenta Guvernului un raport privind justificarea creșterii datoriei guvernamentale și propuneri pentru menținerea acestui indicator la un nivel sustenabil.

Pe termen mediu (2021 – 2023), estimările privind evoluția datoriei guvernamentale brute sunt de încadrare a acestui indicator la un nivel sustenabil ce nu va depăși 55,0% din PIB.

Ipotezele macroeconomice ale Strategiei pentru perioada 2021-2023 sunt prezentate în tabelul de mai jos.

**Tabel 9: Scenariul de bază al proiecțiilor macroeconomice**

Indicatori	2020	2021 prog.	2022 prog.	2023 prog.
PIB nominal (miliarde lei)	1053,9	1116,8	1204,2	1301,6
Scădere/Creștere PIB (%)	-3,9 <sup>*</sup>	4,3	4,7	5,0
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale <sup>32</sup> (% din PIB)	-9,6 <sup>**</sup>	-7,3	-5,9	-5,9
Deficitul contului curent (% din PIB)	-5,0 <sup>*</sup>	-4,6	-4,4	-4,1
Inflația (sfârșitul anului %)	2,06 <sup>*</sup>	2,5	2,4	2,3
Inflația (medie anuală %)	2,63 <sup>*</sup>	2,4	2,6	2,5
Cursul de schimb mediu lei/EUR	4,8371 <sup>*</sup>	4,89	4,93	4,97
Cursul de schimb mediu lei/USD	4,244 <sup>*</sup>	4,18	4,21	4,25

Sursa: CNSP, MF

<sup>\*</sup>) realizări

<sup>\*\*</sup>) execuție operativă

### *Riscurile aferente proiecțiilor inițiale*

Estimările bugetare și prognozele economice se pot abate de la nivelurile din scenariul de bază, ca urmare a posibilei materializări a riscurilor ce pot apărea atât pe plan intern, cât și pe plan extern, cu implicații diferite pentru evoluția finanțelor publice.

Chiar dacă pandemia este ținută sub control urmare a experienței dobândite la nivelul țărilor în gestionarea acesteia, daunele provocate în 2020 pot fi mai pronunțate decât s-ar fi așteptat, iar consumatorii și mediul de afaceri pot avea un comportament mai restrictiv, cu influență asupra consumului și investițiilor.

Pe de altă parte, sunt premise și pentru o creștere economică peste așteptări, susținute de un management eficient al pandemiei și de eficientizarea procesului de vaccinare, precum și de accelerarea digitalizării sau a altor tehnologii introduse în perioada pandemiei.

Creșterea economică ar putea fi afectată de un ritm mai lent de reluare a schimburilor comerciale cu statele membre din UE și cu alte state relevante din afara spațiului comunitar.

În plan intern, nerespectarea strategiei de vaccinare ar putea genera perturbări ale activităților economice în toate sectoarele economiei.

Abaterile de la proiecțiile macroeconomice din scenariul de bază, care ar putea conduce la volatilitate afectând apetitul investițional pentru activele financiare emise de economiile emergente, ar putea proveni din estimările privind incertitudinile legate de comerțul internațional, tensiunile geopolitice, ajustarea apetitului la risc al investitorilor, cu implicații asupra piețelor emergente, schimbările climatice, precum și alte evenimente externe (extinderea coronavirusului cu efecte nefavorabile asupra cererii globale precum și creșterea volatilității piețelor valutare).

<sup>32</sup> Calculat pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

Așteptările de înăsprire a celor două politici monetare (BCE și FED) au scăzut semnificativ, cu impact echilibrat asupra curbei randamentelor pe cele două piețe financiare, cât și pe piețele emergente.

Piețele datoriilor suverane s-au stabilizat la niveluri joase, ceea ce a susținut finanțarea economiei la costuri minime, FED a anunțat menținerea dobânzii de referință în intervalul minim curent de 0-0,25%, în condițiile în care BCE a menținut dobânzile în teritoriul negativ. Practic, FED va menține ratele dobânzilor aproape de zero atâta timp cât este necesar până când inflația în SUA va crește peste ținta de 2%, împingând așteptările piețelor cu privire la prima creștere a ratei până în 2023.

În ședința din 21 ianuarie 2021, BCE a reconfirmat orientarea acomodativă a politicii monetare pe fondul evaluării condițiilor economice și monetare în contextul incertitudinilor generate de pandemia COVID-19 prin păstrarea ratelor de dobândă la nivelurile actuale sau la niveluri inferioare până când se observă o convergență robustă a perspectivelor inflației către un nivel inferior, dar suficient de apropiat de 2% și continuarea efectuării de achiziții în cadrul programului de cumpărare lunară de active în caz de urgență (*pandemic emergency purchase programme* PEPP) prin furnizarea în continuare a unui volum amplu de lichiditate în perioada pandemiei. Totodată achizițiile nete în cadrul programului de achiziționare de active (*asset purchase programme* – APP) vor continua până cel puțin la sfârșitul lunii martie 2022 într-un ritm lunar de 20 de miliarde EUR. De asemenea, BCE va continua să furnizeze un volum amplu de lichiditate prin intermediul operațiunilor sale de refinanțare.

În ceea ce privește piața internă, aceasta va fi influențată atât de impredictibilitatea mediului economic și politic la nivel internațional, cât și de evoluțiile pe plan intern.

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

#### *Implicații de politică la nivel macroeconomic*

Proiecțiile macroeconomice din scenariul de bază indică diminuarea necesarului de finanțare al administrației publice centrale față de anul 2020 și stabilizarea ponderii datoriei publice guvernamentale în PIB în perioada următoare. Aceasta înseamnă că strategiile de finanțare vor trebui implementate având în vedere volumul refinanțării datoriei și al deficitelor bugetare de peste 3% din PIB, dar în scădere pe termen mediu, în paralel cu creșterea toleranței la riscurile financiare. În procesul de finanțare pe termen mediu, MF va avea în vedere atingerea obiectivelor sale specifice, însă, va ține cont de contextul macroeconomic și de modificările cererii la nivelul bazei investiționale atât pe plan intern, cât și pe plan extern.

**În concluzie**, principalele riscuri asociate ipotezelor macroeconomice din scenariul de bază arată că, prin prisma deciziilor de politică monetară anticipate/estimate atât pe plan intern, cât și extern, se anticipează menținerea unui context de piață vulnerabil cel puțin pentru anul 2021.

## 6. Analiză și linii directoare strategice

Liniile directoare strategice privind administrarea datoriei publice guvernamentale a României reflectă relația cost-risc asociată portofoliului actual de datorie publică guvernamentală<sup>33</sup>, planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat și cadrul macroeconomic pe termen mediu.

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

Deși în scădere comparativ cu anii anteriori, expunerea la riscul de refinanțare și la riscul de rată de dobândă a datoriei emise pe piața internă continuă să reprezinte principalele surse de risc pentru portofoliul actual de datorie publică guvernamentală. Riscul valutar este unul moderat, fiind atenuat de ponderea datoriei în valută emisă pe termen lung (denominată în Euro), cât și de menținerea rezervei financiare în valută la dispoziția Trezoreriei Statului. Avantajul unor maturități lungi și foarte lungi și diversificarea bazei de investitori justifică în continuare și opțiunea emiterii de euroobligațiuni denuminate în USD, îndeosebi în condițiile utilizării swap-urilor valutare, ca urmare a încheierii documentației ISDA cu potențiale contrapartide în cursul anului 2021. Actualmente, analiza efectuată arată că în lipsa cadrului necesar utilizării instrumentelor financiare derivate pentru administrarea riscurilor aferente finanțării în alte monede, finanțarea în USD este mai costisitoare și mai riscantă decât finanțarea în EUR<sup>34</sup>. Cu toate acestea trebuie să se aibă în vedere costul asociat utilizării instrumentelor de hedging pe termen lung și foarte lung.

Pentru limitarea riscului de refinanțare, Ministerul Finanțelor intenționează să utilizeze operațiuni specifice de administrare a pasivelor, de tipul răscumpărărilor anticipate sau preschimbărilor de titluri de stat, ulterior finalizării, în colaborare cu BNR, a cadrului legal, activitate estimată pentru prima parte a anului 2021.

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

Strategiile alternative de finanțare au fost comparate pe baza proiecției serviciului datoriei având la bază diferite scenarii alternative pentru cursul de schimb și ratele de dobândă. Scenariul de bază, determinat ca fiind cel mai probabil, a fost folosit pentru a calcula costul estimat al diferitelor strategii. Riscul a fost calculat prin raportarea creșterii costului rezultat ca urmare a aplicării șocurilor la ratele de piață utilizate în scenariul de bază la costul din scenariul de bază. S-au folosit doi indicatori de cost și risc: ponderea datoriei în PIB și ponderea plăților de dobânzi în PIB, ambii calculați pentru finele celui de-al treilea an de analiză, respectiv 2023. Rezultatele analizei cost-risc sunt completate de considerațiile macroeconomice și de cele legate de dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat, așa cum se prezintă mai jos.

<sup>33</sup>La finele anului 2020.

<sup>34</sup>Randamentele actuale (la data de 22 martie 2021) aferente euroobligațiunilor denuminate în EUR cu scadența în 2024 sunt de aprox 0,129% în condițiile în care cele aferente emisiunilor de euroobligațiuni în USD cu scadența în 2024 se situează la aprox 0,879%.

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

Extinderea duratei medii rămase (ATM) pentru datoria în moneda națională: Gestionarea expunerilor față de riscul de refinanțare ce caracterizează datoria în moneda națională folosind mai mult instrumente denominate în lei cu maturități pe termen mediu și lung este tot mai favorabilă, având în vedere nivelurile încă relativ scăzute ale randamentelor titlurilor de stat pe perioada de analiză. În aceste condiții, costul aferent extinderii duratei medii rămase este relativ mic din perspectiva ponderii datoriei în PIB și a ponderii plăților de dobânzi în PIB. Prin urmare, analiza scenariului susține strategiile care cresc durata medie rămasă, deoarece majorarea de cost este relativ mică comparativ cu îmbunătățirea profilului rambursărilor/răscumpărărilor de datorie și protecția pe care o oferă față de creșterea neașteptată și susținută a ratelor de dobândă pe termen scurt.

Această strategie poate să contribuie la dezvoltarea pieței, prin creșterea lichidității titlurilor de stat emise pe termen mediu și lung, cu impact asupra dezvoltării pieței secundare. Îmbunătățirea lichidității poate veni atât prin creșterea ponderii titlurilor de stat românești în indicii regionali de referință, prin utilizarea platformei electronice de tranzacționare pe piața secundară (E-bond) și utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate și preschimbări de titluri), după definitivarea în colaborare cu BNR a cadrului tehnic și operațional necesar utilizării acestor instrumente, estimată pentru prima parte a anului 2021. Totuși, simulările de cost aferente acestei strategii nu au în vedere constrângerea dată de capacitatea de absorbție a unui volum majorat de titluri de stat pe termen mediu și lung de către piața internă. Astfel, acest scenariu trebuie să aibă în vedere o creștere rezonabilă a volumului net de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu și lung pe piața internă, corelat cu expunerea ridicată pe titluri de stat a sectorului bancar.

Reducerea riscului de refinanțare prin refinanțarea certificatelor de trezorerie scadente în lei prin titluri de stat denominate în EUR: Gestionarea expunerilor față de riscul de refinanțare a datoriei în monedă națională prin finanțare în EUR este avantajoasă din perspectiva costului datoriei. Astfel, în cazul utilizării ponderii plăților de dobândă în PIB ca indicator al costului, strategiile cu o finanțare preponderentă în EUR au un cost comparabil, însă au risc asociat mai redus comparativ cu finanțarea preponderent în monedă națională. Analiza din perspectiva diferențialului de risc răspunde la faptul că ratele dobânzilor de pe piața internă sunt mult mai volatile. Cu toate acestea, dacă analiza se axează pe stocuri, riscul valutar predomină, iar majorarea ponderii datoriei în EUR amplifică expunerea portofoliului la o posibilă depreciere a monedei naționale.

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

Deși tradițional piața în USD este mult mai lichidă, cu o bază diversificată de investitori și a permis României să se împrumute cu maturități foarte lungi (până la 30 de ani) condițiile favorabile de pe piața în EUR din ultimii ani au permis extinderea maturității titlurilor de stat românești până la 30 de ani și constituie un argument suplimentar pentru emiterea de euroobligatiuni preponderent pe piața în EUR. Totuși, în cazul existenței unor oportunități prin prisma raportului cost/maturitate la emiterea de euroobligatiuni denominate în alte valute, coroborat cu administrarea riscului expunerii la aceste valute prin utilizarea instrumentelor de swap valutar, având în vedere costul asociat utilizării instrumentelor de hedging

pe termen lung și foarte lung, se pot avea în vedere astfel de instrumente în același timp menținând principala expunere în EUR.

În acest sens, pentru reducerea expunerii la riscul valutar și de rată de dobândă asociate portofoliului de datorie publice guvernamentale, Ministerul Finanțelor are în vedere utilizarea instrumentelor financiare derivate (îndeosebi swap valutar ținând cont de expunerile portofoliului de datorie actual), în anul 2021 urmând să se finalizeze cadrul operațional și să fie încheiate de acorduri-cadru ISDA Master Agreement cu o serie de contrapartide.

Pe termen mediu, se are în vedere diversificarea instrumentelor de finanțare, prin realizarea de emisiuni de obligațiuni "verzi", în acest sens o primă etapă o reprezintă crearea cadrului general de emisiuni de obligațiuni verzi la nivel suveran, urmând să fie identificate în bugetul de stat proiectele de investiții/cheltuieli "verzi" cu sprijinul ministerelor de linie și a Ministerului Investițiilor și Proiectelor Europene, în calitate de autoritate coordonatoare a Planului Național de Reziliență și Redresare .

Totodată, pentru îmbunătățirea managementului datoriei publice și evitarea presiunilor sezoniere în asigurarea surselor de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale, în vederea reducerii riscului de refinanțare și de lichiditate, Ministerul Finanțelor are în vedere menținerea rezervei financiare (buffer) în valută la dispoziția Trezoreriei Statului, în valoare echivalentă acoperirii necesităților de finanțare a deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice care să acopere până la 4 luni din necesarul brut de finanțare.

**În concluzie**, în condițiile unor deficite bugetare excesive (de peste la 3% din PIB) pe termen mediu, MF are în vedere o finanțare netă relativ echilibrată din surse interne și externe, însă cu asigurarea finanțării deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice preponderent în monedă națională pentru a continua procesul de dezvoltare a pieței interne, în paralel cu accesarea piețelor externe de capital în EUR și contractarea de împrumuturi de la IFI-uri în vederea asigurării unor surse robuste de finanțare, păstrând accesul cu caracter oportunist pe piețele financiare internaționale în alte valute decât EUR, în condițiile obținerii unui raport cost/risc avantajos pentru statul român, a diversificării bazei de investitori și a utilizării instrumentelor financiare derivate (swap valutar).

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

### *Linii directoare strategice*

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2021 - 2023:

1. Finanțarea preponderent în monedă națională, care să faciliteze în continuare dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și totodată să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne, și, în general, de cererea pentru instrumentele de datorie în lei<sup>35</sup>, precum și de necesitățile diversificării bazei de investitori în titlurile de stat. În condițiile unor necesități de finanțare ridicate, datorate deficitelor bugetare excesive, finanțarea netă (deficitul bugetar) se va realiza în mod relativ echilibrat din surse interne și externe.
2. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, evitând pe cât posibil concentrarea rambursărilor de rate de capital/refinanțărilor de titluri de stat pe termen scurt,

<sup>35</sup> Pe lângă cererea internă pentru titlurile de stat în lei, nerezidenții pot juca un rol important atât în ceea ce privește volumele plasate pe piața internă, cât și structura pe maturități în procesul de finanțare, având în vedere apetitul ridicat al acestora pentru titlurile de stat cu maturități pe termen mediu și lung.

inclusiv prin realizarea de operațiuni de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate sau preschimbări de titluri de stat).

3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută<sup>36</sup> la un nivel confortabil și eventual prin alte instrumente în funcție de condițiile și termenii acestora.
4. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în EUR și accesarea oportunistă a piețelor internaționale de capital în USD sau în alte valute, avându-se în vedere extinderea maturității medii a portofoliului de datorie guvernamentală, precum și raportul cost/risc asociat acesteia și diversificarea bazei investiționale, în condițiile utilizării derivatelor financiare (swap valutar) după încheierea documentației specifice cu contrapartide eligibile.
5. În implementarea planului de finanțare se are în vedere introducerea emisiunilor de obligațiuni verzi, în funcție de finalizarea Cadrului general pentru obligațiuni verzi la nivel suveran, prin eforturi coordonate la nivelul ministerelor de linie și identificarea cheltuielilor/proiectelor care vor face obiectul finanțării prin aceste obligațiuni.
6. Emisiunile în EUR pe piața internă vor fi avute în vedere doar în contextul cererii specifice exprimate de investitorii locali, pe maturități medii, în funcție de condițiile de piață și de apetitul manifestat de către mediul investițional, în condițiile unui raport maturitate/cost avantajos.
7. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin limitarea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an și a perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie.
8. Utilizarea instrumentelor de finanțare oferite de către instituțiile financiare internaționale, inclusiv a celor instituite la nivelul Uniunii Europene, avându-se în vedere termenii și condițiile avantajoase oferite de acestea.

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

#### *Riscul valutar:*

1. Asigurarea unei finanțări nete într-o pondere mai mare din surse interne și menținerea ponderii datoriei denominate în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 45% (minim) - 60%. Această strategie de finanțare va ține cont de capacitatea de absorbție a pieței interne a titlurilor de stat și de costul asociat acesteia.
2. Menținerea ponderii datoriei denominate în EUR în total datorie denominată în valută în intervalul 80%(minim) - 95%. La momentul utilizării instrumentelor financiare derivate, acest indicator se va calcula după evaluarea datoriei ca urmare a utilizării swap-urilor valutare.

#### *Riscul de refinanțare*

1. Menținerea ponderii datoriei scadente în termen de 1 an în intervalul 15% și 25% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.
2. Menținerea maturității medii rămase în intervalul de 4,0 ani (minim) și 6,0 ani pentru datoria în moneda națională și între 7,0 ani (minim) și 8,5 ani pentru datoria totală.
3. Menținerea unei rezerve financiare în valută la un nivel confortabil, astfel încât să fie diminuate riscurile aferente perioadelor caracterizate de o volatilitate ridicată pe piețele financiare.

---

<sup>36</sup> Rezerva în valută trebuie să acopere un număr de luni aferent necesarului brut de finanțare .

### Riscul ratei dobânzii

1. Menținerea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an în intervalul de 15% și 25% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.
2. Menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei dobânzii în intervalul de 4,0 ani (minim) și 6 ani pentru datoria în moneda națională și între 7,0 ani (minim) și 8,5 ani pentru datoria totală.

**Tabelul 10: Ținte pentru principalii indicatorii de risc**

Expunerea la risc	Indicator	Ținte indicative pentru perioada 2021-2023
Riscul valutar	Ponderea datoriei în moneda națională din total datorie (% din total)	45% (minim) - 60%
	Ponderea datoriei denuminate în EUR în total datorie în valută (% din total)	80% (minim) - 95 %
Riscul de refinanțare	Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	10% - 20% (maxim)
	Ponderea datoriei în monedă națională scadentă în termen de 1 an (% din total)	15% - 25% (maxim)
	Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani)	7,0 ani (minim) - 8,5 ani
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în moneda națională (ani)	4,0 ani (minim) - 6,0 ani
Riscul ratei dobânzii	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	10% - 20% (maxim)
	Ponderea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	15% - 25% (maxim)
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	7,0 ani (minim) – 8,5 ani
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	4,0 ani (minim) – 6,0 ani

Sursa: MF

Implementarea Strategiei pentru perioada 2021 - 2023 se va monitoriza lunar, prin urmărirea încadrării indicatorilor de datorie în țintele stabilite și publicarea acestora în Buletinul lunar al MF disponibil pe site-ul Ministerului Finanțelor. Potrivit Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare, strategia este revizibilă anual sau ori de câte ori condițiile de piață și/sau necesitățile de finanțare o impun.

**Alexandru Nazare**

**MINISTRUL FINANTELOR**



**Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat**

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

**1. Creșterea eficienței pe piața titlurilor de stat:**

**1.1. Consolidarea și extinderea curbei de randamente pe piața internă a titlurilor de stat:**

- 1.1.1. Definirea unei politici privind crearea și menținerea titlurilor de stat de tip benchmark lichide, în valoare de până la 2,5 miliarde EUR echivalent, ca principal instrument de finanțare pe piața internă;
- 1.1.2. Folosirea operațiunilor de administrare a pasivelor în scopul accelerării procesului de creare a titlurilor de stat de tip benchmark lichide începând cu anul 2021, în paralel cu administrarea riscului de refinanțare și susținerea implementării Strategiei, concomitent cu creșterea valorii obligațiunilor de tip benchmark de până la 2,5 miliarde EUR echivalent;
- 1.1.3. Emiterea certificatelor de trezorerie pe termen scurt în scopul administrării lichidităților.

**1.2. Diversificarea și lărgirea bazei de investitori prin:**

- 1.2.1. Continuarea emisiunilor de titluri de stat pentru populație în cadrul programelor TEZAUR și „FIDELIS”, și distribuirea acestora prin diverse canale de distribuție, respectiv prin intermediul unităților teritoriale ale Trezoreriei Statului, ale Poștei Române și ale instituțiilor de credit, concomitent cu măsuri de creștere a atractivității acestor titluri și crearea posibilității de subscriere online de către investitorii individuali;
  - 1.2.2. Emiterea unei palete cât mai largi de instrumente, cu scadențe diferite ținând cont de necesitățile investiționale diferite ale mediilor investiționale locale și internaționale;
  - 1.2.3. Echilibrarea drepturilor și obligațiilor dealerilor primari și creșterea competiției între dealerii primari prin atragerea unor dealeri primari noi (inclusiv instituții financiare internaționale) care să conducă la creșterea distribuției, intermedierei și tranzacționării titlurilor de stat concomitent cu creșterea transparenței în formarea prețului;
- 1.3. Analizarea oportunității de emitere a unor noi instrumente de datorie solicitate de participanții din piață (cum ar fi, obligațiuni indexate sau cu dobândă variabilă), pe măsura dezvoltării pieței titlurilor de stat și a evitării fragmentării acestei piețe;
- 1.4. Explorarea oportunității de reducere a valorii nominale individuale a titlurilor de stat în vederea asigurării unui acces cât mai larg al micilor investitori la aceste instrumente.
- 1.5. Continuarea organizării de turnee de promovare pentru investitori de tip „non-deal roadshow”.

2. *Măsurile de creștere a lichidității pieței titlurilor de stat:*
  - 2.1. Monitorizarea platformei electronice de cotaire și tranzacționare a titlurilor de stat de către dealerii primari (E-Bond), în vederea îmbunătățirii lichidității și transparenței prețurilor titlurilor de stat și reducerea riscurilor asociate activităților de tranzacționare, precum și promovarea de îmbunătățiri în sensul acordării posibilității investitorilor de a obține cotații prin intermediul acesteia de la fiecare dealer primar;
  - 2.2. Concentrarea lichidității titlurilor de stat într-un număr redus de titluri de stat de tip benchmark, de valoare echivalentă de până la 2,5 miliarde EUR pe emisiune;
  - 2.3. Utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor (de tip răscumpărare anticipată sau preschimbare) pentru reducerea riscului de refinanțare, constituirii obligațiunilor de stat de tip benchmark lichide, creșterii lichidității și sprijinirea demersurilor MF de implementare a Strategiei;
  
3. *Măsurile luate în considerare pentru creșterea transparenței și predictibilității pieței titlurilor de stat includ:*
  - 3.1. O politică transparentă de emisiuni de titluri de stat prin publicarea calendarului anual de emisiuni de titluri de stat, a anunțurilor trimestriale și a prospectelor lunare, precum și, când este cazul, prezentarea într-o manieră flexibilă și în timp util a modificărilor datorate schimbării condițiilor de piață;
  - 3.2. Dialogul continuu cu participanții din piața internă, pentru a asigura comunicarea în timp util a acțiunilor luate în considerare de către MF;
  - 3.3. Publicarea regulată pe pagina instituției la secțiunea Datorie Publică a informațiilor relevante pentru investitori în ceea ce privește valoarea și structura datoriei publice;
  - 3.4. Gestionarea paginii Bloomberg dedicate MF, ținând cont de utilizarea acesteia la scară largă de către investitori autohtoni și internaționali;

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

În vederea optimizării administrării lichidităților, MF urmărește implementarea următoarelor măsuri:

1. Menținerea în continuare a obiectivului dezvoltării și consolidării prognozei privind fluxul de numerar al Trezoreriei Statului prin realizarea prognozei soldului contului curent general al Trezoreriei Statului *pentru o perioadă de trei luni în avans* și îmbunătățirea cooperării cu alte entități în scopul furnizării de către acestea a informațiilor previzionate.
2. Adoptarea unei gestiuni mai active a lichidităților pentru reducerea fluctuațiilor soldurilor, atât prin emiterea unor certificate de trezorerie sau prin contractarea de împrumuturi pe termen scurt, funcție de execuția bugetară și evoluția deficitului bugetar, cât și prin gestionarea activă a soldurilor excedentare curente, fie sub forma depozitelor la termen, fie, preferabil, prin tranzacții reverse repo.

Astfel, în funcție de evoluția execuției bugetare în cursul anului 2021, intenția Trezoreriei Statului este de a emite certificate de trezorerie sau să contracteze împrumuturi pe termen scurt<sup>37</sup>. Totodată se va analiza posibilitatea adoptării unei conduite mai active în ceea ce privește plasarea disponibilităților, predominant sub forma tranzacțiilor reverse repo<sup>38</sup>, în baza unei consultări prealabile cu BNR. Introducerea certificatelor de trezorerie și a împrumuturilor pe termen scurt se va realiza într-o manieră care să nu afecteze obiectivul cheie privind dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat, în ceea ce privește extinderea maturității medii a portofoliului de datorie publică guvernamentală prezentat în Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pe termen mediu.

3. În vederea consolidării cadrului instituțional, pentru asigurarea unei mai bune coordonări a procesului de finanțare a deficitului bugetar, de administrare a datoriei publice guvernamentale și de administrare a lichidităților statului, în anul 2020 au avut loc ședințe lunare ale Comisiei de planificare a fluxurilor financiare ale Trezoreriei Statului, cu participarea reprezentanților MF, ANAF și BNR, ședințe care se vor organiza și în perioada următoare.
4. Datorită decalajului între încasările și plățile bugetare realizate în cursul unei luni, îndeosebi către sfârșitul anului, Trezoreria Statului va continua să apeleze la operațiunile de cash management, de exemplu prin atragerea de depozite pe termen foarte scurt de la instituțiile de credit, în scopul acoperirii golurilor temporare de casă, funcție de evoluția execuției bugetare.
5. Un alt instrument de finanțare pe termen scurt a deficitului este reprezentat de *împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului*, în valoare de 64,6 miliarde lei la finele lunii decembrie 2020, contractate în conformitate cu prevederile Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 146/2002 *privind formarea și utilizarea resurselor derulate prin Trezoreria Statului*, cu modificările ulterioare, ordonanță ce prevede utilizarea fondurilor

---

<sup>37</sup>Sub 1 an

<sup>38</sup>Tranzacția reversibilă prezintă avantajul unei execuții facile și al colateralizării automate, urmând să contribuie la activitatea pieței monetare.

disponibile din contul curent general al Trezoreriei Statului pentru a finanța, prin intermediul împrumuturilor temporare, deficitul bugetar din anii precedenți și curent.

În ciuda avantajului utilizării acestui instrument, precum finanțarea la costuri scăzute a deficitului bugetului de stat, întrucât rata medie a dobânzii la aceste împrumuturi a fost sub 0,47% în 2020, acest instrument prezintă dezavantajul că, depinde de fondurile disponibile în cont. În cazul în care fondurile disponibile în Contul Curent General al Trezoreriei Statului sunt reduse, se utilizează alte soluții, cum ar fi atragerea de depozite în condiții de piață de la instituțiile de credit sau vânzarea disponibilităților în valută existente în rezerva în valută a MF.

Prin urmare, utilizarea acestui instrument de datorie presupune incertitudine și risc de refinanțare (chiar dacă nu este stabilit niciun termen limită de rambursare a împrumutului), având un impact negativ asupra administrării datoriei publice guvernamentale. Astfel, intenția MF este aceea de a refinanța treptat, pe termen lung acest instrument de datorie prin emisiuni de titluri de stat, dar numai în condițiile reducerii necesarului brut de finanțare ca urmare a consolidării fiscal-bugetare și reducerii deficitului bugetar sub 3% din PIB.

Un aspect foarte important este acela că fondurile disponibile în prezent în Contul Curent General al Trezoreriei Statului includ și venituri în lei provenite din activitatea de privatizare, și cu cât sunt utilizate mai mult aceste venituri, cu atât rămân mai puține fonduri disponibile în cont.