



MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE

**STRATEGIA DE ADMINISTRARE A
DATORIEI PUBLICE
GUVERNAMENTALE**

2016-2018

Direcția Generală Trezorerie și Datorie Publică

București 2016

Cuprins

1. Introducere.....	3
2. Obiective și sfera de cuprindere.....	5
3. Descrierea portofoliului de datorie publică guvernamentală	5
<i>Evoluția datoriei publice guvernamentale.....</i>	<i>5</i>
<i>Riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2015.....</i>	<i>8</i>
4. Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor pietelor financiare interne și internaționale în anul 2015 și așteptările pe termen mediu.....	11
Piața internă.....	11
Piața externă	17
Așteptări privind evoluția pietelor financiare în perioada 2016 -2018.....	19
5. Cadrul macroeconomic în România.....	22
Riscuri aferente proiecțiilor inițiale.....	24
Implicații de politică la nivel macroeconomic.....	25
6. Analiză și linii directoare strategice.....	25
Implicațiile analizei portofoliului de datorie existent, considerații privind dezvoltarea pieței și analiza macroeconomică în dezvoltarea unei strategii de administrare a datoriei	25
Rezultatele analizei cu privire la strategiile alternative de administrare a datoriei.....	27
Linii directoare strategice	28
<i>Anexe</i>	
1. Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat.....	31
2. Politica de îmbunătățire a administrării lichidităților și măsurile ce urmează a fi luate.....	33

Acronime

ATM	Durata medie până la scadență (ani)
ASF	Autoritatea de Supraveghere Financiară
ATR	Durata medie până la schimbarea ratei de dobândă variabilă (ani)
BEI	Banca Europeană de Investiții
BIRD	Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BNR	Banca Națională a României
CNP	Comisia Națională de Prognoză
DP	Dealeri primari
EMBIG	Indicele JP Morgan pentru Obligațiuni Guvernamentale pe Piețele Emergente
FED	Sistemul Federal de Rezerve al Statelor Unite ale Americii
FMI	Fondul Monetar Internațional
GMTN	Program cadru de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu pe piețele externe
IFI	Instituții Financiare Internaționale
INS	Institutul Național de Statistică
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
PIB	Produsul Intern Brut
UE	Uniunea Europeană

1. Introducere

Prezenta Strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale aferentă perioadei 2016-2018 (denumită în continuare „Strategie”) reprezintă o continuare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2015-2017 și a fost realizată în conformitate cu bunele practici internaționale definite în Liniile directoare ale Băncii Mondiale și FMI referitoare la elaborarea strategiilor de datorie publică¹ și în consultare cu BNR.

Ca și în cazul edițiilor anterioare, Strategia revizuită pentru orizontul de timp 2016-2018 este în concordanță cu indicatorii bugetari² prevăzuți în Strategia Fiscal-Bugetară pe termen mediu și se axează exclusiv pe structura portofoliului datoriei publice guvernamentale, cu precădere pe acele aspecte care intră în competența și responsabilitatea administratorului de datorie publică guvernamentală³. Prin urmare, Strategia prevede direcția în care autoritățile intenționează să acționeze pentru asigurarea finanțării și pentru îmbunătățirea structurii portofoliului de datorie în vederea îndeplinirii *obiectivelor Ministerului Finanțelor Publice pentru administrarea datoriei publice guvernamentale*, respectiv:

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

Implementarea Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale în anul 2015

În anul 2015 toți indicatorii de risc s-au încadrat în limitele stabilite prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale 2015 – 2017, după cum rezultă din prezentarea riscurilor financiare în tabelul de mai jos:

Tabel 1: Indicatorii de risc la sfârșitul anilor 2014 și 2015

Indicatori *	31/12/2014 **	31/12/2015 ***	Ținte indicative conform Strategiei 2015-2017
<i>A. Riscul valutar</i>			
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	39,7%	42,7%	40% (minim) – 55%
Ponderea datoriei publice guvernamentale în Euro în total datorie în valuta (% din total)	81,8%	80,6%	80% (minim) – 95%
<i>B. Riscul de refinanțare</i>			
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	17,0%	18%	15% - 25% (maxim)
Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total)	24,0%	28,0%	20% - 30% (maxim)
Maturitatea medie ramasa pentru total datorie (ani)	5,3	5,7	5 ani (minim) – 7,0ani
Maturitatea medie ramasa a datoriei în lei (ani)	3,6	3,4	3,0ani (minim) – 5,0ani
<i>C. Riscul de rata de dobânda</i>			
Ponderea datoriei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	22,0%	23,0%	15% - 25% (maxim)
Ponderea datoriei în lei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	19,0%	28,0%	20% - 30% (maxim)
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	5,4	5,7	4,5 ani (minim) – 6,5 ani
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	3,6	3,4	3 ani (minim) – 5 ani

* nu include împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului. ** pentru anul 2014 au fost avute în vedere țintele indicative stabilite prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale 2014 -2016. *** date preliminare.

Sursa: MFP

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

² Calculați pe baza proiecțiilor principalilor indicatori macroeconomici din prognoza de toamna 2015 elaborată de CNP

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

Liniile directoare strategice pentru perioada 2016-2018

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2016-2018:

1. Finanțarea netă preponderent în monedă națională, care să faciliteze în continuare dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și totodată să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne, și, în general de cererea pentru instrumentele de datorie în lei⁴.
2. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, evitând pe cât posibil concentrarea rambursărilor de rate de capital/refinanțării de titluri de stat pe termen scurt.
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută și eventual prin alte instrumente în funcție de condițiile și termenii acestora.
4. Menținerea prezenței pe piețele internaționale de capital prin emisiuni de euroobligațiuni predominant în EURO și accesarea oportunistă a piețelor internaționale de capital în USD sau în alte valute, avându-se în vedere extinderea maturității medii a portofoliului de datorie guvernamentală, ținându-se cont de raportul cost/risc asociat acesteia, precum și de diversificarea bazei investiționale.
5. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în EURO.
6. Emisiunile pe piața internă în Euro pot fi avute în vedere doar în contextul conjunctural al unor rambursări/refinanțări a unor instrumente similare emise pe piața internă, respectiv în condițiile unui surplus de lichiditate în Euro pe piața internă, a unei cereri foarte mari și a unor costuri foarte avantajoase.
7. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin limitarea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an și a perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie.
8. Utilizarea instrumentelor de finanțare oferite de către instituțiile financiare internaționale pentru a beneficia de termenii și condițiile avantajoase oferite de acestea.

Aceste principii sunt exprimate ca intervale⁵ țintă indicative pentru principalii indicatori de risc care să permită flexibilitate în administrarea datoriei publice guvernamentale pentru a răspunde la modificarea condițiilor de pe piețele financiare, astfel:

- *pentru administrarea riscului valutar:*

1. menținerea ponderii datoriei denominate în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 40% (minim) - 60%.
2. menținerea ponderii datoriei denominate în Euro în total datorie denominată în valută în intervalul 80%(minim) - 95%.

- *pentru administrarea riscului de refinanțare*

1. menținerea ponderii datoriei scadente în termen de 1 an în intervalul 20% și 30% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 15% și 25% (maxim) pentru datoria totală.

⁴ Pe langa cererea internă pentru titlurile de stat in lei, nerezidentii pot juca un rol important atat in ceea ce priveste volumele plasate pe piata internă, cat in special cu privire la structura maturitatilor in procesul de finantare, avand in vedere apetitul ridicat al acestora pentru titlurile de stat cu maturitati medii si lungi.

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

2. maturitatea medie rămasă ar trebui menținută între 3,0 ani (minim) și 5,0 ani pentru datoria în moneda națională și între 5,5 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală.
 3. menținerea unei rezerve financiare în valută⁶ la un nivel confortabil, astfel încât să fie diminuate riscurile aferente perioadelor caracterizate de o volatilitate ridicată pe piețele financiare.
- *pentru administrarea riscului ratei dobânzii*
1. ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an să rămână între 20% și 30% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 15% și 25% (maxim) pentru datoria totală.
 2. menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei dobânzii între 3 ani (minim) și 5 ani pentru datoria în moneda națională și între 5,0 ani (minim) și 6,5 ani pentru datoria totală.

2. Obiective și sfera de cuprindere

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

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

Primele două obiective sunt prevăzute în OUG nr. 64/2007 și sunt completate cu obiectivul dezvoltării pieței interne a titlurilor de stat, care a fost prevăzut și în Strategiile anterioare. Dezvoltarea unei piețe lichide a titlurilor de stat și construirea și consolidarea unei curbe de randamente în monedă națională sunt obiective importante atât în atingerea primelor două obiective ale Strategiei, cât și pentru dezvoltarea pieței financiare românești.

Sfera de cuprindere a Strategiei se limitează la datoria contractată direct sau garantată de Guvern, prin intermediul Ministerului Finanțelor Publice, însă nu include împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului („finanțarea temporară”). Finanțarea temporară reprezintă un instrument de administrare a lichidităților și nu poate fi considerată un instrument de finanțare pe termen mediu. Totuși, având în vedere importanța coordonării Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale cu politica de administrare a lichidităților, inclusiv privind finanțarea temporară, cât și interferențe între acestea, Anexa 2⁷ acopera strategia de administrare a lichiditatilor.

3. Descrierea portofoliului datoriei publice guvernamentale⁸

Evoluția datoriei publice guvernamentale

La sfârșitul anului 2015, datoria publică guvernamentală a fost de 263,6 miliarde lei, reprezentând 37,0 % din PIB, pe fondul unei creșteri economice de 3,8% din PIB în condițiile unui deficit bugetar de 1,5% din PIB.

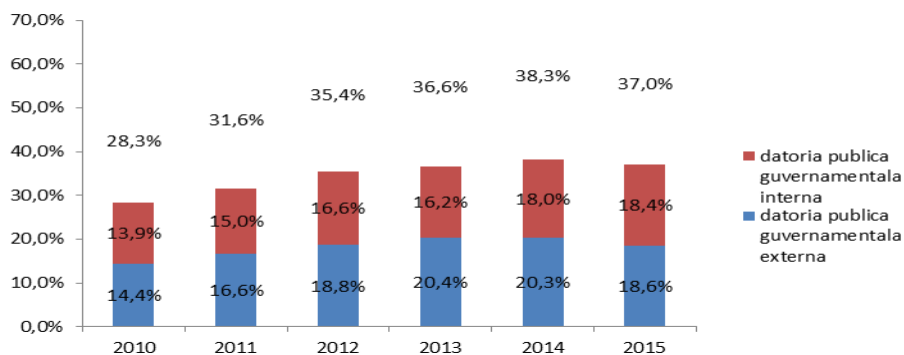
⁶ Rezerva financiară în valuta reprezintă disponibilitățile în valută la dispoziția Trezoreriei Statului, iar nivelul actual al acesteia acoperă necesitățile de finanțare brute pe o perioadă de 4 luni.

⁷ Se va observa totuși faptul că modificările majore ale nivelului finanțării temporare pot avea impact asupra emisiunilor de titluri de stat și pot afecta planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat.

⁸ Date preliminare conform legislației naționale, nu include finanțarea temporară.

Din datoria publică guvernamentală existentă la sfârșitul anului 2015, 49,6% era contractată de creditori rezidenți și 50,4 % de creditori nerezidenți.

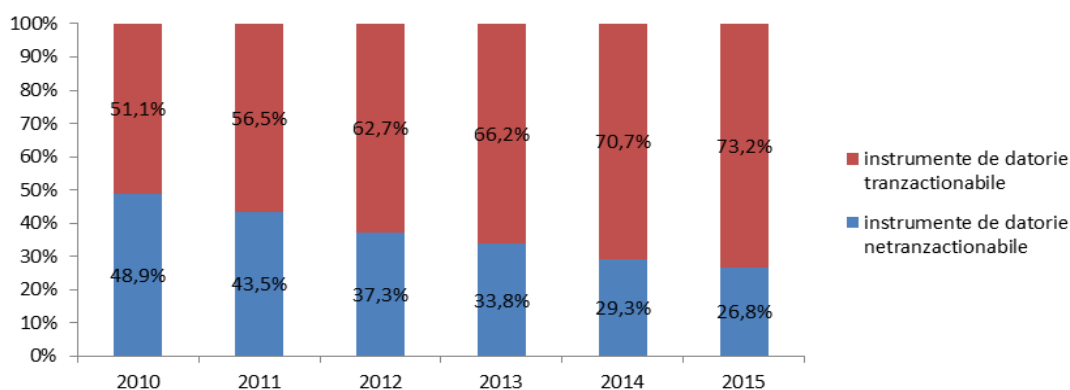
Grafic 1: Datoria publică guvernamentală după criteriul rezidenței creditorului (% din PIB)



Sursa: MFP

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

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



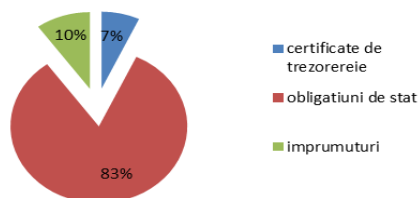
Sursa : MFP

Comparativ cu împrumuturile de stat a căror pondere a fost de 26,8% în total datorie publică guvernamentală, ponderea titlurilor de stat emise pe piețele interne și internaționale a reprezentat 73,2% din total datorie publică guvernamentală, din care 44,9% sunt titluri de stat denumite în moneda națională.

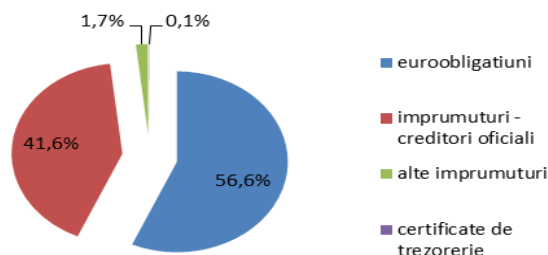
Așa cum reiese din graficul 3, majoritatea datoriei interne este reprezentată de titluri de stat, și anume certificate de trezorerie și obligațiuni de stat, în timp ce datoria externă este alcătuită în principal din obligațiuni emise pe piețele internaționale de capital și împrumuturi contractate de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

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

Instrumente de datorie internă



Instrumente de datorie externă



Sursa : MFP

Costurile, exprimate ca rate medii ale dobânzii⁹, au scăzut ușor în 2015, ca urmare a unor rate mai scăzute ale dobânzii, în special aferente datoriei interne. Datoria în moneda națională la sfârșitul lui 2015 rămâne mai costisitoare decât datoria în valută¹⁰ așa cum reiese din tabelul 2.

Tabelul 2: Costul datoriei contractate direct de Guvern, prin MFP, pe tipuri de instrumente¹¹

	31.12.2014	31.12.2015
Rata medie de dobândă a datoriei publice guvernamentale (%)	4,3	4,1
<i>1. în moneda națională, din care</i>	5,3	5,0
a. Certificate de trezorerie cu maturitatea de 1 an	2,0	1,2
b. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 1 și 5 ani	5,7	5,0
c. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 5 și 10 ani	6,0	5,9
<i>2. în valute, din care:</i>	3,6	3,6
a. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 10 ani	4,5	4,2
b. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 3-5 ani	4,3	4,0
e. EUR multilateral	1,9	2,6
f. Obligațiuni în USD cu maturitatea de 30 ani	5,7	5,9
g. USD multilateral	1,4	1,7

Sursa : MFP

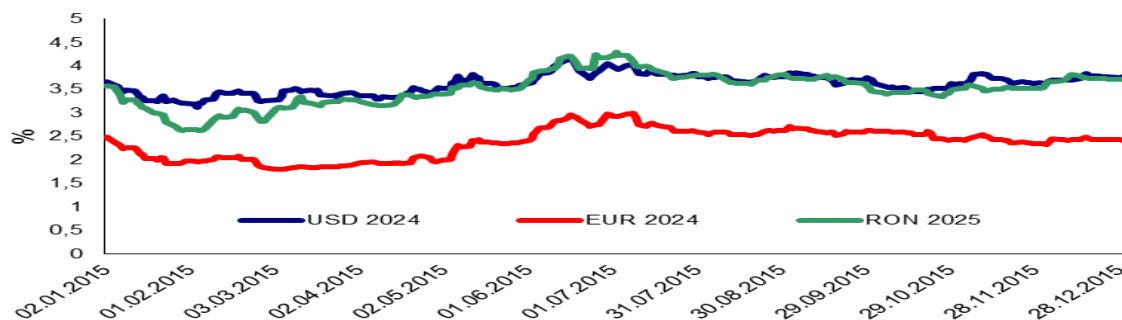
Ponderea încă semnificativă a împrumuturilor de la instituții financiare internaționale contractate la rate de dobândă favorabile explică nivelul mai scăzut al costului finanțării externe. În plus, obligațiunile emise pe piețele internaționale de capital denominate în Euro sunt emise cu randamente nominale (fără considerarea impactului riscului valutar asupra costurilor) mai mici în comparație cu cele aferente titlurilor de stat emise în moneda națională, după cum reiese din graficul 4. În plus, în prima jumătate a lui 2015, costurile aferente finanțării în lei de pe piața internă au scăzut în premieră la niveluri mult sub cele aferente costurilor finanțării în USD pe maturități similare (de ex. pentru maturitatea de 10 ani, randamentele obligațiunilor în lei s-au situat la nivele cuprinse între 2,6 – 3,5 % în timp ce randamentele aferente unor obligațiuni de maturități similare denominate în USD s-au situat în jurul nivelului de 3,2 – 3,6%) ceea ce favorizează creșterea finanțării în lei, diminuând atractivitatea finanțărilor externe în USD (analiza nu are în vedere utilizarea instrumentelor de hedging în cazul finanțărilor în USD).

⁹ S-au calculat ca raport între plățile preconizate ale dobânzii pentru anul 2016 și soldul existent la finele anului 2015 pentru fiecare instrument de datorie în parte.

¹⁰ Excluzând influențele datorate riscului valutar care pot schimba în cazul unei deprecieri a monedei naționale costul datoriei în valută (dobanzile aferente datoriei în valută) în mod semnificativ.

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

Grafic 4: Randamentul unei obligațiuni de tip benchmark de pe piața internă vs. randamentele unor euroobligațiuni emise pe piața externă în Euro și USD cu maturitatea de aprox. 10 ani



Sursa: MFP

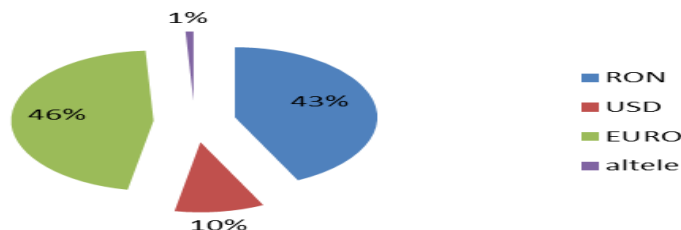
Dolarul s-a apreciat la cel mai ridicat nivel față de Euro, în prima parte a lui 2015 susținut de semnele de consolidare a economiei americane și de interesul sporit al investitorilor pentru activele americane, iar în ultima parte a anului ca urmare a deciziei FED de majorare a intervalului de evoluție a dobânzilor de intervenție cu un sfert de punct procentual (între 0,25% și 0,5%).

Riscurile asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2015

Riscul valutar

La sfârșitul anului 2015, 57,3% din portofoliul datoriei publice guvernamentale era denominat în valută. Aceasta reprezintă o pondere mare atât comparativ cu alte state membre UE care nu au adoptat moneda unică europeană, cât și cu state cu rating similar la nivel global. De altfel, agenția de rating Moody's sublinia în Raportul pentru România din iunie 2015 că deși moneda națională a fost deosebit de stabilă în ultimii ani (cursul de schimb situându-se în jurul valorii de 4,4 lei /euro), costurile serviciului datoriei publice sunt expuse la volatilitatea viitoare a monedei, precum și la schimbări în apetitul față de risc la nivel internațional. Chiar dacă această pondere sugerează o expunere semnificativă la riscul valutar, volatilitatea relativ scăzută a cursului de schimb leu/Euro și ponderea datoriei în valută emisă pe termen lung denominată în Euro¹² fac ca riscul aferent acestei expuneri să fie mai ușor de administrat.

Grafic 5: Structura datoriei pe tipuri de valute

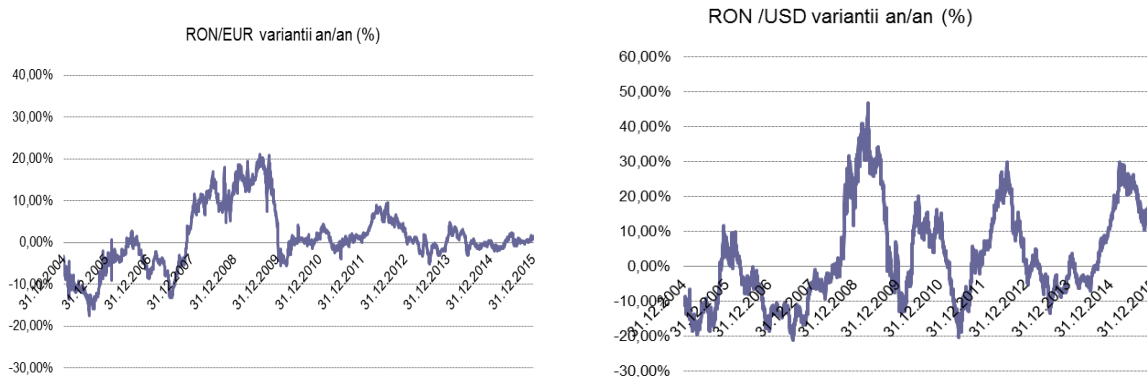


Sursa: MFP

¹² Datoria denominată în Euro emisă pe termen lung cu o structură într-o singură tranșă (de tip bullet) presupune o rambursare a finanțării într-un interval de timp în care adoptarea monedei Euro este fezabilă și, prin urmare, un risc valutar implicat redus.

După cum reiese din graficul 6, datoria contractată în USD prezintă un grad de risc semnificativ mai ridicat decât cea contractată în EURO. În ultimii 3 ani, volatilitatea cursului de schimb leu/USD a fost de patru-cinci ori mai mare față de cea a cursului de schimb leu/Euro. În 2015, USD s-a apreciat puternic comparativ cu celelalte valute și îndeosebi față de Euro, ca urmare a performanței economiei americane și a deciziei FED de majorare a intervalului de evoluție a dobânzilor de intervenție și ca urmare a creșterii ratelor de dobândă pentru instrumentele în USD, așteptările pieței fiind de o paritate 1:1 până la sfârșitul anului 2016.

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



Sursa: MFP, BNR

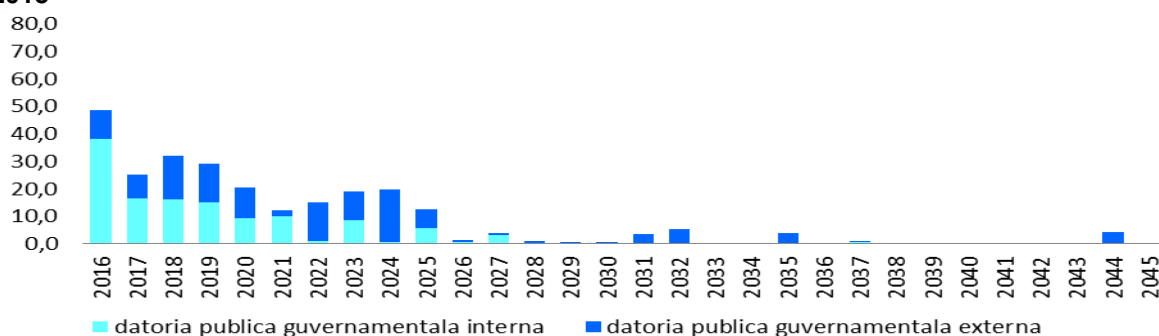
În cazul unor scenarii pesimiste, de exemplu o depreciere a monedei naționale față de Euro cu 10% și față de USD cu 30% în 2016 ar conduce la creșterea stocului datoriei cu 22,2 miliarde lei sau cu 3,0% din PIB și la o creștere a plăților în contul serviciului datoriei (include rambursările de rate de capital/ refinanțările de titluri de stat și plățile de dobânzi) cu 2,9 miliarde lei sau cu 1,6% din veniturile administrației publice centrale¹³. În consecință, expunerea la riscul valutar poate fi considerată moderată, însă nu neglijabilă data fiind perspectiva de adoptare a monedei Euro în viitor.

Riscul de refinanțare

Structura rambursărilor de rate de capital și a refinanțărilor de titluri de stat prezentată în graficul 7 indică o acumulare a rambursărilor în primii 4 - 5 ani. Concentrarea rambursărilor pe termen scurt se observă mai ales la nivelul datoriei interne¹⁴ și reflectă importanța certificatelor de trezorerie în finanțarea guvernamentală, ajungând la sfârșitul anului 2015 să fie în valoare de 9 miliarde lei, dar și a emisiunilor de obligațiuni scadente în această perioadă. Refinanțarea acestor obligațiuni poate reprezenta o provocare în procesul de finanțare de pe piața internă, dacă băncile găsesc plasamente alternative și mai profitabile odată cu creșterea cererii pentru finanțarea sectorului privat. Pe partea externă, riscul de refinanțare este redus, în special ca urmare a structurii de rambursare a împrumuturilor contractate de la instituțiile financiare internaționale, dar și urmare extinderii maturității medii rămase pentru portofoliul de datorie externă urmare emiterii de euroobligațiuni cu maturități lungi și foarte lungi.

¹³ Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.
¹⁴ După piața emisiunii.

Graficul 7: Rambursările de rate de capital aferente datoriei publice guvernamentale la sfârșitul lui 2015



Sursa: MFP

Profilul rambursării datoriei determină o durată medie rămasă (ATM) de 5,7 ani: 3,4 ani pentru datoria denominată în monedă națională și 6,6 ani pentru datoria denominată în valută.

Tabelul 3: Indicatori privind riscul de refinanțare

Indicatori	2014			2015		
	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	24,0	12,3	17,0	28,0	13,0	18,0
Maturitatea medie rămasă (ani)	3,6	6,4	5,3	3,4	6,6	5,7

Sursa: MFP

În plus, gestionarea riscului de refinanțare/lichiditate al emisiunilor de obligațiuni atât în lei, cât și în valută (acestea ajung până la niveluri de 2 miliarde Euro sau echivalent Euro) este administrată și prin politica menținerii unei rezerve financiare în valută care este dimensionată în raport cu un număr de luni aferent necesarului brut de finanțare (nb. – 4 luni din necesarul brut de finanțare).

Pentru îmbunătățirea managementului datoriei publice și evitarea presiunilor sezoniere pentru asigurarea surselor de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale, începând cu anul 2010, MFP a constituit o rezervă financiară (buffer) în valută, care la sfârșitul anului 2015 a fost de 5,9 miliarde Euro, reprezentând 3,7% din PIB.

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

	2012	2013	2014	2015
Datoria publică guvernamentală brută (% PIB)*	35.4	36.6	38.3	37.0
Rezerva financiară (% PIB)	2,6	3,9	4,6	3,7
Datoria publică guvernamentală netă (% PIB)	32.8	32.7	33.7	33.3

*) nu include finanțarea temporară

Sursa : MFP

Riscul de rată de dobândă

Dat fiind că doar o mică parte din datorie este datorie contractată cu rate variabile (vezi Tabelul 5), riscul ratei dobânzii și riscul de refinanțare sunt similare: ridicat pentru obligațiile în moneda națională și redus pentru cele în valută. Astfel, o creștere cu 1 punct procentual a ratelor de dobândă în 2016 va conduce la creșterea plăților în contul serviciului datoriei cu 1,1 miliarde lei, respectiv cu 0,6% din veniturile administrației publice centrale¹⁵ pentru datoria în moneda națională, și cu 1,5 miliarde lei, respectiv cu 0,8% din veniturile administrației publice centrale pentru datoria în valută. Este important de menționat ca expunerea la riscul de dobândă este diminuată pentru portofoliul de datorie externă în valută ca urmare a faptului că emisiunile de euroobligatiuni și împrumuturile de la instituțiile financiare internaționale cu rată fixă de dobândă au reprezentat partea majoritară a acestei datorii la sfârșitul anului 2015.

Tabelul 5: Indicatori privind riscul ratei de dobândă

Indicatori	2014			2015		
	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total
Pondere datorii cu rată fixă de dobândă (% din total)	86,7	83,1	84,5	89,1	81,0	84,7
Pondere datorii care își modifică dobânda într-un an (% din total)	19,0	24,0	22,0	28,0	10,0	23,0
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă – ATR (ani)	3,6	6,6	5,4	3,4	7,3	5

Sursa: MFP

Față de cele prezentate, se poate concluziona că riscul de refinanțare și cel al ratei dobânzii aferente datoriei denominate în moneda națională sunt în continuare cele mai importante riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale, în timp ce expunerea la riscul valutar este mai ușor de administrat, dar nu poate fi neglijată dată fiind perspectiva de adoptare a monedei Euro în viitor.

4. Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în anul 2015 și așteptările pe termen mediu

Piața internă

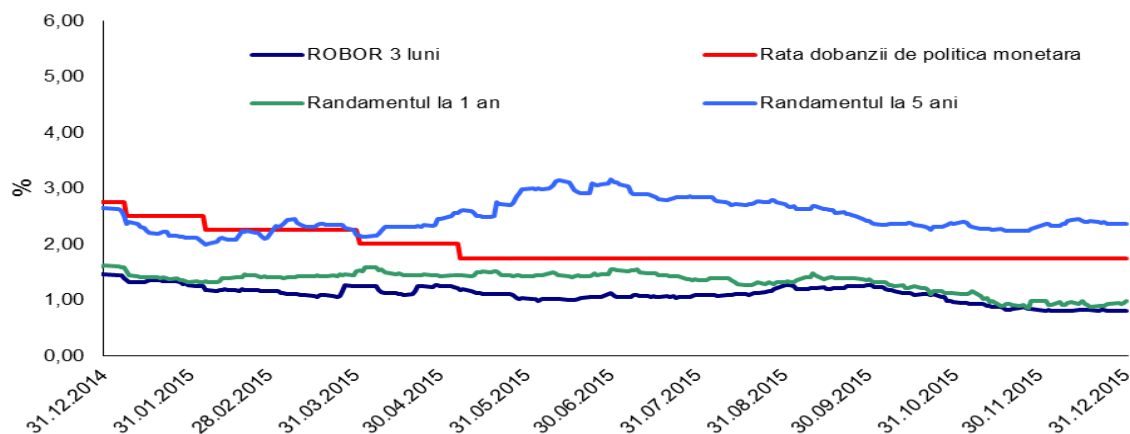
Evoluția pieței interne în 2015

Randamentele titlurilor de stat au urmat un trend descendent pe fondul măsurilor de relaxare a politicii monetare de către BNR, evoluția randamentelor fiind influențată și de condițiile lichidității pieței monetare, reducerile ratei rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în lei ale instituțiilor de credit și de apetitul investitorilor nerezidenți, în contextul

¹⁵ Idem 13

îmbunătățirii fundamentelor macroeconomice care stau la baza riscului de credit asociat României și al nivelului dobânzilor aflate la minime istorice pe piețele internaționale.

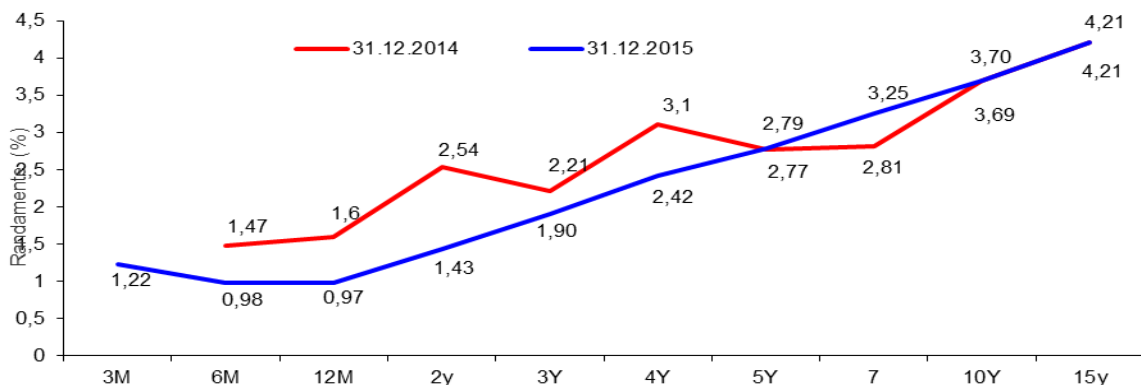
Grafic 8 : Rata dobânzii de politică monetară vs ROBOR la 3 luni și randamentele la 1 și 5 ani



Sursa: MFP, BNR

BNR a redus gradual rata de politică monetară, de la un nivel existent de 2,75% în decembrie 2014 până la un nivel de 1,75% în luna mai 2015. Așa cum se prezintă în graficul 9, ratele dobânzilor aferente titlurilor de stat pe termen scurt și mediu au înregistrat o reducere mai accentuată pe fondul unei oferte mari pe aceste segmente de maturitate, sub nivelul ratei dobânzii de politică monetară a BNR pentru maturitățile sub 2 ani, în contextul menținerii unui surplus de lichiditate pe piața internă. Curba de randamente a devenit mai abruptă pe segmentul mediu și lung, prezentând oportunități de investire pentru investitorii nerezidenți.

Grafic 9 : Randamentele pe piața primară la sfârșitul anului 2015 vs sfârșitul anului 2014

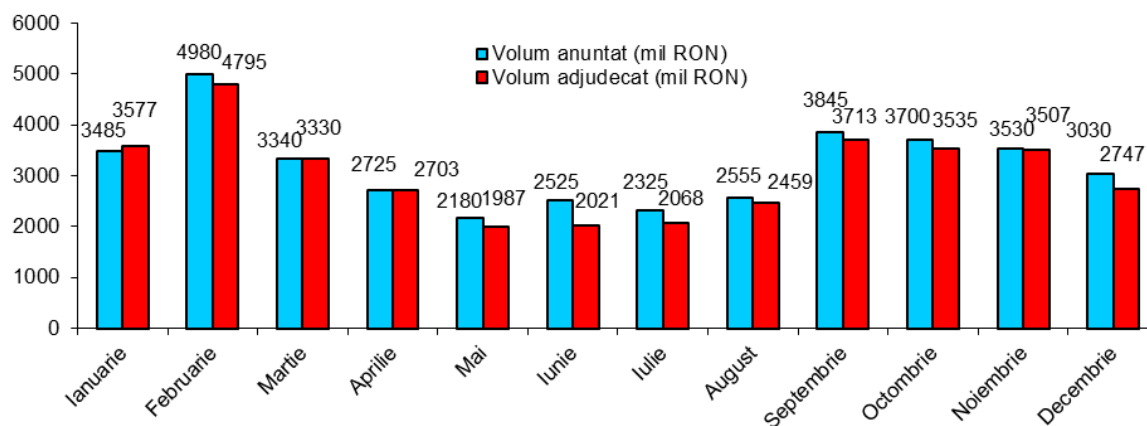


Sursa: MFP

Prezența titlurilor de stat românești în indicii JPM Morgan și Barclays continuă să aibă o influență pozitivă asupra pieței locale și creșterii interesului din partea investitorilor. La sfârșitul anului 2015, 9 serii de obligațiuni de stat românești erau incluse în indexul GBI-EM Global Diversified Investment Grade, cu o pondere de aproximativ 3,49% și 12 serii de obligațiuni de stat în Barclays EM Local Currency Government Index, cu o pondere de 1,26%.

De asemenea, așa cum rezultă din graficul 10, s-au continuat eforturile de menținere a unei politici predictibile de emisiuni, în majoritatea licitațiilor sumele anunțate fiind adjudecate în totalitate, cu excepția anumitor perioade de volatilitate, când volumul adjudecat a fost afectat de variații temporare ale prețului, la emisiunile pe termen lung fiind posibilă adjudecarea unor volume superioare celor anunțate, pentru a beneficia de ferestre de oportunitate în contextul unui nivel ridicat al cererii și având în vedere obiectivul de extindere al maturității medii reziduale.

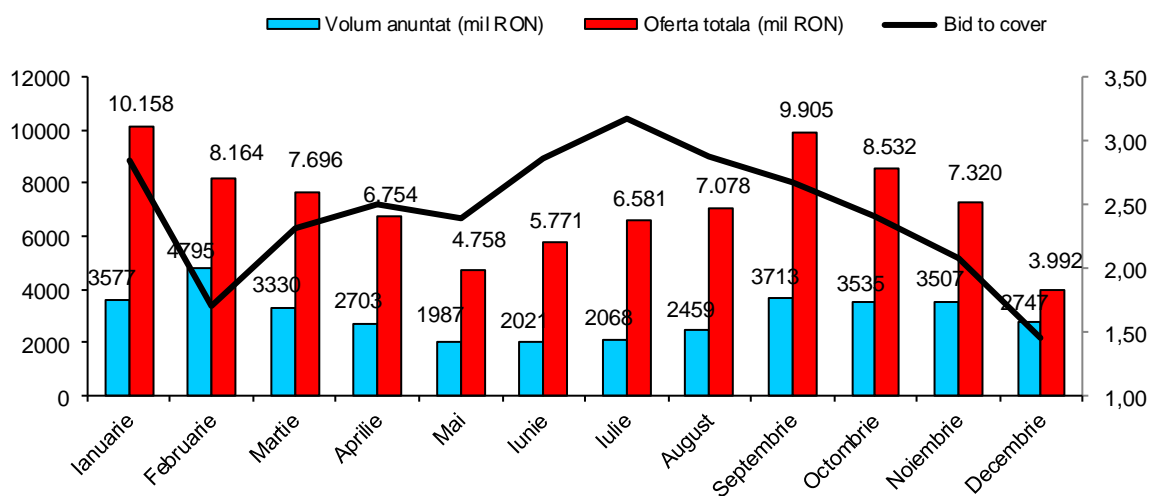
Grafic 10: Volum anunțat vs volum adjudecat



Sursa: MFP

În graficul 11, este prezentată evoluția cererii în cadrul licitațiilor desfășurate pe parcursul anului, majoritatea licitațiilor fiind suprasubscrise.

Grafic 11: Cererea și oferta de titluri de stat pe piața primară

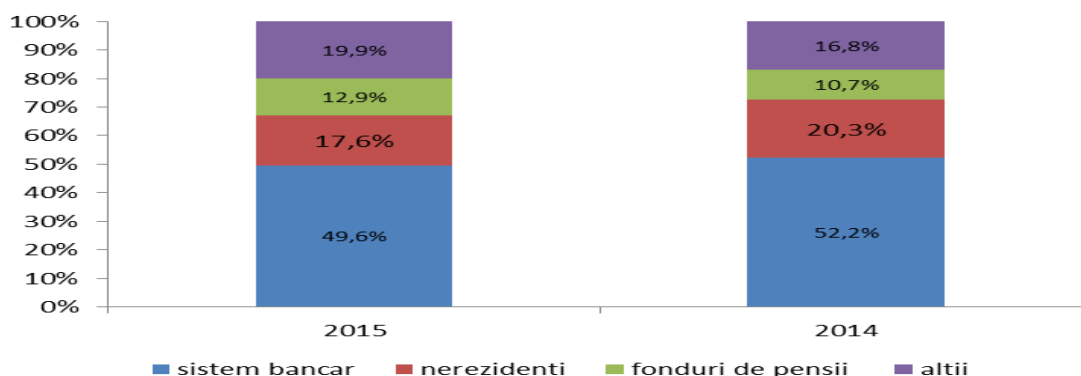


Sursa: MFP

Baza de investitori

La sfârșitul anului 2015, piața titlurilor de stat a continuat să fie dominată de băncile comerciale, care aveau în portofoliu 49,6% din volumul total al titlurilor de stat emise pe piață, urmate de investitorii nerezidenți, ale căror dețineri reprezentau 17,6%, în timp ce fondurile de pensii dețineau o pondere de 12,9%.

Grafic 12 : Evoluția titlurilor de stat pe tipul deținătorilor



Sursa: BNR

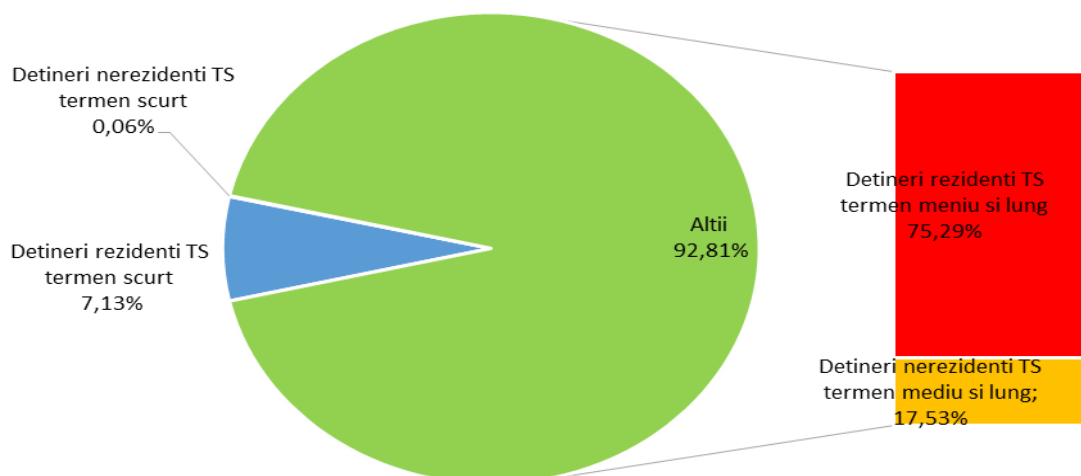
În contextul unui avans moderat al activității de creditare pe parcursul anului 2015 din partea instituțiilor financiare, principalii investitori de pe piața internă au fost băncile comerciale. Preferința investitorilor locali s-a axat pe scadențe de până la 7 ani, și marginal până la 10 ani, în special în cazul celor mai lichide instrumente incluse în indicii regionali.

În cadrul segmentului de investitori instituționali, fondurile locale de administrare de active și fondurile de pensii private, deși dețin o cotă relativ redusă pe piața titlurilor de stat, reprezintă un potențial semnificativ de sprijinire a dezvoltării pieței locale în perioada următoare. Activele nete totale deținute de fondurile private de pensii au cunoscut o creștere semnificativă de la 10,2 miliarde lei la sfârșitul anului 2012, la 14,7 miliarde lei la sfârșitul anului 2013, 20,3 miliarde lei la sfârșitul anului 2014 și 25,9 miliarde lei la sfârșitul anului 2015 (pilonul II+III). Privită ca structură, activele fondurilor de pensii administrate privat sunt investite în mare parte în titluri de stat românești, în valoare de aproximativ 17 miliarde lei la sfârșitul anului 2015 (respectiv aproximativ 66% din activele fondurilor de pensii administrate privat și 63% din activele fondurilor de pensii facultative¹⁶)

Investitorii nerezidenți constituie un segment important al investitorilor în titluri de stat asigurând o cerere complementară la cererea venită din partea investitorilor locali, urmare interesului pentru maturități lungi. Comportamentul acestora este ușor volatil, fiind influențat de evoluțiile de pe piețele financiare, urmare deciziilor de politică monetară divergente adoptate de FED și BCE, de temerile cu privire la creșterea economică și proporțiile datoriei private a Chinei, de riscul ieșirii Marii Britanii din UE urmare referendumului din iunie 2016, de dificultățile de finanțare întâmpinate de Grecia și de prăbușirea prețului petrolului. Politicile adoptate de cele două bănci centrale au efecte diferite în privința apetitului investitorilor pentru activele emise de statele europene (cum ar fi România).

¹⁶ Sursa: „Tendințe și riscuri pe piețele financiare locale și internaționale” ASF, decembrie 2015

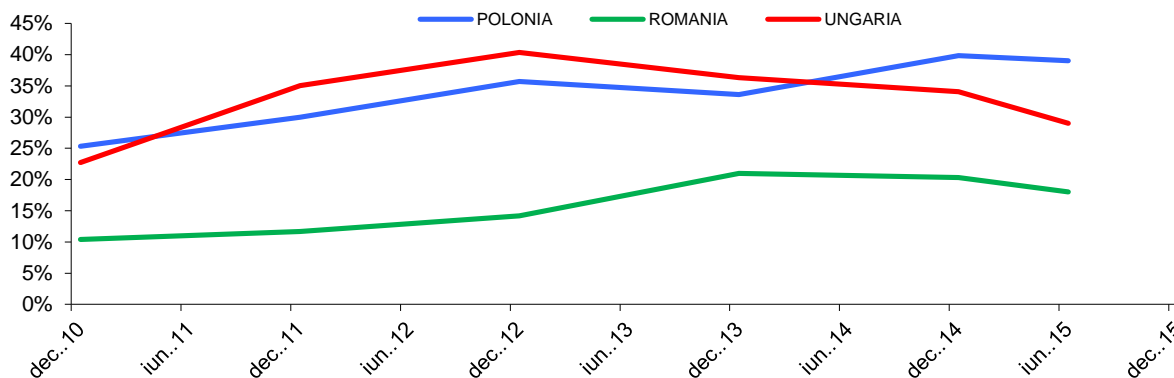
Grafic 13: Structura deținerilor investitorilor rezidenți și nerezidenți la sfârșitul anului 2015



Sursa : BNR

În anul 2015, deținerile de titluri de stat ale nerezidenților s-au situat ușor sub nivelul anului 2014 evoluția menținându-se la un nivel constant pe tot parcursul anului 2015 la aproximativ 18-20%, dar sub nivelul înregistrat în țări comparabile (ca de exemplu, Polonia și Ungaria). Deținerile limitate ale nerezidenților coroborate cu comportamentul acestora de vânzare și rebalansare a portofoliilor în contextul unor perioade de sell-off sau risk-off, conduc la o vulnerabilitate limitată a pieței titlurilor de stat și a curbei randamentelor în astfel de perioade. Pe de altă parte, în condiții normale de piață, așteptările conduc către o creștere a deținerilor nerezidenților, însă această evoluție este corelată și cu alți factori, fie de natură tehnică (existența unei piețe mai lichide a swap-urilor în România pentru maturități mai lungi, a unei piețe secundare mai lichide), fie factori exogeni, cum ar fi ponderea obligațiunilor românești în indicii internaționali JP Morgan având în vedere că o parte din investitorii instituționali au o politică investițională raportată la structura indicilor sau se raportează la indicii globali ai piețelor emergente.

Grafic 14: Evoluția comparativă a deținerilor nerezidenților în România, Polonia și Ungaria



Sursa: Bloomberg

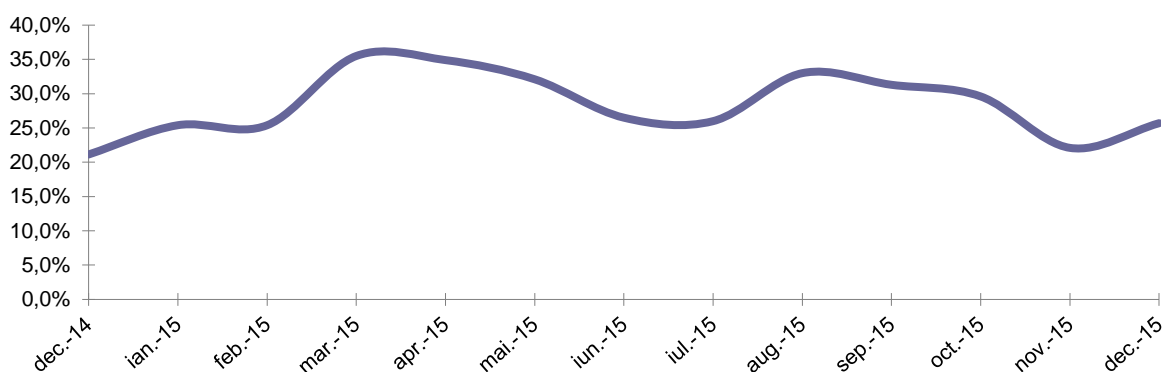
Piața secundară

Lichiditatea pe piața secundară, care este un indicator important în ceea ce privește nivelul de dezvoltare a pieței titlurilor de stat, a crescut în 2015, dar se situează încă la niveluri scăzute comparativ cu standardele internaționale. Gradul de lichiditate calculat ca raport între volumul total al tranzacțiilor lunare de pe piața secundară și volumul total al titlurilor de stat a crescut la 25,7% la sfârșitul lui 2015 comparativ cu 21,1% la finele anului 2014. De asemenea, în cursul anului s-a constatat o reducere a marjei de vânzare-cumpărare la cotațiile pe piața secundară a titlurilor de stat (bid-ask spread) în medie cu 5 puncte de bază¹⁷, ceea ce indică o îmbunătățire a lichidității titlurilor de stat.

Nivelurile scăzute ale tranzacțiilor pe piața secundară a titlurilor de stat ar putea reflecta factori ai pieței, cum ar fi așteptările de reducere a randamentelor ca urmare a politicii acomodative a BNR, dar și deficiențe de natură structurală, cum ar fi lipsa utilizării instrumentelor de piața secundară de tipul operațiunilor repo și absența participării active a MFP în operațiuni de tip repo, reverse repo, buy backs, bond exchange sau slaba dezvoltare a pieței swap-urilor în special pentru maturitățile medii și lungi.

În scopul creșterii transparenței în formarea prețului titlurilor de stat pe piața secundară, începând cu luna mai 2015 a devenit funcțională platforma electronică de cotare și tranzacționare a titlurilor de stat care este dedicată dealerilor primari, urmand ca implementarea efectivă a acesteia prin prisma monitorizării condițiilor minime obligatorii de cotare să se realizeze după finalizarea și armonizarea cadrului legislativ și procedural aferent pieței primare.

Grafic 15: Evoluția gradului de lichiditate al titlurilor de stat în lei active în perioada decembrie 2014 - decembrie 2015



Sursa: MFP

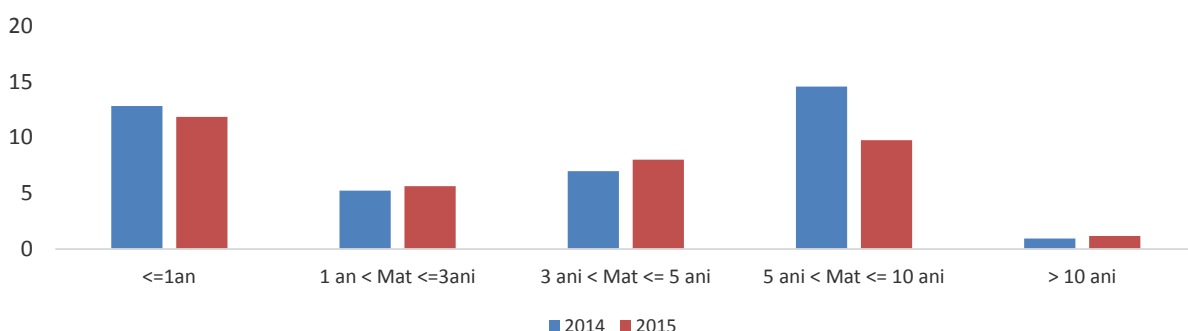
Finanțarea de pe piața internă în anul 2015

Pe parcursul anului 2015, MFP a urmărit asigurarea unei prezențe constante și continue pe piața internă, prin organizarea în mod regulat de licitații de titluri de stat, atât în scopul satisfacerii cererii din partea investitorilor, cât și pentru a evita eventuale presiuni în atragerea resurselor financiare, în condițiile în care deficitul bugetar s-a realizat în ultima lună din an.

¹⁷ Pe baza cotațiilor de vânzare-cumpărare de la închiderea zilei furnizate de Bloomberg

În 2015 s-au emis titluri de stat pe piața internă în valoare de 36,4 miliarde lei, reprezentând 57,5% din necesarul brut de finanțare al administrației publice centrale¹⁸. Astfel, s-au emis certificate de trezorerie cu scadența de până la 1 an în sumă de 11,8 miliarde lei și obligațiuni de stat în valoare de 24,6 miliarde lei. Așa cum reiese din graficul 16, cea mai mare parte a emisiunilor s-au concentrat pe segmentul maturitatilor scurte și medii. MFP a continuat eforturile pentru extinderea maturității medii a titlurilor de stat, dar pe fondul unor perioade de volatilitate din piețele internaționale (de exemplu tensiunile din Grecia), titlurile de stat emise pe termen lung s-au emis într-un volum mai redus comparativ cu anul 2014, ca urmare a diminuării apetitului din partea investitorilor nerezidenți pentru aceste maturități, dar și a strategiei prudente de investire a investitorilor instituționali locali. Obligațiunile de stat de tip benchmark denumite în lei cu scadențe la 3, 5 și 7 ani au fost emise și redeschise aproape în fiecare lună.

Grafic 16 Structura emisiunilor de titluri de stat pe scadențe (mld. lei)



Sursa: MFP

Piața externă

Evoluțiile piețelor externe în 2015

Pe fondul unui climat de redresare din criza datoriilor suverane europene și al unei perioade de calm pe piețele financiare, condițiile de finanțare din România s-au îmbunătățit semnificativ. Performanța economică bună, în special în sectorul fiscal, menținerea obligațiunilor românești în indicii de referință ai piețelor emergente, Barclays și JP Morgan, au contribuit la îmbunătățirea perspectivei de rating la “pozitiv” de către Moody’s și a favorizat îmbunătățirea sentimentului investitorilor față de România, ceea ce a condus la reducerea costurilor de finanțare în piețele externe, la extinderea maturităților și la diversificarea bazei de investitori.

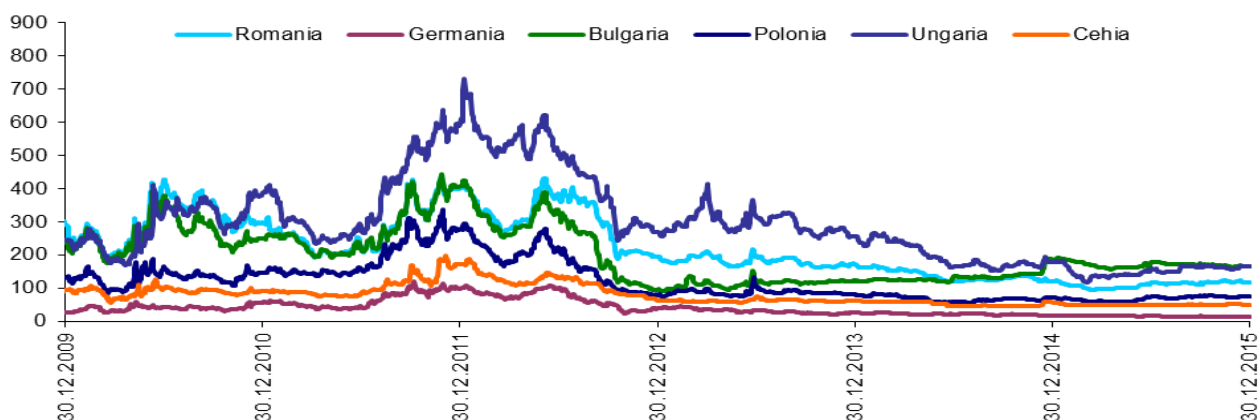
Ratele dobânzilor pentru obligațiunile de stat denumite în valută au avut o evoluție volatilă în cursul anului 2015, determinată de evoluția ratelor de dobândă în UE, de percepția investitorilor în ceea ce privește evoluția politicilor divergente ale FED (așteptările de majorare a ratelor de referință) și BCE (politica de menținere a măsurilor de relaxare cantitativă) și de tensiunile generate de situația Greciei. Euroobligațiunile denumite în Euro au avut performanțe superioare, iar cele denumite în USD s-au tranzacționat în linie cu tendința pieței, fiind atractive pentru mediul investitional, deoarece oferă încă randamente superioare față de țările comparabile.

¹⁸ Prezentat în cap 5

Astfel, în primele luni din 2015, randamentele euroobligațiilor emise de România pe piața externă s-au situat pe un trend accentuat descrescător, cu un minim al randamentelor în luna martie. Ulterior, nivelul acestora s-a deteriorat, ca urmare a tensiunilor din Grecia pe fondul dificultăților în rambursarea obligațiilor de plată către FMI și incertitudinilor legate de situația politică, economică și financiară a acesteia în contextul lipsei unui acord cu creditorii internaționali (FMI și CE), care au generat temeri legate de un eventual default sau chiar o ieșire din zona Euro. Odată cu încheierea unui acord cu creditorii multilaterali ai Greciei, volatilitatea piețelor financiare s-a diminuat, randamentele și marjele de credit redresându-se în contextul așteptărilor investitorilor de creștere a nivelului ratelor de dobândă de către FED, în luna decembrie, fapt confirmat în ședința FOMC (Federal Open Market Committee) din data de 16 decembrie 2015, la acest moment rata de politică monetară fiind majorată cu un sfert de punct procentual.

În anul 2015 menținerea unui nivel scăzut al ratelor de politică monetară în economiile dezvoltate au contribuit la conservarea unui nivel relativ scăzut al randamentelor pe principalele piețe de obligațiuni, determinând creșterea interesului investitorilor pentru obligațiunile statelor europene cu rating mai scăzut și pentru cele din piețele emergente (a se vedea graficul 17).

Grafic 17: Ratele de dobânda în UE (%)



Sursă: Reuters

Finanțarea de pe piețele externe în 2015

În anul 2015, MFP a atras de pe piețele externe un volum de 2 miliarde Euro printr-o emisiune în luna octombrie în două tranșe în cadrul Programului MTN, cu scadența pe 10 ani (1,25 mld. Euro) și respectiv 20 ani (750 mil. Euro). Această emisiune s-a bucurat de un interes mare din partea investitorilor atingând un grad de suprasubscriere de peste 2 ori și un număr de aprox. 460 de investitori. În plus, la maturitatea de 10 ani România a obținut cea mai mică primă de emisiune de 5 puncte de bază, comparativ cu ceilalți emitenți suverani din zona CEE în perioada respectivă.

Operațiunile de pe piața externă au inclus și trageri în valoare de 1,05 miliarde Euro aferente împrumuturilor contractate de la instituții financiare internaționale, în principal urmare contractării unui împrumut de tip DPL de la Banca Mondială, rezultând o

finanțare¹⁹ cumulată de pe piețele externe de cca 21,4% din necesarul brut de finanțare a administrației publice centrale.

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

ISIN	Data emisiune	Moneda	Maturitate	Adjudecat	Cupon (%)	Spread Emisiune	Randament initial	Randament 31.03.2016
XS0371163600	18.06.2008	EUR	18.06.2018	0,75 bl.	6,5	+213.10bp vs DBR 4 ¼ 18	6,698	0,199
	11.09.2012			0,75 bl.		+404bp vs Mid Swap	5,100	
XS0638742485	17.06.2011	EUR	17.06.2016	1,5 bl.	5,25	+255bp vs Mid Swaps	5,315	0,101
US77586TAA43	07.02.2012	USD	07.02.2022	1,5 bl.	6,75	506.60bp vs T 2 02/15/22	6,875	3,205
US77586RAA86	06.03.2012			0,75 bl.		453.70+UST	6,450	
XS0852474336	07.11.2012	EUR	07.11.2019	1,5 bl.	4,875	+370bp vs Mid Swaps	5,040	0,496
US77586TAC09	22.02.2013	USD	22.08.2023	1,5 bl.	4,375	+235.5bp vs Mid Swaps	4,500	3,370
US77586RAB69								
XS0972758741	18.09.2013	EUR	18.09.2020	1,5 bl.	4,625	+295bp vs Mid Swaps	4,769	0,763
	28.10.2013			0,5 bl.		+250bp vs Mid Swaps	4,150	
US77586RAC43	22.01.2014	USD	22.01.2044	1 bl.	6,125	+245.00bp vs T 3 % 08/15/43	6,258	4,678
US77586TAE64								
US77586RAD26	22.01.2014	USD	22.01.2024	1 bl.	4,875	+215.00bp vs T 2 ¾ 11/15/23	5,021	3,357
US77586TAD81								
XS1060842975	24.04.2014	EUR	24.04.2024	1,25 bl.	3,625	+200bp vs Mid Swaps 223.10bp vs DBR 1 ¼ 02/15/24	3,701	2,113
XS1129788524	28.10.2014	EUR	28.10.2024	1,50 bl.	2,875	+185bp vs Mid Swaps 209.90bp vs DBR 1 08/15/24	2,973	2,199
XS1312891549	29.10.2015	EUR	29.10.2025	1,25 bl.	2,75	+190bp vs Mid Swaps 227.10bp vs DBR 1 08/15/25	2,845	2,394
XS1313005818				25.02.2016		0,75 bl.	239.2bp vs DBR 1 08/15/25	
XS1313004928	29.10.2015	EUR	29.10.2035	0,75 bl.	3,875	+245bp vs Mid Swaps 283.50bp vs DBR 4 ¾ 07/04/34	3,930	3,574
XS1312891895				25.02.2016		0,50 bl.	322.9bp vs DBR 4 ¾ 07/04/34	

Sursă: MFP

Creșterea gradului de convergență a acțiunilor întreprinse de băncile centrale de la începutul anului 2016 a venit în sprijinul piețelor financiare la nivel global, astfel că pentru majoritatea economiilor dezvoltate se conturează noua normalitate de niveluri scăzute ale dobânzilor pentru o perioadă mai lungă. La ședința din luna martie BCE a anunțat o nouă serie de măsuri de relaxare a politicii monetare, respectiv: a redus rata dobânzii operațiunilor de refinanțare de la 0,05% la 0%, cel mai redus nivel din istorie, dobânda facilității de finanțare de la 0,35% la 0,25% și dobânda pentru facilitatea de depozit overnight de la -0,3% la -0,4%. De asemenea, BCE a inclus pe lista activelor toate obligațiunile denumite în Euro emise de companii nebancale din zona euro, cu rating recomandat investițiilor (investment grade) și a lansat o nouă serie de patru operațiuni de refinanțare pe termen lung (TLTRO II), fiecare cu o maturitate de 4 ani. După ce FED a semnalat la ședința din luna martie un ritm mai scăzut de creștere a dobânzii cheie, investitorii s-au îndreptat către segmentul țărilor emergente, crescând interesul pentru active cu risc mai ridicat.

În data de 25 februarie 2016 s-au atras 1,25 mld. euro de pe piețele externe de capital, din care 750 de mil. euro cu maturitate de 10 ani și 500 de mil. euro cu maturitate de 20 ani. Suma a fost obținută prin redeschiderea celor două tranșe de obligațiuni în euro emise în octombrie 2015, la randamente în scădere comparativ cu cele obținute în luna octombrie: de la 2,845% la 2,55% pentru tranșa de 10 ani și de la 3,93% la 3,90% pentru tranșa de 20 ani. Emisiunea a fost suprasubscrisă de aproape două ori.

Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2016 -2018

În anul 2016 finanțarea deficitului bugetului de stat și refinanțarea datoriei publice guvernamentale se va realiza în principal din surse interne și în completare din surse externe. MFP va continua să mențină o abordare flexibilă în realizarea procesului de finanțare, urmărind asigurarea caracterului predictibil și transparent al ofertei de titluri de

¹⁹ În completarea surselor de finanțare de pe piața internă și de pe piața externă au fost utilizate disponibilitățile în lei și valuta din Trezoreria Statului

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

Pe piața internă, pentru a reduce costurile de finanțare și a promova o mai bună funcționare a pieței secundare, MFP intenționează să continue politica de construire a unor serii de obligațiuni de stat de tip benchmark lichide de-a lungul întregii curbe de randament, concomitent cu o politică transparentă de emiteră a titlurilor de stat, până la atingerea unor volume pe emisiune în valoare echivalentă de până la 2 miliarde Euro²⁰, cu informarea în prealabil a pieței în ceea ce privește volumele, frecvența lansării/redeschiderii anumitor categorii de maturități. Emisiunile de titluri de stat denumite în Euro pe piața internă, vor fi realizate doar în contextul unor maturități ale unor instrumente similare în volume semnificative sau în contextul unor decizii ale BNR de relaxare a cerințelor privind nivelul rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută ale instituțiilor de credit. În aceste situații particulare, emiteră de obligațiuni denumite în Euro pe piața internă va putea răspunde unei cereri importante pentru astfel de instrumente venită din partea investitorilor locali în contextul lipsei unor instrumente alternative, fiind astfel create premisele unui raport maturitate/cost avantajos.

În prima jumătate a anului 2016 este preconizată și implementarea cerințelor minime obligatorii de formare a prețului (market-making) pe platforma electronică de cotaie și tranzacționare (E-Bond) dedicată dealerilor primari care va contribui la creșterea transparenței cotațiilor și implicit a formării prețurilor aferente titlurilor de stat asigurând premisele reducerii costurilor de tranzacționare pentru participanții din piața secundară.

De asemenea, în funcție de finalizarea cadrului procedural și operațional la nivelul BNR²¹, se are în vedere utilizarea de operațiuni specifice de piață secundară, de tipul răscumpărărilor anticipate sau preschimbărilor de titluri de stat, în scopul facilitării procesului de refinanțare a seriilor cu volume mari acumulate, care devin scadente și accelerării procesului de creare a unor serii de titluri de stat de tip benchmark lichide. În mod similar, se intenționează utilizarea operațiunilor de tip reverse repo pentru un management eficient al lichidităților, în baza unei consultări în prealabil cu BNR, în vederea coordonării politicilor de finanțare și management al lichidităților cu cele monetare.

De asemenea, în scopul creșterii accesibilității titlurilor de stat în rândul micilor investitori și creșterii gradului de educare financiară a acestora, se înscrie și continuarea proiectului de emisiuni de titluri de stat pentru populație, demarat cu o primă emisiune având scadența la 2 ani în luna iunie 2015, în funcție de interesul potențial din partea acestor investitori.

Pe termen mediu se așteaptă menținerea interesului investitorilor străini pentru titlurile emise de statele din UE, în special pentru cele cu fundamente și perspective economice sănătoase și poziție financiară solidă ca urmare a deciziei²² BCE de a extinde programul de cumpărare de active din zona euro cu majorarea achizițiilor lunare de obligațiuni de la 60 miliarde euro la 80 miliarde euro²³.

Riscurile cheie rămân șocurile de natură geopolitică²⁴, reacția piețelor la modul în care FED va continua procesul de creștere a ratelor de dobândă și evoluția economică din

²⁰ Riscul de refinanțare al acestor emisiuni este administrat prin continuarea politicii de menținere a unei rezerve financiare în valuta

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

²² din 10 martie 2016

²³ Această perioadă poate fi prelungită până când Consiliul Guvernatorilor va considera ajustarea inflației susținută (în concordanță cu obiectivul său de țintire a ratele de inflație sub, dar aproape de 2% pe termen mediu)

²⁴ Tensiunile din Orientul Mijlociu, tendințele expansioniste manifestate de China și Rusia deopotrivă, criza migrantilor care reprezintă un pericol la adresa securității granițelor Europei, riscul de ieșire a Marii Britanii din UE ca urmare a referendumului din iunie 2016, precum și riscul de ieșire a Greciei din zona euro în contextul în care reforma sistemului de pensii și alte reforme structurale pot da

China. Astfel, piața financiară este în continuare dominată de preocupările cu privire la evoluția economiei mondiale, de situația băncilor europene, precum și de dinamica cotațiilor internaționale la țiței și alte materii prime. Majorarea graduală a dobânzii de politică monetară a FED, s-ar putea face într-un ritm mai lent dacă evoluția economiei SUA nu se realizează conform așteptărilor, iar degradarea stării economiei chineze²⁵ va afecta cererea pentru exporturile americane.

La acest context se adaugă manifestarea tensiunilor de natură politică, rezultatul referendumului din Marea Britanie din luna iunie 2016 privind decizia de a rămâne sau nu în UE putând avea un impact major asupra evoluției ulterioare a piețelor financiare.

Având în vedere nivelul actual relativ scăzut al deținerilor de titluri de stat a investitorilor nerezidenți (aprox. 18% la nivelul lunii februarie 2016) comparativ cu alte state din regiune, România este mai puțin vulnerabilă la aceste șocuri. Riscurile menționate mai sus vor putea fi atenuate de creșterea preconizată a intrărilor de fonduri europene care vor contribui la consolidarea rezervelor valutare.

MFP intenționează să-si mențină prezența pe piețele internaționale de capital, având în vedere preferința pentru emisiuni de obligațiuni denominate în Euro pentru a consolida și extinde referințele de preț pentru titlurile de stat, în special pe maturități mai lungi în funcție de condițiile de piață. Cu toate acestea, emisiunile denominate în USD pe piețele externe sau în alte valute ar putea oferi avantaje, prin extinderea maturității, capacitatea crescută a pieței de absorbție a noilor emisiuni și diversificarea bazei de investitori. Această sursă de finanțare este în mod particular importantă pentru România ca alternativă de finanțare în cazul unor evenimente externe care ar putea limita accesul la anumite segmente de maturitate la finanțarea pe piața europeană.

MFP va păstra flexibilitatea în ceea ce privește momentul accesării piețelor internaționale și volumul emisiunilor externe, ținând cont de costurile asociate, de considerentele de risc, de potențialele implicații asupra obiectivelor și politicilor băncii centrale, precum și de evoluția pieței locale. În plus, în funcție de evoluțiile piețelor de capital, în cursul anului 2016, MFP ar putea utiliza operațiuni specifice de piață secundară, de tipul buy back și bond exchange, în scopul facilitării refinanțării seriilor cu volume și dobânzi mari care devin scadente în următoarea perioadă.

De asemenea, implementarea reformelor structurale în sectoare economice cheie, precum și a unor programe/proiecte prioritare pentru economia românească vor continua să fie finanțate din împrumuturile contractate de la instituții financiare internaționale (Banca Mondială, BEI, BDCE, BERD), acestea jucând un rol important în limitarea costurilor și extinderea maturității portofoliului de datorie prin condițiile de cost și maturitate oferite.

Astfel, pe termen mediu, MFP intenționează să continue parteneriatul cu instituțiile financiare internaționale pentru a beneficia de avantajele financiare aferente produselor acestora, cum ar fi împrumuturile BIRD de politici de dezvoltare (DPL), precum și cele contractate în scopul finanțării deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice guvernamentale, disponibilizarea sumelor având la bază realizarea unor măsuri și/sau alte

nastere unui nou conflict între guvernul elen și creditorii internaționali ai țării.

²⁵ Riscurile referitoare la economia Chinei au fost sesizate și de agenția de rating Moody's care a schimbat outlook-ul ratingului Aa3 de la stabil la negativ, decizia fiind determinată de slăbirea valorilor fiscale care se reflectă în creșterea datoriei publice, de diminuarea rezervelor din cauza ieșirilor de capital, care evidențiază riscuri politice și monetare, precum și de incertitudinea cu privire la capacitatea autorităților de a pune în aplicare reforme pentru a aborda dezechilibrele din economie.

acțiuni necesare în domeniul reformelor sectoriale.

Tabel 7: Surse de finanțare aferente necesarului de finanțare estimat

	Maturitatea/ perioada de gratie (ani)	Valoare (miliarde valută)		
		2016	2017	2018
Piața Internă				
1. Certificate Trezorerie	6 luni pana la 1 an	14- 15	14 – 15	12 – 13
2. Obligațiuni tip benchmark in lei	pana la 15 ani	32 – 35	31-33	32-33
3. Obligațiuni tip benchmark in Euro	5 ani	1,1	0	0
Piața externă				
1. Emisiunie de euroobligatiuni in cadrul Programului MTN				
- EURO	pana la 15 ani	3	2,5	2,5
-USD	intre 10 si 30 ani	0	0,7	0,7
2. Împrumuturi de la instituții financiare internaționale :				
a) împrumuturi BEI (incl. NSRF și PNDR), BERD și BDCE	15/20 ani din care 2-5 ani perioada de gratie	0,03	0,205	0,1-0,5
b) împrumuturi BIRD altele decât DPL	10/18 ani	0,06	0,095	0,1-0,2
c) împrumut DPL	18/20 ani	0,75	0-0,70	0-0,70

Sursa: MFP

5. Cadrul macroeconomic în România

În anul 2015, creșterea economică în România a continuat tendința pozitivă începută în anul 2011, economia avansând cu 3,8 % pe fondul cererii interne pentru investiții și consum, înregistrând astfel una dintre cele mai mari creșteri economice anuale din UE.

Având în vedere contextul economic internațional și evoluția economică și financiară din zona euro, precum și evoluția potențialului de creștere economică, pentru perioada 2016-2018 se estimează că economia românească își va accelera creșterea, fiind posibilă o creștere a PIB, în medie, cu cca 4,3% anual²⁶.

În anul 2015 procesul de dezinflație a continuat, începând cu luna iunie înregistrându-se chiar inflație negativă ca urmare a reducerii cu 15 puncte procentuale a cotei de TVA la produsele alimentare și la serviciile de alimentație publică, astfel că la sfârșitul anului 2015 acest indicator a fost de -0,93%. În perioada acoperită de Strategie se estimează că inflația anuală²⁷ se va menține la cote reduse, situându-se ca medie anuală între -0,7% în 2016 și 2,5% în 2018. Nivelul mai redus din anul 2016 se datorează persistenței efectului de bază al măsurii de reducere a TVA la alimente cu 15 puncte procentuale, precum și introducerii cotei de 20% la restul categoriilor de produse și servicii începând cu 1 ianuarie 2016. Ca urmare a rezultatelor din ianuarie și februarie 2016 estimăm că în 2016 se va înregistra o inflație negativă în prima parte a anului.

Pe termen mediu, în vederea consolidării politicii fiscal-bugetare, obiectivele politicii fiscale vizează continuarea măsurilor de creștere a eficienței sistemului fiscal creându-se, pe de o parte, posibilitatea simplificării fiscalității, eliminării disfuncționalităților și stabilirii

²⁶ Sursa CNP „Proгноza principalilor indicatori macroeconomici 2016 -2019”, prognoza de primavara, aprilie 2016
²⁷ Idem 26

coordonatelor pentru un cadru legal fiscal coerent și modern, iar pe de altă parte, premisele asigurării predictibilității sistemului fiscal și continuării conduitei necesare unei consolidări fiscale sustenabile.

Măsurile de relaxare fiscală, precum și cele în domeniul cheltuielilor, adoptate în 2015, au condus la o proiecție a bugetului general consolidat care înregistrează abateri de la obiectivul bugetar pe termen mediu (MTO) în anii 2016 și 2017, respectiv un deficit structural de maxim 1% din PIB, așa cum a fost prevăzut în calendarul de ajustare agreat cu instituțiile europene, dar se preconizează revenirea treptată pe o traiectorie convergentă către MTO începând cu anul 2018. În condițiile deficitelor bugetare de până la 3% din PIB pe termen mediu, necesarul brut de finanțare este încă determinat de volumul refinanțării datoriei publice guvernamentale, deși începând cu anul 2017 necesitățile de finanțare decurgând din nivelul deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice încep să se echilibreze, după cum se prezintă în tabelul de mai jos.

Tabel 8: Prognoza necesităților de finanțare

Indicator	2015 estimari	2016 prog.	2017 prog.	2018 prog.
Veniturile administrației publice centrale (miliarde lei) ²⁸	177,4	181,3	184,0	198,1
Cheltuielile administrației publice centrale (miliarde lei) ²⁹	190,7	203,1	206,3	217,9
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale (I) (miliarde lei) ³⁰	13,3	21,8	22,3	19,8
Refinanțarea datoriei publice guvernamentale ³¹ (II) (miliarde lei)	50,0	48,6	25,3	32,2
Necesar brut de finanțare (I+II) (miliarde lei)	63,3	70,4	47,6	52,0

Sursa: MFP

Ipotezele macroeconomice ale Strategiei pentru perioada 2016 -2018 sunt prezentate în tabelul de mai jos.

Tabel 9: Scenariul de bază al proiecțiilor macroeconomice

Indicatori	2015 estimari	2016 prog.	2017prog.	2018prog.
PIB nominal (miliarde lei)	712,8	757,0	805,9	859,9
Creștere PIB (%)	3,8	4,2	4,3	4,5
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale ³² (% din PIB)	-1,9	-2,9	-2,8	-2,3
Deficitul contului curent (% din PIB)	- 1,1	-1,6	-1,7	-1,7
Inflația (sfârșitul anului %)	-0,9	0,9	2,5	2,3
Inflația (medie anuală %)	-0,6	-0,7	2,3	2,5
Cursul de schimb mediu lei/EUR	4,4450	4,46	4,44	4,42
Cursul de schimb mediu lei/USD	4,0057	4,02	4,0	3,98

Sursa: CNP, MFP, INS

²⁸ Calculat pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

²⁹ Idem 28

³⁰ Idem 28

³¹ Volumul rambursărilor de rate de capital și de refinanțări de titluri de stat în contul datoriei publice guvernamentale, conform legislației naționale, calculată pe baza soldului datoriei la sfârșitul anului 2015 (include garanțiile de stat, dar nu include finanțarea temporară).

³² Idem 28

Riscurile aferente proiecțiilor inițiale

Abaterile de la proiecțiile macroeconomice din scenariul de bază descrise mai sus ar putea proveni din materializarea riscurilor de natură geopolitică, de temerile cu privire la creșterea economică și proporțiile datoriei private a Chinei, de dificultățile de finanțare întâmpinate de Grecia, de riscul ieșirii Marii Britanii din UE și de scăderea prețurilor combustibililor, în special a prețurilor petrolului cu efect asupra scăderii activității economice la nivelul statelor producătoare/exportatoare de petrol.

Acești factori pot genera un grad ridicat de volatilitate pe piețele financiare internaționale în condițiile evoluției politicilor divergente ale FED (așteptări de creștere a ratelor de dobândă) și BCE (politica de menținere a măsurilor de relaxare cantitativă extinsă până în martie 2017) care poate conduce la creșteri temporare a aversiunii față de risc la nivel global afectând economiile emergente. Șocurile externe asociate acestor riscuri ar putea conduce la diminuarea creșterii economice prin scăderea exporturilor sau volatilității fluxurilor de capital³³, și ar putea determina creșterea necesarului de finanțare și condiții de finanțare mai puțin avantajoase. Nivelul scăzut al ratelor de politică monetară în economiile dezvoltate, așteptat cel puțin pentru perioada următoare, va contribui însă la menținerea randamentelor recente ale titlurilor de stat emise de România pe piețele externe de capital în condițiile creșterii interesului investitorilor pentru obligațiunile de stat europene cu rating mai scăzut și pentru cele din țările emergente.

Economia mondială a resimțit recent turbulențele din piețele financiare internaționale, care reflectă re poziționări ale fluxurilor de capital, pe fondul noului ciclu monetar al FED și provocărilor structurale din țările emergente.

Piața internă va fi influențată atât de evoluțiile macro-financiare internaționale, cât și de cele din plan intern (economice și politice). Printre factorii de risc interni se numără conduita politicii fiscal-bugetare, majorarea deficitului bugetar pe termen mediu și posibilitatea tergiversării reformelor structurale, cât și percepția unei instabilități legislative³⁴, iar principalele riscuri externe sunt asociate temerilor privind fragilitatea creșterii economice la nivel global și a episoadelor tensionate survenite la nivel regional. În condițiile unor deficite bugetare ridicate pe termen mediu (până la 3% din PIB), emiterea de datorie nouă necesară acoperirii acestor necesități de pe piața internă trebuie să țină cont de capacitatea de absorbție a pieței interne și caracteristicile deținătorilor de titluri de stat emise pe această piață (sectorul bancar încă deține cca 50% din titlurile de stat). Acest factor de risc va fi diminuat pe termen lung prin creșterea cererii din partea investitorilor instituționali, îndeosebi a fondurilor de pensii ca urmare a creșterii activelor acestor fonduri, dar și a altor participanți de pe piața de capital, cum ar fi fondurile locale de administrare de active și societățile de asigurări. Dintre factorii de risc de la nivel politic menționăm alegerile locale și cele parlamentare din 2016.

Cumulate, toate aceste riscuri pot diminua potentialul de creștere economică sustenabilă, atât la nivelul zonei euro, cât și la nivelul întregii Uniuni Europene. În același timp, costul finanțării în moneda națională poate, de asemenea, să crească în statele în care băncile

³³ Expunerea la volatilitatea fluxurilor de capital poate să crească și datorită includerii obligațiunilor românești denumite în moneda națională în indicii de referință Barclay's și JP Morgan ca urmare a creșterii accesului nerezidenților la titlurile de stat emise pe piața locală de obligațiuni, deși deținerile nerezidenților au reprezentat 17,6% din volumul total al titlurilor de stat emise pe piața internă, la sfârșitul anului 2015.

³⁴ Inițiativele legislative recente care prevăd fie creșteri salariale sau de natura pensiilor/asistenței sociale fie promovarea unui cadru privind modalitatea de stingere a creditelor contractate de populație prin darea în plată a imobilelor constituite ca garanție (legea dării în plată) pot deteriora percepția privind stabilitatea legislativă cu implicații asupra primei de risc percepută achizițiilor de active financiare românești și chiar asupra ratingului suveran.

centrale³⁵ întăresc politica monetară pentru a răspunde fie unor factori interni idiosincracici, specifici în contextul atingerii obiectivelor de inflație specifice.

Implicații de politică la nivel macroeconomic

Proiecțiile macroeconomice din scenariul de bază indică diminuarea necesarului de finanțare și stabilizarea ponderii datoriei publice guvernamentale în PIB în perioada următoare. Aceasta înseamnă că strategiile de finanțare vor trebui implementate având în vedere atât volumul refinanțării datoriei, cât și deficitul bugetar în creștere comparativ cu anii anteriori, în paralel cu creșterea toleranței la riscurile financiare. În procesul de finanțare pe termen mediu, MFP va avea în vedere atingerea obiectivelor sale specifice, respectiv de creștere a finanțării în moneda națională și de extindere a maturităților titlurilor de stat emise atât în moneda națională pe piața internă, cât și la extern însă, va ține cont de contextul macroeconomic și de modificările cererii la nivelul bazei investiționale atât pe plan intern, cât și extern.

În concluzie, principalele riscuri asociate ipotezelor macroeconomice din scenariul de bază se referă la amplificarea riscurilor la nivel internațional, în special a agravării riscurilor geopolitice, a incertitudinilor privind politicile monetare diferite ale BCE și FED, precum și riscul unei ieșiri a Marii Britanii din UE urmare referendumului care va avea loc în luna iunie 2016. De asemenea, trebuie monitorizate atent implicațiile unor factori interni (decizii de politica monetară urmare creșterii cererii de consum și a perspectivelor privind inflația pe termen mediu, instabilitatea legislativă cu implicații asupra stabilității financiare și a deficitului bugetar, etc) asupra percepției mediilor investitoriale și implicit asupra cererii pe piața titlurilor de stat, cu implicații asupra implementării strategiei de administrare a datoriei guvernamentale și asupra termenilor și condițiilor de împrumut ale statului român.

6. Analiză și linii directoare strategice

Liniile directoare strategice privind administrarea datoriei publice guvernamentale a României reflectă relația cost-risc asociată portofoliul actual de datorie³⁶, planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat și cadrul macroeconomic pe termen mediu.

Implicațiile analizei portofoliului de datorie existent, considerații privind dezvoltarea pieței și analiza macroeconomică în dezvoltarea unei strategii de administrare a datoriei publice

Deși în scădere comparativ cu anii anteriori, expunerea la riscul de refinanțare și la riscul de rată de dobândă pe piața internă continuă să reprezinte principalele surse de risc pentru portofoliul actual de datorie publică guvernamentală. Riscul valutar, deși semnificativ, este atenuat de ponderea datoriei în valută emisă pe termen lung (denominată în Euro, dar și în USD) și de perspectiva adoptării monedei Euro. Avantajul unor maturități lungi și foarte lungi și diversificarea bazei de investitori ar justifica emiterea de euroobligațiuni denominate în USD însă analiza efectuată arată că, actualmente, în lipsa cadrului aferent administrării riscurilor aferente unei finanțări în alte monede,

³⁵ În conformitate cu ultimul Raport asupra inflației al BNR însoțit de declarațiile reprezentanților conducerii acestei instituții, inflația va avea un trend crescător începând cu a doua parte a anului 2016, în 2017 putând fi adoptate măsuri de întărire a politicii monetare. De asemenea, evoluțiile creditului pe fondul unei creșteri economice puternice susținute de un consum intern accelerat pot conduce la adoptarea unor măsuri restrictive de politica monetară, care ar fi în divergență cu politica BCE putând crea volatilitate cu privire la cererea investitorilor nerezidenți, în special pentru piața titlurilor de stat.

³⁶ La finele anului 2015.

finanțarea în USD este mai costisitoare și mai riscantă decât finanțarea în Euro³⁷. În plus, politica monetară a FED cu așteptări de majorare a ratelor de referință va determina creșterea randamentelor la emisiunile de euroobligatiuni emise în această monedă pe piețele externe.

Condițiile actuale de piață permit României un acces relativ facil la finanțarea de pe piața internă și de pe piețele internaționale de capital. Eforturile recente de dezvoltare a pieței interne, cum ar fi creșterea ponderii obligațiunilor de stat în indicii regionali de referință au avut ca rezultat menținerea unei cereri considerabile din partea investitorilor nerezidenți (cca 17% din portofoliul activ al titlurilor de stat); alte măsuri de funcționare a sistemului dealerilor primari, de îmbunătățire a infrastructurii pentru piața secundară, dar și finalizarea în anul 2016 a cadrului procedural și operational la nivelul MFP și BNR pentru utilizarea de instrumente specifice pe această piață (răscumpărări anticipate și preschimbari de titluri de stat) ar trebui să contribuie la îmbunătățirea lichidității, prin refinanțarea unor serii cu volume mari acumulate cu diverse scadențe și crearea de serii de titluri de stat lichide, și în plus să consolideze cererea investitorilor pentru titluri în monedă națională în perioada următoare.

În timp ce ratele forward indică faptul că ratele de dobândă externe și interne se estimează că vor crește în viitor ambele continuă să se situeze la nivele minime istorice. Politica de relaxare cantitativă inițiată de BCE în 2015 și noile măsuri pentru stimularea economică a zonei euro din luna martie 2016 sunt de natură să mențină scăzute ratele de dobândă pe termen lung. În contextul randamentelor mai scăzute în zona Euro, România ar putea în continuare să beneficieze de interesul investitorilor de a obține profit din active denominate în Euro, ceea ce ar putea să ajute la menținerea ratelor de dobândă atât în lei, cât și în Euro la niveluri relativ scăzute.

Proiecțiile macroeconomice indică o pondere a datoriei în PIB stabilă și necesități de finanțare în scădere, în timp ce un nivel redus al ratei inflației (deși în creștere pe termen mediu) și un curs de schimb relativ stabil pot facilita extinderea maturităților pentru titlurile de stat emise în moneda națională și obținerea unui cost mai mic pentru finanțarea externă. Riscurile externe semnificative asociate acestor scenarii de bază includ agravarea tensiunilor geopolitice și temerile privind creșterea economică în China care pot genera creșterea volatilității pe piețele financiare internaționale cu impact asupra piețelor emergente, precum și o creștere sub potențial în statele membre ale UE, cu impact asupra creșterii economice din România. Printre factorii de risc de pe piața internă se află conduita politicii fiscal-bugetare, majorarea deficitului bugetar pe termen mediu și posibilitatea tergiversării reformelor structurale, precum și percepția unei instabilități legislative.

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

³⁷ În momentul actual randamentele absolute ale unei finanțări în USD la maturități comparabile (de ex 10 ani) sunt mai mari decât cele aferente finanțării în moneda națională prin emiterea de titluri de stat. Există însă o limită în capacitatea statului român în extinderea maturităților portofoliului de titluri de stat pe piața internă datorat structurii bazei investitoriale pentru titlurile de stat în lei.

Strategiile alternative de finanțare au fost comparate pe baza proiecției serviciului datoriei având la bază diferite scenarii alternative pentru cursul de schimb și ratele de dobândă. Scenariul de bază, determinat ca fiind cel mai probabil, a fost folosit pentru a calcula costul estimat al diferitelor strategii. Riscul a fost calculat ca o creștere a costului rezultat ca urmare a aplicării șocurilor la ratele de piață utilizate în scenariul de bază. S-au folosit doi indicatori de cost și risc: ponderea datoriei în PIB și ponderea plăților de dobânzi în PIB, ambii calculați pentru finele celui de-al treilea an de analiză, respectiv 2018. Rezultatele analizei cost-risc sunt apoi completate de considerații macroeconomice și de cele legate de dezvoltarea pieței interne, așa cum este prezentat mai jos.

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

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

Această strategie poate să contribuie la dezvoltarea pieței, prin creșterea lichidității titlurilor de stat cu impact asupra dezvoltării pieței secundare. Îmbunătățirea lichidității poate veni atât prin creșterea ponderii titlurilor de stat românești în indicii regionali de referință, cât mai ales prin introducerea de către MFP a platformei electronice de tranzacționare pe piața secundară și utilizarea instrumentelor de piață secundară (răscumpărări anticipate și preschimbari de titluri) după definitivarea cadrului necesar utilizării acestor instrumente împreună cu BNR.

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

Structura portofoliului în valută: Rezultatele simulării arată o preferință clară pentru finanțarea în Euro față de cea în USD. Analiza cantitativă arată faptul că, din perspectiva curbilor de randament curentă și forward, finanțarea în USD presupune creșterea atât a costului, cât și a riscului în comparație cu finanțarea în Euro. Acest fapt reflectă estimările privind ratele dobânzilor mai mari în USD, precum și un curs de schimb leu/USD semnificativ mai volatil decât cel leu/Euro, în condițiile aprecierii monedei americane comparativ cu Euro, așteptările pieței pentru sfârșitul anului 2016 fiind de o paritate de 1:1. Deși piața în USD este mult mai lichidă și permite României să se împrumute cu maturități foarte lungi (până la 30 de ani) la care se adaugă și diversificarea bazei de investitori,

condițiile favorabile de pe piața în Euro care au permis extinderea maturității titlurilor de stat românești până la 20 de ani constituie un argument suplimentar pentru emiterea de euroobligatiuni preponderent pe piața în Euro. Totuși, în cazul existenței unor oportunități prin prisma raportului cost/maturitate la emiterea de euroobligatiuni denominate în alte valute, coroborat cu administrarea riscului expunerii la aceste valute, prin utilizarea instrumentelor de swap valutar, se pot avea în vedere astfel de instrumente în același timp menținând principala expunere în Euro.

În vederea utilizării instrumentelor financiare derivate (swap valutar și pe rată de dobândă), pentru crearea cadrului procedural și tehnic MFP urmează să beneficieze de asistență tehnică din partea Băncii Mondiale în cadrul unui proiect pentru care s-a solicitat finanțare din fonduri europene (POCA) pe o perioadă de 18 luni.

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

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

Linii directoare strategice

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2016 -2018:

1. Finanțarea netă preponderent în monedă națională, care să faciliteze în continuare dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și totodată să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne, și, în general de cererea pentru instrumentele de datorie în lei³⁸.
2. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, evitând pe cât posibil concentrarea rambursărilor de rate de capital/refinanțărilor de titluri de stat pe termen scurt.
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută și eventual prin alte instrumente în funcție de condițiile și termenii acestora.
4. Menținerea prezenței pe piețele internaționale de capital prin emisiuni de euroobligatiuni predominant în EURO și accesarea oportunistă a pietelor internaționale de capital în USD sau în alte valute, avându-se în vedere extinderea maturității medii a portofoliului de datorie guvernamentală, ținându-se cont de raportul cost/risc asociat acesteia, precum și de diversificarea bazei investiționale.
5. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în EURO.
6. Emisiunile pe piața internă în Euro pot fi avute în vedere doar în contextul conjunctural al unor rambursări/refinantări a unor instrumente similare emise pe piața internă,

³⁸ Pe langa cererea internă pentru titlurile de stat în lei, nerezidenții pot juca un rol important atât în ceea ce privește volumele plasate pe piața internă, cât în special cu privire la structura maturităților în procesul de finanțare, având în vedere apetitul ridicat al acestora pentru titlurile de stat cu maturități medii și lungi.

respectiv în condițiile unui surplus de lichiditate în Euro pe piața internă, a unei cereri foarte mari³⁹ și a unor costuri foarte avantajoase.

7. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin limitarea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an și a perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie.
8. Utilizarea instrumentelor de finanțare oferite de către instituțiile financiare internaționale pentru a beneficia de termenii și condițiile avantajoase oferite de acestea.

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

Riscul valutar:

1. Asigurarea unei finanțări nete într-o pondere mai mare din surse interne⁴⁰ și menținerea ponderii datoriei denumite în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 40% (minim) - 60%. Această strategie de finanțare va ține cont de capacitatea de absorbție a pieței interne a titlurilor de stat și de costul asociat acesteia.
2. Menținerea ponderii datoriei denumite în Euro în total datorie denumită în valută în intervalul 80%(minim) - 95%.

Riscul de refinanțare

1. Menținerea ponderii datoriei scadente în termen de 1 an în intervalul 20% și 30% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 15% și 25% (maxim) pentru datoria totală.
2. Menținerea maturității medii rămase în intervalul de 3,0 ani (minim) și 5,0 ani pentru datoria în moneda națională și între 5,5 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală.
3. Menținerea unei rezerve financiare în valută⁴¹ la un nivel confortabil, astfel încât să fie diminuate riscurile aferente perioadelor caracterizate de o volatilitate ridicată pe piețele financiare.

Riscul ratei dobânzii

1. Menținerea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an în intervalul de 20% și 30% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 15% și 25% (maxim) pentru datoria totală.
2. Menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei dobânzii în intervalul de 3 ani (minim) și 5 ani pentru datoria în moneda națională și între 5,0 ani (minim) și 6,5 ani pentru datoria totală.

³⁹ Condițiile de lichiditate în Euro pe piața internă pot fi influențate de rascumpările semnificative ale unor titluri de stat în Euro sau de deciziile BNR de reducere a rezervelor minime obligatorii la pasivele în valută, așa cum a fost cazul în luna februarie a.c. atunci când BNR a redus rezervele minime obligatorii la pasivele în valută coroborat cu rascumpararea unei emisiuni în valută pe piața internă în valoare de 1,6 miliarde Euro.

⁴⁰ Aproximativ 65% din deficit va fi finanțat din surse interne în perioada acoperită de Strategie

⁴¹ Rezerva financiară în valuta reprezintă disponibilitățile în valută la dispoziția Trezoreriei Statului

Tabelul 10: Ținte pentru principalii indicatorii de risc

Expunerea la risc	Indicator	Ținte indicative pentru perioada 2016-2018
Riscul valutar	Ponderea datoriei în moneda națională din total datorie (% din total)	40% (minim) - 60%
	Ponderea datoriei denumite în EURO în total datorie în valută (% din total)	80% (minim) - 95 %
Riscul de refinanțare	Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	15% - 25% (maxim)
	Ponderea datoriei în monedă națională scadentă în termen de 1 an (% din total)	20% - 30% (maxim)
	Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani)	5,5 ani (minim) – 7,0 ani
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în moneda națională (ani)	3,0 ani (minim) - 5,0 ani
Riscul ratei dobânzii	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	15% - 25% (maxim)
	Ponderea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	20% - 30% (maxim)
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	5,0 ani (minim) – 6,5 ani
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	3 ani (minim) – 5 ani

Sursa: MFP

Implementarea Strategiei pentru perioada 2016 – 2018 se va monitoriza lunar, prin urmărirea încadrării indicatorilor de datorie în țintele stabilite și publicarea acestora în Buletinul lunar al MFP disponibil pe site-ul MFP. Potrivit Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare, strategia este revizuiabilă anual sau ori de câte ori condițiile de piață și/sau necesitățile de finanțare o impun.

ANCA DANA DRAGU

MINISTRUL FINANTELOR PUBLICE

Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat

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

1. Creșterea eficienței pe piața titlurilor de stat:

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

- 1.1.1. Definirea unei politici privind crearea și menținerea titlurilor de stat de tip benchmark lichide, în valoare de aproximativ 2 miliarde euro echivalent, ca principal instrument de finanțare pe piața internă;
- 1.1.2. Folosirea operațiunilor pe piața secundară a titlurilor de stat în scopul accelerării procesului de creare a titlurilor de stat de tip benchmark lichide (în baza unei consultări în prealabil cu BNR în scopul coordonării politicilor de finanțare și administrare a lichidităților cu cele de politică monetară), în paralel cu administrarea riscului de refinanțare și susținerea implementării Strategiei;
- 1.1.3. Emiterea certificatelor de trezorerie pe termen scurt (3, 6 și 12 luni) în scopul administrării lichidităților;
- 1.1.4. Revizuirea drepturilor și obligațiilor dealerilor primari și a criteriilor de evaluare a performanțelor dealerilor primari, în vederea creșterii gradului de competitivitate pe piața primară și a atingerii obiectivelor de dezvoltare a pieței titlurilor de stat, prin modificarea cadrului legal și procedural aferent, precum și încheierea de acorduri bilaterale între MFP și dealerii primari;

1.2. Diversificarea și lărgirea bazei de investitori prin:

- 1.2.1. Continuarea programului FIDELIS de emisiuni de titluri de stat pentru populație, prin intermediul Bursei de Valori București;
- 1.2.2. Emiterea unei palete cât mai largi de instrumente, cu scadențe diferite ținând cont de necesitățile investitoriale diferite ale mediilor investitoriale locale și internaționale;
- 1.2.3. Echilibrarea drepturilor și obligațiilor dealerilor primari și creșterea competiției între dealerii primari prin atragerea unor dealeri primari noi (inclusiv instituții financiare internaționale) care să conducă la creșterea distribuției, intermedierei și tranzacționării titlurilor de stat concomitent cu creșterea transparenței în formarea pretului;

1.3. Analizarea oportunității de emisie a unor noi instrumente de datorie solicitate de participanții din piață (cum ar fi obligațiuni indexate), pe măsura dezvoltării pieței titlurilor de stat și evitării fragmentării acestei piețe;

1.4. Explorarea oportunității de reducere a valorii nominale individuale a titlurilor de stat în vederea asigurării unui acces cât mai larg al micilor investitori la aceste instrumente.

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

- 2.1. Lansarea oficială a platformei electronice de cotaie și tranzacționare a titlurilor de stat de către dealerii primari, în vederea îmbunătățirii lichidității și transparenței prețurilor titlurilor de stat și reducerea riscurilor asociate activităților de tranzacționare;
- 2.2. Concentrarea lichidității titlurilor de stat într-un număr redus de titluri de stat de tip benchmark, de valoare echivalentă de cca 2,0 miliarde Euro pe emisiune, funcție de maturitatea titlurilor;
- 2.3. Utilizarea operațiunilor de piața secundară (de tip rascumpărare anticipată sau preschimbare) pentru reducerea riscului de refinanțare, constituirii obligațiunilor de stat de tip benchmark lichide, creșterii lichidității și sprijinirea demersurilor MFP de implementare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale;
- 2.4. Efectuarea unor tranzacții reversibile repo și a unor plasamente cu titluri de stat (securities lending) pentru administrarea lichidităților și sprijinirea activității formatorilor de piață, în baza unei consultări în prealabil cu BNR în scopul coordonării politicilor de finanțare și administrare a lichidităților cu cele de politică monetară;
- 2.5. Colaborarea cu BNR în revizuirea cadrului procedural și tehnic în vederea atragerii și creșterii flexibilității privind condițiile de acces ale instituțiilor financiare internaționale pe piața primară a titlurilor de stat în calitate de dealer primar.

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

- 3.1. O politică transparentă de emisiuni de titluri de stat prin publicarea calendarului anual de emisiuni de titluri de stat, a anunțurilor trimestriale și a prospectelor lunare, precum și, când este cazul, prezentarea într-o manieră flexibilă și în timp util a modificărilor datorate schimbării condițiilor de piață;
- 3.2. Dialogul continuu cu participanții din piața internă, pentru a asigura comunicarea în timp util a acțiunilor luate în considerare de către MFP;
- 3.3. Publicarea regulată pe pagina de internet www.mfinante.ro a informațiilor relevante pentru investitori în ceea ce privește valoarea și structura datoriei, crearea unei pagini de internet dedicate datoriei publice;
- 3.4. Gestionarea paginii Bloomberg dedicate MFP, ținând cont de utilizarea acesteia la scară largă de către investitori autohtoni și internaționali.

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

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

1. Dezvoltarea continuă a prognozei privind fluxul de numerar al Trezoreriei Statului prin extinderea prognozei fluxului zilnic de numerar, de la o lună la trei luni și îmbunătățirea cooperării cu alte entități în scopul furnizării de către acestea a informațiilor previzionate.

2. Adoptarea unei gestiuni mai active a lichidităților pentru reducerea fluctuațiilor soldurilor, atât prin emiterea unor certificate de trezorerie pe termen scurt și foarte scurt cât și prin gestionarea activă a soldurilor excedentare curente, fie sub forma depozitelor la termen, fie, preferabil, prin tranzacții reverse repo. Deși utilizarea în anul 2015 a emisiunilor cu maturitate de 3 luni a fost scăzută (3 emisiuni de certificate de trezorerie în prima jumătate a anului), pe fondul unui excedent bugetar semnificativ realizat până în luna noiembrie 2015, ce s-a reliefat inclusiv în evoluția pozitivă a soldului contului curent general al trezoreriei, ne așteptăm ca începând cu o execuție bugetară distribuită echilibrat pe parcursul anului să începem procesul de emisie lunară a acestui instrument.

În funcție de evoluția execuției bugetare în cursul anului intenția Trezoreriei Statului este de a emite certificate de trezorerie pe termen scurt și de a adopta o conduită mai activă în ceea ce privește plasarea disponibilităților, predominant sub forma tranzacțiilor reverse repo⁴², în baza unei consultări în prealabil cu BNR, în scopul coordonării politicilor de finanțare și administrare a lichidităților cu cele de politică monetară. Introducerea certificatelor de trezorerie pe termen scurt și foarte scurt se va realiza într-o manieră care să nu afecteze Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pe termen mediu, în special obiectivul cheie privind dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat, în ceea ce privește extinderea maturității medii a portofoliului de datorie.

Pentru recomandarea privind consolidarea cadrului instituțional pentru o mai bună coordonare a procesului de administrare a datoriei și a lichidităților a fost înființată, o comisie în cadrul MPF, cu participarea reprezentanților ANAF și BNR, pentru mai bună coordonare a procesului de administrare a datoriei publice guvernamentale și de administrare a lichidităților.

Un alt instrument pe termen scurt este reprezentat de împrumuturile din disponibilitățile contului Trezoreriei Statului în valoare de 35,5 miliarde lei la finele anului 2015, contractate în conformitate cu prevederile Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 146/2002 *privind formarea și utilizarea resurselor derulate prin Trezoreria Statului*, cu modificările ulterioare, ordonanță ce prevede utilizarea fondurilor disponibile din contul

⁴² Tranzacția reversibilă prezintă avantajul unei execuții facile și al colateralizării automate, urmând să contribuie la activitatea pieței monetare.

curent general al Trezoreriei Statului pentru a finanța, prin intermediul împrumuturilor temporare, deficitele bugetare din anii precedenți.

În ciuda avantajului utilizării acestui instrument, precum finanțarea la costuri scăzute a deficitului bugetului de stat întrucât rata dobânzii la aceste împrumuturi a fost în jur de 0,16% în 2015, acest instrument prezintă o serie de dezavantaje, cum ar fi:

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

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

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

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

- Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 64/2009 privind gestionarea financiară a instrumentelor structurale și utilizarea acestora pentru obiectivul convergență, cu modificările și completările ulterioare, la art.11¹ s-a stabilit ca pe tot parcursul exercițiului bugetar, soldul sumelor alocate din venituri din privatizare ordonatorilor principali de credite cu rol de autoritate de management, prin intermediul Autorității de certificare și plată, determinat ca diferență între totalul sumelor alocate și totalul sumelor restituite Ministerului Finanțelor Publice, nu poate depăși plafonul maxim de 6 miliarde lei sau echivalent euro.
- legile bugetare anuale pentru Ministerul Agriculturii și Dezvoltării Rurale au fost alocate sume pentru asigurarea resurselor necesare aferente aplicării schemelor de plăți directe pe suprafață, ajutoarelor specifice, cât și cele aferente măsurilor și schemelor de piață și intervenție, din venituri din privatizare.

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