



STRATEGIA
PRIVIND ADMINISTRAREA
DATORIEI PUBLICE
GUVERNAMENTALE
2008-2010

R O M Â N I A | MINISTERUL ECONOMIEI ȘI FINANTELOR
DIRECȚIA GENERALĂ DE TREZORERIE ȘI DATORIE PUBLICĂ



.....Ministerul Economiei și Finanțelor se află într-un amplu proces de îmbunătățire a managementului datoriei publice atât prin prisma componentei legislative, cât și a celei operaționale, prin adoptarea unor măsuri majore în sensul modernizării și eficientizării activității de administrare a disponibilităților bănești și a datoriei publice...

*Varujan Vosganian,
Ministrul economiei și finanțelor*

Solicitările privind permisiunea de a reproduce acest document
sau părți ale acestuia vor fi adresate

Direcției Generale de Trezorerie și Datorie Publică
Str. Apolodor nr.17, Sector 5
București 050741, România
Tel: (4021) 319-9689
Fax: (4021) 319-9818

Acest document este disponibil pe Internet la adresa de website
www.mefromania.ro

- Cuprins -

Strategia privind administrarea datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2008-2010– cadru general, ipoteze și scenarii, obiective.....pag.5

CAP I.	Evoluții privind datoria publică guvernamentală și cadrul macroeconomic aferent administrării acesteia în perioada 2002 – 2006.....	pag.7
CAP II.	Managementul datoriei publice guvernamentale în anul 2007.....	pag.13
CAP III.	Analiza portofoliului de datorie publică guvernamentală la sfârșitul anului 2007.....	pag.20
CAP IV.	Analiza riscurilor asociate portofoliului de datorie guvernamentală la sfârșitul anului 2007.....	pag.26
CAP V.	Administrarea datoriei publice guvernamentale în primul semestru al anului 2008 în contextul evoluțiilor recente ale piețelor financiare interne și externe de capital.....	pag.32
CAP VI.	Obiectivele strategiei privind administrarea datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2008-2010 și instrumentele avute în vedere pentru implementarea strategiei.....	pag.37
Anexe	pag.46
Abrevieri și Glosar.....		pag.54

***Strategia privind administrarea datoriei publice
guvernamentale pentru perioada 2008-2010
- cadru general, ipoteze și scenarii, obiective -***

În anul 2007, odată cu modificarea cadrului legislativ aferent datoriei publice prin adoptarea Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, a fost instituită obligativitatea elaborării unei strategii pe termen mediu privind administrarea datoriei publice guvernamentale, revizibilă anual, în funcție de modificările condițiilor de piață sau a necesităților de finanțare a deficitului bugetar și/sau de refinanțare a datoriei publice guvernamentale.

Orientările în politica finanțelor publice din România au drept scop îmbunătățirea disciplinei financiare și bugetare, cu menținerea sub control a deficitului bugetar. Astfel, managementul datoriei publice, care are ca obiectiv finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice prin limitarea costurilor și riscurilor asociate pe termen mediu și lung trebuie integrat cu administrarea eficientă a lichidităților disponibile în contul curent general al trezoreriei statului, care are ca obiectiv asigurarea pe termen scurt a resurselor financiare necesare efectuării cheltuielilor publice, prin evitarea unor decalaje între încasări și plăți.

Prin strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2008-2010 se intenționează stabilirea unor obiective (ținte indicative) privind structura portofoliului datoriei guvernamentale, în scopul "optimizării" acesteia, în contextul estimărilor macroeconomice (în special a celor legate de creșterea economică, deficitul bugetar și inflație), a celor privind evoluțiile piețelor financiare interne și externe, precum și a particularităților aferente procesului de administrare a datoriei publice guvernamentale în România.

Astfel, pentru perioada 2008-2010, în calculul indicatorilor datoriei guvernamentale și în efectuarea analizelor specifice s-au avut în vedere:

- i. *indicatorii macroeconomici* (deficit bugetar, deficit primar, exporturi de bunuri și servicii, produsul intern brut, ratele de schimb valutar) estimați de către Ministerul Economiei și Finanțelor (MEF) și Comisia Națională de Prognoză (CNP);
- ii. *elaborarea unor scenarii pesimiste* față de scenariile de bază, în vederea cuantificării sensibilității indicatorilor datoriei la fluctuațiile unora dintre indicatorii macroeconomici:
 - a. deficit bugetar mai mare decât cel estimat în prognozele oficiale corelat cu o creștere economică mai redusă;
 - b. creștere economică mai scăzută pe perioada analizată;

- c. creșterea ratelor dobânzilor de referință de pe piețele financiare internaționale (Libor și Euribor) și pe piața internă, precum și
- d. deprecierea cursului de schimb față de principalele valute de denominare a datoriei publice guvernamentale (EUR și USD).

Totodată, trebuie avut în vedere faptul că, fiind *primul document de strategie privind administrarea datoriei publice guvernamentale*, acesta prezintă:

- i. *liniile directoare* abordate de MEF în acest domeniu, precum și
- ii. *țintele indicative* (limite minime sau maxime), obiectivele strategice și instrumentele ce se au în vedere pentru implementarea strategiei, lasând loc unei flexibilități în privința țăntelor specifice (benchmark-uri) urmărite de MEF.

Din perspectiva macroeconomică, documentul de strategie nu trebuie privit singular, el având :

- i. ca sursa de informare pentru indicatorii macroeconomici utilizați în analize, comunicatele și raportările oficiale ale instituțiilor abilitate;
- ii. interferențe cu documentele de politici și strategii deja elaborate și aprobate la nivelul Guvernului (Legea bugetului de stat pe anul 2008 și Raportul care a însoțit această lege; Programul de convergență și Programul Național de Reformă.

Principalele obiective ale strategiei privesc:

- i. *creșterea controlată a datoriei publice guvernamentale*,
- ii. *reducerea costurilor cu datoria publică guvernamentală pe termen mediu și lung*,
- iii. *limitarea riscurilor aferente portofoliului de datorie guvernamentală*,
- iv. *dezvoltarea pieței titlurilor de stat*.

I. Evoluții privind datoria publică guvernamentală și cadrul macroeconomic aferent administrării acesteia în perioada 2002-2006

Anul 2002

Evoluții macroeconomice foarte bune; politica fiscală prudentă și finanțare preponderent externă

Politica monetară	Prioritate acordată reducerii inflației. Rata inflației (dec/dec), exprimată prin creșterea prețurilor de consum, s-a situat la 17,8%, sub nivelul țintei BNR de 22%.
Politica fiscală	Menținerea sub control a deficitului bugetului general consolidat (2,4 % din PIB) și finanțarea acestuia în principal din surse externe (echivalentul a 1,5 % din PIB) ținând cont de diferențialul mare de dobândă între randamentele titlurilor de stat emise pe piața internă și condițiile de împrumut aferente împrumuturilor externe.
Politica de finanțare a deficitului bugetar	Emisiunea de Euroobligatiuni efectuată de statul român în luna mai, în suma de 700 milioane Euro, prima cu o scadență de 10 ani în scopul extinderii curbei randamentelor instrumentelor emise pe piețele internaționale, a fost mult suprasubscrisă, în condițiile în care cuponul s-a redus la 8,5% față de 10,625% cât a fost cel aferent emisiunii din 2001, care avea o maturitate mai mică de 7 ani. Media anualizată a randamentelor tuturor titlurilor de stat a scăzut de la 35,4 % la 16,9 %, apropiindu-se de nivelurile ratelor dobânzilor de pe piața interbancară și de cel al ratei de referință a BNR.

Anul 2003

Păstrarea trendului dezinflaționist; continuarea politicii fiscale și de finanțare din anul 2002

Politica monetară	A constituit al patrulea an consecutiv de dezinflație, ajungându-se la sfârșitul anului la o inflație (dec/dec) de 14,1 %. S-a decis trecerea la Euro ca monedă de referință pentru cursul de schimb al leului, decizie justificată de ponderea tranzacțiilor comerciale în această monedă, de structura pe valute a datoriei externe, dar și de exigențele procesului de integrare în UE.
Politica fiscală	Politica fiscal-bugetară și de finanțare a deficitului bugetar și refinanțare a datoriei publice a avut o contribuție importantă la atingerea obiectivelor de politică monetară (inflație), prin realizarea unui deficit bugetar mai redus decât cel prevăzut inițial prin legea bugetului și utilizarea veniturilor din activitatea de privatizare și a sumelor recuperate de AVAS pentru rascumpărarea datoriei publice interne.

Politica de finanțare a deficitului bugetar

A acordat prioritate reducerii costurilor cu dobânzile pentru a asigura încadrarea deficitului bugetar în nivelul prevăzut (mai redus decât în perioada precedentă), ceea ce a condus la reducerea emisiunilor pe piața primară a titlurilor de stat denumite în lei și la o recorelare a randamentelor titlurilor de stat pe termen scurt și a ratei de dobândă a băncii centrale.

Astfel, finanțarea s-a realizat preponderent din surse externe, în special urmare emiterii de Euroobligatiuni cu scadență de 7 ani, în sumă de 700 milioane Euro, înregistrându-se un nivel al cuponului mult scăzut față de cel din 2002, și anume 5,75%, urmare îmbunătățirii succesive a ratingului suveran și a unui context favorabil pe piețele externe.

Anul 2004

România a înregistrat cea mai bună performanță din perioada de tranziție (1989-2004) în ceea ce privește creșterea economică, dinamica PIB (8,5 %) fiind superioară cu 3,3 puncte procentuale rezultatului atins în anul 2003 și cu 3 puncte procentuale obiectivului initial

Politica monetară

Implementarea politicii monetare a fost subordonată mai ferm asigurării continuității și sustenabilității pe termen mediu a dezinflației.

Astfel, rata inflației s-a situat la nivelul de 9,3 %, în scădere pentru al cincilea an consecutiv, fiind pentru prima oară după 1990 când România cunoaște o rată a inflației exprimată printr-o singură cifră.

Politica fiscală

Deficitul bugetar programat inițial la 3 % din PIB a fost rectificat în iulie la 2,1 % din PIB urmat de o altă rectificare în august cu o țintă de deficit de 1,6 % din PIB, execuția propriu-zisă fiind încheiată cu un deficit al bugetului general consolidat de 1,5 % din PIB, rezultat remarcabil într-un an electoral cu efecte benefice din perspectiva efectului dezinflationist (în ciuda reconfirmării impredictibilității politicii fiscale datorate rectificărilor bugetare succesive).

Politica de finanțare a deficitului bugetar

Strategia implicită de finanțare a deficitului bugetar a fost diferită față de anii precedenți, finanțarea fiind realizată în proporție relativ echilibrată, astfel:

- i. din surse externe (cca 45,0 % din deficit, incluzând tranșa a II a din împrumutul PSAL II în valoare de 169,9 milioane Euro și împrumuturile contractate pentru finanțarea de proiecte) și
- ii. din surse interne (55,0 %, incluzând aici și veniturile încasate de AVAS din valorificarea activelor bancare neperformante în baza OUG nr. 111/2003).
- iii. MEF nu s-a împrumutat în anul 2004 de pe piețele externe de capital, dar un semnal pozitiv pentru investitori a fost dat prin lansarea în premieră a emisiunilor de obligatiuni indexate cu indicele prețurilor de consum.

Anul 2005

Trecerea la țintirea inflației în contextul menținerii trendului dezinflationist și al demarării procesului de liberalizare a contului de capital; introducerea cotei unice de impozitare, politica fiscală bugetară prudentă și finanțarea deficitului bugetar în proporție echilibrată din surse interne și externe

Politica monetară

Consolidarea tendinței constant descendente pe care s-a plasat rata anuală a inflației (decembrie/decembrie), aceasta situându-se la un nivel de 8,6%.

Provocările politicii monetare au fost trecerea la țintirea directă a inflației și liberalizarea contului de capital. Ținta de inflație a fost depășită cu 0,1% (7,5% +/- 1%).

Politica fiscală

Politica Guvernului României de reducere a deficitului bugetar, similară anului precedent, a contribuit la temperarea inflației, limitând în același timp deteriorarea suplimentară a deficitului contului curent.

Anul 2005 a fost marcat de reforma fiscală, prin introducerea cotei unice de impozitare a venitului, situată la 16%, și reducerea concomitentă a impozitului pe profit de la 25% la 16%, care, contrar criticilor acestei reforme, a adus o îmbunătățire a colectării veniturilor și a ajutat la obținerea unui rezultat bugetar foarte bun, constituindu-se de asemenea într-un puternic factor stimulator pentru investițiile straine.

Aspecte problematice au constituit însă, și în acest an, execuția neuniformă a cheltuielilor bugetare (întregul deficit s-a acumulat practic în ultimile două luni ale anului, situându-se la nivelul de 0,8% din PIB, mult sub nivelul tintit inițial, de 1,5%), precum și ponderea insuficientă a veniturilor și cheltuielilor bugetare în PIB.

Politica de finanțare a deficitului bugetar

Prima parte a anului a fost caracterizată de existența unor niveluri istorice reduse ale ratelor dobânzilor pe piețele financiare externe, fapt care a generat un climat extrem de propice lansării de emisiuni de Euroobligatiuni de către emitenți suverani și nu numai. De acest context a profitat municipalitatea București care a reușit să se finanțeze în premieră de pe piețele internaționale, emitând Euroobligatiuni cu scadență de 10 ani, la un nivel al cuponului de 4,125% (cel mai mic înregistrat de vreun emitent român).

Deși condițiile de împrumut existente pe piețele financiare internaționale au fost foarte bune, MEF a renunțat la comportamentul oportunistic din anii precedenți, orientându-se către obiectivul de dezvoltare a pieței titlurilor de stat. În acest sens, MEF a emis titluri de stat în valoare totală de 2,9 miliarde lei, ceea ce a determinat ca finanțarea deficitului bugetar din surse interne în acest an să fie de 42,4%, urmărind totodată:

- i. extinderea maturităților, recurgându-se la o plajă foarte extinsă de maturități, de la 3 ani la 15 ani, însă, fiecare emisiune a fost de sine stătătoare, sumele corespunzătoare fiecărei serii de emisiuni fiind foarte mici (între 1,9 - 172 milioane lei);
- ii. adjudecarea sumelor anunțate la licitațiile de emisiuni de titluri de stat, în volumul anunțat prin prospectele de emisiune de titluri de stat, predictibilitatea și transparența fiind substanțial îmbunătățite față de anii anteriori prin emiterea de prospecte de emisiune trimestriale;
- iii. reducerea randamentelor aferente titlurilor de stat în condițiile continuării trendului dezinflaționist și îmbunătățirii așteptărilor inflaționiste, chiar dacă aceasta reducere a fost înregistrată în contextul emiterii unor sume foarte mici.

Totodată, trebuie menționat că deși contextul de piață era foarte favorabil, în locul refinanțării emisiunii de obligațiuni în valoare de 300 milioane Euro scadență în luna noiembrie, printr-o emisiune de Euroobligatiuni nouă, pentru răscumpararea acesteia au fost utilizate veniturile din activitatea de privatizare, ponderea datoriei guvernamentale reducându-se de la 22,4% la sfârșitul anului 2004 la 19,6% la sfârșitul anului 2005.

Anul 2006

Incadrarea inflației sub ținta propusă de BNR, finalizarea liberalizării contului de capital; Relaxarea politicii fiscal-bugetare în condițiile unei politici de finanțare care a exclus în totalitate activitatea pe piața primară a titlurilor de stat

Politica monetară

Provocarea majoră a politicii monetare în acest an a fost reprezentată de continuarea procesului de dezinflație și asigurarea sustenabilității acestui proces într-un context economic marcat de riscuri inflaționiste considerabile, potențial materializabile pe termen scurt, dar și pe termen mediu. Inflația (dec/dec.), de 4,87% s-a situat sub ținta de inflație de 5%+/-1%.

Finalizarea liberalizării contului de capital în luna septembrie a deschis calea către o mai puternică integrare a economiei naționale în fluxurile financiare globale.

Politica fiscală

Principalele măsuri cu caracter fiscal adoptate în anul 2006 au vizat reducerea contribuțiilor de asigurări sociale cu 1,5 puncte procentuale, introducerea taxei pe viciu asupra produselor din tutun și alcool pentru finanțarea suplimentară a bugetului Ministerului Sănătății și armonizarea la nivelul cotei unice și a altor taxe.

Chiar dacă în 2006 a avut loc o relaxare a politicilor fiscale, reflectată într-o creștere a deficitului bugetului general consolidat la 1,5 % din PIB față de 0,8% din PIB în anul precedent, aceasta s-a produs spre finele anului, înregistrându-se aceeași execuție bugetară asimetrică.

Caracterul neuniform al execuției bugetare a făcut ca politica fiscală să aibă un caracter antiinflaționist ex post în cea mai mare parte a anului, îngreunând însă administrarea lichiditatilor (cash managementul) atât la sfârșitul anului cât și începutul anului 2007.

Politica de finanțare a deficitului bugetar

Activitatea pe piața titlurilor de stat în 2006 a fost cea mai redusă din ultimii ani, fapt datorat în principal lipsei emisiunilor de titluri pe piața primară, preferându-se (în condițiile asimetriei bugetare și a înregistrării unui surplus bugetar în cea mai mare parte a anului) recurgerea la finanțarea temporară din disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului¹ având în vedere și nivelul extrem de scăzut al dobânzii aferente acestei finanțări (aprox 0,5%).

Această strategie a reprezentat o schimbare radicală față de strategia începută în anul 2005, ignorându-se unul din obiectivele administrării datoriei guvernamentale, respectiv cel al dezvoltării pieței titlurilor de stat.

În condițiile lipsei de emisiuni de titluri de stat atât pe piața internă, cât și externă, în afara finanțării temporare, s-a apelat doar la împrumuturi contractate de la instituțiile financiare internaționale și bănci comerciale, pentru finanțarea unor proiecte.

Această strategie a generat însă acumularea unor deficite din anii anteriori nefinanțate definitiv prin titluri de stat, ci temporar, prin împrumuturi pe termen scurt din disponibilitățile temporare aflate în soldul contului curent general al trezoreriei statului. De asemenea, a avut un impact negativ asupra structurii portofoliului de datorie guvernamentală, astfel:

- datoria publică guvernamentală negociabilă (titluri de stat) s-a redus continuu de la 32,0 %, în 2004, la 18,4 % în 2006, diferența fiind reprezentată de împrumuturi.

- maturitatea inițială aferentă datoriei publice guvernamentale s-a redus,

¹ Aprox. 82,6 % din deficitul bugetar finanțat din surse interne, din care 9,1 % a fost finanțat din veniturile din activitatea de privatizare și sume încasate de AVAS.

structura pe maturități la sfârșitul anului 2006 fiind:

- i. 35 % din datorie având scadențe pe termen scurt, o creștere semnificativă față de 16,6 % care reprezenta la sfârșitul anului 2005, iar
 - ii. diferența de 65 % având scadențe pe termen mediu și lung, comparativ cu 83,4 % care reprezenta la finele anului 2005.
- datoria contractată cu rata fixă de dobândă era de 32,3 % din total datorie la sfârșitul anului 2006, față de 40,3 % care era la sfârșitul anului 2005.

Totuși finanțarea temporară a avut și efecte pozitive:

- astfel, spre deosebire de sfârșitul anului 2005, când datoria în lei reprezenta doar 23,3% din datoria guvernamentală, la sfârșitul lui 2006, urmare a politicii de finanțare a deficitului bugetar, datoria în monedă națională reprezenta 40,9% din datoria publică guvernamentală. Din datoria contractată în valută, la sfârșitul anului 2006, cea mai mare pondere o reprezenta datoria denominată în EUR, respectiv 35,4 % din totalul datoriei publice guvernamentale.

- în aceste condiții, pe fondul creșterii economice și în pofida creșterii deficitului bugetar, datoria publică guvernamentală a continuat să scadă, ajungând la sfârșitul anului 2006 la 17,4 % din PIB, față de 19,6 % din PIB în anul precedent.

Nu în ultimul rând, trebuie menționat că utilizarea excesivă a finanțării temporare și lipsa emiterii titlurilor de stat pe fondul execuției asimetrice a bugetului general consolidat a dus la:

- a. creșterea presiunilor rezultate din asigurarea cheltuielilor publice făcând necesară atragerea de depozite în luna decembrie în scopul echilibrării contului curent general al trezoreriei statului și
- b. a influențat dimensiunea soldului contului trezoreriei în prima parte a anului 2007, generând un necesar de finanțare semnificativ pentru această perioadă.

Constrângerile și limitările în managementul datoriei publice guvernamentale

Legea nr. 81/1999 a datoriei publice a reprezentat cadrul legal pentru împrumuturile contractate direct sau garantate de stat de pe piețele financiare în perioada 2002-2004.

În conformitate cu această lege, statul a recurs la contractarea de împrumuturi atât pentru finanțarea deficitului bugetar, cât și pentru finanțarea de proiecte, în nume propriu sau subîmprumutate ministerelor de linie, autorităților administrației publice locale și operatorilor economici. De asemenea, garanțiile de stat au fost emise pentru împrumuturi contractate la extern de ministerele de linie, autoritățile administrației publice locale și operatorii economici.

Având în vedere această politică, aplicarea principiilor de administrare a datoriei publice guvernamentale a fost foarte dificilă, condițiile de contractare a împrumuturilor fiind impuse de cele mai multe ori de specificitatea (durata, perioada finalizării, etc) proiectelor finanțate, precum și de capacitatea de rambursare a obligațiilor financiare de către beneficiarii garanțiilor de stat/subîmprumuturilor.

Acest fapt a generat o structură a datoriei publice guvernamentale „suboptimală” prin prisma riscurilor de piață asociate, cu o pondere mare a datoriei în valută, a datoriei în dobânda variabilă și a datoriei garantate în totalul datoriei guvernamentale (vezi tabelul aferent structurii datoriei publice în

perioada 2002-2007). De asemenea, datoria pe termen scurt și mediu reprezenta 44,8% în totalul datoriei guvernamentale la sfârșitul anului 2006.

În baza recomandărilor FMI și a Băncii Mondiale cu privire la eficientizarea cadrului instituțional și legislativ aferent administrării datoriei publice guvernamentale, dar și având în vedere dificultățile în administrarea datoriei guvernamentale și în atingerea unor obiective strategice, la începutul anului 2005 a intrat în vigoare Legea datoriei publice nr. 313/2004, care a creat cadrul juridic pentru un management mai eficient al datoriei publice, înlocuind Legea nr. 81/1999 a datoriei publice.

Aprobarea noilor reglementări privind datoria publică au pus bazele eficientizării procesului de contractare a datoriei publice prin eliminarea posibilității ca ministerele de linie să contracteze direct împrumuturi cu garanția statului și s-au adus clarificări în ceea ce privește integrarea datoriei publice locale, ca parte a datoriei publice.

De asemenea, s-a avut în vedere definirea clară a obiectivelor avute în vedere în procesul de administrare a datoriei publice, precum și atribuțiile instituțiilor statului în acest proces complex.

Totodată, prin Legea datoriei publice nr. 313/2004 s-a realizat armonizarea legislației românești privind datoria publică cu acquis-ul comunitar și s-au respectat angajamentele pe care România și le-a asumat în timpul negocierilor cu Uniunea Europeană.

În acest sens, principalele aspecte reglementate au vizat interzicerea finanțării directe a statului de către banca centrală și garantarea independenței depline a băncii centrale².

În contextul acțiunilor legislative și instituționale³ întreprinse, a unei puternice creșteri economice și a utilizării veniturilor din privatizare și a recuperărilor AVAS pentru rascumpararea datoriei, în perioada 2004-2006, datoria publică guvernamentală s-a redus continuu, înregistrând la sfârșitul lui 2006 un nivel de 17,5 % din PIB, ponderile datoriei interne (în lei) și externe (în valută) echilibrându-se, după cum urmează:

- a. datoria internă a fost de 7,5 % (fata de 5,9% la sfârșitul anului 2004) și
- b. datoria externă de 10,0 % (fata de 16,5% la sfârșitul anului 2004).

Strategia implicită de administrare a datoriei publice guvernamentale în perioada 2004-2006 nu trebuie însă desprinsă de contextul investițional din România, în condițiile în care principalii investitori erau băncile rezidente.

Accesul nerezidenților la cumpararea titlurilor de stat în lei restrictionat până în 2006, coroborat cu faptul că investitorii instituționali interni erau aproape inexistenți a condus la aceasta abordare a strategiei.

² A fost introdusă prevederea conform căreia administrarea rezervelor valutare este în totalitate în competența BNR și au fost eliminate restricțiile privind operațiunile de capital și plățile între Statele Membre și între acestea și statele terțe, mai puțin restricțiile privind accesul nerezidenților la titlurile de stat emise pe piața internă care au fost eliminate prin Legea nr. 46/2006.

³ În 2003 a avut loc și o modificare a cadrului organizatoric la nivelul departamentului implicat în procesul de administrare a datoriei publice, fiind creată Unitatea de Management a Trezoreriei Statului, cu rol axat pe administrarea eficientă a lichidităților și a funcțiilor de trezorerie centrală, precum și de administrare unitară a emisiunilor de titluri de stat pe piețele interne și externe, în timp ce, au fost segregate funcțiile de back office și front office cu privire la administrarea datoriei publice guvernamentale externe (în valută), fiind create două direcții generale separate.

II. Managementul datoriei publice guvernamentale în anul 2007

Strategia de finanțare a deficitului bugetar și refinanțare a datoriei publice în contextul mixului de politici monetare și fiscal-bugetare aferente anului 2007

Aderarea României la Uniunea Europeană la 1 ianuarie 2007 s-a datorat unor eforturi susținute atât în ceea ce privește reformarea societății, cât și a economiei românești. Primul an de participare a României la mecanismele UE a fost unul complicat, pe fondul unor evoluții complet diferite în cele 2 semestre ale anului. În timp ce prima parte a anului a favorizat intrări semnificative de fonduri externe, a doua jumătate a anului 2007 a fost afectată de trei factori externi: declanșarea crizei creditelor ipotecare cu risc ridicat (subprime) în SUA, creșterea fără precedent a prețurilor alimentelor și escaladarea prețului petrolului. Toate aceste evenimente, împreună cu evoluțiile interne nefavorabile, au condus la reapariția presiunilor inflaționiste și la adâncirea deficitului extern.

Pentru prima dată după anul 2000, a fost întreruptă traiectoria descendentă a inflației decembrie-decembrie, în condițiile în care la sfârșitul anului 2007 nivelul acesteia de 6,6% a fost superior celui din anul 2006. Totuși, este de remarcat faptul că inflația din România nu a mai atins cel mai înalt nivel dintre țările care au aderat recent la UE (în decembrie 2007, din punct de vedere al inflației, România se afla pe locul 5).

Primul an de participare pe piața unică europeană s-a caracterizat, de asemenea, printr-o accelerare a procesului investițional, concretizat în menținerea creșterii economice la un nivel ridicat. Formarea brută de capital fix s-a majorat – în termeni reali – cu 28,9%, ritmul reprezentând un record pentru țările Uniunii Europene. Cu toate că agricultura a înregistrat o scădere cu 16,9%, produsul intern brut a crescut cu 6%.

Deși România îndeplinește încă din 2001 criteriul de convergență privind deficitul bugetar (menținerea acestuia sub plafonul de 3% din PIB), ponderea acestuia în PIB a înregistrat o creștere până la 2,5% din PIB⁴, față de 2,2% din PIB în 2006. Această relaxare bugetară prociclică nu a sprijinit procesul de dezinflație, cu atât mai mult cu cât s-a înregistrat în a doua jumătate a anului, marcată deja de acumularea de presiuni inflaționiste.

Prin prisma reformelor în procesul de administrare a datoriei publice guvernamentale, anul 2007 a fost unul plin de evenimente.

Trebuie menționat faptul că, mare parte din reformele care au avut loc în acest an pe plan organizatoric, instituțional, legislativ, cât și operațional au avut ca sursă de inspirație aranjamentele existente în țările ale Uniunii Europene, cât și recomandările formulate de FMI, Banca Mondială și

⁴ Acesta este nivelul raportat și confirmat de Eurostat, conform metodologiei ESA 95.

consultanții internaționali angajați în cadrul unor programe Phare care au avut drept scop îmbunătățirea sistemului de management al Trezoreriei Statului.

Față de anul 2006, când finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice s-a realizat din surse interne prin împrumuturi temporare din disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului, în anul 2007 pornind de la necesitatea realizării unui management eficient al datoriei publice guvernamentale în stransă corelare cu obiectivul de dezvoltare a pieței titlurilor de stat, Ministerul Economiei și Finanțelor a revenit la strategia din anul 2005, focalizându-se în procesul de finanțare pe emiterea de titluri de stat pe piața internă.

Astfel, deși nu a fost elaborat un document formal privind strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale, politica implicită a vizat finanțarea preponderent în lei de pe piața internă, prin emiterea de titluri de stat conform calendarului anual de emisiuni de titluri de stat, anunțându-se un volum indicativ total de 8 miliarde lei, majorat ulterior la 12 miliarde lei, de titluri de stat:

- i. atât pe termen scurt (6 și 12 luni), cât și
- ii. pe termene medii și lungi, lansându-se în premiera pentru piața românească obligațiuni de tip benchmark cu scadențe la 3, 5 și 10 ani, acestea fiind redeschise periodic în decursul anului în scopul creării unor serii lichide, care să creeze premisele dezvoltării pieței secundare a titlurilor de stat.

În consecință, în anul 2007, MEF a lansat titluri de stat în valoare de 9,5 miliarde lei, din care:

- pe termen scurt 5,2 miliarde lei,
- pe termen mediu 3,5 miliarde lei (emisiuni de tip benchmark cu scadente la 3 ani cu cupon de 6%, și la 5 ani cu cupon de 6,5 %) și
- pe termen lung 0,8 miliarde lei (emisiuni de tip benchmark cu scadențe la 10 ani cu cupon de 6,75 %)⁵.

În privința finanțării externe, a fost anunțată ca fiind posibilă o emisiune de Euroobligațiuni în valoare de minim 500 milioane Euro și maxim 1 miliard Euro, în funcție de condițiile de împrumut aferente piețelor internaționale și de necesitățile de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice. Planificată pentru partea a doua a anului, urmare unor condiții financiare propice emisiunilor interne, în lei, cu costuri mici asociate acestora în prima parte a anului, emisiunea de Euroobligațiuni a fost amânată pentru anul 2008 datorită înrăutățirii condițiilor de împrumut pe piețele financiare internaționale după declanșarea crizei financiare pe piața creditului ipotecar cu risc ridicat (subprime mortgage market) din SUA.

Îmbunătățirea cadrului legal și instituțional privind administrarea datoriei publice guvernamentale

Aplicarea Legii datoriei publice nr. 313/2004, precum și recomandările ulterioare ale Băncii Mondiale, Fondului Monetar Internațional și ale experților angajați în cadrul proiectului Phare cu tema

⁵ Volumul scăzut de titluri de stat pe termen lung (10 ani) a fost afectat de dezvoltarea slabă a segmentului investitorilor instituționali (societăți de asigurare de viață și fonduri de pensii private), interesați în mod tradițional de investițiile în instrumente cu maturități lungi și foarte lungi prin prisma administrării activelor și pasivelor.

“Îmbunătățirea sistemului de management al trezoreriei ” au evidențiat necesitatea îmbunătățirii cadrului legal aferent managementului datoriei publice. Astfel, a fost adoptată Ordonanța de Urgență a Guvernului privind datoria publică nr. 64/2007, principalele modificări aduse prin acest nou act normativ fiind următoarele:

- i. abordarea separată și centralizată a procesului de administrare a datoriei publice guvernamentale, activitate care revine în exclusivitate MEF, față de administrarea datoriei publice locale, care revine autorităților publice locale⁶;
- ii. eliminarea criteriului de rezidență la momentul contractării datoriei publice, ținând cont de irelevanța acestuia în condițiile liberalizării complete a contului de capital;
- iii. eliminarea subîmprumuturilor către autoritățile administrației publice centrale⁷;
- iv. aprobarea prin lege a emiterii garanțiilor de stat, precum și a acordării de subîmprumuturi și eliminarea implicită a plafoanelor de îndatorare⁸;
- v. preluarea spre administrare de către MEF, începând cu anul 2009, a împrumuturilor contractate de ordonatorii principali de credite cu garanția statului sau contractate direct de MEF și subîmprumutate acestora, în scopul centralizării tuturor operațiunilor de natura datoriei publice guvernamentale (rambursări/trageri) care au ca unică sursă de rambursare bugetul de stat, bugetul asigurărilor sociale de stat și bugetul pentru plata ajutorului de șomaj în vederea eficientizării administrării resurselor bugetare și a lichidităților în lei și valută.
- vi. obligativitatea elaborării strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pe termen mediu⁹;
- vii. creșterea flexibilității în utilizarea de instrumente specifice administrării datoriei guvernamentale prin eliminarea prevederilor legate de instrumentele specifice, precum și a modalității de utilizare a acestora.

Aproape concomitent cu promovarea noii legislații, în luna iunie 2007, a fost reorganizat Departamentul de trezorerie și datorie publică din cadrul MEF pe structura modernă a unei agenții de datorie¹⁰, respectiv:

⁶ MEF având în privința acesteia doar atribuții de autorizare, monitorizare și control din punct de vedere fiscal bugetar, astfel încât să nu fie afectate echilibrele macroeconomice.

⁷ Se realizează astfel trecerea de la o finanțare pe proiecte la finanțarea deficitului bugetar, cheltuielile anuale aferente proiectelor propuse de autoritățile publice centrale fiind incluse în bugetele anuale ale acestora.

⁸ Ținând cont de redefinirea scopurilor pentru care MEF poate contracta datorie publică guvernamentală (practic MEF contractează datorie guvernamentală nouă pentru finanțarea deficitelor bugetare și pentru refinanțarea datoriei publice guvernamentale sau, poate garanta împrumuturi/acorda subîmprumuturi doar prin lege, în ambele cazuri fiind necesară aprobarea Parlamentului), plafoanele devin nerelevante la nivel guvernamental. La nivelul autorităților publice locale, ulterior (prin OUG nr. 37/2008) s-a decis reintroducerea plafonului de îndatorare la nivel local (volumul maxim de datorie locală care poate fi contractată într-un an) ca și a unui plafon aferent tragerilor din împrumuturile locale (ținând cont de faptul că, în conformitate cu metodologia UE - ESA95, tragerile și cheltuielile din aceste împrumuturi influențează deficitul bugetului general consolidat);

⁹ Strategia este revizibilă anual, fiind definit obiectivul strategic al administrării datoriei guvernamentale și anume cel al asigurării necesităților de finanțare la nivel guvernamental în condițiile minimizării costurilor pe termen mediu și lung și a limitării riscurilor asociate portofoliului de datorie guvernamentală;

¹⁰ Direcția generală de trezorerie și datorie publică, a fost creată prin comasarea activităților celor trei foste direcții generale implicate în managementul lichidității și datoriei publice.

- i. activitățile de contractare (front office)¹¹,
- ii. analiza și managementul riscului și administrarea lichidităților (middle office)¹² și
- iii. validarea (verificarea) operațiunilor din front office și plăți în contul datoriei publice (back office)¹³.



Totodată, în scopul îmbunătățirii infrastructurii aferente administrării datoriei publice, a fost implementat un nou sistem computerizat de management al datoriei publice (internă și externă, în lei și în valută, guvernamentală și locală)¹⁴.

Dezvoltarea pieței titlurilor de stat în anul 2007 în contextul evoluțiilor înregistrate pe piața monetară; corelarea managementului datoriei cu administrarea lichidităților din soldul contului curent al trezoreriei statului (cash management)

În anul 2007, MEF a emis în mod regulat titluri de stat, conform calendarului anunțat pentru anul 2007 pe întreaga serie de maturități anunțate, principalele argumente în acest sens fiind:

- i. distribuirea uniformă, de-a lungul întregului an, a împrumuturilor contractate pentru finanțarea deficitului bugetar în scopul evitării unor presiuni similare cu cele de la sfârșitul anului 2006, când în ultimele zile ale anului au fost atrase depozite cu scadență de două săptămâni de la bănci comerciale în suma de 1000 miliarde lei la un cost mediu de 8,4 %¹⁵.

¹¹ Incluzand activitatile asociate acestora (de derulare a contractelor de datorie guvernamentala, evaluare a riscului de tara si mentinerea relatiilor cu mediile investitionale, institutiile financiare straine si institutiile de supraveghere ale pietelor financiare) precum si autorizarea si monitorizarea datoriei publice locale.

¹² Incluzand operatiunile de plati interbancare si administrarea lichiditatilor disponibile in soldul contului curent general al trezoreriei statului (cash management).

¹³ Incluzand si alte activitati nespecifice unui departament de datorie publica dar cu implicatii financiare (ex. creante externe).

¹⁴ Actualmente se lucreaza la introducerea, verificarea si validarea datelor aferente contractelor de datorie guvernamentala, noul sistem (FTI STAR – implementat de o companie irlandeza) urmând să creeze în scurt timp posibilitatea utilizării facilităților specifice managementului riscului (analize de scenarii si senzitivitate pentru întregul portofoliu de datorie sau pentru subportofolii, analize cost-at-risk si budget-at-risk bazate pe calcularea valorii prezente a fluxurilor de numerar precum si pe curbe de randament construite pentru toate valutele existente în portofoliul de datorie guvernamentala).

¹⁵ Datorită presiunilor foarte mari asupra cheltuielilor bugetare de la sfarsitul anului 2006, în conditiile în care de-a lungul întregului an 2006 s-a recurs la o finantare temporară din resursele disponibile în soldul contului curent general al trezoreriei statului în detrimentul emiterii de titluri de stat anuntate, la sfarsitul lunii decembrie a anului 2006 si în primele

- ii. obiectivul dezvoltării pieței titlurilor de stat și al construirii curbei de randamente aferente titlurilor de stat pe piața internă ținând cont de importanța acesteia în reducerea costurilor viitoare de împrumut și limitarea riscurilor aferente portofoliului de datorie (prin reducerea riscului valutar).

În primul trimestru, lunile ianuarie și februarie au fost caracterizate printr-un excedent de lichidități în piața monetară, în timp ce în luna martie lichiditatea din piața monetară a scăzut semnificativ.

Această evoluție în piață s-a suprapus cu necesități de finanțare pe termen scurt destul de mari pentru trezorerie, urmare în principal apariției unor goluri temporare de casă, care au fost acoperite prin depozite la termen scurt atrase pentru echilibrarea soldului contului curent general al trezoreriei statului în valoare de 4,8 miliarde lei.

În acest context, având în vedere condițiile favorabile de împrumut pe piața internă din primul trimestru, sumele anunțate în cadrul licitațiilor de emisiuni de titluri de stat au fost mai mari, MEF împrumutându-se de aprox 5,9 miliarde lei (similar valorii anunțate în cadrul prospectelor de emisiune).

Cu toate că sumele atrase de trezorerie în aceasta perioadă au fost mari, urmare lichidității foarte mari din piața, atât randamentele aferente titlurilor de stat, cât și cele ale certificatelor de depozit emise în această perioadă au fost scăzute. Astfel, s-au obținut randamente de 6,61 % pentru obligațiunile benchmark cu scadență de 3 ani lansate la un cupon de 6%, în timp ce pentru certificatele de trezorerie cu maturități de 1 luna și 6 luni s-au obținut randamente situate între 5,8 - 6,3 %, mult sub rata dobânzii de politică monetară.

Randamentele reduse (costurile de finanțare reduse de pe piața internă) au contribuit la decizia MEF de a amâna demararea procesului de lansare a unei noi emisiuni de euroobligatiuni (anunțată în calendarul anual de titluri de stat) pentru a doua parte a anului.

De altfel, urmare evoluțiilor înregistrate în primul trimestru, **în trimestrul al II-lea** a fost revizuit calendarul emisiunilor de titluri de stat, astfel:

- a) a crescut frecvența licitațiilor în decursul fiecărei luni de la 2 la 4 licitații (câte două licitații pentru emisiuni de certificate de trezorerie și obligațiuni benchmark);
- b) s-a majorat volumul indicativ de titluri de stat aferent anului 2007 de la 8 miliarde la 12 miliarde lei.

Această revizuire a avut ca scop evitarea golurilor de casă și implicit atragerea de depozite care, datorită volatilității dobânzilor din piața monetară:

- a) creștea expunerea Trezoreriei Statului la riscul de refinanțare/lichiditate și la cel de rata a dobânzii, iar
- b) prin emiterea de titluri de stat cu valori mai mici, încercându-se obținerea unor randamente inferioare, considerate rezonabile prin prisma așteptărilor inflaționiste pentru perioada de scadență a titlurilor emise.

două luni ale anului 2007, s-a recurs la mai multe operațiuni de atragere de depozite, urmare unor disponibilități foarte mici în soldul contului curent general al trezoreriei, precum și golurilor temporare de casă, specifice începutului de an.

Măsurile luate prin revizuirea calendarului de emisiuni de titluri de stat, coroborate cu reducerea ratei dobânzii de politică monetară a BNR de la 7,5 % la 7,25%, și ulterior la 7%, și implicit a diferențialului de randament între depozitele la o luna plasate de bănci la BNR și cele aferente titlurilor de stat, au dus la scăderea treptată a randamentelor aferente titlurilor de stat emise în trimestrul II, în condițiile emiterii regulate și adjudecării unor sume constante în jurul valorii de 100 milioane lei/licitație.

Urmare adoptării acestei strategii, bazată pe adjudecarea ofertelor la licitații în condițiile anunțării unor sume mici și în contextul unor așteptări inflaționiste conforme cu prognozele BNR, corespunzătoare unui trend dezinflaționist, randamentele au scăzut treptat, curba randamentelor având o pantă ușor pozitivă pe segmentele scurte și medii, cu un punct de inflexiune dat de maturitatea de 5 ani (care a devenit de fapt și cel mai lichid titlu din piața între timp), și urmând un trend descendent către maturitatea de 10 ani.

Astfel, în perioada aprilie-iunie au fost emise titluri de stat în valoare de aproximativ 2,1 miliarde lei (față de un volum anunțat de 5 miliarde lei), avându-se în vedere reducerea costurilor de împrumut pe termen mediu și lung prin reducerea randamentelor aferente titlurilor de stat emise.

În aceste condiții, randamentele medii aferente certificatelor de trezorerie cu scadență de 12 luni s-au redus cu 9 bps¹⁶, în timp ce, cele aferente obligațiunilor benchmark s-au redus cu 1bp pentru maturitatea de 3 ani și 1 bps pentru maturitatea de 5 ani (ultima redeschidere a fost în luna mai).

Atât în *primele doua trimestre*, cât și în *trimestrul al III-lea*, randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor s-au situat în general sub nivelul ratei dobânzii de politică monetară, cu o curbă normală a randamentelor pe partea de maturități scurte și medii, inflexiunea producându-se în aria segmentului de 5 ani.

Randamentele medii acceptate pentru obligațiunile benchmark cu maturitate de 10 ani au fost sub cele aferente celorlalte titluri de stat (panta negativă, respectiv curba a randamentelor inversată pentru maturitățile lungi), marja între nivelurile randamentelor pentru obligațiunile cu scadență de 10 ani și cele ale ratelor dobânzii de politică monetară situându-se în intervalul 20-30 bps.

În *trimestrul al IV-lea* au fost organizate licitații pentru emisiuni de titluri de stat pe termen scurt, mediu și lung, însă, deși acestea au fost suprasubscrise, interesul în cadrul acestor licitații a fost mai mic decât în perioadele anterioare. Randamentele ofertate de către dealerii primari s-au situat la niveluri înalte și în creștere, în condițiile modificării estimărilor BNR privind inflația și a înrăutățirii așteptărilor inflaționiste, urmare în principal, creșterii semnificative a prețului petrolului pe plan internațional, a apariției efectelor secetei prin creșterea prețurilor la alimente, coroborate cu o creștere a acestor prețuri pe plan internațional, precum și a unei depreciere semnificative a leului față de Euro.

În aceste condiții, Trezoreria Statului a anulat în mare măsură ofertele de cumpărare de titluri de stat la licitațiile organizate, randamentele oferite fiind considerate necorespunzătoare.

În luna septembrie a fost demarat și procesul de selecție a lead-managerilor pentru emisiunea de Euroobligațiuni anunțată prin calendarul anual. Astfel, în luna decembrie a fost aprobată realizarea unei emisiuni de Euroobligațiuni în suma de minim 500 milioane Euro și maxim 1 miliard Euro (în funcție de condițiile de pe piețele financiare externe și de necesitățile de finanțare), cu scadență de 10 ani, administratorii tranzacției fiind desemnate bancile UBS, Credit Suisse și EFG Eurobank. Lansarea

¹⁶ 1bsp reprezintă 0,01 %.

emisiunii de Euroobligatiuni a fost amânată pentru anul 2008, avându-se în vedere înrăutățirea condițiilor de împrumut declansate de apariția crizei financiare pe piața americană a creditului ipotecar cu grad ridicat de risc (subprime mortgage credit).

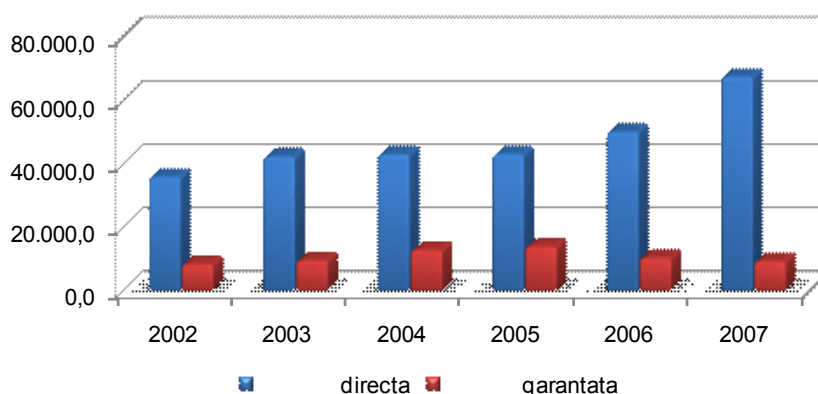
III. Analiza portofoliului de datorie publică guvernamentală la sfârșitul anului 2007

Datoria publică guvernamentală la sfârșitul anului 2007 a reprezentat 18,8 % din PIB, din care:

- datoria contractată direct de stat reprezenta 88,2 %, în timp ce
- garanțiile reprezentau doar 11,8 %.

Structura portofoliului datoriei publice guvernamentale este prezentată în Anexa nr. 2.

Datoria publică guvernamentală - după tipul datoriei



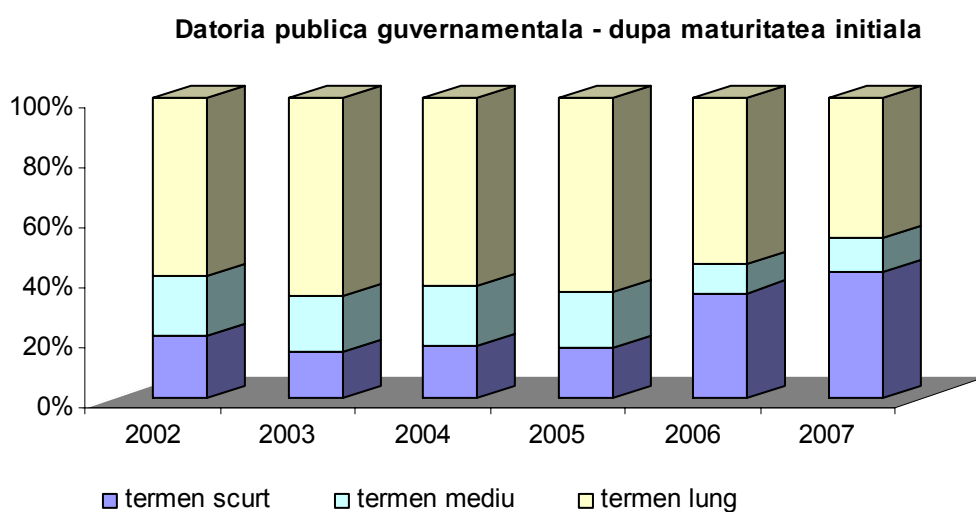
Structura datoriei publice guvernamentale după tipul datoriei, respectiv contractată direct sau garantată de stat este prezentată în conformitate cu OUG nr. 64/2007 privind datoria publică (diferită față de metodologia UE), și în consecință în datoria directă au fost incluse ca instrument nou de datorie finanțările rambursabile derivate din contractele de leasing financiar încheiate de autoritățile administrației publice centrale, iar împrumuturile contractate de autoritățile administrației publice centrale (ministerele de linie) cu garanția statului au fost reclasificate ca datorie guvernamentală directă. În anul 2007, împrumuturile noi în valoare de 1,9 miliarde Euro¹⁷ au fost contractate în baza vechii legi, Legea nr. 313/2004 privind datoria publică, și au fost destinate finanțării de proiecte din următoarele sectoare: transporturi, utilități municipale și servicii municipale, sănătate, educație, cultură, protecție socială, combaterea efectelor inundațiilor și protecția mediului.

În anul 2007, MEF a acordat o singură garanție de stat, pentru împrumutul intern contractat de Electrocentrale București, în valoare de 396,9 milioane lei, destinat finanțării importurilor de combustibili (80% din valoarea împrumutului a fost garantată de către MEF). Soldul datoriei publice garantate la sfârșitul anului 2007, în valoare de 9.366,4 milioane lei, era format din:

¹⁷ reprezintă valoarea contractată a împrumuturilor în anul 2007, urmând ca tragerile din aceste împrumuturi să se efectueze conform acordurilor/contractelor de împrumut, în majoritatea cazurilor eşalonat pe o perioadă de 3-5 ani.

- garanții pentru sectorul bancar emise în baza legilor speciale de 1.387,4 milioane lei,
- garanții pentru împrumuturi contractate de operatorii economici de 7.084,9 milioane lei și
- pentru împrumuturi ale autoritățile administrației publice locale de 314,0 milioane lei.

Structura după maturitatea inițială a portofoliului de datorie arată că datoria pe termen lung (peste 5 ani), deși în scădere ca pondere în total datorie de la 59,6 % în 2002 la 46,4 % în 2007, reprezintă o pondere importantă în totalul datoriei publice guvernamentale, în principal datorită împrumuturilor cu o durată cuprinsă între 12-17 ani, contractate de la instituțiile financiare internaționale și care, așa cum reiese și din structura după creditori (Anexa nr. 2), s-au menținut în mărime absolută la un nivel relativ constant în perioada 2003-2007 (ca pondere în total datorie, la sfârșitul anului 2007 au reprezentat 21,2 %).

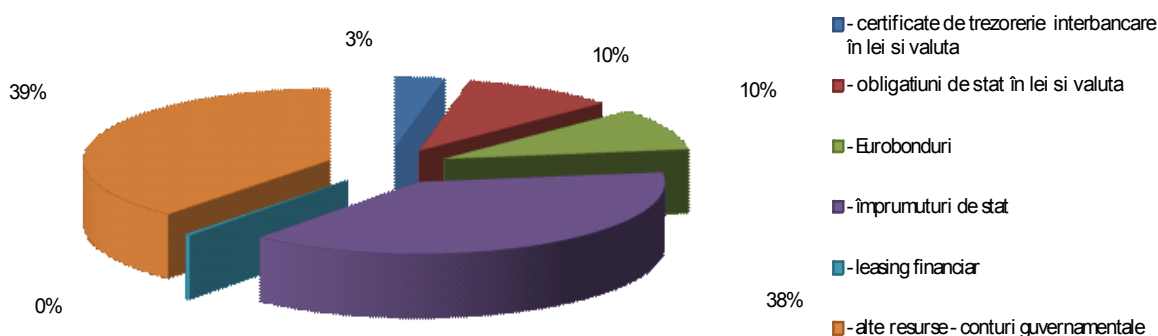


Dacă datoria pe termen mediu se menține la un nivel relativ constant în perioada 2002-2007, în timp ce datoria pe termen scurt a crescut foarte mult reprezentând la sfârșitul anului 2007 41,9% în total datorie, în special datorită utilizării frecvente a finanțării temporare din soldul contului curent al trezoreriei.

Din *structura pe instrumente de datorie* se poate observa că datoria negociabilă reprezintă 22,8 %, din care:

- a) certificatele de trezorerie reprezintă 3,3 % din total datorie publică guvernamentală;
- b) obligațiunile de stat emise pe piața internă reprezintă 10,0 %, și
- c) emisiunile de Euroobligatiuni lansate pe pietele externe de capital, în valoare de 2 miliarde Euro, reprezintă 9,5 % în total datorie, în scădere față de anii anteriori, ținând cont că în perioada 2004-2007 nu au mai fost lansate astfel de emisiuni, deși condițiile aferente piețelor externe au fost favorabile.

**Structura datoriei publice guvernamentale pe tipuri de instrumente de datorie
la data 31 decembrie 2007**



Împrumuturile de stat au înregistrat o tendință descrescătoare ca pondere în total datorie, reprezentând la sfârșitul anului 2007 38,2%, în timp ce finanțarea temporară din disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului a înregistrat la sfârșitul lui 2007 o creștere semnificativă, ajungând la 38,6 % în total datorie publică guvernamentală.

Astfel, în conformitate cu prevederile Ordonanței de Urgență a Guvernului nr.146/2002 privind formarea și utilizarea resurselor derulate prin trezoreria statului, cu modificările și completările ulterioare, din disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului s-au finanțat prin împrumuturi temporare, deficite bugetare în suma totală de 29.407,8 milioane lei.

Acumularea împrumuturilor din disponibilitățile temporare ale contului curent general al trezoreriei statului utilizate pentru finanțarea deficitului bugetului de stat din anii precedenți a fost determinată în principal de faptul că acest instrument a fost preferat, în detrimentul atragerii de împrumuturi de stat prin emisiuni de titluri de stat, timp de 15 luni, din septembrie 2005, până în luna decembrie 2006 inclusiv.

Deși utilizarea acestui instrument prezintă avantajul finanțării deficitului bugetului de stat la costuri mici¹ pe termen scurt, are și importante dezavantaje. Acesta este un instrument atipic, specific țării noastre, în timp ce trezoreriile statelor europene finanțează deficitele bugetare integral prin împrumuturi de stat, iar surplusul de lichiditate îl plasează în instrumente de cash management. Utilizarea acestui instrument depinde de nivelul disponibilităților din cont, iar în condițiile unui nivel redus al acestor lichidități se apelează la alte soluții de echilibrare a soldului contului curent general al trezoreriei statului¹.

În consecință, utilizarea acestui instrument de datorie determină creșterea riscului de refinanțare și de lichiditate având un impact negativ asupra managementului datoriei publice guvernamentale, în special în contextul actual caracterizat de o volatilitate crescută cu impact asupra condițiilor de lichiditate din piața monetară.

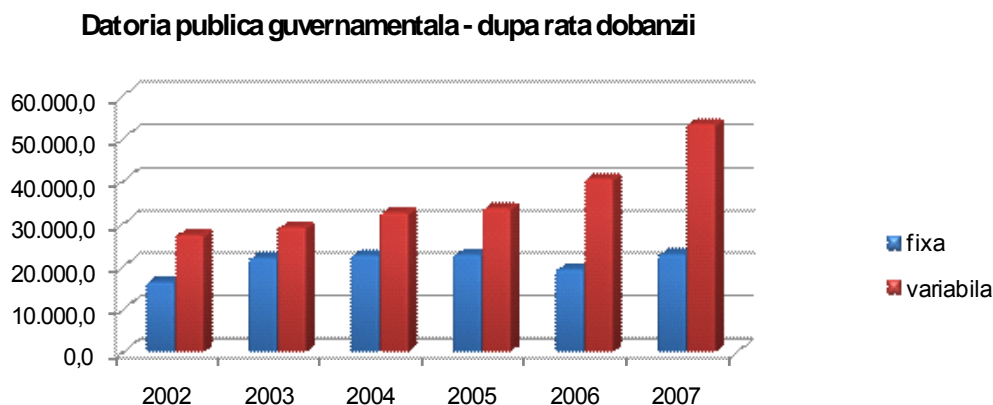
Acumularea deficitelor bugetare finanțate temporar (nefinanțate definitive) constituie încă un element pentru care se impune ca finanțarea temporară să fie refinanțată prin titluri de stat gradual, pe

¹ rata dobânzii acestor împrumuturi s-a redus de la 6% pe an în luna iulie 2004, la 0,42% pe an în luna septembrie 2007.

¹ atragerea de pe piața a unor depozite de la instituțiile de credit sau vânzarea la rezerva valutară a statului a unei sume în valută încasată din activitatea de privatizare și majorarea prin acest mecanism a disponibilităților în lei ale contului curent general al trezoreriei statului.

o perioadă îndelungată de timp, pentru a reduce impactul pe piața internă și a nu afecta major costul acestor finanțări.

Utilizarea acestui instrument de datorie a crescut expunerea față de riscul ratei dobânzii, fiind vorba despre utilizarea unui instrument cu maturitate pe termen scurt. Astfel, după *structura pe tipuri de rată a dobânzii*, datoria contractată cu rata fixă de dobândă a reprezentat 43,0 % în 2003, iar în perioada 2004-2007 a înregistrat un trend descendent ajungând la 30,0% în 2007.



Instrumentele de datorie cu rată fixă de dobândă sunt:

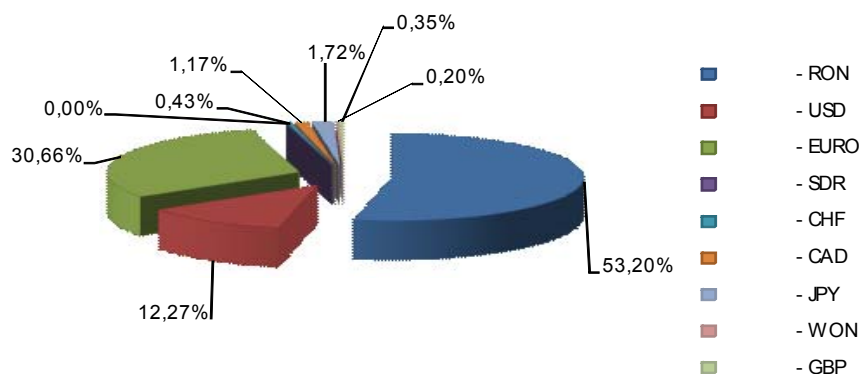
- a) obligațiunile de stat emise pe piața internă și externă,
- b) împrumuturi contractate de la băncile comerciale și organisme financiare internaționale (BEI și BDCE), cu rate fixa de dobândă, și
- c) titluri de stat emise în baza legilor speciale destinate finalizării procesului de privatizare a Băncii Agricole SA și finalizării procesului de restructurare bancară a Bancorex SA emise în perioada 2002-2006.

Instrumentele cu rată variabilă de dobândă sunt:

- a) împrumuturile de la băncile comerciale și organismele financiare internaționale cu rata variabilă de dobândă (împrumuturi de la FMI, BIRD, BERD, BDCE și FIDA),
- b) certificatele de trezorerie,
- c) finanțarea temporară din disponibilitățile contului general al trezoreriei statului.

Structura pe valute a datoriei publice guvernamentale arată o creștere a datoriei denominate în lei de la 20,9 % în 2002 la 53,2 % în 2007 (este pentru prima dată în perioada analizată când ponderea datoriei în lei în totalul datoriei guvernamentale o depășește pe cea în valută), o descreștere a datoriei denominate în EUR de la 42,2 % în 2003 la 30,7 % în 2007, și o descreștere accentuată a datoriei în USD de la 38,8 % în 2002 la 12,3% în 2007, în principal datorită strategiei implicite a MEF de reducere a riscului valutar și de contractare începând cu anul 2006 a împrumuturilor în valută numai în EUR, pentru reducerea riscului valutar în perspectiva adoptării monedei unice în anul 2014.

**Structura datoriei guvernamentale pe tipuri de valute la
31 decembrie 2007**



Urmare înființării în decembrie 2006 a Fondului National de Dezvoltare, veniturile din activitatea de privatizare nu au mai fost utilizate pentru rascumpararea datoriei ci, în special pentru finanțarea de proiecte de infrastructură, creându-se totodată posibilitatea utilizării vanzării de valută reprezentând venituri din privatizare pentru echilibrarea soldului contului curent general al trezoreriei statului, ca instrument de cash management.

În ceea ce privește serviciul datoriei publice guvernamentale, plățile de dobânzi și comisioane aferente datoriei publice guvernamentale în PIB au scăzut de la 2,6 % în 2002 la 0,7 % în anul 2007, aceeași tendință înregistrându-se și cu serviciul datoriei publice guvernamentale, (include ratele de capital) care a scăzut de la 9,6 % în PIB în 2002 la 2,7 % în 2007, atât ca urmare a creșterii economice susținute realizată în aceasta perioadă, cât și extinderii maturității titlurilor de stat și implicit a diminuării volumului titlurilor de stat de refinanțat în perioada de referință.

Întrucât în datoria publică guvernamentală se includ finanțările rambursabile având ca sursă de rambursare bugetul general consolidat, dar și sursele proprii ale operatorilor economici subîmprumutați/garantati de stat, în condițiile în care beneficiarii de subîmprumuturi/garanții de stat nu dispun de lichidități pentru plata la scadență a acestor obligații, MEF în calitate de împrumutat/garantat efectuează plata în contul operatorilor economici subîmprumutați/garantați de stat din fondul de risc.

Plățile din fondul de risc în perioada 2002-2007 au avut valori cuprinse între 0,1 % din PIB în 2005 și 0,9 % în 2002, reprezentand sume importante plătite din buget de stat, în timp ce sumele recuperate au fost mult sub nivelul plăților efectuate după cum rezultă și din tabelul de mai jos.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Sume plătite de MEF în calitate de Garant,						
- mil. lei	1.386,2	1.079,3	595,6	406,8	551,6	633,3
- % în PIB	0,9	0,5	0,2	0,1	0,2	0,2
Sume recuperate de la operatorii economici garantati de stat,						
- mil. lei	608,0	383,3	803,1	438,9	118,0	212,3

- % in PIB	0,4	0,2	0,3	0,2	0,03	0,05
------------	-----	-----	-----	-----	------	------

De asemenea, în baza Ordonanței de Urgență a Guvernului nr.18/2006 privind unele măsuri pentru diminuarea arieratelor bugetare, în cursul anului 2007 au fost anulate datoriile către fondul de risc (inclusive majorări de întârziere) în valoare de 3.076,5 milioane lei, din care: pentru Termoelectrica 1.823,6 milioane lei, pentru SNN Nuclearelectrica 1.178,8 milioane lei și pentru CN CFR SA suma de 74,1 milioane lei.

IV. Analiza riscurilor asociate portofoliului de datorie guvernamentala la sfarsitul anului 2007

Analize de senzitivitate privind datoria publică guvernamentală în perioada 2008-2010

Tinand cont de structura portofoliului datoriei publice guvernamentale la sfârșitul anului 2007, în scopul reflectării senzitivității portofoliului de datorie guvernamentala la modificarea anumitor factori semnificativi pe perioada de analiză acoperită de strategie (2008-2010) au fost analizate:

- i. influența scăderii creșterii economice asupra ponderii datoriei publice guvernamentale în PIB,
- ii. influența cumulată a scăderii creșterii economice și a unor deficite bugetare mai mari (3 % în PIB – limita maximă acceptată conform criteriilor Maastricht),
- iii. influența deprecierei monedei locale față de EUR și USD asupra plăților de dobândă aferente datoriei publice guvernamentale, și
- iv. influența creșterii ratelor de dobândă asupra plăților de dobândă aferente datoriei publice guvernamentale.

În aceste analize, pentru finanțarea deficitelor bugetare aferente anilor 2008-2010 s-a avut în vedere că 85 % din deficit se finanțează din surse interne, prin emisiuni de titluri de stat, din care 30% prin certificate de trezorerie și 70 % prin emisiuni de obligatiuni cu scadențe pe termen mediu și lung.

1. Analiza influenței scăderii creșterii economice asupra ponderii datoriei publice guvernamentale în PIB

Pentru analiza influenței diminuării ritmului de creștere economică asupra stocului de datorie publică guvernamentală s-au avut în vedere două scenarii:

- scenariul de bază, realizat pe baza proiecțiilor CNP privind creșterea economică prezentate în cadrul macroeconomic pe termen mediu, precum și a deficitelor bugetare estimate din Raportul la Legea bugetului de stat pe anul 2008, și
- scenariul alternativ (pesimist), construit pe baza ipotezei unei creșteri economice mai mici cu cca 1% din PIB față de scenariul de bază.

În scenariul de bază ponderea datoriei publice guvernamentale în PIB va descrește cu 0,3% în 2010 comparativ cu 2007 (de la 18,8 % în 2007 la 18,5% în

2010), iar **în scenariul alternativ** ponderea datoriei guvernamentale în PIB descrește cu 0,1 % (de la 18,8 % în 2007 la 18,7 % în 2010), sugerând un impact scăzut al factorului de analiză asupra ponderii datoriei în PIB, și care, oricum, se afla la un nivel mult sub nivelul critic conform criteriilor de convergență.

2. *Analiza influenței scăderii creșterii economice în condițiile unor deficite bugetare de 3 % din PIB în perioada analizată asupra ponderii datoriei publice guvernamentale*

Pentru aceasta analiză s-au avut în vedere:

- un scenariu de baza, realizat pe baza proiecțiilor CNP privind creșterea economică prezentate în cadrul macroeconomic pe termen mediu și a unor deficite bugetare estimate prin Raportul la Legea bugetului de stat pe anul 2008,
- un scenariu alternativ (pesimist), construit pe baza ipotezei unei creșteri economice mai mici cu cca 1% față de scenariul de baza, coroborat cu o datorie publică guvernamentală mai mare urmare asumării finanțării unor deficite bugetare anuale de 3% din PIB în perioada analizată.

În scenariul de bază ponderea datoriei publice guvernamentale în PIB descrește cu 0,3% în 2010 comparativ cu 2007 (de la 18,8 % în 2007 la 18,5% în 2010), iar **în scenariul alternativ** ponderea datoriei guvernamentale în PIB crește cu 1,5% (de la 18,8 % în 2007 la 20,3 % în 2010). Comparând aceste rezultate cu cele obținute la analiza de la punctul anterior se constată o influență negativă (chiar dacă nu foarte mare) care sugerează importanța menținerii unei politici fiscale prudente asupra indicatorilor datoriei.

3. *Analiza influenței deprecierei monedei naționale față de EUR și USD*

Pentru această analiză s-au avut în vedere:

- un scenariu de baza, realizat pe baza proiecțiilor CNP privind ratele de schimb lei/EUR și lei/USD prezentate în cadrul macroeconomic pe termen mediu, precum și a plăților cu dobânzile din buget estimate pentru perioada de analiză din Raportul la Legea bugetului pe anul 2008, iar pentru împrumuturile care se rambursează din sursele proprii ale operatorilor economici din baza de date a ministerului;
- un scenariu alternativ (pesimist), a fost construit pe baza ipotezei unei depreciere a monedei naționale de cca 5% față de EUR și USD, în comparație cu ratele de schimb utilizate în scenariul de baza.

În ambele scenarii plățile de dobândă aferente datoriei publice guvernamentale se situează la nivele apropiate, iar ponderea în PIB nu are variații semnificative în perioada analizată.

4. *Analiza influenței creșterii ratelor de dobândă*

Pentru această analiză s-au avut în vedere:

- un scenariu de baza, realizat pe baza proiecțiilor CNP privind ratele de schimb lei/EUR și lei/USD prezentate în cadrul macroeconomic pe termen mediu, precum și a plăților cu dobânzile din buget estimate pentru perioada de analiză din Raportul la Legea bugetului pe anul 2008, iar pentru împrumuturile care se rambursează din sursele proprii ale operatorilor economici din baza de date a ministerului,
- un scenariu alternativ (pesimist) a fost construit pe baza ipotezei unei creșteri a ratelor de dobândă (la titluri de stat, Euribor și Libor) cu 1 % față de scenariul de bază.

Prin creșterea cu 1 % a ratelor de dobândă, ponderea plăților de dobânzi în PIB va crește cu 0,3 % în anul 2010.

Managementul riscurilor asociate portofoliului de datorie la 31.12.2007

Managementul datoriei este un proces strâns legat și dependent de politica fiscal-bugetară și politica monetară .

În acest context, analiza portofoliului datoriei publice guvernamentale trebuie realizată ținând cont atât de evoluțiile și estimările macroeconomice interne (creștere economică, inflație, veniturile bugetare și nivelul deficitului bugetar, condițiile monetare și reformele structurale - reforma pensiilor) și de eficiența pieței interne de capital, cât și de evoluția economiei la nivel mondial, cu influențe asupra condițiilor de împrumut aferente României pe piețele financiare internaționale.

O componentă importantă a managementului datoriei publice guvernamentale o reprezintă managementul riscurilor asociate portofoliului datoriei, care implică activitățile de identificare, evaluare și asigurare împotriva diferitelor categorii de risc.

Principalele categorii de risc care au fost avute în vedere în această analiză sunt riscurile financiare (de refinanțare/de lichiditate și de piață - riscul valutar și de rată de dobândă) prezentate în anexa nr. 4.

Pentru analiza riscurilor financiare asociate portofoliului datoriei s-au avut în vedere următorii indicatori:

- i. *pentru riscul de refinanțare*, determinat de graficul de rambursare, de valoarea absolută și de perioada de rambursare/rascumpărare a datoriei, indicatorul de analiză folosit este procentul datoriei publice guvernamentale scadente într-un orizont de timp (gradul de refinanțare la 1 an și la 5 ani);
- ii. *pentru riscul valutar*, determinat de valoarea absolută și de ponderea datoriei în valută, indicatorii de analiza folosiți sunt ponderea datoriei în Euro în totalul datoriei guvernamentale în valută și ponderea datoriei în monedă națională în totalul datoriei guvernamentale;
- iii. *pentru riscul de rată de dobândă și riscul de lichiditate*, indicatorii utilizați sunt:
 - a. ponderea datoriei cu rată de dobândă variabilă¹⁸ în total datorie guvernamentală versus ponderea datoriei cu rată fixă de dobândă;

¹⁸ Trebuie menționat că datoria pe termen scurt (cu maturitatea sub un an) este datorie cu dobândă variabilă, deoarece include certificatele de trezorerie și finanțarea temporară din disponibilitățile contului general al trezoreriei statului.

- b. procentul de refixing , respectiv procentul de datorie guvernamentala pentru care rata de dobânda se schimba într-un orizont de timp ales (indicatorul de refixing la 1 an și la 5 ani);
- c. maturitatea medie până la următoarea schimbare a ratei de dobânda variabilă (average time to next refixing).

Analiza de risc a fost realizată prin utilizarea proiecției serviciului datoriei publice guvernamentale contractate la 31 decembrie 2007 în cadrul analizei de tip "Cost la risc" (CaR)/"Buget la risc" (BaR) - impactul fluctuației variabilelor financiare asupra costului datoriei (plățile de dobânzi la datoria publica guvernamentală).

La stabilirea strategiei pentru evaluarea riscurilor principale a fost utilizat modelul furnizat de dl. Bruno Debergh, expert angajat în cadrul programului Phare EUROPEAID/119860/C/SV/multi, lot 11, request no Rosu 62, "Government debt management system". Modelul, utilizat pentru evaluarea riscului asociat datoriei publice a Belgiei, a fost adaptat astfel încat sa raspunda cerintelor portofoliului de datorie guvernamentală al României, care cuprinde datorie denominată în mai multe valute și este format preponderent din împrumuturi, dar și în ceea ce privește structura finanțării deficitului bugetar atât în lei, dar și în alte valute.

Pentru evaluarea riscului au fost necesare informații privind: estimările deficitului bugetar și surplusului/deficitului primar, proiecții ale serviciului datoriei publice guvernamentale (detaliat pe rate de capital și plăți de dobânda, precum și pe tipul de rata de dobânda - fixa sau variabila), scenarii de finanțare a deficitului și refinanțarea datoriei pentru orizontul ales de analiză (3 ani - ca și în cazul elaborării bugetului de stat), precum și date privind ratele dobânzilor de referință aferente împrumuturilor în lei, Euro, USD și CAD, și cele privind ratele de schimb valutar, pentru calculul volatilităților acestora în vederea extrapolării acestor variabile pentru perioada de analiză.

Ipotezele și constrangerile modelului sunt următoarele:

Ipoteze	Constrangeri
<p>- fluxurile de datorie au fost preluate din programul DMFAS și din sistemele dezvoltate intern, întrucat baza de date a sistemului FTI este în stadiul final de verificare și actualizare;</p> <p>-întrucât modelul permite doar 4 valute, fluxurile de datorie au fost grupate în RON, EUR, USD și CAD (în cadrul acestei ultime valute au fost grupate fluxurile pentru CAD, GBP, JPY, WON, CHF) și curbele de randament au fost create doar pentru aceste valute;</p>	<p>- la momentul utilizării sistemului FTI proiecția plăților de dobândă se va realiza pe baza curbelor de randament construite pentru toate valutele existente în portofoliul de datorie guvernamentală, la care se adaugă marja specifică fiecărui împrumut în parte conform acordului/contractului de împrumut.</p>
<p>- pentru împrumuturile din disponibilitatile contului curent general al trezoreriei statului (cca 29.4 mld. lei la 31.12.2007) s-a considerat ca aceasta datorie va fi refinanțată prin emisiuni de titluri de cca 3 mld. lei anual pe o perioada de 10 ani, începând cu anul 2009, iar platile de dobânda pentru finanțarea temporară s-au calculat la un procent de dobânda de 1 % ;</p>	<p>Această refinanțare va fi posibilă doar dacă, condițiile pieței vor fi avantajoase pentru a diminua volumul deficitelor bugetare nefinanțate definitiv.</p>
<p>- întrucat mare parte din portofoliul de datorie publica guvernamentală este formată din împrumuturi (cca 75 %), la calculul fluxurilor viitoare de datorie (rate de capital, plăți de dobânzi) au fost avute în vedere</p>	<p>- este posibil ca un anumit volum al tragerilor din aceste împrumuturi să nu se mai efectueze sau să se efectueze cu întârzieri față de termenele prevăzute în contracte datorita blocajelor apărute în</p>

<p>tragerile estimate a se efectua pana la data finala de tragere conform acordurilor de împrumut/contractelor de finanțare;</p>	<p>implementarea proiectelor sau altor cauze care duc la întârzieri în respectarea calendarului de trageri convenit cu finanțatorii;</p>
<p>- proiecțiile de cursuri valutare pentru perioada urmatoare sunt cele comunicate de CNP;</p>	<p>- cursurile valutare spot utilizate sunt cele valabile la 31.12.2007;</p>
<p>- curbele de randament pentru valute sunt derivate din ratele de dobândă publicate pe Reuters, cu exceptia curbei pentru RON, caz în care au fost utilizate randamentele pentru emisiunile lansate de MEF pe piata primara;</p>	<p>- s-a utilizat procedeul de intrapolare și extrapolare pentru scadentele pentru care nu se publica ratele de dobândă pe Reuters; pentru curba in RON, piata secundara a titlurilor de stat fiind puțin lichida, randamentele luate in considerare sunt un proxi cu anumite limite;</p>
<p>- volatilitatea pentru cursurile valutare și pentru ratele de dobândă se calculeaza în model pentru ultimele 85 de luni;</p>	<p>- întrucât pentru fluxurile de plăți de dobânzi cu rată variabilă modelul utilizează începând cu anul 2009 curba de randament pentru valute creată pe baza ratelor de dobândă publicate pe Reuters, pentru marja ce se adaugă în cazul împrumuturilor cu rată variabilă de dobândă s-a calculat o marjă medie pentru fiecare valută, și valoarea aplicată la datoria publică guvernamentală s-a adăugat la fluxurile de datorie cu rată fixă de dobândă, respectiv pentru EUR - 96 bp, USD - 130bp, JPY - 144bp, CAD - 87 bp, CHF - 72 bp, GBP - 111 bp. Pentru anul de bază (2008) plățile de dobânzi cu rată de dobândă flotantă sunt cele calculate pe bază de rate de dobândă la 31.12.2007;</p>
<p>- scenariile au avut în vedere finanțarea deficitului bugetar în lei sau în lei și în Euro. Deficitul bugetar luat în calcul este deficitul bugetului general consolidat întrucât datoria publică guvernamentală cuprinde și împrumuturi a căror sursă de rambursare o reprezintă bugetele locale.</p>	<p>- pentru volatilitate au fost introduse în model cursurile valutare și ratele de dobândă valabile în ultima zi a lunii;</p>
<p>- scenariile au avut în vedere finanțarea deficitului bugetar în lei sau în lei și în Euro. Deficitul bugetar luat în calcul este deficitul bugetului general consolidat întrucât datoria publică guvernamentală cuprinde și împrumuturi a căror sursă de rambursare o reprezintă bugetele locale.</p>	<p>- modelul nu permite evidențierea finanțării pe perioade mai mici de 1 an (1, 3, sau 6 luni) și efectuează refinanțarea ratelor de capital scadente în fiecare an, inclusiv pentru datoria operatorilor economici care se ramburseaza din surse proprii.</p> <p>- finanțarea deficitului bugetului general consolidat se realizează în plus față de finanțările rambursabile ce reprezintă datoria publică guvernamentală și prin împrumuturi contractate direct de autoritățile administrației publice locale, alături de alte surse interne (venituri din activitatea de privatizare, sume recuperate de AVAS din active bancare neperformante, și alte disponibilități din contul curent general al trezoreriei statului).</p>

Pentru analiza riscurilor financiare asociate portofoliului de datorie publica guvernamentală s-au utilizat patru scenarii. În toate scenariile refinanțarea datoriei publice guvernamentale în lei se realizează prin contractarea de datorie denominată în lei, iar datoria scadentă în diferite valute, pentru simplificarea modelului, se refinanțează cu datorie denominată în EUR. Cele patru scenarii se disting prin modalitatea finanțării deficitului bugetar astfel:

- *scenariul I:* finanțarea se realizeaza numai prin contractarea de datorie în lei,
- *scenariul II:* finanțarea se realizeaza 50 % în lei și 50 % în Euro,
- *scenariul III:* finanțarea se face 75 % în lei și 25 % în Euro și

- *scenariul IV*: finanțarea se face în lei în proporție de 85 % și în Euro 15 %.

Pentru toate scenariile, finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice guvernamentale se realizează prin emiterea următoarelor instrumente:

- a) pentru datoria în lei: 30% certificate de trezorerie cu scadența la 1 an, 20% obligațiuni cu scadența la 3 ani, 25 % la 5 ani, 20 % la 10 ani, 5% la 15 ani, și
- b) pentru datoria în EUR: 80% datorie cu dobânda fixă și scadența la 10 ani și 20% datorie flotantă la 15 ani.

Ipotezele privind finanțarea în perioada analizată pe tipuri de instrumente de datorie și pe valute a ținut cont de o strategie intuitivă, care urmează întrucâtva strategia implicită folosită în ultimii doi ani și care se desprinde ca fiind necesară și din analiza portofoliului de datorie guvernamentală la sfârșitul anului 2007, cu diferența că, instrumentele utilizate în analiză sunt instrumente de piață, ținând cont de obiectivul dezvoltării pieței titlurilor de stat.

În concluzie, în urma analizei indicatorilor de risc pentru scenariile utilizate și a cuantificării importanței acestor indicatori de risc, au rezultat două scenarii optime, respectiv cel în care finanțarea deficitului bugetar se realizează integral din surse interne și cel în care finanțarea deficitului bugetar se realizează în proporție de 85 % din surse interne, diferența acoperindu-se din surse externe. Având însă în vedere deteriorarea condițiilor de creditare pe piața internă în prima parte a anului 2008, precum și avantajele de cost pe care le are încă accesarea piețelor internaționale pentru România, considerăm ca scenariu optim, scenariul în care finanțarea deficitului bugetar se realizează 85 % din surse interne și 15% din surse externe.

Pentru monitorizarea riscurilor financiare asociate portofoliului de datorie publică guvernamentală se propun ca limite față de care se va evalua periodic performanța portofoliului real următorii indicatori:

Indicator	Limite minime	Limite maxime
Pondere datorii guvernamentale în lei în total datorie publică guvernamentală	55%	
Pondere datorii guvernamentale în Euro în total datorie publică guvernamentală		40%
<i>Gradul de refinanțare la 1 an*)</i>		15%
<i>Gradul de refinanțare la 5 ani*)</i>		55%
<i>Procentul de refixing la 1 an*)</i>		35%
<i>Procentul de refixing la 5 ani*)</i>		65%

*) În măsura în care condițiile pieței interne vor permite renunțarea la finanțarea temporară din disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului, și totodată se va proceda la refinanțarea acestei datorii în perioada 2009-2019 prin emisiuni de titluri.

V. Administrarea datoriei publice guvernamentale în primul semestru al anului 2008 în contextul evoluțiilor recente ale pietelor financiare interne și externe de capital

Turbulențele de pe piețele financiare internaționale, declanșate încă din toamna anului 2007 de criza financiară apărută pe piața americană a creditului ipotecar cu grad de risc ridicat (subprime mortgage credit market), s-au accentuat în primele luni ale anului 2008, înregistrându-se următoarele evoluții:

- i. înrăutățirea condițiilor de piață urmare evoluțiilor negative ale economiei americane, ceea ce a condus la creșterea temerilor privind perspectiva unei recesiuni¹;
- ii. creșterea volatilității condițiilor de piață, urmare decuplării ratelor de referință ale dobânzilor. Astfel, deși FED a redus cu 3,25% nivelul ratei de referință într-un interval de câteva luni de la începutul crizei, BCE, pe fondul unei încetiniri a creșterii economice și în UE nu a redus nivelul ratei dobânzii, crescându-l chiar cu 25 bps (până la 4,25%) argumentând cu nivelul crescut al inflației în zona euro²;
- iii. problemele aparute la nivelul unora dintre marile instituții financiare, printre care asiguratorii monoline de pe piața financiară americană, cele două mari banci de credit ipotecar Fannie Mae și Freddie Mac, băncile și fondurile de investiții, aproape toate marile grupuri financiare înregistrând pierderi pe portofoliile de obligațiuni garantate cu ipoteci sau alte active;
- iv. reducerea apetitului investitorilor către instrumente cu grad de risc mai ridicat și orientarea investițiilor acestora către instrumente emise de emitenți cu rating ridicat (flight to quality), urmare așteptării în continuare a declarării pierderilor înregistrate de câteva mari grupuri financiare europene și implicit a lipsei de încredere la acordarea de credite pe piețele internaționale interbancare;
- v. creșterea record a prețului petrolului, costurile mari asociate creditelor și aprecierea mare a monedei Euro față de dolarul american au încetinit creșterea economică în zona Euro.

Toate aceste evoluții au dus la creșterea mare a spread-urilor aferente instrumentelor emise de țări cu un risc de credit mai scăzut de A și la creșteri fără precedent a diferențelor între nivelele cash (nivelele de tranzacționare ale instrumentelor emise de unele țări) și nivelele CDS (credit default swap – costul de asigurare a riscului de default).

¹ Deși FED a redus succesiv rata dobânzii până la nivelul de 2%, concomitent cu unele măsuri de relaxare a condițiilor de lichiditate și a creerii unor premise pentru relansarea economică (ex: a facilitat injecții de lichiditate în condițiile acceptării ipotecilor rezidențiale ca și colateral la operațiunile de piața monetară), evoluțiile economice din SUA arată în continuare semne clare de recesiune;

² Inflația s-a situat la un nivel maxim de 4% (iunie/iunie) în zona euro.

Acestea au fost în mod special accentuate pentru un anumit grup de țări membre ale UE (România, Bulgaria, Lituania, Letonia, Estonia), caracterizate de deficite mari ale contului curent și a căror perspectivă a ratingului a fost înrăutățită de către agențiile internaționale de rating (Fitch și Standard & Poor's au modificat perspectiva ratingului Romaniei de la pozitiv la negativ).

Astfel, pentru România, nivelurile de tranzacționare ale Euroobligatiunilor românești, cât și cele aferente instrumentelor de protecție față de situația de neplată (default) s-au încadrat în trendul general specific țărilor din clasa de risc investitional BBB, înregistrându-se o creștere considerabilă a marjelor, cu impact semnificativ asupra costurilor titlurilor ce urmează a fi emise, după cum urmează:

Instrument	Marja la	Marja la 14.03.2008	
	31.12.2007		16.06.2008
România 5,75% 2010	106,7	126,1	140,4
România 8,5% 2012	96,6	147,8	149,3
5 yr CDS	62	235,5	143,5
10 yr CDS	92,5	281,5	195

Sursa: Reuters

Având în vedere: creșterea interesului investitorilor spre sfârșitul lunii mai-începutul lunii iunie, creșterea gradului de lichiditate, dinamizarea pieței secundare aferente Euroobligațiunilor suverane de grad investițional și intențiile altor emitenți suverani comparabili României de a profita de fereastra de oportunitate apărută, MEF a lansat în data de 11 iunie a.c. o emisiune de Euroobligatiuni pe piețele internaționale de capital, în suma de 750 milioane Euro, cu un cupon de 6,5% și o maturitate de 10 ani, destinat refinanțării emisiunii de euroobligatiunii în suma de 600 milioane Euro cu scadența în luna iunie a.c. diferența urmând a fi utilizată pentru finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice. Emisiunea a fost lansată în interiorul curbei CDS (CDS-13bps) în condiții de volatilitate a ratelor dobanzilor indicate de curba swap în Euro. De altfel, în aceeași perioadă, alte trei țări noi membre ale UE, Ungaria, Cehia și Polonia au emis Euroobligatiuni profitând de fereastra de oportunitate ivită.

Costurile asociate împrumuturilor interne contractate prin emiterea titlurilor de stat au crescut foarte mult urmare menținerii trendului inflaționist, a înrăutățirii așteptărilor inflaționiste și implicit a creșterii randamentelor obținute în cadrul licitațiilor titlurilor de stat, acesta fiind unul dintre motivele acceptării unei sume mai mari de 600 milioane Euro la lansarea emisiunii de Euroobligatiuni.

Randamentele medii aferente titlurilor de stat adjudecate au crescut atât pentru maturitățile pe termen scurt (6 luni/12 luni) de la 8,76/9,29% (în ianuarie) până la 10,74% (în iunie), cât și pentru cele pe termen mediu (3 ani/5 ani) de la 9,31/8,97% (în februarie) până la 9,99/9,45% (în iunie), urmare majorării de către BNR a ratei dobânzii de politică monetară de la 7,5% la 10 % în primul semestru.

Ținând cont de trendul crescător al randamentelor, în prima parte a anului 2008 au fost preferate titlurile de stat pe termen scurt și mediu, având în vedere posibilitatea refinanțării acestora la

costuri mai scazute, titlurile de stat pe termen lung anunțate în calendarul de emisiuni pe anul 2008¹⁹ fiind amânate pentru a doua parte a anului (cel puțin cele pe 10 ani), în condițiile în care rata inflației și dobanzile pe piața interbancară vor scădea, conform estimărilor BNR, cât și așteptărilor pieței.

În primul semestru al anului 2008 au fost emise titluri de stat în suma de 4.488,1 milioane lei din care:

- a) 2.523,5 milioane lei certificate de trezorerie cu scadență la 6 luni și respectiv 1 an și
- b) 1.964,6 milioane lei obligațiuni de stat tip benchmark, din care
 - 1.451.7 milioane lei (8% cupon) cu scadență la 3 și
 - 512,9 milioane lei (8,25% cupon) având scadență la 5 ani.

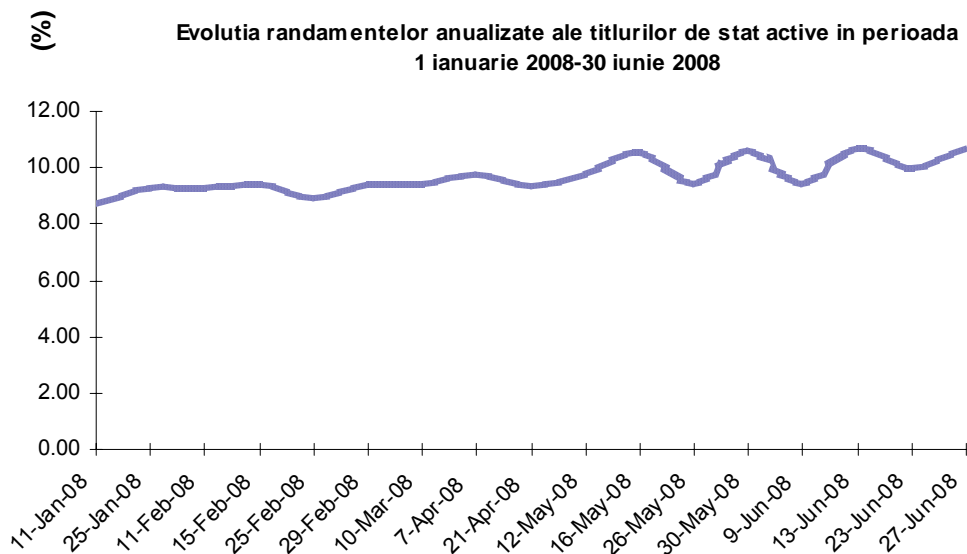
Titlurile de stat emise în primul semestru al anului 2008 sunt prezentate în tabelul de mai jos:

	<i>Maturitatea</i>	<i>Valoarea emisiunii (mil.lei)</i>	<i>Cupon</i>	<i>Randament mediu la emisiune</i>
Certificate de trezorerie	182 zile	1.412,8		9,23%
	364 zile	1.110,7		9,88%
<i>Total emisiuni de certificate de trezorerie</i>		<i>2.523,5</i>		
Obligațiuni de tip benchmark emise în anul 2008	3 ani	1,451.7	8%	9.53%
	5 ani	512.9	8.25%	9.38%
	10 ani	0		
<i>Total emisiuni benchmark 2008</i>		<i>1,964.6</i>		

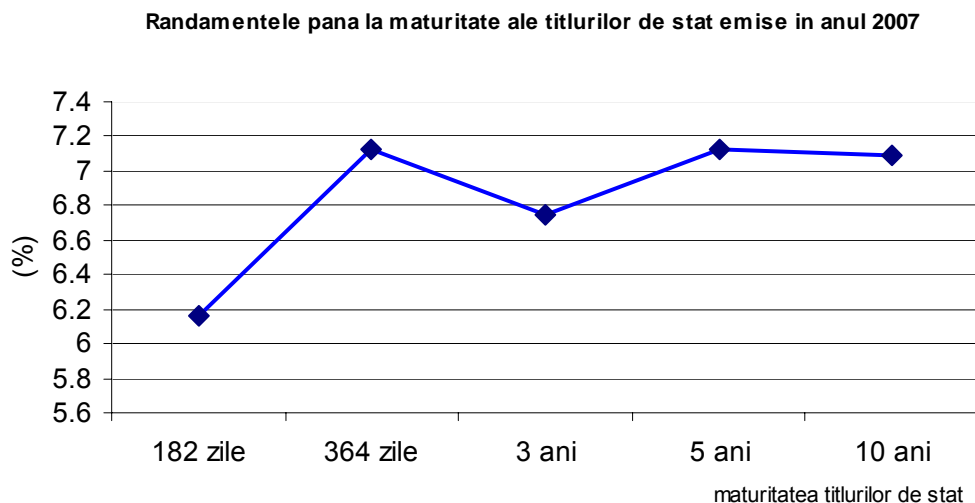
Evoluția randamentelor²⁰ anualizate ale titlurilor de stat pe piața primară în primul semestru al anului 2008 se prezintă astfel:

¹⁹ Pentru anul 2008 a fost anunțat un volum indicativ total de titluri de stat de 11 miliarde lei și o emisiune de euroobligațiuni în suma de minim 500 milioane euro și maxim 1 miliard euro. Pentru titlurile de stat pe piața internă au fost anunțate maturități pe termen scurt de 6 și 12 luni, pe termen mediu de 3 și 5 ani și pe termen lung de 10 și 15 ani.

²⁰ Randamentul (rata nominală a dobânzii) este anualizat în funcție de scadența cu care sunt emise titlurile de stat. Astfel, dacă titlurile de stat au fost emise pe 3 luni, se folosește formula: $Y = [(1 + y/400)^4 - 1] * 100$, unde y = randamentul.



Curba de randament a titlurilor de stat emise în perioada ianuarie – iunie 2008, construită pe baza randamentelor medii calculate pentru toate maturitățile titlurilor de stat, se prezintă după cum urmează:



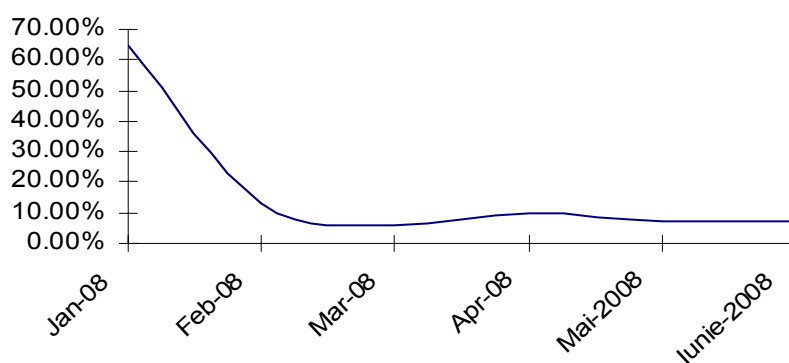
Tranzacțiile cu titluri de stat efectuate pe piața secundară se desfășoară în conformitate cu Regulamentul privind operațiunile cu titluri de stat emise în formă dematerializată aprobat prin Ordinul ministrului finanțelor publice nr. 1408 din 22 septembrie 2005.

Evoluția tranzacțiilor cu titluri de stat pe piața secundară în primul semestru al anului 2008 este reflectată în tabelul de mai jos:

Luna	Nr. tranzacții	Valoarea totală a tranzacțiilor (mil.lei)	Valoarea totală a tranzacțiilor bancare (mil. lei)	Valoarea totală a tranzacțiilor nebancale (mil. lei)
Ianuarie	434	6.395,2	6.395,2	0
Februarie	342	1.424,8	1.424,8	0
Martie	285	587,2	587,2	0
Aprilie	353	1.081,5	1.081,5	0
Mai	383	760,4	760,4	0
Iunie	381	766,0	766,0	0
TOTAL cumulat	2178	11.015,1	11.015,1	0

Evoluția gradului de lichiditate a titlurilor de stat în perioada ianuarie – iunie 2008 exprimat ca raport între valoarea totală a tranzacțiilor lunare și valoarea totală a titlurilor de stat emise lunar, se prezintă după cum urmează:

Evoluția gradului de lichiditate a titlurilor de stat active în perioada 1 ianuarie 2008 - 30 iunie 2008



VI. Obiectivele strategiei privind administrarea datoriei publice guvernamentale și instrumentele avute în vedere pentru implementarea strategiei

A. Obiective privind administrarea datoriei publice guvernamentale în perioada 2008-2010

În concluzie, urmare analizelor efectuate, conform celor expuse în capitolele anterioare, principalele obiective privind administrarea datoriei publice guvernamentale în perioada 2008-2010 vizează:

1. Creșterea controlată a datoriei publice guvernamentale

În procesul de administrare a datoriei publice guvernamentale se va avea în vedere menținerea indicatorilor datoriei publice guvernamentale la nivele sustenabile. Deși pe perioada de analiză, conform analizelor de senzitivitate și de scenarii efectuate, nu se întrevad derapaje care să afecteze echilibrele macroeconomice, totuși, MEF va monitoriza foarte atent trendul indicatorilor principali ai datoriei publice guvernamentale, astfel încât dinamica acestora să se încadreze în niveluri acceptabile.

2. Reducerea costurilor cu datoria publică guvernamentală pe termen mediu și lung

În perioada 2008-2010, costul datoriei publice guvernamentale în PIB se va reduce treptat de la 0,8% în anul 2008 la 0,6% în anul 2010²¹, luând în considerare scenariul de finanțare propus în capitolul IV, în condițiile macroeconomice avute în vedere ca ipoteze în analiza de scenarii efectuate. Această reducere are ca principale argumente perspectivele de îmbunătățire a condițiilor de finanțare pe termen mediu (2008-2010) atât pe piața internă, cât și externă.

Pe plan intern, chiar dacă în primul semestru al anului 2008 evoluțiile privind inflația și rata dobânzii nu au fost favorabile, conform estimărilor BNR și ținând cont de îndeplinirea criteriilor de convergență (în special cele privind inflația și rata dobânzii) pentru aderarea la Euro, datoria publică guvernamentală se așteaptă să fie contractată la randamente descrescătoare care vor urma trendul descendent al inflației. În ceea ce privește piața externă, deși mai pot exista șocuri (vezi criza financiară internațională declanșată în toamna anului trecut și încă nedepășită) se estimează o consolidare a evoluțiilor macroeconomice în România și o îmbunătățire graduală a poziției externe cu implicații pozitive asupra ratingului suveran și a condițiilor de împrumut aferente României pe piețele internaționale.

²¹ acest trend rezulta în urmare analizelor care iau în calcul portofoliul de datorie de la sfârșitul anului 2007.

În întâmpinarea acestor așteptări, MEF urmărește adoptarea unor politici de finanțare predictibile și transparente, care să favorizeze minimizarea costurilor pe termen mediu și lung, evitând schimbări bruște de comportament nejustificate (ex: lipsa emisiunilor pe piața internă și/sau externă pentru o perioadă îndelungată) care pot duce la perceperea unei prime de lichiditate.

3. Limitarea riscurilor aferente portofoliului de datorie publică guvernamentală

În scopul limitării riscurilor asociate portofoliului de datorie publică guvernamentală se are în vedere îmbunătățirea (optimizarea) structurii acestuia prin :

I. diminuarea riscurilor financiare (risc valutar, de rata a dobânzii, de lichiditate/refinanțare)

a. creșterea ponderii datoriei publice guvernamentale denominate în lei în totalul datoriei guvernamentale

Se va urmări limitarea riscului valutar și dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat. Ținând cont de faptul că încasarea veniturilor bugetare se realizează în lei, prin contractarea datoriei publice guvernamentale în aceeași moneda se va elimina riscul valutar.

Astfel, propunem menținerea unei ponderi a datoriei guvernamentale în lei în total datorie guvernamentală de cel puțin 55% la sfârșitul anului 2008, cu menținerea unui trend crescător anual al acestei ponderi până în 2010.

b. creșterea ponderii datoriei publice guvernamentale denominate în Euro în totalul datoriei publice guvernamentale în valută

Creșterea ponderii finanțării în Euro are în vedere, pe de o parte, minimizarea costurilor în condițiile menținerii înca a unui diferențial de dobânzi (marje) semnificativ între împrumuturile suverane în lei și cele în Euro, **fara o expunere mare față de** riscul valutar (oricum mai mică decât expunerile față de alte valute), ținând cont de structura rezervei valutare administrată de Banca Națională a României și structura pe valute a exporturilor și importurilor, dar mai ales având în vedere perspectiva aderării la moneda unică europeană în anul 2014. Astfel, împrumuturile pe termen lung, cu rambursare într-o singură rată (bullet-tipul Euroobligatiunii) au un risc valutar scăzut, ținând cont de faptul că întregul împrumut urmează a fi rambursat la un moment în care se estimează că România va fi în zona Euro.

În condițiile pragului țintit la pct a), pentru perioada 2008-2010 propunem un plafon maxim de 40% pentru ponderea datoriei publice guvernamentale în Euro în totalul datoriei publice guvernamentale, și un prag de minim 65% în totalul datoriei guvernamentale în valută.

c. reducerea gradului de refinanțare pentru datoria publică guvernamentală, denominată în lei și a celei denominate în Euro

Se va urmări limitarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin contractarea unor împrumuturi preponderent pe termen mediu și lung, bineînțeles, avându-se în vedere frontiera de eficiență cost/risc și condițiile de piață ale unor astfel de instrumente în comparație cu instrumentele emise pe termen scurt. Evoluțiile piețelor financiare interne și internaționale din primele luni ale anului 2008 au dus la contractarea unor împrumuturi pe termen scurt și mediu de pe piața internă având în vedere așteptările dezinflaționiste și de reducere a ratelor dobânzilor pentru ultima parte a anului, cât și pentru anii următori.

Pentru perioada acoperită de strategie, prin prisma acestor așteptări și a perspectivelor de îndeplinire a criteriilor de convergență, coroborate cu creșterea cererii pentru maturitățile lungi și foarte lungi venită din partea investitorilor instituționali, se așteaptă o îmbunătățire a condițiilor de emisiune pentru titluri de stat în lei cu scadențe lungi. Astfel, în ceea ce privește datoria în lei¹, în perioada imediat următoare se vor emite titluri de stat pe piața internă cu scadențe pe termen scurt și mediu, dar luând în considerare așteptările de reducere a inflației pe termen mediu (corespunzător orizontului de timp pentru care s-a elaborat strategia) maturitățile vor fi extinse către 10 și 15 ani, dacă condițiile de piață vor permite contractarea acestora la un nivel rezonabil al costurilor.

De asemenea, deși ultima perioadă a fost marcată de o deteriorare a condițiilor financiare la nivel internațional, forma curbei swap în Euro, precum și diferența de marje aferente împrumuturilor suverane românești în Euro cu scadențe pe termen mediu și lung a dus la emiterea unei emisiuni de Euroobligațiuni cu scadența de 10 ani în anul 2008 pentru refinanțarea celei scadente în luna iunie. Strategia de finanțare externă privită atât prin prisma riscului de refinanțare/lichiditate, cât și a celui de risc valutar (vezi explicațiile de la pct b) va fi orientată către Euroobligațiuni cu maturități pe termen lung, în condițiile în care curba randamentelor Euroobligațiunilor românești s-a extins până în 2018 odată cu emiterea euroobligațiunii din acest an.

d. creșterea ponderii datoriei cu dobândă fixă în totalul datoriei publice guvernamentale

Prin creșterea ponderii datoriei cu dobândă fixă se va avea în vedere, pe de o parte, limitarea riscului aferent creșterii ratelor dobânzilor de referință în special pentru datoria publică guvernamentală în valută și a reducerii incertitudinii cu privire la efortul bugetar anual necesar efectuării plăților de dobânzi. Pe de altă parte, trebuie avut în vedere nivelul actual al acestui indicator (ponderea datoriei publice guvernamentale cu rată fixă de dobândă), de aproximativ 30%, destul de îngrijorător prin prisma volatilității induse asupra serviciului anual de datorie publică guvernamentală.

Creșterea ponderii datoriei cu rată de dobândă fixă are în vedere pentru datoria denominată în lei utilizarea în procesul de finanțare a emisiunilor de obligațiuni de tip benchmark, cu cupon fix, iar pentru datoria în valută a Euroobligațiunilor, precum și utilizarea probabil începând cu anul 2009 a unor instrumente financiare derivate (swap de rata de dobândă) prin care datoria cu rată variabilă de dobândă să fie schimbată în datorie cu dobândă fixă.

e. creșterea datoriei negociabile în totalul datoriei guvernamentale; contractarea datoriei denominate în valută în principal prin lansarea de emisiuni de obligațiuni pe piețele internaționale de capital concomitent cu reducerea împrumuturilor contractate de la instituțiile financiare internaționale

Având în vedere obiectivul dezvoltării pieței titlurilor de stat, de creștere a lichidității titlurilor de stat și de dinamizare a pieței secundare a acestora, precum și de creștere a flexibilității în administrarea activă a datoriei guvernamentale, datoria guvernamentală va fi

¹ deteriorarea condițiilor de creditare pe piața internă au condus la o creștere a cuponului obligațiunilor de tip benchmark cu 1,75 – 2 % față de titlurile emise anul trecut.

contractată predominant prin emiterea titlurilor de stat în lei și valută pe piețele interne și internaționale. Urmare începerii procesului de graduare²² a României de la BERD și BIRD, strategia de contractare a noilor împrumuturi prevede diminuarea semnificativă a împrumuturilor suverane contractate de la instituțiile financiare internaționale. Singurele instituții care urmează să rămână parteneri din perspectiva relației de împrumutat/creditor la nivel suveran fiind BEI și, marginal BDCE (având în vedere avantajul comparativ al acestora din punct de vedere al costurilor, cât și rolul important în asistența pentru întărirea capacității de absorbție a fondurilor europene).

Se dorește astfel creșterea ponderii datoriei guvernamentale în valută contractată prin instrumente de piața, respectiv a emisiunilor de obligațiuni de pe piețele internaționale de capital.

Prin această politică, MEF urmărește diversificarea bazei investiționale, consolidarea și extinderea curbelor de randament a titlurilor de stat pe piețele externe de capital, cu efecte pozitive asupra costurilor asociate datoriei publice guvernamentale în valută.

Obligațiunile emise pe piețele internaționale sunt tranzacționabile pe piețele secundare internaționale, foarte lichide, având un impact pozitiv asupra costurilor ulterioare de finanțare, precum și asupra finanțării prin lansarea de Euroobligațiuni de către alți emitenți români.

Este important de menționat că împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului destinate finanțării temporare a deficitelor din anii anteriori ai bugetului de stat și ai bugetului asigurărilor sociale de stat subminează atingerea obiectivelor menționate la pct c), d) și e), reprezentând la sfârșitul anului 2007 cca 30 miliarde lei. Acestea reprezintă acumularea unor deficite finanțate temporar, urmare nefinanțării definitive din anii anteriori. MEF își propune ca într-o perioadă determinată (de ex. 10 ani, începând cu anul 2009) să fie emise titluri de stat într-un volum mai mare decât cel necesar pentru anul respectiv (aprox 3 miliarde lei în plus), pentru acoperirea graduală a acestor deficite, astfel încât să se ajungă la finanțarea deficitului bugetar din anul curent, lichiditățile din contul curent general al trezoreriei statului urmând să fie administrate activ prin plasarea acestora la termen. Deosebit de important este faptul că în prezent în disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului sunt incluse veniturile din activitatea de privatizare în lei, iar pe măsură ce aceste venituri vor fi utilizate, conform OUG nr.113/2006 privind crearea Fondului Național pentru Dezvoltare, disponibilitățile din acest cont se vor reduce semnificativ.

- f. *distribuirea cât mai uniformă a serviciului datoriei publice guvernamentale, prin stabilirea scadențelor noilor împrumuturi, astfel încât să se evite formarea de vârfuri de plată pe perioade scurte de timp pentru a nu majora riscul de lichiditate și de refinanțare.*

II. diminuarea riscului de credit (riscul contrapartidei)

- a. *reducerea riscului bugetar cauzat de acordarea de garanții de stat și subîmprumuturi*

²² înseamnă stoparea operațiunilor de creditare de către instituțiile financiare internaționale pe teritoriul României. Acest proces se va desfășura gradual, MEF propunându-se în acest sens oprirea contractării de împrumuturi suverane de la instituțiile financiare internaționale cu care s-a început procedura de graduare.

Ponderea plăților efectuate de MEF în calitate de garant, din bugetul de stat se va reduce atât datorită rambursării împrumuturilor garantate de stat până în anul 2007, cât și datorită faptului că aceste garanții și subîmprumuturi se vor reduce treptat urmare prevederilor Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 64/2007, conform căreia, acordarea garanțiilor de stat și a subîmprumuturilor se va face doar pentru proiectele prioritare/strategice, în baza unei legi speciale emisă în acest scop, după parcurgerea unor etape care să dovedească credibilitatea și capacitatea de rambursare a datoriei de către beneficiarii garanțiilor/subîmprumuturilor.

Acordarea cu prudență a garanțiilor de stat și a subîmprumuturilor, ține cont pe de o parte, de faptul că, în condițiile lipsei de lichidități a beneficiarilor, MEF trebuie să efectueze plata în contul acestora din fondul de risc, ceea ce conduce la creșterea cheltuielilor bugetare și a deficitului bugetar, iar pe de altă parte, întrucât beneficiarii garanțiilor de stat și a subîmprumuturilor sunt operatori economici și autorități ale administrației publice locale, se limitează intervenția MEF în administrarea portofoliului datoriei publice guvernamentale și a riscurilor asociate acestuia. MEF va acționa pentru recuperarea sumelor plătite de MEF în contul garanțiilor sau subîmprumuturilor, prin furnizarea de către direcția de specialitate din MEF a înscrisurilor necesare actualizării debitelor provenind din garanții sau subîmprumuturi, care constituie titluri executorii în baza cărora ANAF va acționa pentru recuperare, în conformitate cu Codul de procedura fiscală.

Pe baza datelor istorice privind plățile efectuate de MEF din fondul de risc în contul beneficiarilor de garanții de stat și subîmprumuturi, au fost estimate pentru perioada 2008-2010 pierderile posibile (reprezentând valoarea serviciului datoriei pentru aceste împrumuturi ponderată cu procentul mediu al plăților efectuate de MEF din fondul de risc) la o valoare medie anuală de 251,5 milioane lei.

b. utilizarea instrumentelor financiare derivate și managementului activ al lichidităților

Având în vedere că pentru administrarea riscului de credit nu se utilizează în prezent instrumente financiare derivate, iar managementul lichidităților se desfășoară deocamdată pasiv, neimplicând deschiderea de poziții față de contrapartide, putem spune că acest risc trebuie avut în vedere în viitorul apropiat, în momentul în care MEF va începe să aibă un management activ, atât al riscurilor asociate portofoliului existent, prin utilizarea instrumentelor derivate, cât și în ceea ce privește operațiunile de cash management, prin efectuarea de plasamente pe piața monetară.

În acest sens, MEF va avea în vedere emiterea unor norme privind riscul de credit/riscul de contrapartidă prin care se va limita expunerea pe o contrapartidă și se vor menționa criteriile minime pe care trebuie să le satisfacă o contraparte, astfel încât MEF să-și poată asuma riscul de credit aferent contrapartidei respective. MEF are în vedere încheierea de acorduri/contracte ISDA cu instituții financiare, în baza cărora va putea utiliza instrumente financiare derivate pentru a-și atinge obiectivele specifice privind structura portofoliului de datorie publică guvernamentală.

Trebuie avut în vedere faptul că, în noua legislație privind datoria publică, MEF a introdus prevederea conform căreia finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice se va realiza prin utilizarea diferitelor instrumente de datorie indiferent de execuția

veniturilor și cheltuielilor bugetare, precum și a disponibilităților existente în soldul contului curent general al trezoreriei statului. Prin această prevedere se are în vedere atât distribuirea uniformă a împrumuturilor contractate prin emiterea titlurilor de stat de-a lungul anului, în conformitate cu calendarul anual de titluri de stat, cât și managementul activ al lichidităților disponibile în soldul contului trezoreriei.

Managementul activ al disponibilităților în lei existent în soldul contului curent general al trezoreriei statului implică utilizarea a doua instrumente, prin încheierea de convenții cu instituțiile financiare românești:

- plasare de depozite la termen la instituții financiare românești colateralizate cu titluri de stat, sau
- operațiuni de tip reverse repo (cumpărări de titluri de stat cu obligația vânzătorului de a le răscumpăra la un preț mai mare într-un termen agreat prin convenție).

Oricum, riscul de credit este deja avut în vedere prin obligativitatea colateralizării cu titluri de stat de către instituțiile financiare în cazul plasării depozitelor.

c. riscul de credit în condițiile efectuării de operațiuni de încasări și plăți în valută de către MEF

Prin prisma operațiunilor noi de încasări și plăți în valută care vor fi desfășurate direct de către MEF prin deschiderea conturilor de corespondent cu instituții financiare românești și/sau straine²³ se va asuma un risc de credit suplimentar și o responsabilitate mult mai mare, având în vedere necesitatea utilizării mesajelor de tip SWIFT, specifice operațiunilor în valută aferente sistemului electronic de plăți.

Pentru limitarea riscului de credit, vor fi emise norme speciale privind riscul de contrapartidă pentru derularea operațiunilor de încasări și plăți în valută prin conturile corespondente deschise de către MEF în acest scop, la instituții financiare românești și străine, pentru derularea fondurilor europene, cât și pentru efectuarea tragerilor din împrumuturile în valută și efectuarea plăților aferente serviciului datoriei în valută de către MEF.

III reducerea riscului operațional

Pentru reducerea riscului operațional (care include și riscul reputational) se va ține cont de următoarele:

- prevederile noii legislații privind datoria publică, conform căreia, ***începând cu anul 2009, în baza acordului finanțatorilor, MEF va prelua operațiunile de natura datoriei guvernamentale pentru împrumuturile contractate de ministere de linie și/sau companii și garantate de stat și pentru împrumuturile contractate de MEF și subîmprumutate acestora***, care au ca unică sursă de rambursare bugetul de stat, bugetul asigurărilor sociale de stat și bugetul pentru plata ajutorului de somaj. Această procedură impune modificarea contractelor

²³ În prezent se elaborează documentația de licitație pentru alegerea instituțiilor financiare cu care se vor deschide conturi corespondente în vederea efectuării încasărilor și plăților în valută. Aceste operațiuni se desfășoară actualmente prin BNR, care acționează ca agent al statului pentru plățile în valută la extern, precum și pentru încasarile în valută, MEF având deschis un cont în valută, cu analitice pe fiecare tip de valută încasată.

și acordurilor cu instituțiile finanțatoare, modificarea cadrului legislativ de aprobare/ratificare a acestor contracte/acorduri, precum și predarea/primirea obligațiilor de tragere și de rambursare la nivelul MEF prin încheierea unor protocoale cu ordonatorii principali de credite, toate aceste operațiuni fiind necesare a se realiza pe parcursul anului 2008;

- necesitatea dezvoltării/îmbunătățirii infrastructurii informatice la nivelul Direcției generale de trezorerie și datorie publică, atât prin implementarea și consolidarea deplină a sistemului informatic de management al datoriei guvernamentale (FTI STAR), cât și prin implementarea aplicației de licitație electronică (Reuters Auction System - RAS). Se are astfel în vedere reducerea riscului operational și eficientizarea modalității de efectuare a operațiunilor prin reducerea timpilor necesari efectuării acestora. Trebuie avut în vedere că finalizarea și testarea riguroasă a acestor sisteme este imperios necesară astfel încât la intrarea acestora în regim “live” să fie asigurate toate facilitățile și funcționalitățile oferite cu maximă acuratețe, promptitudine și în condiții de maximă siguranță (linii de comunicații duble și implementarea semnăturii electronice la nivelul RAS). De asemenea, se va asigura instruirea corespunzătoare a personalului care va utiliza facilitățile acestor aplicații electronice în timp real.

4. Dezvoltarea pieței titlurilor de stat

Strategia de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice se va axa pe contractarea împrumuturilor de pe piața internă prin lansarea de emisiuni de titluri de stat, în scopul dezvoltării pieței interne a titlurilor de stat. Ca o opțiune suplimentară, în cazul în care condițiile sunt avantajoase și în funcție de oportunitățile de finanțare¹ se va apela la finanțare în valută, prin emiterea de Euroobligatiuni, ținându-se cont de condițiile de lichiditate ale acestor piețe secundare și de beneficiile oferite de consolidarea și extinderea curbei de randament pentru Euroobligatiunile românești, precum și de obiectivul creșterii datoriei exprimată în instrumente de piață (datorie negociabilă).

O astfel de strategie care acordă o atenție din ce în ce mai mare pieței interne ca sursă de finanțare, prezintă avantajul adoptării unei combinații optimale a politicilor macroeconomice (în condițiile înregistrării unui exces de lichiditate în sistem ca urmare a unor eventuale intrări semnificative de capital străin în România), precum și pe cel al reducerii riscului valutar, a creșterii datoriei negociabile și a reducerii numărului de operațiuni aferente datoriei guvernamentale.

Obiectivul de dezvoltare a pieței titlurilor de stat ține cont și de apariția pe piața financiară românească a celor mai importanți investitori instituționali - fondurile de pensii private, urmare reformei sistemului pensiilor, prin introducerea sistemului privat de pensii. Astfel, se are în vedere posibilitatea finanțării deficitului bugetar suplimentar creat de introducerea pilonului doi al sistemului de pensii private (începând cu anul 2008), prin lansarea de emisiuni de titluri de stat pe termen lung și foarte lung pe piața internă. În scopul asigurării unor instrumente care să asigure o protecție față de inflație, solicitate în special de fondurile de pensii private și nu numai, se va avea în vedere relansarea obligațiunilor indexate la indicii prețurilor de consum (inflație) pe baza unor analize privind sensibilitatea veniturilor bugetare la inflație, coroborată cu scenariile privind inflația.

¹ în special în vederea refinanțării unor împrumuturi în valută sau rascumpărare anticipată a unor astfel de împrumuturi

Unul din obiectivele conexe dezvoltării pieței titlurilor de stat este acela al consolidării curbei de randament și al extinderii acesteia, fiind știut faptul că, randamentele titlurilor suverane, în condițiile creșterii lichidității acestora pe o plajă cât mai largă de maturități creează referințe pentru mediile investiționale și pentru emitenții în lei.

Totodată, se va menține o consultare periodică cu participanții pe piața internă (dealerei primari, investitori, etc) atât pentru asigurarea transparenței și predictibilității modului de contractare și administrare a datoriei publice guvernamentale în lei, cât și pentru evaluarea regulată a necesităților investiționale la nivelul pieței, precum și a așteptărilor referitoare la condițiile de piață.

În scopul coordonării obiectivelor cuprinse în strategia fiscală, a celor din strategia privind administrarea datoriei publice și a celor de politică monetară se vor organiza întâlniri periodice între reprezentanții Ministerului Economiei și Finanțelor și cei ai Băncii Naționale a României, cadrul formal fiind deja creat prin instituirea Comitetului de coordonare a politicii monetare și fiscale.

B. Instrumentele de datorie publică guvernamentală avute în vedere în perioada 2008-2010:

1. emisiunile de titluri de stat pe piața internă, respectiv emisiuni de titluri de tip benchmark emise cu scadențe la 3, 5, 10 și 15 ani și emisiuni de certificate de trezorerie cu scadențe până la 1 an (364 de zile). De asemenea, pe măsura dezvoltării segmentului investitorilor instituționali și creșterii necesităților investiționale ale acestora se are în vedere extinderea maturității titlurilor de stat care vor fi emise în această perioadă, precum și posibilitatea lansării unor serii de titluri de stat indexate la indicii prețurilor de consum;

2. emisiunile de titluri de stat pe piața externă de capital, în funcție de evoluția condițiilor financiare de pe aceste piețe și cele oferite de piața internă prin prisma raportului cost/risc. Pentru anumite subportofolii de împrumuturi existente în portofoliu, ale caror dobânzi plătite în momentul de față sunt foarte mari (împrumuturi contractate în trecut, când condițiile de acces la finanțare aferente României erau mult defavorabile celor de astăzi), se poate decide rambursarea anticipată²⁴ prin utilizarea unor sume provenind din împrumuturi lansate de România pe piețele internaționale de capital;

3. împrumuturi de la instituțiile financiare internaționale destinate finanțării deficitului bugetar, doar marginal, în baza analizei comparative a costurilor finanțării oferite de către instituțiile financiare internaționale și avându-se în vedere potențialele beneficii în creșterea absorbției fondurilor europene (finanțare și asistență tehnică). Nu se vor mai contracta împrumuturi suverane de la instituțiile financiare internaționale în contextul demarării procesului de graduare a României;

4. acordarea de garanții de stat și subîmprumuturi doar pentru proiecte strategice/de interes național, pentru care acest tip de instrument este absolut necesar într-un

²⁴ Decizia va depinde atât de costurile rambursării anticipate (comisioane aferente) cât și de raportul cost/risc a alternativei de a nu realiza exercitiul de rambursare anticipată cu cea a rambursării anticipate prin emiterea unui/unor împrumuturi suverane pe piețele internaționale de capital.

anumit context, fiind vorba despre proiecte strategice de importanță națională, în baza emiterii unei legi speciale în acest scop, cu respectarea cerințelor privind acordarea de ajutor de stat prevăzute de legislația în domeniu și urmare unei analize de risc riguroase conform legii.

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

1. în scopul atingerii unei structuri valutare considerate optime pentru portofoliul de datorie guvernamentală, pentru menținerea în limite rezonabile a riscului de rată de dobândă și de refinanțare, cât și pentru diminuarea/distribuirea uniformă a serviciului datoriei publice guvernamentale, vor fi efectuate în mod regulat analize de scenarii și de sensibilitate și va fi menținut un dialog permanent cu instituțiile financiare, astfel încât în funcție de oportunitățile oferite de evoluțiile piețelor financiare internaționale să fie utilizate **instrumente financiare derivate** (swap valutar și de rata a dobânzii) și a altor instrumente specifice managementului riscului (contracte futures, opțiuni) în baza unor contracte ISDA care urmează să fie încheiate cu diferite instituții financiare în perioada următoare. De asemenea, în condițiile în care astfel de operațiuni se dovedesc eficiente, din punct de vedere al atingerii obiectivelor de administrare a datoriei guvernamentale menționate, se are în vedere posibilitatea rambursării anticipate a unor împrumuturi existente în portofoliul (încercându-se reducerea fragmentării portofoliului și aducerea costurilor aferente portofoliului la nivelele actuale) prin emiterea de titluri de stat în condiții de piață;

2. pentru reducerea riscului de refinanțare, pe termen mediu va fi analizată oportunitatea utilizării **tranzacțiilor de tip bond exchange** (preschimbarea titlurilor de stat cu durată ramasă pe termen mediu în titluri cu scadențe pe termen lung) sau a **tranzacțiilor de tip buyback** (răscumpararea în avans a titlurilor de stat).

Varujan VOSGANIAN

MINISTRUL ECONOMIEI ȘI FINANTELOR

Indicatori	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIB nominal (mld. lei)	151.5	197.6	246.5	288.2	344.5	404.7	475.0	546.8	618.3
Crestere PIB (%)	5.1	5.2	8.5	4.2	7.9	6.0	6.5	6.1	5.8
Inflație medie (%)	22.5	15.3	11.9	9.0	6.56	4.84	7.5	4.5	3.6
Inflație anuală dec/dec. (%)	17,8	14,1	9,3	8,6	4,87	6,57	5,8	4,0	3,5
Deficit buget general consolidat *)(% în PIB)	-2.4	-2.0	-1.5	-0.8	-1.5	-2.3	-2.2	-2.3	-2.1
Deficit/Surplus primar	0.8	-0.3	-0.2	0.4	-0.7	-1.7	-1.3	-1.5	-1.3
Datoria publică guvernamentală *) (mld. lei)	43.6	51.1	55.1	56.4	59.9	76.1	87.6	101.8	114.2
Pondere datorii guvernamentale în PIB	28.8	25.9	22.4	19.6	17.4	18.8	18.4	18.6	18.5
Exportul de bunuri și servicii (mld. EUR)	17.1	18.3	21.8	26.4	31.4	37.0	44.1	51.6	59.6
Serviciul datoriei publice guvernamentale (mld. lei)	14.6	16.2	13.2	13.4	8.5	10.8	16.1	12.2	17.2
Serviciul datoriei publice guvernamentale externe (mld. EUR)	2.0	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	2.2	1.5	2.2
Pondere serviciului datoriei publice guvernamentale externe în Exporturi (%)	11.5	9.6	8.3	7.3	5.7	4.9	5.0	2.9	3.6
Pondere serviciului datoriei publice guvernamentale în PIB (%)	9.6	8.2	5.3	4.7	2.5	2.7	3.4	2.2	2.8
Rata de dobândă medie									
ROBID									
ROBOR la 6 luni	24.4	19.3	19.7	9.6	8.8	7.8	n.a	n.a	n.a
Cursul de schimb mediu									
EUR	3.13	3.76	4.05	3.62	3.52	3.34	3.55	3.45	3.38
USD	3.31	3.32	3.26	2.91	2.81	2.44	2.31	2.24	2.19

Notă: datele pentru 2008-2010 sunt estimate

**) deficitul bugetar și datoria publică guvernamentală sunt prezentate conform legislației naționale. Proiecția de datorie pentru 2008-2010 nu include refinanțarea ratelor de capital scadente în an, care a fost luată în considerare în modelul utilizat pentru administrarea riscurilor.*

Sursa de date:

MEF (deficit, datorie, indicatori de datorie), Institutul Național de Statistică (PIB, inflație, exportul de bunuri și servicii pentru perioada 2002-2007), Comisia Națională de Prognoză (PIB, inflație, exportul de bunuri și servicii, cursul de schimb mediu pentru perioada 2008-2010), și BNR (cursul de schimb mediu pentru perioada 2002-2007 și rata de dobândă medie).

Indicatori	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Datoria publică guvernamentală	43,632.7	51,137.0	55,147.3	56,381.9	59,868.4	76,128.7
<i>Din care:</i>						
<i>1. după tip</i>						
directă	35,553.0	41,922.1	42,636.7	42,720.7	49,829.9	67,122.8
garantată	8,079.8	9,214.9	12,510.6	13,661.2	10,038.5	9,005.8
<i>2. după creditor</i>						
multilaterali	15,249.9	17,708.0	17,646.0	17,767.9	16,372.4	15,170.4
bilaterali	2,622.0	2,213.2	1,867.0	1,360.0	703.1	416.2
bănci private si alții	25,760.8	31,215.8	35,634.3	37,254.0	42,792.9	60,542.1
<i>3. după tipul de instrumente</i>						
certIFICATE DE TREZORERIE INTERBANCARE ÎN LEI SI VALUTĂ	6,899.6	4,325.9	6,027.6	1,339.0	1,086.0	2,514.4
obligățiuni de stat în lei si valută	1,586.2	2,774.7	2,494.6	4,482.0	3,137.8	7,649.9
Euroobligățiuni	6,634.7	10,073.6	9,122.4	7,309.8	6,763.3	7,220.4
Leasing financiar *)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	251.9
împrumuturi de stat	26,340.8	30,349.0	33,873.2	35,206.5	29,042.1	29,084.2
alte resurse - conturi guvernamentale	2,171.4	3,613.8	3,629.5	8,044.6	19,839.2	29,407.8
<i>4. după valută</i>						
RON	9,109.6	9,245.1	11,188.2	13,057.4	24,461.7	40,499.7
USD	16,921.8	16,234.7	17,890.2	17,232.7	10,919.0	9,337.4
EURO	14,989.2	21,565.7	22,049.8	21,930.9	21,211.1	23,343.8
SDR	1,425.8	1,951.9	1,287.7	806.3	265.8	0.0
CHF	499.3	526.7	483.4	464.5	361.9	327.4
CAD	0.0	415.4	705.5	839.2	802.8	887.3
JPY	497.2	838.9	961.0	1,319.1	1,282.3	1,310.5
DKK	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
WON	187.0	181.2	179.3	186.4	161.0	153.6
GBP	0.0	177.5	402.3	545.3	402.8	269.0
<i>5. după scadențe</i>						
termen scurt	9,071.0	7,939.7	9,680.5	9,382.6	20,949.8	31,922.2
termen mediu	8,547.4	9,358.5	10,914.9	10,395.7	5,849.3	8,856.3
termen lung	26,014.4	33,838.8	34,551.9	36,603.7	33,069.3	35,350.2
<i>6. după rata dobânzii</i>						
fixă	16,292.3	21,969.8	22,565.3	22,749.4	19,336.4	22,804.5
variabilă	27,340.4	29,167.2	32,582.0	33,632.6	40,532.0	53,324.2

Sursa de date: MEF, în conformitate cu OUG nr. 64/2007 privind datoria publică.

*) contractele de leasing financiar încheiate de autoritățile administrației publice centrale constituie instrument de datorie în conformitate cu OUG nr. 64/2007 privind datoria publică și în consecință au fost raportate începând cu anul 2007.

Finanțarea deficitului bugetar în perioada 2002-2007

Perioada	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Finanțarea deficitului bugetar (mil. lei)	3,626.7	3,963.2	3,639.2	2,268.4	5,099.7	9,448.4
Finanțare internă						
- mil. lei	817.7	-61.4	1,812.0	- 338.1	3,746.8	8,661.1
- % in total finantare	22.5	-1.6	49.1	-14.9	73.5	91.7
Finanțare externă						
- mil. lei	2,338.7	3,392.0	1,662.1	1,306.6	888.7	151.3
- % in total finantare	64.5	85.6	45.0	57.6	17.4	1.6
Venituri din privatizare și recuperari AVAS						
- mil. lei	470.3	632.6	219.1	1,299.9	464.2	636.0
- % in total finantare	13.0	16.0	5.9	57,3	9.1	6.7

Principalele categorii de risc

1. **Riscul de refinanțare** (incapacitatea refinanțării datoriei sau refinanțarea acesteia la un cost foarte ridicat) - depinde de nivelul de dezvoltare al pieței interne de capital¹ și de evoluțiile piețelor financiare internaționale. Acest risc poate fi redus prin evitarea unor vârfuri de plată a serviciului datoriei, generate de aglomerarea scadențelor unor împrumuturi foarte mari sau a unei ponderi mari a datoriei guvernamentale pe termen scurt sau exprimate în dobândă variabilă în total datorie. În acest sens se va avea în vedere o distribuire uniformă a serviciului datoriei guvernamentale, precum și o durată adecvată a portofoliului de datorie guvernamentală, utilizându-se operațiuni financiare specifice, inclusiv, rascumpărări în avans (buy back) sau preschimbarea titlurilor anticipate în alte titluri cu scadența mai mare (bond exchanges), precum și un management activ al pasivelor și lichiditatilor, incluzând aici și instrumentele financiare derivate (swap-uri de rata a dobânzii, forward rate agreement sau contracte futures);
2. **Riscurile de piață** cu două componente:
 - a. **riscul valutar** (aprecierea datoriei în valută urmare deprecierea monedei naționale față de euro și USD, în condițiile în care veniturile statului se încasează în moneda națională) - influențat atât de volatilitatea cursurilor valutare urmare evoluțiilor pe piețele internaționale, cât și de aspecte care țin de piața internă, cum ar fi condițiile monetare. Având în vedere că activele (încasările din venituri) sunt denominate în monedă națională, pentru evitarea riscului valutar cea mai recomandată strategie ar fi cea conform căreia ponderea datoriei guvernamentale în lei în total datorie crește. Excepția este dată de estimările privind trecerea României la euro (2012-2014) care, ar face ca, în perioada postaderare la moneda euro, activele statului (veniturile bugetare) să fie denominate în euro, fapt care crește oportunitatea contractării împrumuturilor pe termene lungi, denominate în euro, în orizontul de timp analizat (2008-2010). Acest tip de strategie se poate implementa prin contractarea împrumuturilor noi, preponderent în lei și creșterea graduală a ponderii datoriei în lei în totalul datoriei, dublată de un management activ asupra portofoliului deja existent, în funcție de oportunitățile existente pe piețele financiare prin utilizarea instrumentelor financiare derivate (swap valutar, contracte forward de valută). De asemenea, în privința finanțării externe, contractarea împrumuturilor în euro pe termene lungi și foarte lungi, în condițiile utilizării unor instrumente de tip bullet (emisiuni de euroobligațiuni) este oportună, având în vedere și condițiile de piață existente;
 - b. **riscul de rata de dobândă** (creșteri ale ratelor de dobândă pe piața internă sau externă de capital) - influențat de volatilitatea ratelor de dobândă, condițiilor monetare și politica bugetară,

¹ lichiditate și evoluțiile ratelor dobânzilor în lei, care depind de evoluțiile macroeconomice și implicit, de așteptările pieței cu privire la aceste evoluții

evoluțiile pietelor financiare internaționale, și poate fi compensat prin utilizarea derivatelor financiare: swap pe rata de dobânda, swaptions (combinație între swap pe rata de dobândă și optiuni), contracte futures.

Alte categorii de risc asociate portofoliului de datorii sunt: riscul de credit (falimentul contrapartidelor), riscul de plată (erori în sistemul de plăți), riscul operațional (erori ale sistemului de administrare a datoriei sau erori umane, lipsa procedurilor de lucru, lipsa de personal), precum și riscul legislativ (interpretarea legii).

**RATING ROMÂNIA ACORDAT DE S&P, Moody's, Fitch and JCR
(RATING PENTRU IMPRUMUTURILE PE TERMEN LUNG IN VALUTA)**

SCALA RATING S&P/FITCH/ JCRA	S&P	FITCH	JCR	SCALA RATING MOODY'S	MOODY'S
AAA				Aaa	
AA+				Aa1	
AA				Aa2	
AA-				Aa3	
A+				A1	
A				A2	
A-				A3	
BBB+				Baa1	
BBB		31/8/2006	11/2006	Baa2	
BBB-	06/09/2005	17/11/2004	09/09/2005	Baa3	6/9/2006
BB+	14/9/2004		15/11/2004 25/9/1998	Ba1	02/03/2005
BB	17/9/2003	18/12/2003	17/12/2003 17/12/2002	Ba2	
BB-	27/2/2003 6/3/1996	30/10/2002 6/3/96	12/12/2001 5/3/2001 29/5/2000 14/4/1999 3/12/1998	Ba3	11/12/03 15/7/98
B+	19/4/2002 20/5/1998	14/6/2002		B1	16/12/2002

SCALA RATING S&P/FITCH/ JCRA	S&P	FITCH	JCR	SCALA RATING MOODY'S	MOODY'S
B	7/6/2001	11/2001 16/11/200023 /12/1998		B2	19/12/2001
B-	3/2001 19/10/1998	24/3/1999		B3	9/2001 24/3/1999
CCC+				Caa1	
CCC				Caa2	
CCC-				Caa3	
CC				Ca	
C				C	
D				D	

Dezvoltări cu impact semnificativ asupra managementului datoriei publice pentru perioada 1990-2008

1994 Prima emisiune de titluri de stat

1997 Prima emisiune de Euroobligațiuni lansată de statul român prin MEF (emisiune cu scadență de 5 ani denominată în DM)

2000 Prima emisiune de Euroobligațiuni în Euro lansată de statul român

2004 Lansarea primelor emisiuni de obligațiuni indexate cu indicele prețurilor de consum

2005 Extinderea maturităților la titlurile de stat pe piața internă de la 3 ani la 15 ani

Legea datoriei publice nr. 313/2004, care a creat cadrul juridic pentru un management mai eficient al datoriei publice

2006 Eliminarea restricțiilor nerezidenților la titlurile de stat emise pe piața internă

Emiterea primului calendar anual de emisiuni de titluri de stat

Obținerea gradului investițional pentru riscul de credit suveran

2007 Lansarea în premieră pe piața românească a obligațiunilor de tip benchmark cu scadențe la 3, 5 și 10 ani

Adoptarea Ordonanței de Urgență a Guvernului privind datoria publică nr. 64/2007

Reorganizarea Departmentului de trezorerie și datorie publică din cadrul MEF pe o structură modernă a unei agenții de datorie (front/middle/back office)

A fost implementat un nou sistem integrat de management al datoriei publice FTI STAR

2008 Listarea și tranzacționarea obligațiunilor guvernamentale pe piața bursieră

Elaborarea primei strategii de management a datoriei guvernamentale pe termen mediu

Abrevieri și Glosar

MEF : Ministerul Economiei și Finanțelor

ANAF: Agentia Națională de Administrare Fiscala

BNR: Banca Națională a României

CNP : Comisia Națională de Prognoză

CNVM: Comisia Națională a Valorilor Mobiliare

Datoria publică guvernamentală*) : totalitatea obligațiilor statului la un moment dat, provenind din finanțările rambursabile angajate pe baze contractuale sau garantate de Guvern prin Ministerul Economiei și Finanțelor.

Garanție*) : angajamentul asumat în numele și în contul statului de către Guvern, prin Ministerul Economiei și Finanțelor, sau de către unitățile administrativ-teritoriale, prin autoritățile administrației publice locale, în calitate de garant, de a plăti la scadență obligațiile neonorate ale garantatului.

Subîmprumut*) : finanțare rambursabilă angajată stat prin Ministerul Economiei și Finanțelor și transferată către subîmprumutat prin acordul de împrumut subsidiar.

Fond de risc – la nivel central*) : fondul constituit la Ministerul Economiei și Finanțelor din comisioanele încasate de la subîmprumutați/garantați de Guvern, precum și din alte surse prevăzute de lege.

*) conform OUG 64/2007 privind datoria publica.