



**MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE**

**STRATEGIA DE ADMINISTRARE A  
DATORIEI PUBLICE  
GUVERNAMENTALE**

**2018-2020**

**Direcția Generală Trezorerie și Datorie Publică**

București 2018

## 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 2017*
  4. *Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în anul 2017 și în primele 6 luni ale anului 2018 și așteptările pe termen mediu*  
    Piața internă  
    Piața externă  
    Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2018 - 2020
  5. *Cadrul macroeconomic în România*  
    Riscuri aferente proiecțiilor inițiale  
    Implicații de politică la nivel macroeconomic
  6. *Analiză și linii directoare strategice*  
    Implicațiile analizei portofoliului existent de datorie publică guvernamentală, a cadrului macroeconomic și contextului de piață asupra managementului datoriei publice guvernamentale  
    Rezultatele analizei cu privire la strategiile alternative de administrare a datoriei  
    Linii directoare strategice
- Anexe**
1. *Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat*
  2. *Politica de îmbunătățire a administrării lichidităților și măsurile ce urmează a fi luate*

## Acronime

ATM	Durata medie până la scadență (ani)
ASF	Autoritatea de Supraveghere Financiară
ATR	Durata medie până la schimbarea ratei de dobândă variabilă (ani)
BCE	Banca Central Europeană
BDCE	Banca de Dezvoltare a Consiliului Europei
BEI	Banca Europeană de Investiții
BERD	Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BIRD	Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BNR	Banca Națională a României
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
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
NSRF	Facilitatea de finanțare a cadrului strategic național de finanțare
PIB	Produsul Intern Brut
PNDR	Programul Național de Dezvoltare Rurală
UE	Uniunea Europeană

## 1. Introducere

Prezenta Strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale aferentă perioadei 2018-2020 (denumită în continuare „Strategie”) reprezintă o continuare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2017-2019 și a fost realizată în conformitate cu bunele practici internaționale definite în Liniile directe ale Băncii Mondiale și FMI referitoare la elaborarea strategiilor de datorie publică<sup>1</sup> și în consultare cu BNR.

Ca și în cazul edițiilor anterioare, Strategia revizuită pentru orizontul de timp 2018-2020 este în concordanță cu indicatorii bugetari prevăzuți în Strategia Fiscal-Bugetară 2018-2020 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 Publice 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 2017*

În anul 2017, toți indicatorii de risc s-au încadrat în limitele stabilite prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale 2017 – 2019, după cum rezultă din prezentarea riscurilor financiare în tabelul de mai jos:

**Tabel 1: Indicatorii de risc la sfârșitul anilor 2017 și 2016**

Indicatori *	31/12/2016 **	31/12/2017	Ținte indicative conform Strategiei 2017-2019
<i>A. Riscul valutar</i>			
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	45,8%	46,5%	45% (minim) – 60%
Ponderea datoriei publice guvernamentale în Euro în total datorie în valuta (% din total)	80,8%	84,0%	80% (minim) – 95%
<i>B. Riscul de refinanțare</i>			
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	13,0%	12,0%	10% - 20% (maxim)
Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total)	22,0%	18,0%	20% - 30% (maxim)
Maturitatea medie ramașă pentru total datorie (ani)	5,8	5,9	5,5 ani (minim) – 7,0 ani
Maturitatea medie ramașă a datoriei în lei (ani)	3,8	3,7	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)	16,0%	15,0%	10% - 20% (maxim)
Ponderea datoriei în lei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	20,0%	17,0%	20% - 30% (maxim)
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	5,9	5,9	5,5 ani (minim) – 7,0 ani
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	3,8	3,7	3,5 ani (minim) – 5,0 ani

\* nu includ împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului. \*\* pentru anul 2016 au fost avute în vedere țintele indicative stabilite prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale 2016 -2018.

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 2018-2020*

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2018-2020:

1. Finanțarea netă preponderent în monedă națională, care să faciliteze în continuare dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și totodată să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne, și, în general de cererea pentru instrumentele de datorie în lei<sup>3</sup>.
2. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, evitând pe cât posibil concentrarea rambursărilor de rate de capital/refinanțărilor de titluri de stat pe termen scurt.
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută<sup>4</sup> la un nivel confortabil și eventual prin alte instrumente în funcție de condițiile și termenii acestora.
4. Menținerea prezenței pe piețele internaționale de capital prin emisiuni de euroobligațiuni predominant în Euro și accesarea oportunistă a piețelor internaționale de capital în USD sau în alte valute, avându-se în vedere extinderea maturității medii a portofoliului de datorie guvernamentală, precum și raportul cost/risc asociat acesteia și diversificarea bazei investiționale.
5. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în Euro.
6. Emisiunile pe piața internă în Euro vor fi avute în vedere doar în contextul cererii specifice exprimate de investitorii locali în lipsa unor instrumente alternative de plasament, în condițiile unui raport maturitate/cost avantajos.
7. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin limitarea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an și a perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie.
8. Utilizarea instrumentelor de finanțare oferite de către instituțiile financiare internaționale avându-se în vedere termenii și condițiile avantajoase oferite de acestea.

Aceste principii sunt exprimate ca 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:

- *pentru administrarea riscului valutar:*

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

<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 (stabilit la un nivel care să acopere 4 luni din necesarul 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).

2. maturitatea medie rămasă ar trebui menținută între 3,5 ani (minim) și 5,0 ani pentru datoria în monedă națională și între 5,5 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală.
  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 3,5 ani (minim) și 5 ani pentru datoria în moneda națională și între 5,5 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală.

## 2. Obiective și sfera de cuprindere

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

- Asigurarea necesarului de finanțare al administrației publice centrale 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.

Sfera de cuprindere a Strategiei se limitează la datoria contractată direct sau garantată de Guvern, prin intermediul Ministerului Finanțelor Publice, însă nu include împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului („finanțarea temporară”). Finanțarea temporară reprezintă un instrument de administrare a lichidităților și nu poate fi considerată un instrument de finanțare pe termen mediu. Totuși, având în vedere importanța coordonării Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale cu politica de administrare a lichidităților, inclusiv privind finanțarea temporară, cât și interferențele între acestea, Anexa 2<sup>6</sup> acoperă strategia de administrare a lichidităților.

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

### *Evoluția datoriei publice guvernamentale*

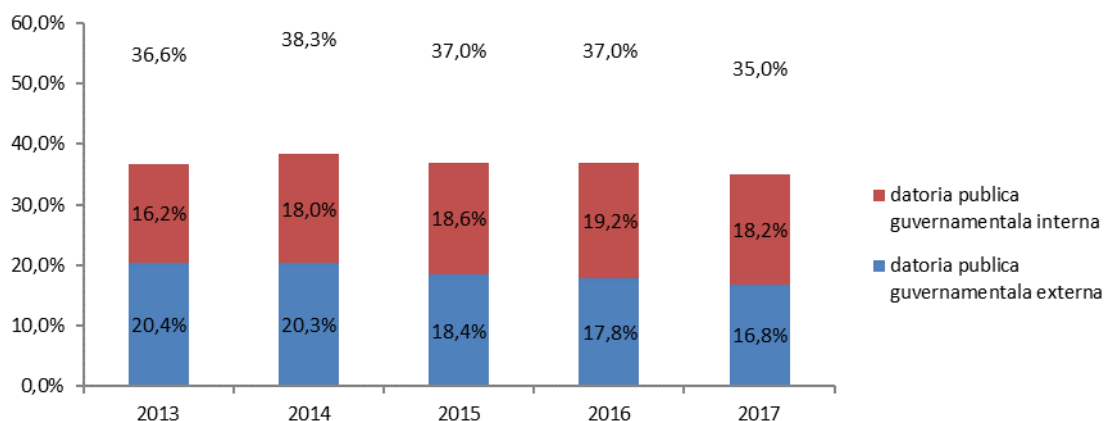
La sfârșitul anului 2017, datoria publică guvernamentală a fost de 300,6 miliarde lei, reprezentând 35,0% din PIB, pe fondul unei creșteri economice de 6,9% din PIB în condițiile unui deficit al bugetului general consolidat de 2,83% din PIB.

<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.

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 s-a modificat în favoarea datoriei guvernamentale interne începând cu anul 2015, datoria publică guvernamentală existentă la sfârșitul anului 2017, fiind în pondere de 51,8% contractată de creditori rezidenți și 48,2% de creditori nerezidenți.

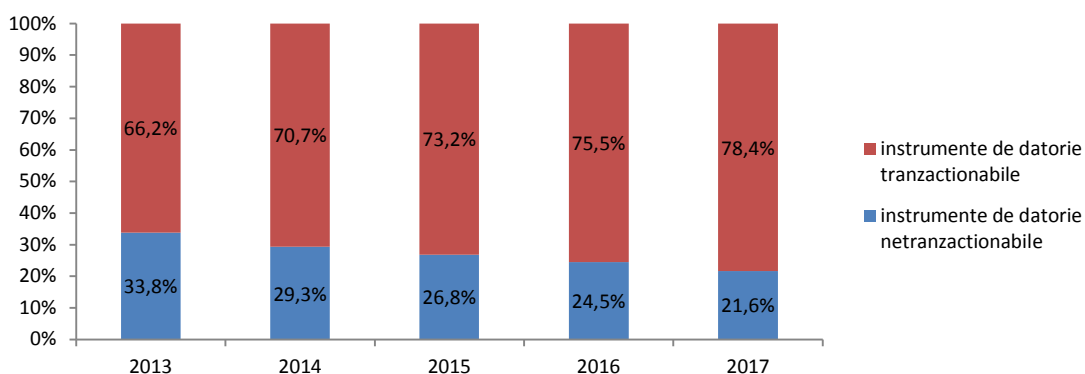
**Grafic 1: Datoria publică guvernamentală după criteriul rezidenței creditorului (% din PIB)**



Sursa: MFP

După cum se observă în graficul 2, structura datoriei publice guvernamentale s-a îmbunătățit permanent, devenind dintr-un portofoliu alcătuit în principal din datorii netranzaționabile (formată din împrumuturi externe contractate de la instituțiile financiare internaționale) până în anul 2009, în unul în care se regăsește un număr tot mai mare de instrumente de datorie tranzaționabile (emise în principal în monedă națională).

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



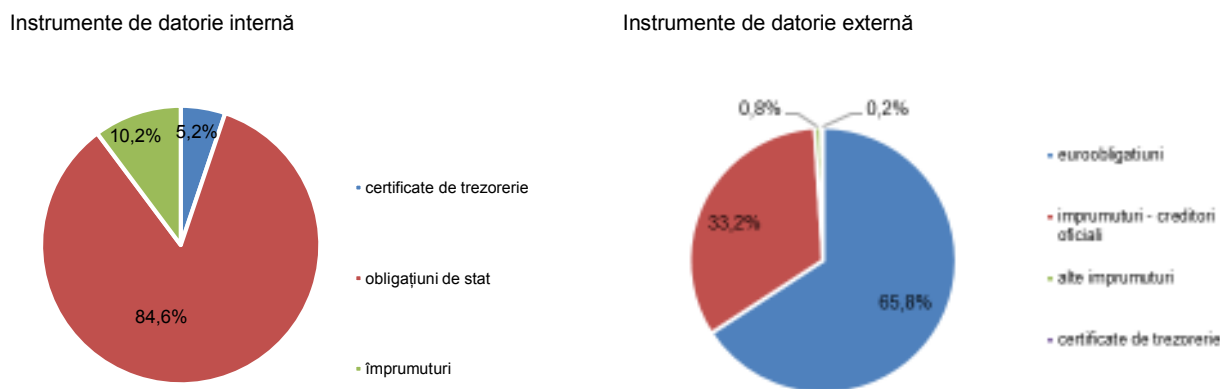
Sursa : MFP

Comparativ cu împrumuturile de stat a căror pondere a fost de 21,6% din total datorie publică guvernamentală, ponderea titlurilor de stat emise pe piețele interne și

internaționale a reprezentat 78,4% din total datorie publică guvernamentală, din care 46,5% sunt titluri de stat emise pe piața internă și 31,7% cele emise pe piața externă.

Așa cum reiese din graficul 3, majoritatea datoriei interne este reprezentată de titluri de stat, și anume certificate de trezorerie și obligațiuni de stat, în timp ce datoria externă este alcătuită în principal din obligațiuni emise pe piețele internaționale de capital și împrumuturi contractate de la instituții financiare internaționale. În structura datoriei externe se 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 : MFP

Costurile, exprimate ca rate medii ale dobânzii<sup>8</sup>, au scăzut în 2017, ca urmare a unor rate mai scăzute ale dobânzii, în special aferente datoriei interne. Datoria în monedă națională la sfârșitul lui 2017 rămâne mai costisitoare decât datoria în valută<sup>9</sup> așa cum reiese din tabelul 2.

**Tabelul 2: Costul datoriei contractate direct de Guvern, prin MFP, pe tipuri de instrumente<sup>10</sup>**

	31.12.2016	31.12.2017
Rata medie de dobândă a datoriei publice guvernamentale (%)	3,7	3,4
<i>1. în moneda națională, din care</i>	4,1	3,5
a. Certificate de trezorerie cu maturitatea de 1 an	0,8	1,1
b. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 1 și 5 ani	4,0	3,8
c. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 5 și 10 ani	5,5	5,6
<i>2. în valute, din care:</i>	3,3	3,3
a. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 10 ani	3,6	3,3
b. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 3-5 ani	4,2	4,2
e. EUR multilateral	2,5	2,0
f. Obligațiuni în USD cu maturitatea de 30 ani	5,7	5,7
g. USD multilateral	1,8	1,4

Sursa : MFP

Ponderea încă semnificativă a împrumuturilor de la instituțiile financiare internaționale contractate la rate de dobândă favorabile explică nivelul mai scăzut al costului finanțării

<sup>8</sup> S-au calculat ca raport între plățile preconizate ale dobânzii pentru anul 2018 și soldul existent la finele anului 2017 pentru fiecare instrument de datorie în parte.

<sup>9</sup> Excluzând influențele datorate riscului valutar care pot schimba în cazul unei depreciere a monedei naționale costul datoriei în valută (dobanzile aferente datoriei în valută) în mod semnificativ.

<sup>10</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.

externe. În plus, obligațiunile emise pe piețele internaționale de capital denumite în Euro sunt emise cu randamente nominale mai mici în comparație cu cele aferente titlurilor de stat emise în moneda națională și în dolari (fără considerarea impactului riscului valutar asupra costurilor), după cum reiese din graficul 4. Până în luna iulie 2017, costurile aferente finanțării în lei de pe piața internă s-au menținut apropiate de nivelurile costurilor finanțării în dolari pentru aceeași maturitate. Ulterior, începând cu luna septembrie randamentele titlurilor de stat în lei au înregistrat creșteri, mai accentuate pe segmentul maturităților scurte, pe fondul unor perioade de lichiditate restrânsă în piață și a creșterii așteptărilor inflaționiste. În contextul evoluției randamentelor oferite de euroobligațiunile în Euro, coroborate cu obiectivul MFP privind menținerea ponderii datoriei denumite în Euro în total datorie în valută în intervalul 80-95%, emisiunile pe piețele externe în anul 2017 s-au realizat exclusiv în Euro.

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



Sursa: MFP

## Riscurile asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2017

### Riscul valutar

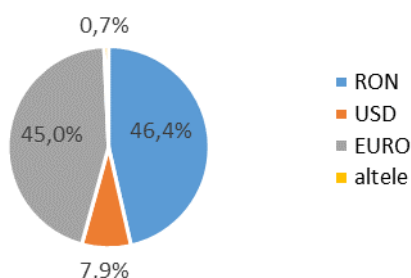
La sfârșitul anului 2017, 53,6% din portofoliul datoriei publice guvernamentale era denominat în valută. Aceasta reprezintă o pondere mare atât comparativ cu alte state membre UE care nu au adoptat moneda unică europeană, cât și cu state cu rating similar la nivel global. Chiar dacă această pondere sugerează o expunere semnificativă la riscul valutar, volatilitatea relativ scăzută a cursului de schimb leu/Euro și ponderea datoriei în valută emisă pe termen lung denominată în Euro<sup>11</sup> fac ca riscul aferent acestei expuneri să fie mai ușor de administrat. Mai mult, politica menținerii unei rezerve în valută are în

<sup>11</sup> Datoria denominată în Euro emisă pe termen lung cu o structură într-o singură tranșă (de tip bullet) presupune o rambursare a finanțării într-un interval de timp în care adoptarea monedei Euro este fezabilă și, prin urmare, un risc valutar implicit redus.



vedere limitarea riscului valutar aferent rambursărilor datoriei în valută, această rezervă fiind utilizată în mod direct la plățile serviciului datoriei publice guvernamentale în valută.

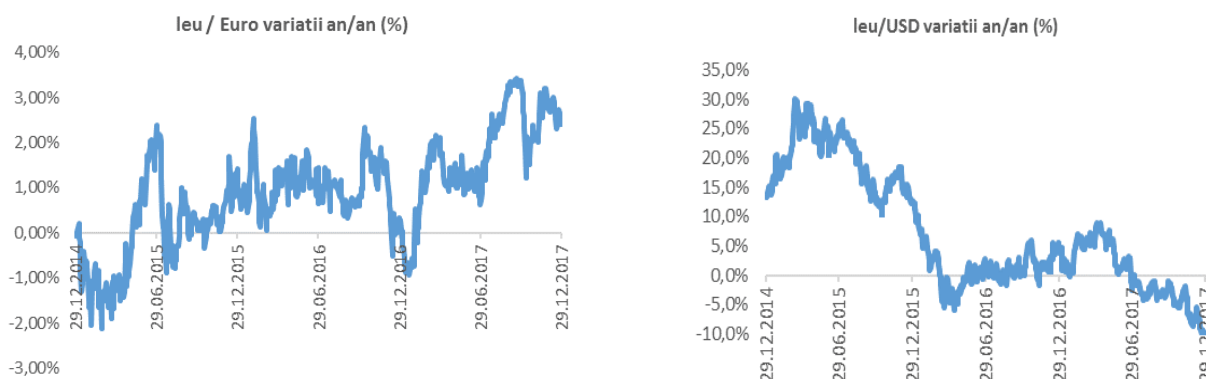
**Grafic 5: Structura datoriei pe tipuri de valute**



Sursa: MFP

După cum reiese din graficul 6, în ultimii 3 ani, volatilitatea cursului de schimb leu/USD a fost de circa trei - patru ori mai mare față de cea a cursului de schimb leu/Euro, ceea ce face ca datoria contractată în USD să prezinte un grad de risc semnificativ mai ridicat decât cea contractată în Euro.

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



Sursa: MFP, BNR

În cazul unor scenarii pesimiste, de exemplu o depreciere a monedei naționale față de Euro cu 5% și față de USD cu 15% în 2018 ar conduce la creșterea stocului datoriei cu 19,2 miliarde lei sau cu 2,1% din PIB și la o creștere a plăților în contul serviciului datoriei (include rambursările de rate de capital/ refinanțările de titluri de stat și plățile de dobânzi) cu 2,6 miliarde lei sau cu 1,1% din veniturile administrației publice centrale<sup>12</sup>. În consecință, expunerea la riscul valutar poate fi considerată moderată.

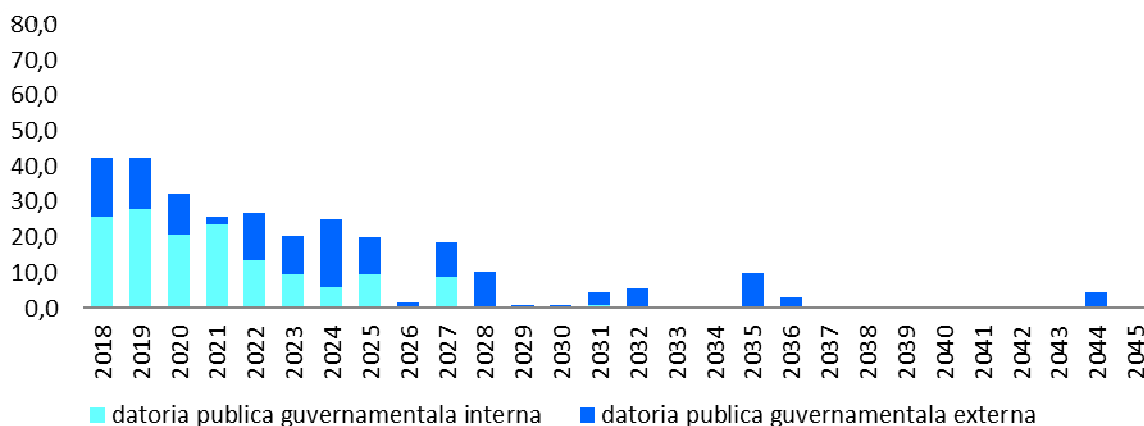
### Riscul de refinanțare

Structura rambursărilor de rate de capital și a refinanțărilor de titluri de stat prezentată în graficul 7 indică o acumulare a rambursărilor în primii 3 - 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 4 ani se observă mai ales la

<sup>12</sup> Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

nivelul datoriei interne<sup>13</sup> și reflectă importanța certificatelor de trezorerie în finanțarea guvernamentală, ajungând la sfârșitul anului 2017 să fie în valoare de 8,2 miliarde lei dar și preferința investitorilor pentru titluri de stat cu maturitatea rămasă de 3-5 ani. Politica de construire a unor serii lichide de obligațiuni benchmark, pe o paletă de maturități medii și lungi, care sprijină consolidarea și extinderea curbei randamentelor în lei induce un risc de refinanțare la scadența acestora, aceste serii fiind redeschise până la consolidarea unei sume de până la echivalentul a aproximativ 2 miliarde Euro. De exemplu, în lunile iunie-iulie ale anului 2017, au fost scadente doua emisiuni de obligațiuni benchmark în valoare de aprox. 16 miliarde lei. Refinanțarea acestor obligațiuni, deși în scădere, 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 în lei (deținând aprox 48% din piața titlurilor de stat în lei aferent unui nivel de peste 20% din activele sistemului bancar) ar fi utilizat plasamente alternative și mai profitabile odată cu creșterea cererii pentru finanțarea sectorului privat. Se observă totodată trendul descrescător al deținerilor băncilor comerciale față de creșterea deținerilor altor clase de investitori instituționali, cum ar fi fondurile de pensii private. De asemenea, trebuie remarcat faptul că titlurile de stat sunt de departe cel mai lichid instrument disponibil pe piețele financiare interne, fiind și cel mai lichid instrument eligibil pentru operațiunile de piață monetară. Pe partea externă, riscul de refinanțare este redus, în special ca urmare a structurii de rambursare a împrumuturilor contractate de la instituțiile financiare internaționale, dar și ca urmare a extinderii maturității medii rămase pentru portofoliul de datorie externă pe fondul emiterii de euroobligațiuni cu maturități lungi și foarte lungi (până la 30 de ani).

**Graficul 7: Rambursările de rate de capital aferente datoriei publice guvernamentale la sfârșitul lui 2017 (mld. lei)**



Sursa: MFP

Profilul rambursării datoriei determină o durată medie rămasă (ATM) de 5,9 ani: 3,7 ani pentru datoria denominată în monedă națională și 7,7 ani pentru datoria denominată în valută.

<sup>13</sup> După piața emisiunii.

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

Indicatori	2016			2017		
	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)	22,0	6,0	13,0	18,0	10,4	12,0
Maturitatea medie rămasă (ani)	3,8	7,0	5,8	3,7	7,7	5,9

Sursa: MFP

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

Pentru îmbunătățirea managementului datoriei publice și evitarea presiunilor sezoniere pentru asigurarea surselor de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale, începând cu anul 2010, MFP a constituit o rezervă financiară (buffer) în valută, care la sfârșitul anului 2017 a fost de 5,2 miliarde Euro, reprezentând 2,8% din PIB, și acoperind cca 3,9 luni din necesarul brut de finanțare aferent anului 2018.

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

	2014	2015	2016	2017
Datoria publică guvernamentală brută (% PIB)*	38,3	37,0	37,0	35,0
Rezerva financiară (%PIB)	4,6	3,7	3,6	2,8
Datoria publică guvernamentală netă (% PIB)	33,7	33,3	33,4	32,2

\*) nu include finanțarea temporară

Sursa : MFP

### *Riscul de rată de dobândă*

Dat fiind că doar o mică parte din datorie este datorie contractată cu rate variabile (vezi Tabelul 5) și urmare strategiei de extindere a duratei portofoliului de datorie, riscul de rată a dobânzii și cel de refinanțare sunt moderate, prezentând caracteristici diferite prin prisma indicatorilor specifici acestor riscuri, dacă se au în vedere în mod distinct portofoliile de datorie în lei și în valută. Pe de o parte, ponderea încă semnificativă a datoriei pe termen scurt în totalul datoriei guvernamentale în lei induce un risc de refinanțare și de dobândă mai ridicat pentru acest portofoliu. Pe de altă parte, expunerea la riscul de dobândă este diminuată pentru portofoliul de datorie în valută ca urmare a faptului că emisiunile de euroobligațiuni și împrumuturile de la instituțiile financiare internaționale cu scadențe pe termen lung și foarte lung și o rată fixă de dobândă au reprezentat partea majoritară a acestei datorii la sfârșitul anului 2017. Astfel, o creștere cu 1 punct procentual a ratelor de dobândă în 2018 va conduce la creșterea plăților în contul serviciului datoriei cu 1,4 miliarde lei, respectiv cu 0,6% din veniturile administrației publice centrale<sup>14</sup> pentru datoria în moneda națională, și cu 1,6 miliarde lei, respectiv cu 0,7% din veniturile administrației publice centrale pentru datoria în valută.

<sup>14</sup> Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

**Tabelul 5: Indicatori privind riscul ratei de dobândă**

Indicatori	2016			2017		
	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denumită în valută	Total	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denumită în valută	Total
Pondere datorii cu rată fixă de dobândă (% din total)	93,8	86,3	89,7	93,3	86,8	89,9
Pondere datorii care își modifică dobânda într-un an (% din total)	20,0	14,0	16,0	17,0	8,0	15,0
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani)	3,8	7,2	5,9	3,7	7,8	5,9

Sursa: MFP

*Față de cele prezentate*, se poate concluziona că riscul de refinanțare și cel al ratei dobânzii aferente datoriei denumite în moneda națională, deși continuă tendința de scădere, sunt în continuare riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale care nu trebuie neglijate. Prin comparație, expunerea la riscul valutar este mai ușor de administrat, însă trebuie corelată 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 ceea ce privește riscul de refinanțare și de lichiditate, pentru limitarea acestora se continuă politica de menținere a unei rezerve financiare în valută.

#### **4. Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în anul 2017 și în primele 6 luni ale anului 2018 și așteptările pe termen mediu**

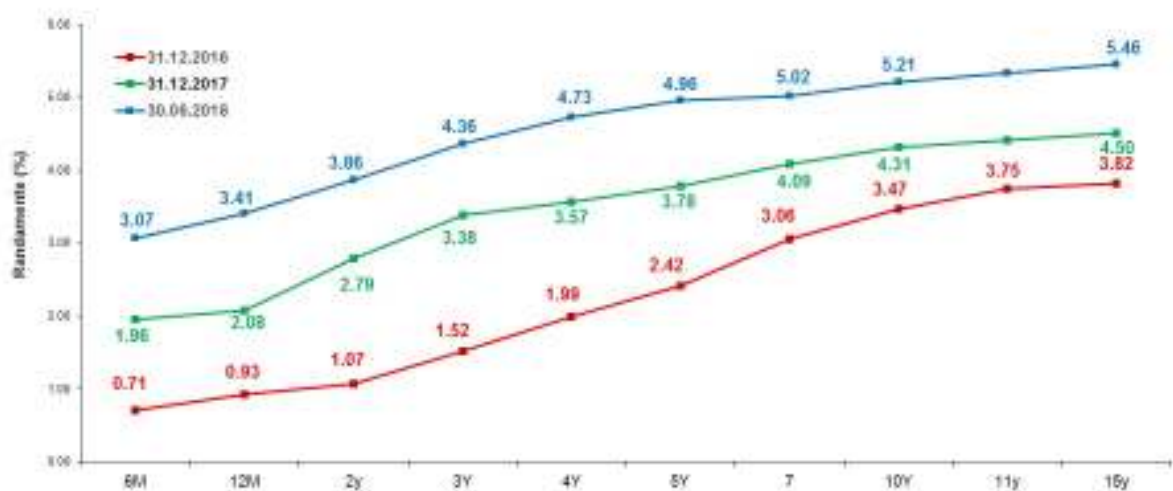
##### *Piața internă*

##### *Evoluția pieței interne în 2017 și în primele 6 luni ale anului 2018*

Ca urmare a strategiei consecvente de-a lungul ultimilor ani de dezvoltare a pieței titlurilor de stat, coroborată cu un context de piață favorabil, în primele nouă luni din anul 2017, piața internă a titlurilor de stat a înregistrat evoluții pozitive, demonstrându-și reziliența la perioadele de volatilitate generate de factori externi, randamentele titlurilor de stat românești înregistrând o tendință de scădere. În ultimele 3 luni ale anului 2017 contextul din piață a fost caracterizat prin modificări la nivelul lichidității, precum și de așteptările privind creșterea inflației, factori care au influențat creșterea randamentelor pentru toate maturitățile emise de MFP, mai accentuat pentru segmentul scurt al curbei randamentelor titlurilor de stat.

Așa cum rezultă din graficul 8, la sfârșitul anului 2017 ratele dobânzilor aferente titlurilor de stat românești în lei s-au situat peste nivelurile de la sfârșitul anului 2016, în primele 6 luni din anul 2018 menținându-se o tendință de creștere comparativ cu sfârșitul anului 2017.

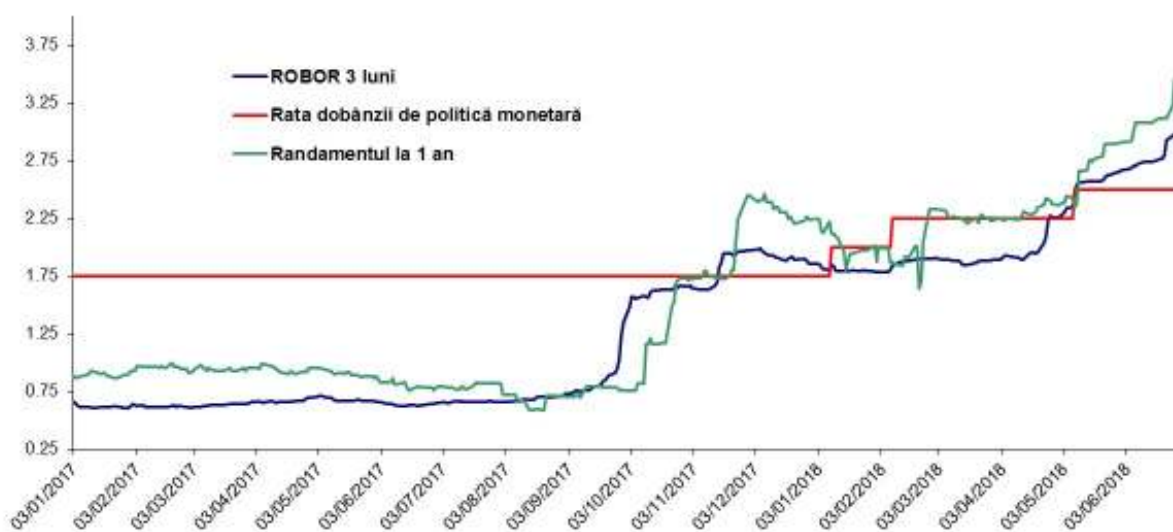
**Grafic 8 : Evoluția randamentelor pe piața secundară internă**



Sursă: Bloomberg

Pe întreg parcursul anului 2017, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75%, efectuând două operațiuni de îngustare a coridorului în luna noiembrie cu câte 0,25 puncte procentuale de la 3,25% (facilitatea de creditare) și 0,25% (facilitatea de depozit) la 2,75% (facilitatea de creditare) și 0,75% (facilitatea de depozit). În luna mai 2017 a fost redusă rata rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută de la 10% la 8%. În lunile ianuarie, februarie și mai 2018, BNR a crescut rata dobânzii de politică monetară cu câte 0,25 puncte procentuale, de la 1,75% la 2,5%, fiind menținut coridorul simetric format din ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la +/-1 punct procentual.

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

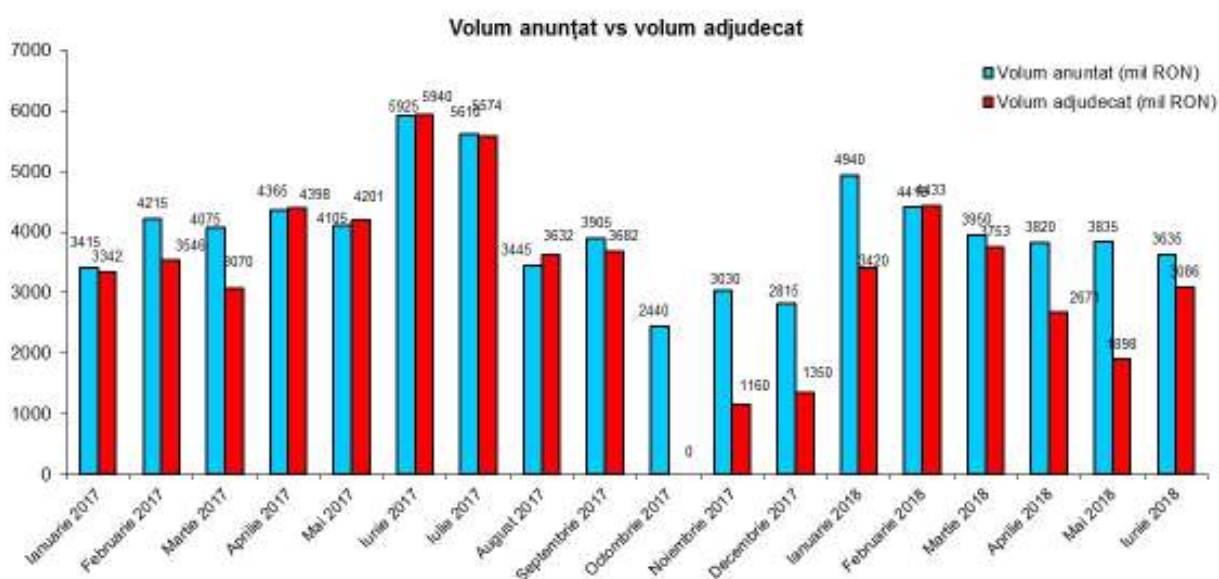


Sursa: MFP, BNR

Prezența titlurilor de stat românești în indicii JPMorgan și Barclays continuă să aibă o influență pozitivă asupra pieței locale și menținerii interesului din partea investitorilor straini. La sfârșitul lunii iunie 2018, 12 serii de obligațiuni de stat românești erau incluse în indexul GBI-EM Global Diversified Investment Grade, cu o pondere de aproximativ 3,84%, și 13 serii în indexul Barclays EM Local Currency Government Index, cu o pondere de 1,19%, la sfârșitul lunii iunie 2018.

Politica de emisiuni de titluri de stat a fost una predictibilă și flexibilă adaptată la cerințele mediului investițional. În primele nouă luni ale anului 2017, majoritatea licitațiilor au fost adjudecate în totalitate (a se vedea graficul 10), la licitațiile pe termen lung fiind acceptate chiar volume superioare celor anunțate, fiind utilizate ferestrele de oportunitate caracterizate prin randamente favorabile în scopul extinderii maturității medii reziduale a portofoliului de datorie publică guvernamentală și consolidării lichidității pe acele maturități. Începând cu luna octombrie 2017, ratele dobanzilor din piața monetară interbancară au înregistrat creșteri, pe fondul modificării condițiilor de lichiditate, creșterii inflației (la sfârșitul anului 2017 rata inflației fiind de 3,32%), dar și a așteptărilor privind ajustarea conduitei politicii monetare de către BNR, factori care au influențat creșterea randamentelor, precum și gradul de adjudecare la nivelul licitațiilor de titluri de stat.

**Grafic 10: Volum anunțat vs volum adjudecat în perioada ianuarie 2017 – iunie 2018**



Sursa: MFP

Așa cum rezultă din graficul 11, pe parcursul anului 2017 licitațiile de titluri de stat au fost suprasubscrise în medie de cca 2 ori față de volumul anunțat, excepție făcând trimestrul IV.

Grafic 11: Cererea și oferta de titluri de stat pe piața primară în perioada ianuarie 2017 – iunie 2018



Sursă: MFP

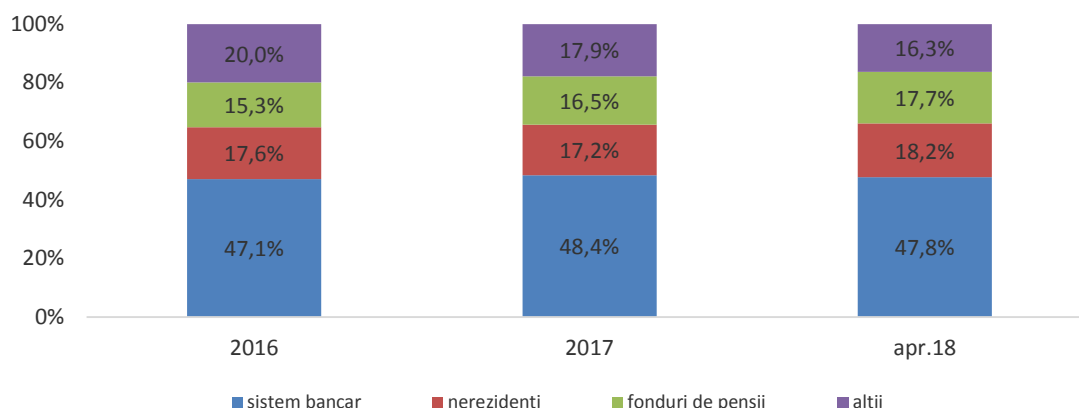
### Baza de investitori

În contextul unui avans moderat al activității de creditare a instituțiilor financiare pe parcursul anului 2017 și a episoadelor caracterizate de surplus de lichiditate existent în piață, băncile comerciale au continuat să fie principalii investitori pe piața internă a titlurilor de stat, deținând în portofoliu la sfârșitul anului 2017 48,4% din volumul total al titlurilor de stat emise pe piața internă, fiind urmate de investitorii nerezidenți cu dețineri relativ constante, în jurul valorii de 18%, în timp ce fondurile de pensii au înregistrat o creștere a deținerilor de la 15,3% la sfârșitul anului 2016 la 16,5% la sfârșitul anului 2017, pentru a ajunge la 16,8% la sfârșitul lunii martie 2018. La sfârșitul lunii aprilie 2018, bancile comerciale dețineau 47,8% din totalul titlurilor de stat emise pe piața internă fiind urmate de investitorii nerezidenți în creștere față de sfârșitul anului 2017 la 18,2%. Creșterea a fost înregistrată și de către fondurile de pensii care la sfârșitul lunii aprilie 2018 reprezentau 17,7% din totalul titlurilor de stat emise pe piața internă.

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



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



Sursa: BNR

În cadrul segmentului de investitori instituționali, fondurile locale de administrare de active și fondurile de pensii private, deși dețin o cotă relativ redusă pe piața titlurilor de stat, reprezintă în general un potențial semnificativ de sprijinire a activității de finanțare a statului și a dezvoltării pieței localea titlurilor de stat. Activele nete totale deținute de fondurile private de pensii (pilonul II+III) au cunoscut o creștere semnificativă de la 10,2 miliarde lei în anul 2012, până la 41,5 miliarde lei în anul 2017 și respectiv 44,86 miliarde lei la sfârșitul lunii mai 2018, mare parte dintre acestea fiind investite în titluri de stat - dacă la sfârșitul anului 2016 deținerile de titluri de stat se situau la aprox. 22,8 miliarde lei, la sfârșitul lunii mai 2018 se situau la aprox. 27,04 miliarde lei.

Investitorii nerezidenți continuă să reprezinte un segment important, asigurând o cerere complementară investitorilor locali prin interesul centrat în special pe maturități lungi, conducând la diversificarea bazei de investitori. Anul 2017 a început pe fondul așteptărilor că principalele bănci centrale (BCE și FED) vor avea politici monetare divergente și, într-adevăr BCE și-a menținut rata de referință pe parcursul anului, în timp ce FED a operat creșteri consecutive de rata de dobândă, de la 0,75% la începutul anului, la 1,5% la sfârșitul anului. Aceste decizii de politică monetară au afectat și piața locală a titlurilor de stat prin fluctuații la nivelul cererii din partea investitorilor nerezidenți.

În anul 2017, deținerile de titluri de stat ale nerezidenților s-au situat între 17-19% din total titluri de stat emise pe piața internă, Deținerile relativ reduse ale nerezidenților au limitat vulnerabilitatea pieței interne la perioadele de volatilitate, când investitorii au tendința de a-și lichida/diminua expunerile pe țările emergente, curba randamentelor titlurilor de stat menținându-se relativ stabilă în astfel de perioade.

Creșterea prezenței investitorilor nerezidenți este influențată de o multitudine de factori, interni, cum ar fi: dezvoltarea unei piețe mai lichide a swap-urilor în România pentru maturități mai lungi, creșterea lichidității titlurilor de stat pe toate segmentele, introducerea operațiunilor de piață secundară, 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.

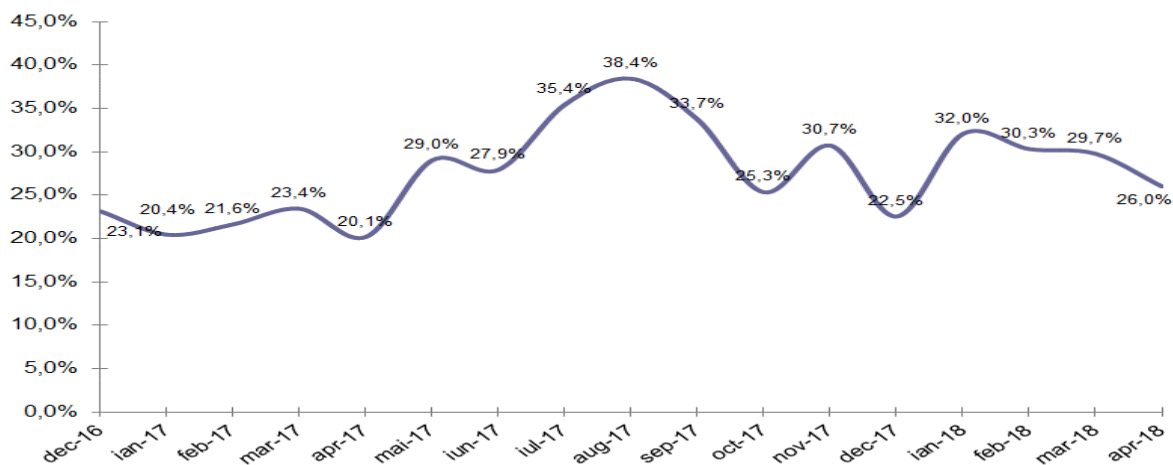


## Piața secundară

Lichiditatea titlurilor de stat pe piața secundară reprezintă un indicator important în ceea ce privește nivelul de dezvoltare al pieței titlurilor de stat. Gradul de lichiditate, calculat ca raport între volumul total al tranzacțiilor lunare de pe piața secundară și volumul total al titlurilor de stat, a avut o creștere constantă în primele 8 luni ale anului 2017 apoi a scăzut până la un nivel similar cu începutul de an, în condițiile creșterii stocului de titluri de stat existent în piață cu 9,9 mld. lei. Cu toate acestea gradul de lichiditate se situează încă la niveluri scăzute comparativ cu standardele internaționale. În luna august s-a înregistrat o creștere semnificativă, gradul de lichiditate ajungând la 38,4%, ca urmare a diminuării soldului de titluri de stat prin rambursarea a două serii de tip benchmark cu un volum acumulat de 15,8 mld. lei.

Începând cu ianuarie 2017, dealerii primari au obligația de a furniza cotații ferme pe platforma electronică de cotare și tranzacționare a titlurilor de stat românești furnizată de Bloomberg (E-Bond), cu îndeplinirea unor cerințe minime legate de volum, maturitate, timp de cotare, marja între prețul de vânzare (BID) și cel de cumpărare (ASK), performanța acestora fiind reflectată în evaluarea periodică a activității acestora pe piața titlurilor de stat. La sfârșitul primului an de funcționare se observă impactul pozitiv al acesteia asupra pieței titlurilor de stat, prin reducerea marjei bid/ask, creșterea graduală a numărului de titluri cotate și a volumului mediu cotat/timpului mediu de cotare de fiecare dealer primar/serie titluri de stat.

**Grafic 14: Evoluția gradului de lichiditate al titlurilor de stat în lei active în perioada decembrie 2016 - aprilie 2018**



Sursa: MFP

## Implementarea planului de finanțare de pe piața internă în anul 2017 și în primele 6 luni ale anului 2018

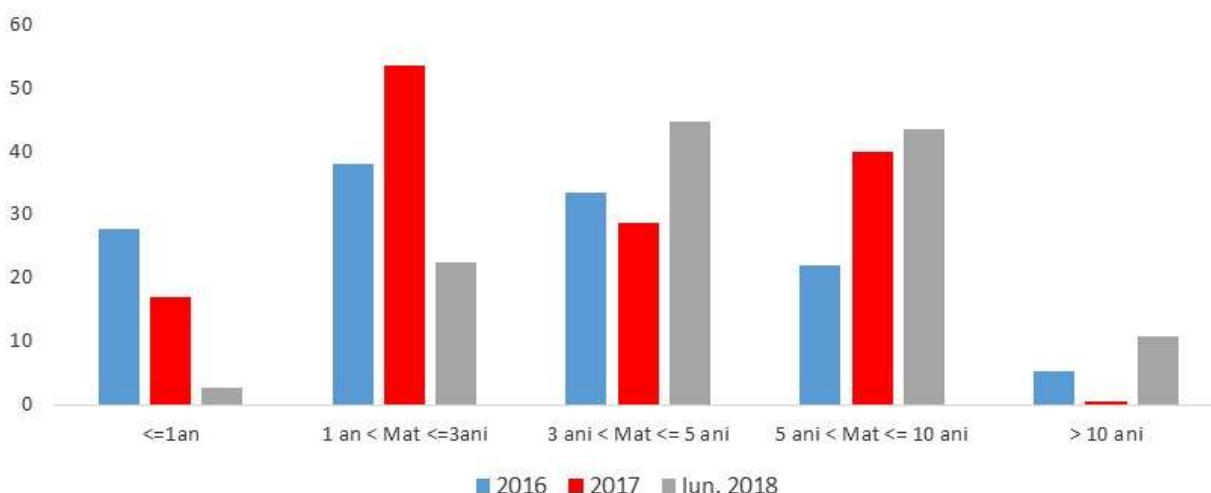
Pe parcursul anului 2017, MFP a urmărit asigurarea unei prezențe constante și continue pe piața internă, prin organizarea în mod regulat de licitații de titluri de stat, atât în scopul

satisfacerii cererii din partea investitorilor, cât și pentru evitarea eventualelor presiuni în atragerea resurselor financiare.

În 2017 s-au emis titluri de stat pe piața internă în valoare de 39,9 miliarde lei, și respectiv 340 mil. Euro, reprezentând cca 62,7% din necesarul brut de finanțare al administrației publice centrale<sup>15</sup>, cu următoarea structură: a) 26,4% reprezintă emisiuni de certificate de trezorerie cu discount cu maturitate de până la 12 luni și emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale până la 1 an; b) 44,4% reprezintă emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 1 și 5 ani; și c) 29,2% reprezintă emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 5 și 14 ani. Obligațiunile de stat de tip benchmark denumite în lei cu scadențe la 3, 5 și 7 ani au fost emise și redeschise aproape în fiecare lună. Eforturile MFP au continuat în vederea extinderii maturității medii a titlurilor de stat, mare parte din emisiuni fiind emise pe segmentul maturităților medii și lungi.

În primele șase luni ale anului 2018 au fost emise pe piața internă titluri de stat în valoare totală de 19,2 mld lei, din care titluri de stat denumite în Euro în valoare totală de 251 mil. Euro.

**Grafic 15 : Structura emisiunilor de titluri de stat pe scadențe (mat. inițială, mld. lei) – anii 2016, 2017 și primele 6 luni din 2018**



Sursa: MFP

Începând cu anul 2017, eforturile s-au concentrat pe îmbunătățirea performanțelor dealerilor primari, pe dezvoltarea de obligațiuni de tip benchmark care să corespundă cerințelor de lichiditate aferente includerii acestora în indicii regionali de referință, pe îmbunătățirea infrastructurii pentru piața secundară prin dezvoltarea platformei de tranzacționare pentru dealerii primari (E-Bond), pe care s-au monitorizat performanțele acestora ca formatori de piață începând cu luna ianuarie 2017, pe creșterea nivelului de transparență în diseminarea informațiilor și datelor statistice aferente datoriei publice, prin actualizarea site-ului [www.datoriepublica.mfinante.gov.ro](http://www.datoriepublica.mfinante.gov.ro), și pe organizarea și participarea la diverse evenimente cu participare internațională menite să sporească vizibilitatea României în mediul investițional.

<sup>15</sup> Prezentat în cap 5

## Piața externă

### Evoluțiile piețelor externe și a euroobligațiunilor românești în 2017 și în primele 6 luni ale anului 2018

Pe parcursul anului 2017, evoluția piețelor obligațiunilor suverane au fost în mare parte influențate de inițierea negocierilor Brexit, organizarea de alegeri în mai multe state membre ale UE, intensificarea așteptărilor de creștere a dobânzilor de referință în special pe piața SUA.

Pe piața SUA, în decembrie 2017, Rezerva Federală a SUA (FED) a crescut rata de dobânzii de referință cu 25 puncte de bază. În lunile martie și iunie 2018 s-a majorat din nouă rata dobânzii de politică monetară, ajungând în prezent la nivelul de 1,75 – 2,00%.

Începând cu luna aprilie 2017 Banca Centrală Europeană (BCE) a redus gradual nivelul achizițiilor lunare de obligațiuni emise de statele din zona euro de la 80 mld. euro până la 30 mld. euro și respectiv 15 mld. euro începând cu luna octombrie 2018, programul masiv de stimulare anticipându-se că se va încheia până la sfârșitul acestui an, dar cu menținerea ratelor dobânzilor până în vara anului următor.

Primele 6 luni ale anului 2018 au fost marcate de perioade de incertitudine, un prim semnal fiind scăderea puternică a indicilor pieței bursiere<sup>16</sup>, pe fondul corecției pieței și al creșterii randamentelor obligațiunilor suverane<sup>17</sup>, investitorii anticipând că inflația mai ridicată din Statele Unite va determina Rezerva Federală (Fed) să accelereze majorarea dobânzilor.

Randamentele euroobligațiunilor emise de România au înregistrat o evoluție similară cu tendințele observate și în alte țări din regiune, ceea ce demonstrează că principalii factorii determinanți au fost de natură globală și, prin urmare, efectele s-au resimțit în mod similar la nivelul țărilor din regiune. Spread-ul dintre randamentele euroobligațiunilor emise de România și cele germane pentru maturitatea de 10 ani a consemnat un trend descrescător pe parcursul anului, variind în intervalul 150-200 puncte de bază.

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



Sursă: MFP

<sup>16</sup> în cursul zilei de 5 februarie a indexului Dow Jones Industrial Average cu 1500 de puncte

<sup>17</sup> randamentul titlurilor de trezorerie americane cu scadență de 10 ani a crescut peste nivelul de 2,85% pentru prima oară din ianuarie 2014, iar cel al obligațiunilor germane cu aceeași maturitate a urcat cu 0,05 puncte procentuale, la 0,77%, cel mai ridicat nivel atins în mai mult de doi ani

Având în vedere contextul internațional și percepția investitorilor asupra evoluției economiei românești, randamentele euroobligațiunilor de stat denuminate în Euro și USD au avut un trend descrescător pe parcursul anului 2017, dar începând cu anul 2018 randamentele s-au înscris pe o tendință crescătoare. Euroobligațiunile denuminate în Euro au avut performanțe superioare celor denuminate în USD și s-au menținut atractive pentru mediul investitional, oferind randamente superioare raportat la țările comparabile din aceeași categorie de rating.

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



Sursă: MFP

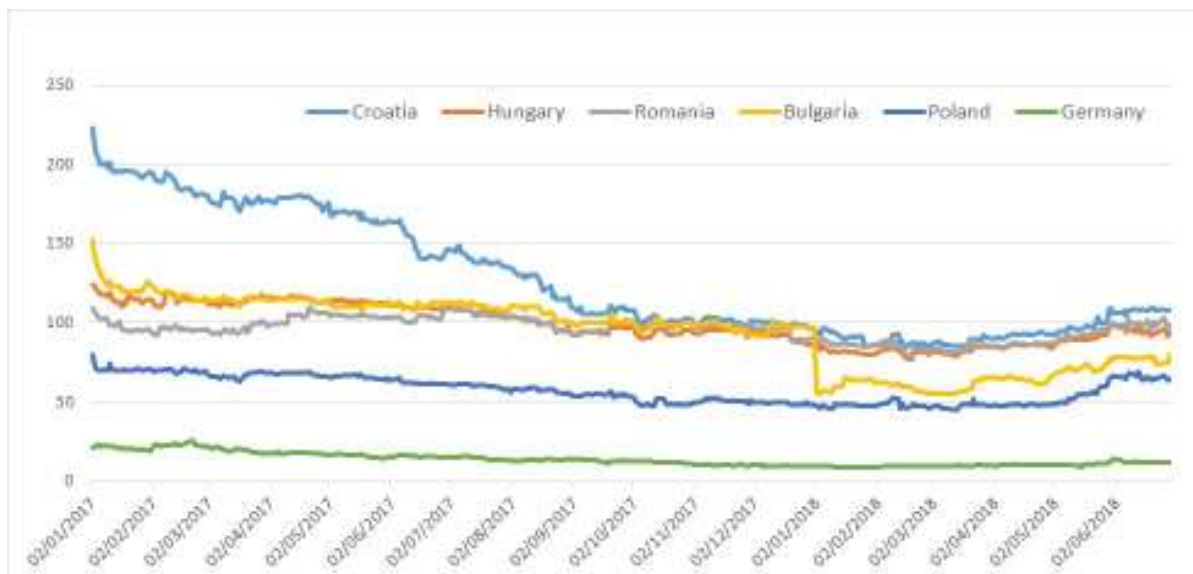
**Grafic 18: Randamentele euroobligațiunilor României emise în USD pe piața externă cu scadență 2023 și 2024**



Sursă: MFP

Într-un context dominat de randamente foarte scăzute pe parcursul anului 2017 și chiar negative ale obligațiunilor de referință, situația incertă generată de efectele Brexit și în lipsa unor alternative de investiție, investitorii și-au mărit expunerile către piețele emergente. Cotațiile CDS (credit default swap)<sup>18</sup> ale României, reprezentând prețul asigurării contra riscului de neplată, au înregistrat o scădere de aprox 15 puncte de bază pe parcursul anului, nivelul de la sfârșitul anului 2017 fiind comparabil cu nivelurile înregistrate de alte țări din regiune, precum Bulgaria și Ungaria.

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



Sursă: Bloomberg

### *Implementarea planului de finanțare de pe piețele externe în 2017 și în primele 6 luni ale anului 2018*

În anul 2017, MFP a atras de pe piețele externe un volum de 2.75 miliarde Euro prin intermediul a două tranzacții în cadrul Programului MTN.

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

În luna octombrie 2017 a fost redeschisă emisiunea de euroobligațiuni denumite în Euro cu maturitatea de 10 ani, lansată în luna aprilie 2017, pentru un volum de 1 miliard Euro, la un randament cu 30 puncte de bază sub cel înregistrat în momentul lansării inițiale.

Implementarea planului de finanțare externă pentru anul 2018 a debutat la începutul lunii februarie 2018 cu lansarea primei emisiuni externe, în două tranșe, denumite în Euro, cu maturități de 12 și 20 de ani, cupoane de 2,500% și 3,375%, cu o valoare totală de 2 miliarde Euro, din care 0,75 miliarde Euro pentru tranșa de 12 ani și 1,25 miliarde Euro pentru tranșa de 20 ani.

<sup>18</sup> Evoluția CDS-urilor reflectă percepția investitorilor asupra riscului de țară și impactează costurile de finanțare a țării respective.

Operațiunile de pe piața externă în anul 2017 au inclus și trageri în valoare de cca 606 milioane Euro aferente împrumuturilor contractate de la instituții financiare internaționale.

În luna iunie 2018 a fost lansată o emisiune nouă în USD cu maturitate de 30 de ani și cupon de 5,125%, în valoare de 1,2 mld. USD, împreună cu prima tranzacție de răscumpărare anticipată parțială a unor obligațiuni existente în USD cu scadență 2022, cupon 6,75% realizata de statul roman.

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

Data emisiune	Moneda	Maturitate	Valoare adjudecata (mii)	Cupon (%)	Randament initial	Randament 29.06.2017
07.02.2012	USD	07.02.2022	1.500	6,75	6,875	4,009
06.03.2012			750		6,450	
15.06.2018			-231			
07.11.2012	EUR	07.11.2019	1.500	4,875	5,040	-0,119
22.02.2013	USD	22.08.2023	1.500	4,375	4,500	4,166
18.09.2013	EUR	18.09.2020	1.500	4,625	4,769	0,034
28.10.2013			500		4,150	
22.01.2014	USD	22.01.2044	1.000	6,125	6,258	5,239
22.01.2014	USD	22.01.2024	1.000	4,875	5,021	4,270
24.04.2014	EUR	24.04.2024	1.250	3,625	3,701	1,182
28.10.2014	EUR	28.10.2024	1.500	2,875	2,973	1,278
29.10.2015	EUR	29.10.2025	1.250	2,75	2,845	1,666
25.02.2016			750		2,550	
29.10.2015	EUR	29.10.2035	750	3,875	3,930	3,688
25.02.2016			500		3,900	
19.04.2017			750		3,550	
26.05.2016	EUR	26.05.2028	1.000	2,875	2,992	2,640
05.10.2016			1.000		2,15	
19.04.2017	EUR	19.04.2027	1.000	2,375	2,411	2,344
08.02.2018	EUR	08.02.2030	750	2,5	2,585	2,924
08.02.2018	EUR	08.02.2038	1.250	3,375	3,45	3,754
15.06.2018	USD	15.06.2048	1.200	5,125	5,2	5,362

Sursă: MFP

## *Ratingul suveran*

Rating-urile alocate României sunt Baa3 cu perspectivă stabilă din partea Moody's, BBB-/A-3 cu perspectivă stabilă din partea Standard&Poor's, BBB- cu perspectivă stabilă din partea Fitch și BBB/BBB+ din partea JCRA.

Pe parcursul anului 2017 și în primele 6 luni ale anului 2018 agențiile de rating au reconfirmat rating-urile acordate României bazându-se pe perspectivele unei creșteri economice solide și ponderea mică a datoriei publice în PIB, semnaland factorii care ar putea afecta ratingul suveran, cum ar fi continuarea politicilor pro-ciclice de relaxare fiscală.

## ***Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2018 -2020***

În perioada următoare economiile statelor din regiune și piețele financiare vor fi în continuare sub influența conduitelor politicilor monetare atât la nivel internațional, cât și la nivel local, dar sub impulsul nivelului creșterii economice globale. Sunt așteptate decizii de creștere în continuare a dobânzii de referință de către FED, reducerea programului de achiziție de active de către BCE, acțiuni care vor avea impact asupra curbei randamentelor titlurilor de stat, atât în piețele de bază (core markets – piața americană și cea din zona euro) cât și în piețele emergente.

Astfel, în comparație cu anul 2017 în care trendul de scădere a dobânzilor din primele 9 luni și condițiile de lichiditate au avut o influență favorabilă asupra finanțării statului, contextul de piață estimat pentru perioada următoare este unul mai puțin favorabil prin prisma incertitudinilor și deciziilor de politică monetară anticipate sau estimate, atât pe plan intern, cât și pe cel extern, dar și prin prisma politicilor comerciale și a tensiunilor geopolitice tot mai prezente în analizele de sensibilitate a piețelor financiare.

Pe plan intern, potrivit Programului de Convergență aprobat pentru perioada 2018-2021, se așteaptă ca economia României să continue să performeze, produsul intern brut urmând să se majoreze în medie cu 5,6% anual, ușor peste potențial, urmând tendința de decelerare a ritmului de la 6,1% în 2018 la 5% în 2021. Estimările privind deficitul bugetar pentru anul 2018 nu depășesc limita de 3% din PIB, urmând ca din anul 2019 deficitul bugetar să se ajusteze până la 1,45% în anul 2021. Nivelul inflației estimat pentru sfârșitul anului 2018 este de 3,6% an/an, potrivit celui mai recent raport BNR asupra inflației din luna mai 2018 și de 3% la sfârșitul anului 2019.

Luând în considerare aspectele de context intern și internațional, precum și evoluțiile istorice de până acum, trebuie luat în considerare faptul că schimbările bruște ale aversiunii la risc pe piețele financiare, reprezintă un factor de risc extrem de important pentru perioada următoare. Astfel în derularea procesului de finanțare pe termen mediu pot fi așteptate reacții ale curbei randamentelor titlurilor de stat, dar și ajustări ale participării categoriilor de investitori locali (cum ar fi fondurile de pensii private) la procesul de finanțare internă ca urmare a climatului din piețele internaționale și la evoluțiile economice și politice interne, având în vedere că așteptările pieței converg către creșteri ale nivelurilor ratelor de dobândă.

## ***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. MFP va continua să mențină o abordare flexibilă în realizarea procesului de finanțare, urmărind asigurarea caracterului predictibil și transparent al ofertei de titluri de

stat, pentru a putea reacționa prompt și adecvat la potențialele modificări în tendințele pieței și comportamentului investitorilor.

*Pe piața internă*, pentru a reduce costurile de finanțare și pentru a promova o mai bună funcționare a pieței secundare, MFP intenționează să continue politica de construire a unor serii de obligațiuni de stat de tip benchmark lichide de-a lungul întregii curbe de randament, concomitent cu o politică transparentă de emitere a titlurilor de stat, urmărind atingerea unor volume pe emisiune în valoare echivalentă de aproximativ 2,5 miliarde Euro, cu informarea în prealabil a pieței în ceea ce privește volumele, frecvența lansării/redeschiderii anumitor categorii de maturități. MFP poate redeschide periodic emisiunile de titluri de stat denumite în euro pe piața internă în contextul unei cereri importante pentru astfel de instrumente venită din partea investitorilor locali în lipsa unor instrumente alternative, fiind astfel create premisele unui raport maturitate/cost avantajos.

De asemenea, în funcție de finalizarea cadrului procedural și operațional la nivelul BNR<sup>19</sup>, se are în vedere utilizarea de operațiuni specifice de piață secundară, de tipul răscumpărilor anticipate sau preschimbărilor de titluri de stat, în scopul facilitării procesului de refinanțare a seriilor cu volume mari acumulate, care devin scadente și accelerării procesului de creare a unor serii de titluri de stat de tip benchmark lichide peste nivelul acumulat până în prezent. În mod similar, se intenționează utilizarea operațiunilor de tip reverse repo pentru un management eficient al lichidităților, în baza unei consultări în prealabil cu BNR, în vederea coordonării politicilor de finanțare și de administrare a lichidităților cu cele monetare.

În procesul de finanțare se va avea în vedere o structură flexibilă a maturităților, dar care să permită în continuare extinderea duratei portofoliului de datorie și reducerea riscului de refinanțare. În acest sens este importantă structura bazei investiționale locale, în care ponderea deținerilor de titluri de stat a băncilor comerciale se menține încă la un nivel ridicat. Conform raportului BNR asupra stabilității financiare din luna iunie 2018, sectorul bancar deține aproximativ jumătate din datoria publică emisă pe piața internă, titlurile de stat reprezentând aproximativ 22 la sută din activele acestora.

Astfel, în scenariul previzibil al majorării 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 va genera cel mai probabil o temperare a cererii din partea băncilor 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, MFP are în vedere măsuri de diversificare a deținerilor de titluri de stat cu efect asupra diminuării riscului de concentrare și reducerea 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, în prezent se derulează un program de distribuție a titlurilor de stat pentru populație atât prin intermediul

---

<sup>19</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.



unităților operative ale Trezoreriei Statului, cât și prin rețeaua de unități ale Companiei Naționale Poșta Română.

În ceea ce privește accesarea *pieței externe*, având în vedere că pe piața americană sunt așteptate noi majorări de dobândă în 2018, dacă economia americană își va menține evoluția pozitivă, iar piața europeană oferă condiții avantajoase de finanțare, MFP intenționează să-și mențină prezența pe piețele internaționale de capital în principal prin emisiuni de obligațiuni denominate în Euro, emisiunile în alte valute vor fi luate în considerare ca alternativă de finanțare, în condițiile obținerii de costuri avantajoase, sau în cazul apariției unor evenimente externe care ar putea limita accesul la anumite segmente de maturitate pe piața europeană.

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, dacă condițiile de piață sunt favorabile, de exemplu prin răscumpărarea/preschimbarea emisiunilor denominate în dolari pe piețele externe cu emisiuni noi denominate în Euro sau dolari, cu maturitate foarte lungă.

MFP 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. Astfel, pe termen mediu, MFP 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, cum ar fi împrumuturile BIRD de politici de dezvoltare (tip DPL și/sau alte instrumente similare), precum și celelalte împrumuturi contractate de la instituțiile financiare internaționale 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**

	Maturitatea (ani)	Valoare (miliarde)		
		2018	2019	2020
<b>Piața Internă</b>				
1. Certificate de Trezorerie	6 luni până la 1 an	14-15	10-12	8-10
2. Obligațiuni tip benchmark în lei	Peste 1 an	32-35	38-40	35-37
3. Obligațiuni tip benchmark în Euro	5 ani	0 – 0,5	0-0,5	0-0,5
<b>Piața externă</b>				
1. Emisiuni de euroobligațiuni în cadrul Programului MTN (echiv. Eur)				
- EURO/USD	Peste 10 ani	4,75	4,0	3,0
2. Împrumuturi de la instituții financiare internaționale (mld. 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 MFP)	0,1-0,25	0,2 – 0,36	0,2-0,42
	în medie 15/20 ani din care 4-5 ani perioada de gratie			
b) împrumut DPL	până la 20 ani	0,2	0-0,2	0-0,3

Sursa: MFP

## 5. Cadrul macroeconomic în România

În anul 2017 economia a înregistrat o creștere economică de 6,9%, cel mai bun ritm din 2008, pe fondul dinamicii consumului individual susținut de tăieri de taxe și de creșterile salariale, înregistrând astfel cea mai mare creștere economică anuală din UE.

Având în vedere contextul economic internațional și evoluția economică și financiară din zona euro, precum și evoluția potențialului de creștere economică, pentru perioada 2018-2020 se estimează că produsul intern brut va crește cu un ritm mediu anual de cca 5,8%.<sup>20</sup>

Condițiile pieței muncii s-au îmbunătățit în concordanță cu creșterea economică, în 2017, rata șomajului (4,0%) atingând cel mai scăzut nivel din ultimii 20 de ani.

După doi ani consecutivi de scădere a indicelui prețurilor de consum, inflația a devenit pozitivă în 2017, când s-a accelerat în a doua jumătate a anului, în principal din cauza creșterii prețurilor la alimente și energie. România a încheiat anul 2017 cu o *rată a inflației de 3,32%*<sup>21</sup>, iar pentru anul 2018<sup>22</sup>, prin dispariția efectului de bază al măsurilor adoptate pe parcursul anului 2017, se estimează că inflația va crește, ajungând la sfârșitul anului la 3,2%. În perioada 2019 – 2020<sup>23</sup> se așteaptă o reducere graduală a inflației la 2,8% în 2019, respectiv 2,5% la sfârșitul anului 2020.

În anul 2017, deficitul de cont curent a crescut la 3,4% din PIB pe fondul accelerării semnificative a consumului, înregistrând cel mai mare nivel din 2011. Pe termen mediu se estimează că deficitul contului curent se va menține în limite sustenabile, reducându-se de la 3,1% din PIB în anul 2018 la 2,6% în anul 2020.<sup>24</sup>

Cadrul macroeconomic configurat pentru perioada 2018-2021 a luat în considerare: (i) impactul pozitiv al măsurilor prevăzute în Programul de Guvernare și adoptate de executiv asupra mediului de afaceri și asupra puterii de cumpărare al populației, (ii) evoluțiile privind contextul european și global evidențiate în prognoza de iarnă a Comisiei Europene, caracterizat prin tendința de diminuare a incertitudinilor; (iii) realizările economico-sociale din anul 2017 și din primele luni ale anului 2018.

Măsurile de relaxare fiscală începute în perioada 2015-2016 în scopul stimulării creșterii economice și continuate prin actele normative adoptate în anul 2017, precum și cele în domeniul cheltuielilor bugetare, au condus la o proiecție a bugetului general consolidat care înregistrează abateri semnificative de la obiectivul bugetar pe termen mediu (MTO), stabilit pentru România, respectiv deficitul structural să nu depășească 1% din PIB, care a fost atins în anul 2015, iar începând cu anul 2016 s-a deviat de la acesta, și urmează ca în anul 2019 să înceapă reducerea graduală anuală a deficitului structural în scopul atingerii MTO într-un anumit orizont de timp. În condițiile deficitelor bugetare de până la 3% din PIB pe termen mediu, necesarul brut de finanțare este încă determinat de volumul refinanțării datoriei publice guvernamentale, reprezentând cca 65% din necesarul brut de finanțare, după cum se prezintă în tabelul de mai jos:

<sup>20</sup> Sursă: CNSP prognoza de primăvară aprilie 2018

<sup>21</sup> Sursă: INS

<sup>22</sup> Idem 20

<sup>23</sup> Idem 20

<sup>24</sup> Idem 20

**Tabel 8: Prognoza necesităților de finanțare**

Indicator	2017	2018 prog.	2019 prog.	2020 prog.
Veniturile administrației publice centrale (miliarde lei) <sup>25</sup>	195,2	241,9	264,1	284,9
Cheltuielile administrației publice centrale (miliarde lei) <sup>26</sup>	221,1	271,4	291,8	307,3
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale (I) (miliarde lei) <sup>27</sup>	25,9	29,5	27,7	22,4
Refinanțarea datoriei publice guvernamentale <sup>28</sup> (II) (miliarde lei)	40,1	42,3	42,5	32,5
Necesar brut de finanțare (I+II) (miliarde lei)	66,0	71,8	70,2	54,9

Sursa: MFP

Ipotezele macroeconomice ale Strategiei pentru perioada 2018-2020 sunt prezentate în tabelul de mai jos.

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

Indicatori	2017	2018prog.	2019 prog.	2020 prog.
PIB nominal (miliarde lei)	858,3	930,0	1.001,3	1078,3
Creștere PIB (%)	6,9	6,1	5,7	5,7
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale <sup>29</sup> (% din PIB)	-3,03	-3,2	-2,8	-2,1
Deficitul contului curent (% din PIB)	-3,4	-3,1	-2,8	-2,6
Inflația (sfârșitul anului %)	3,32	3,2	2,8	2,5
Inflația (medie anuală %)	1,34	4,3	2,8	2,6
Cursul de schimb mediu lei/EUR	4,5681	4,65	4,62	4,6
Cursul de schimb mediu lei/USD	4,0525	3,78	3,76	3,74

Sursa: CNSP, MFP, INS

**Riscurile aferente proiecțiilor inițiale**

Abaterile de la proiecțiile macroeconomice din scenariul de bază descrise mai sus ar putea proveni din înăsprirea mai rapidă decât se preconiza a politicii monetare americane, ieșirea BCE din politica de relaxare cantitativă, nivelul ridicat al preturilor anumitor active, incertitudinile determinate de negocierile privind Brexit, tensiuni geopolitice, precum și alte evenimente externe (cum ar fi tendința comerțului internațional ca urmare a adoptării de politici protecționiste la nivelul economiei SUA) toate acestea putând conduce la volatilitate afectând apetitul investițional pentru activele financiare emise de economiile emergente.

Acești factori pot genera un grad ridicat de volatilitate pe piețele financiare internaționale în condițiile înăsprii politicilor monetare actuale ale FED<sup>30</sup> și BCE<sup>31</sup>, volatilitate care poate conduce la creșteri temporare ale aversiunii față de risc la nivel global afectând economiile emergente.

Șocurile externe asociate acestor riscuri ar putea conduce la diminuarea creșterii economice, prin scăderea exporturilor sau ieșirilor de fluxuri de capital<sup>32</sup>, și ar putea

<sup>25</sup>Calculat pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

<sup>26</sup>Idem 25

<sup>27</sup>Idem 25

<sup>28</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 2017 (include garanțiile de stat, dar nu include finanțarea temporară).

<sup>29</sup>Idem 25

<sup>30</sup>Rezerva Federală a început ciclul de întărire a politicii monetare majorând de 3 ori rata dobânzii de politica monetară în 2017. În martie și iunie 2018 FED a majorat rata dobânzii de politică monetară în prezent aceasta se situează în intervalul 1,75% - 2,00%.

<sup>31</sup>BCE a decis reducerea programului de achiziție de active și a penționat că anticipează încheierea programului până la sfârșitul acestui an.

<sup>32</sup>Expunerea la volatilitatea fluxurilor de capital poate să crească și datorită prezentei obligațiunilor românești denumite în moneda națională în indicii de referință Barclay's și JP Morgan ca urmare a creșterii accesului nerezidenților la titlurile de stat emise pe piața locală de obligațiuni.

determina creșterea necesarului de finanțare în condiții de finanțare mai puțin avantajoase, coroborat cu riscul semnificativ de modificare a sentimentului investitorilor.

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

Printre factorii de risc de pe plan intern se numără conduita politicii fiscal-bugetare, în contextul incertitudinilor legate de impactul pe care măsurile de relaxare fiscală adoptate le-ar putea avea asupra dezechilibrelor macroeconomice pe termen mediu, majorarea deficitului bugetar pe termen mediu și creșterea peste nivelul prognozat al ratei inflației, pe fondul apariției unor condiții meteorologice nefavorabile cu impact asupra contribuției producției agricole la realizarea PIB-ului, în timp ce principalele riscuri externe sunt asociate temerilor privind deteriorarea rapidă a încrederii investitorilor în economiile emergente și evenimentelor de pe plan internațional care amplifică tensiunile geopolitice recente și care ar putea conduce la deprecierea cursului de schimb.

În condițiile unor deficite bugetare ridicate pe termen mediu (până la 3% din PIB), emiterea de datorie nouă necesară acoperirii acestor necesități de pe piața internă trebuie să țină cont de capacitatea de absorbție a pieței interne și caracteristicile deținătorilor de titluri de stat emise pe această piață (sectorul bancar încă fiind principalul deținător deși ponderea acestuia în total a scăzut sub 50%). Acest factor de risc poate fi diminuat pe termen lung prin creșterea cererii din partea investitorilor instituționali, 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 și stabilizarea ponderii datoriei publice guvernamentale în PIB în perioada următoare. Aceasta înseamnă că strategiile de finanțare vor trebui implementate având în vedere volumul refinanțării datoriei și al deficitelor bugetare de până la 3% din PIB, în paralel cu creșterea toleranței la riscurile financiare. În procesul de finanțare pe termen mediu, MFP va avea în vedere atingerea obiectivelor sale specifice, respectiv de creștere a finanțării în monedă națională și de extindere a maturităților titlurilor de stat emise atât în monedă națională pe piața internă, cât și la extern, însă, va ține cont de contextul macroeconomic și de modificările cererii la nivelul bazei investiționale atât pe plan intern, cât și pe plan extern.

**În concluzie**, principalele riscuri asociate ipotezelor macroeconomice din scenariul de bază arată că, prin prisma deciziilor de politică monetară anticipate/estimate atât pe plan intern, cât și extern, contextul de piață estimat pentru anul 2018 este unul mai puțin favorabil în comparație cu anul 2017. Pe plan intern, în contextul creșterii ratei inflației, așteptările pieței converg către creșteri ale ratelor de dobândă pe termen scurt cu impact și asupra curbei de randamente a titlurilor de stat. Pe plan extern sunt așteptate decizii de creștere în continuare a dobânzii de referință de către FED care vor avea impact asupra curbei randamentelor pe piețele de bază (core markets – piața americană și cea din zona euro), și implicit cu impact negativ asupra volatilității și randamentelor obligațiunilor emise de țările emergente corelat cu ieșirea BCE din programul de relaxare cantitativă și așteptările de creștere a ratei de referință.

## 6. Analiză și linii directoare strategice

Liniile directoare strategice privind administrarea datoriei publice guvernamentale a României reflectă relația cost-risc asociată portofoliul actual de datorie publică 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 denominate în USD. Analiza efectuată la acest moment arată că, actualmente, 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 Euro<sup>34</sup>. Cu toate acestea trebuie să se aibă în vedere costul asociat utilizării instrumentelor de hedging pe termen lung și foarte lung. În plus, politica monetară a FED cu așteptări de majorare în continuare a ratei dobânzii de politică monetară<sup>35</sup> va avea impact negativ asupra volatilității și randamentelor euroobligațiunilor emise de economiile emergente și va influența paritatea cursului euro/dolar.

Contextul de piață estimat pentru orizontul de timp 2018-2020 este unul cu mai multe provocări prin prisma deciziilor de politică monetară anticipate atât pe plan intern, cât și extern, mai ales prin prisma renunțării BCE la politica de relaxare cantitativă, pe fondul așteptărilor inflaționiste în creștere și a majorării inevitabile a dobânzilor de referință.

Începând cu a doua parte a anului 2018 se intenționează utilizarea de instrumente specifice de piață secundară, de tipul operațiunilor de răscumpărare anticipată și/sau preschimbare de titluri de stat, funcție de finalizarea cadrului procedural și operațional la nivelul BNR, în scopul reducerii riscului de refinanțare și îmbunătățirii lichidității, prin refinanțarea unor serii cu volume mari acumulate și prin consolidarea cererii investitorilor pentru titlurile în monedă națională.

Între factorii de risc de pe piața internă se numără conduita politicii fiscal-bugetare, ajustarea deficitului structural către ținta 1% pe termen mediu, posibilitatea tergiversării reformelor structurale, dar și așteptările pieței cu privire la creșterea dobânzilor pe termen scurt în contextul revenirii la inflație pozitivă și a ratelor de dobândă în creștere având în vedere politicile FED și BCE.

În baza acestor considerații, MFP a evaluat alternativele de finanțare care facilitează limitarea expunerii la riscul de refinanțare și la cel de rată de dobândă. Au fost utilizate două abordări: prima abordare are în vedere emiterea titlurilor de stat în monedă națională pe maturități pe termen cât mai lung, iar a doua abordare înlocuiește finanțarea prin

<sup>33</sup>La finele anului 2017.

<sup>34</sup> Randamentele actuale (la data de 5 iulie) aferente euroobligațiunilor denominate în Euro cu scadența în 2028 fiind de aprox 2,60% în condițiile în care cele aferente emisiunilor de euroobligațiuni în USD cu scadența în 2024 se situează la aprox 4,20%.

<sup>35</sup> FED a majorat de 3 ori rata dobânzii de politică monetară în 2017 și de 2 ori în 2018 până la un interval cuprins între 1,75% și 2,00%.

certIFICATE de trezorerie cu scadență pe termen scurt cu cea prin obligațiuni de stat denominate în Euro emise pe termen lung. În plus, pentru a examina relația cost-risc ca urmare a emisiunilor de obligațiuni pe termen lung în USD, au fost simulate mai multe strategii de finanțare cu structuri diferite de valute (Euro versus USD).

Strategiile alternative de finanțare au fost comparate pe baza proiecției serviciului datoriei având la bază diferite scenarii alternative pentru cursul de schimb și ratele de dobândă. Scenariul de bază, determinat ca fiind cel mai probabil, a fost folosit pentru a calcula costul estimat al diferitelor strategii. Riscul a fost calculat 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 2020. Rezultatele analizei cost-risc sunt completate de considerațiile macroeconomice și de cele legate de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat, așa cum se prezintă mai jos.

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

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

Această strategie poate să contribuie la dezvoltarea pieței, prin creșterea lichidității titlurilor de stat emise pe termen mediu și lung, cu impact asupra dezvoltării pieței secundare. Îmbunătățirea lichidității poate veni atât prin creșterea ponderii titlurilor de stat românești în indicii regionali de referință, prin utilizarea platformei electronice de tranzacționare pe piața secundară (E-bond) implementată în anul 2017 și utilizarea instrumentelor de piață secundară (răscumpărări anticipate și preschimbari de titluri) după definitivarea cadrului tehnic și operațional necesar utilizării acestor instrumente de către BNR. Totuși, simularile de cost aferente acestei strategii nu capturează constrângerea dată de capacitatea de absorbție a unui volum majorat de titluri de stat pe termen mediu și lung de către piața internă, în special într-un context caracterizat de probabilitatea în creștere a unor măsuri de politică monetară care ar putea afecta cererea pieței pentru titlurile pe termen mediu și scurt. Astfel, acest scenariu trebuie să aibă în vedere o creștere rezonabilă a volumului net de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu și lung pe piața internă.

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

ponderii datoriei în Euro amplifică expunerea portofoliului la o posibilă corecție a monedei naționale.

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

Deși piața în USD este mult mai lichidă și permite României să se împrumute cu maturități foarte lungi (până la 30 de ani) la care se adaugă și diversificarea bazei de investitori, condițiile favorabile de pe piața în Euro care au permis extinderea maturității titlurilor de stat românești până la 20 de ani constituie un argument suplimentar pentru emiterea de euroobligatiuni preponderent pe piața în Euro. Totuși, în cazul existenței unor oportunități prin prisma raportului cost/maturitate la emiterea de euroobligatiuni 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 Euro.

În vederea utilizării instrumentelor financiare derivate (swap valutar și swap pe rată de dobândă), pentru crearea cadrului legal, tehnic și procedural MFP, prin Direcția Generală de Trezorerie și Datorie Publică a beneficiat de asistență tehnică din partea Trezoreriei Băncii Mondiale, pentru o perioadă de 25 luni, în cadrul proiectului cu tema "Dezvoltarea capacității de administrare a datoriei publice guvernamentale prin utilizarea instrumentelor financiare derivate" cod SIPOCA 10. Proiectul este finanțat din Fondul Social European în cadrul Programului Operațional Capacitate Administrativă 2014-2020, MFP urmând să îmbunătățească cadrul legal privind utilizarea instrumentelor financiare derivate și să elaboreze norme și proceduri interne de lucru.

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

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

### *Linii directoare strategice*

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2018 -2020:

1. Finanțarea netă preponderent în monedă națională, care să faciliteze în continuare dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și totodată să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne, și, în general de cererea pentru instrumentele de datorie în lei<sup>36</sup>.

<sup>36</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.

2. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, evitând pe cât posibil concentrarea rambursărilor de rate de capital/refinanțării de titluri de stat pe termen scurt.
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută la un nivel confortabil și eventual prin alte instrumente în funcție de condițiile și termenii acestora.
4. Menținerea prezenței pe piețele internaționale de capital prin emisiuni de euroobligațiuni predominant în Euro și accesarea oportunistă a piețelor internaționale de capital în USD sau în alte valute, avându-se în vedere extinderea maturității medii a portofoliului de datorie guvernamentală precum și raportul cost/risc asociat acesteia, și diversificarea bazei investiționale.
5. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în Euro.
6. Emisiunile pe piața internă în Euro vor fi avute în vedere doar în contextul cererii speciale exprimate de investitorii locali în lipsa unor instrumente alternative de plasament, în condițiile unui raport maturitate/cost avantajos.
7. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin limitarea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an și a perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie.
8. Utilizarea instrumentelor de finanțare oferite de către instituțiile financiare internaționale avându-se în vedere termenii și condițiile avantajoase oferite de acestea.

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

#### *Riscul valutar:*

1. Asigurarea unei finanțări nete într-o pondere mai mare din surse interne<sup>37</sup> și menținerea ponderii datoriei denominate în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 45% (minim) - 60%. Această strategie de finanțare va ține cont de capacitatea de absorbție a pieței interne a titlurilor de stat și de costul asociat acesteia.
2. Menținerea ponderii datoriei denominate în Euro în total datorie denominată în valută în intervalul 80%(minim) - 95%. 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 3,5 ani (minim) și 5,0 ani pentru datoria în moneda națională și între 5,5 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală.
3. Menținerea unei rezerve financiare în valută<sup>38</sup> la un nivel confortabil, astfel încât să fie diminuate riscurile aferente perioadelor caracterizate de o volatilitate ridicată pe piețele financiare.

<sup>37</sup> Aproximativ 75% din deficit va fi finanțat din surse interne în perioada acoperită de Strategie

<sup>38</sup> Rezerva financiară în valută reprezintă disponibilitățile în valută la dispoziția Trezoreriei Statului, și în prezent este stabilită la un nivel care să acopere 4 luni din necesarul brut de finanțare.



### 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 3,5 ani (minim) și 5 ani pentru datoria în moneda națională și între 5,5 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală.

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

<b>Expunerea la risc</b>	<b>Indicator</b>	<b>Ținte indicative pentru perioada 2018-2020</b>
Riscul valutar	Ponderea datoriei în moneda națională din total datorie (% din total)	45% (minim) - 60%
	Ponderea datoriei denominate în EURO în total datorie în valută (% din total)	80% (minim) - 95 %
Riscul de refinanțare	Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	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)	5,5 ani (minim)– 7,0 ani
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în moneda națională (ani)	3,5 ani (minim) - 5,0 ani
Riscul ratei dobânzii	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	10% - 20% (maxim)
	Ponderea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	15% - 25% (maxim)
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	5,5 ani (minim) – 7,0 ani
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	3,5 ani (minim) – 5,0 ani

Sursa: MFP

Implementarea Strategiei pentru perioada 2018 – 2020 se va monitoriza lunar, prin urmărirea încadrării indicatorilor de datorie în țintele stabilite și publicarea acestora în Buletinul lunar al MFP disponibil pe site-ul Ministerului Finanțelor Publice. Potrivit Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare, strategia este revizibilă anual sau ori de câte ori condițiile de piață și/sau necesitățile de finanțare o impun.

**Eugen Orlando TEODOROVICI**

**MINISTRUL FINANTELOR PUBLICE**

## Anexa nr. 1

### Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat

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

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

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

- 1.1.1. Definirea unei politici privind crearea și menținerea titlurilor de stat de tip benchmark lichide, în valoare de până la 2,0 miliarde Euro echivalent, ca principal instrument de finanțare pe piața internă;
- 1.1.2. Folosirea operațiunilor pe piața secundară a titlurilor de stat în scopul accelerării procesului de creare a titlurilor de stat de tip benchmark lichide (în baza unei consultări în prealabil cu BNR în scopul coordonării politicilor de finanțare și administrare a lichidităților cu cele de politică monetară), în paralel cu administrarea riscului de refinanțare și susținerea implementării Strategiei, concomitent cu creșterea valorii obligațiunilor de tip benchmark de până la 2,5 mld euro 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 Programului de emisiuni de titluri de stat pentru populație „FIDELIS”, prin intermediul Bursei de Valori București, în funcție de interesul potențial al categoriei de investitori vizată
  - 1.2.2. Introducerea Programului Tezaur prin care populația va putea subscrie certificate de trezorerie prin intermediul unităților teritoriale ale Trezoreriei Statului, ale Poștei Române și instituțiilor de credit interesate;
  - 1.2.3. Emiterea unei palete cât mai largi de instrumente, cu scadențe diferite ținând cont de necesitățile investiționale diferite ale mediilor investiționale locale și internaționale;
  - 1.2.4. Echilibrarea drepturilor și obligațiilor dealerilor primari și creșterea competiției între dealerii primari prin atragerea unor dealeri primari noi (inclusiv instituții financiare internaționale) care să conducă la creșterea distribuției, intermedierei și tranzacționării titlurilor de stat concomitent cu creșterea transparenței în formarea prețului;
- 1.3. Analizarea oportunității de 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 cotare și tranzacționare a titlurilor de stat de către dealerii primari (E-Bond), în vederea îmbunătățirii lichidității și transparenței prețurilor titlurilor de stat și reducerea riscurilor asociate activităților de tranzacționare;

2.2. Concentrarea lichidității titlurilor de stat într-un număr redus de titluri de stat de tip benchmark, de valoare echivalentă de până la 2,0 miliarde Euro pe emisiune, funcție de maturitatea titlurilor sau de 2,5 miliarde Euro odată cu introducerea operațiunilor de preschimbare și de răscumpărare în avans a titlurilor de stat;

2.3. Utilizarea operațiunilor de piața secundară (de tip răscumpărare anticipată sau preschimbare) pentru reducerea riscului de refinanțare, constituirii obligațiunilor de stat de tip benchmark lichide, creșterii lichidității și sprijinirea demersurilor MFP de implementare a Strategiei;

2.4. Efectuarea unor tranzacții reversibile repo și a unor plasamente colateralizate cu titluri de stat pentru administrarea lichidităților, în baza unei consultări în prealabil cu BNR în scopul coordonării politicilor de finanțare și administrare a lichidităților cu cele de politică monetară.

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

3.1. O politică transparentă de emisiuni de titluri de stat prin publicarea calendarului anual de emisiuni de titluri de stat, a anunțurilor trimestriale și a prospectelor lunare, precum și, când este cazul, prezentarea într-o manieră flexibilă și în timp util a modificărilor datorate schimbării condițiilor de piață;

3.2. Dialogul continuu cu participanții din piața internă, pentru a asigura comunicarea în timp util a acțiunilor luate în considerare de către MFP;

3.3. Publicarea regulată pe pagina dedicată de internet [www.datoriepublica.gov.ro](http://www.datoriepublica.gov.ro) a informațiilor relevante pentru investitori în ceea ce privește valoarea și structura datoriei publice;

3.4. Gestionarea paginii Bloomberg dedicate MFP, ținând cont de utilizarea acesteia la scară largă de către investitori autohtoni și internaționali.

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

În baza recomandărilor incluse în proiectul “Îmbunătățirea procesului de administrare a datoriei publice” realizat cu asistență tehnică din partea Băncii Mondiale în anul 2014, în vederea optimizării administrării lichidităților, MFP urmărește implementarea următoarelor măsuri:

1. Menținerea în continuare a dezideratului 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. Totodată, trebuie să menționăm și faptul că, recente modificări legislative în domeniul fiscal, implementate la începutul anului 2018, vor conduce, cel puțin pe parcursul anului 2018, la anumite incertitudini în ceea ce privește previzionarea fluxurilor financiare de încasări și plăți lunare, cu impact asupra orizontului de realizare a prognozei soldului curent general al trezoreriei statului.
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 2018, intenția Trezoreriei Statului este de a emite certificate de trezorerie sau să contracteze împrumuturi pe termen scurt<sup>39</sup>. Totodată se va analiza posibilitatea adoptării unei conduite mai active în ceea ce privește plasarea disponibilităților, predominant sub forma tranzacțiilor reverse repo<sup>40</sup>, în baza unei consultări în prealabil cu BNR, în scopul coordonării politicilor de finanțare și administrare a lichidităților cu cele de politică monetară. Introducerea certificatelor de trezorerie 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 2017 au avut loc ședințe lunare ale *Comisiei de planificare a fluxurilor financiare ale Trezoreriei Statului*, cu participarea reprezentanților MFP, ANAF și BNR. Dezbaterile din cadrul ședințelor lunare au fost consemnate în minute, care au fost

<sup>39</sup> Sub 1 an

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

ulterior transmise spre informare conducerilor MFP, respectiv ANAF. Totodată, pentru îmbunătățirea transmiterii informațiilor între instituții a fost modificat ordinul prin care a fost înființată Comisia, prin largirea componenței acesteia, invitând și reprezentanți ai Comisiei Naționale de Prognoză și ai Institutului Național de Statistică.

4. Un alt instrument de finanțare pe termen scurt a deficitului este reprezentat de *împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului* în valoare de 52,4 miliarde lei la finele lunii decembrie 2017, contractate în conformitate cu prevederile Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 146/2002 *privind formarea și utilizarea resurselor derulate prin Trezoreria Statului*, cu modificările ulterioare, ordonanță ce prevede utilizarea fondurilor disponibile din contul curent general al Trezoreriei Statului pentru a finanța, prin intermediul împrumuturilor temporare, deficitul bugetare din anii precedenți.

În ciuda avantajului utilizării acestui instrument, precum finanțarea la costuri scăzute a deficitului bugetului de stat întrucât rata dobânzii la aceste împrumuturi a fost în jur de 0,05% în 2017, acest instrument prezintă o serie de dezavantaje, cum ar fi:

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

Prin urmare, utilizarea acestui instrument de datorie presupune incertitudine și risc de refinanțare (chiar dacă nu este stabilit niciun termen limită de rambursare a împrumutului), având un impact negativ asupra administrării datoriei publice guvernamentale. Astfel, intenția MFP este aceea de a refinanța treptat, pe termen lung acest instrument de datorie prin emisiuni de titluri de stat.

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

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

- În baza art.5 din Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 40/2015 privind gestionarea financiară a fondurilor europene pentru perioada de programare 2014 - 2020 prin hotărâri ale Guvernului se pot alocă temporar sume din veniturile din privatizare în lei și în valută, înregistrate în contul curent general al Trezoreriei Statului și contul curent în valută al Ministerului Finanțelor Publice deschis la Banca Națională a României, ordonatorilor principali de credite cu rol de autoritate de management

pentru asigurarea plăților aferente cererilor de rambursare/cererilor de plată pentru cheltuielile eligibile rambursabile din fonduri europene în limita unui plafonul maxim de 5 miliarde lei sau echivalent Euro.

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

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