



MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE

**STRATEGIA DE ADMINISTRARE A DATORIEI
PUBLICE GUVERNAMENTALE**

2011 - 2013

Direcția Generală de Trezorerie și Datorie Publică

CUPRINS

- I. INTRODUCERE
 - II. EVALUAREA STRATEGIEI DE ADMINISTRARE A DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE PENTRU PERIOADA 2008 -2010
 - A. EVOLUȚIA PIEȚELOR FINANCIARE INTERNE SI INTERNAȚIONALE, CONTEXTUL MACROECONOMIC AL ECONOMIEI ROMÂNEȘTI ÎNCEPÂND DIN A DOUA PARTE A ANULUI 2008 ȘI PÂNĂ ÎN PREZENT
 - B. MANAGEMENTUL DATORIEI ȘI ADMINISTRAREA LICHIDITĂȚILOR
 - a. FINANȚAREA DE PE PIAȚA INTERNĂ ȘI EXTERNĂ
 - b. ADMINISTRAREA LICHIDITĂȚILOR
 - C. IMPLEMENTAREA STRATEGIEI DE ADMINISTRARE A DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE IN PERIOADA 2008 -2010
 - III. CADRUL MACROECONOMIC ÎN PERIOADA 2010-2013
 - A. TENDINȚE LA NIVELUL UNIUNII EUROPENE, ÎNDEOSEBI A ZONEI EURO
 - B. PROGNOZA MACROECONOMICĂ PE TERMEN MEDIU A ECONOMIEI ROMÂNEȘTI
 - IV. MANAGEMENTUL RISCURILOR FINANCIARE ASOCIATE PORTOFOLIULUI DE DATORIE PUBLICĂ GUVERNAMENTALĂ
 - V. OBIECTIVELE STRATEGIEI DE ADMINISTRARE A DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE ÎN PERIOADA 2011-2013
 - A. OBIECTIVELE STRATEGIEI DE ADMINISTRARE A DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE
 - B. INSTRUMENTELE UTILIZATE PENTRU IMPLEMENTAREA STRATEGIEI
 - VI. IMPACTUL IMPLEMENTĂRII NOII STRATEGII ASUPRA DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE
 - A. PROGNOZA DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE PE TERMEN MEDIU
 - B. ANALIZA DE SUSTENABILITATE A DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE
 - VII. FACTORI CARE POT INFLUENȚA NEGATIV IMPLEMENTAREA STRATEGIEI
- ANEXE
- ABREVIERI ȘI GLOSAR

I. INTRODUCERE

În luna august 2008 a fost aprobată de către Guvern prima Strategie privind administrarea datoriei publice guvernamentale pe termen mediu, acoperind orizontul de timp 2008-2010, denumită în continuare „Strategie”. Strategia s-a dorit a fi un cadru general privind liniile directoare în privința politicilor de finanțare la nivel guvernamental și de administrare a portofoliului de datorie publică guvernamentală în baza estimărilor și prognozelor macroeconomice de la momentul elaborării. În conformitate cu HG nr. 1470/2007 privind normele de aplicare a OUG nr.64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare, MFP elaborează, cu consultarea BNR, Strategia pe termen mediu privind administrarea datoriei publice guvernamentale, înaintând-o Guvernului, spre aprobare, și Parlamentului spre informare; strategia este revizibilă anual sau ori de câte ori condițiile de piață și/sau necesitățile de finanțare o impun.

Evoluțiile piețelor financiare interne și externe corelate cu înrăutățirea condițiilor macroeconomice au modificat semnificativ atât necesitățile de finanțare la nivel guvernamental, cât și premisele și ipotezele care au stat la baza analizelor incluse în Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2008-2010, conducând la necesitatea revizuirii acesteia. Ținând cont de momentul revizuirii, precum și de necesitatea menținerii unui orizont de timp pe termen mediu aferent acesteia, Strategia revizuită va acoperi perioada 2011-2013. Totodată, având în vedere persistența incertitudinilor privind anumiți factori determinanți și a volatilității privind evoluțiile piețelor financiare interne și externe, Strategia are ca obiectiv stabilirea unor linii directoare, fără a încerca, în mod rigid să stabilească niște praguri sau plafoane exacte ale indicatorilor vizați de aceasta. Totuși, vor fi stabilite anumite ținte, orientative, și vor fi indicate politicile și instrumentele avute în vedere astfel încât procesul de administrare a datoriei publice guvernamentale să asigure menținerea în limite sustenabile a datoriei publice guvernamentale și în același timp a surselor necesare finanțării deficitelor bugetare precum și a resurselor de plată a serviciului datoriei în condițiile unui cost cât mai redus pe termen mediu și lung la un nivel acceptabil al riscurilor.

Astfel, în procesul de revizuire a Strategiei s-au avut în vedere următoarele:

- i. indicatorii macroeconomici (deficit bugetar, deficit primar, produsul intern brut, cursurile de schimb valutar) estimați de către Ministerul Finanțelor Publice (MFP) și Comisia Națională de Prognoză (CNP) pentru perioada de analiză și discutați cu Fondul Monetar Internațional (FMI) și Comisia Europeană (CE) în urma misiunilor comune de evaluare (Anexa 1).
- ii. elaborarea unor scenarii de risc în raport cu scenariile de bază, în vederea cuantificării sensibilității indicatorilor datoriei la fluctuațiile unora dintre indicatorii macroeconomici, astfel:

- a. diminuarea creșterii economice pe perioada de analiză;
- b. influența creșterii ratelor dobânzilor de referință de pe piețele financiare internaționale (LIBOR și Euribor) și a randamentelor la titlurile de stat asupra plăților de dobândă aferente datoriei publice guvernamentale, precum și
- c. deprecierea cursului de schimb față de principalele valute de denominare a datoriei publice guvernamentale (EUR și USD).

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

- i. ca sursă de informare pentru indicatorii macroeconomici utilizați în analize comunicatele și raportările oficiale ale instituțiilor abilitate;
- ii. conexiuni cu documentele de politici și strategii deja elaborate și aprobate (Strategia fiscal-bugetară pentru perioada 2011-2013 și Cadrul de cheltuieli pentru perioada 2011-2013), precum și angajamentele asumate cu organismele financiare internaționale (FMI/BM/CE).

Obiectivele principale ale Strategiei rămân în principu aceleași ca și la Strategia anterioară, ele nefiind modificate urmare schimbării condițiilor de piață și a cadrului macroeconomic:

- i. creșterea controlată și menținerea la un nivel sustenabil a datoriei publice guvernamentale,
- ii. reducerea costurilor cu datoria publică guvernamentală pe termen lung în condițiile unui nivel acceptabil al riscurilor aferente portofoliului de datorie publică guvernamentală,
- iii. dezvoltarea pieței titlurilor de stat.

Atingerea acestor obiective se va realiza prin utilizarea instrumentelor specifice administrării datoriei publice guvernamentale și a lichidităților, precum și în condițiile riscurilor descrise aferente portofoliului de datorie publică guvernamentală.

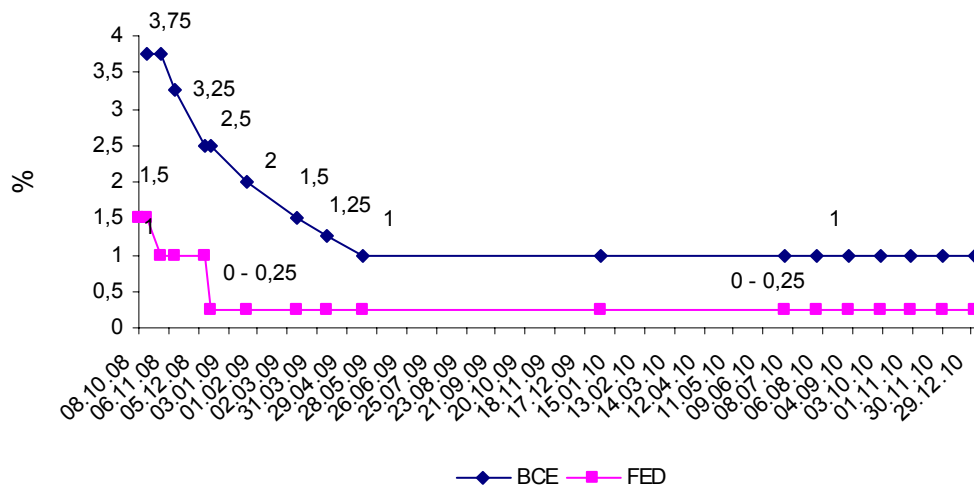
II. EVALUAREA STRATEGIEI DE ADMINISTRARE A DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE PENTRU PERIOADA 2008 -2010

II.A. EVOLUȚIA PIEȚELOR FINANCIARE INTERNE SI INTERNAȚIONALE , CONTEXTUL MACROECONOMIC AL ECONOMIEI ROMÂNEȘTI ÎNCEPÂND DIN A DOUA PARTE A ANULUI 2008 ȘI PÂNĂ ÎN PREZENT

Turbulențele de pe piețele financiare internaționale, declanșate încă din toamna anului 2007 de criza financiară apărută pe piața americană a creditului ipotecar cu grad de risc ridicat s-au transformat ulterior în criză financiară globală, afectând sever creșterea economică mondială.

Politica băncilor centrale a fost de a reduce ratele de referință până la nivele minime istorice corelat cu strategiile acestor instituții de cumpărare de active (titluri de stat americane, dar și a altor tipuri de active financiare cum ar fi titlurile ipotecare - MBS sau alte asset backed securities, precum și titluri ale statelor europene), în scopul menținerii unei presiuni la cumpărare pentru aceste instrumente și a unor rate ale dobânzilor scăzute și pe maturități lungi. Astfel, FED (sistemul băncilor centrale din SUA) a coborât la sfârșitul anului 2008 dobânda cheie până la un nivel ce nu a mai fost înregistrat niciodată până acum, fluctuând între 0% și 0,25%, acest nivel menținându-se și în prezent. De asemenea, tot spre sfârșitul lui 2008, Banca Centrală Europeană (BCE) a redus dobânda de politică monetară cu 0,75 puncte procentuale, de la 3,25% în noiembrie 2008 la 2,5%, înregistrându-se cea mai puternică modificare a ratei de referință din istoria instituției financiare, în contextul intrării zonei euro în recesiune. La începutul lunii mai 2009, rata dobânzii de politică monetară a BCE a înregistrat un nou record ajungând la nivelul de 1%, nivel menținut până în prezent.

Evolutia ratelor de referinta ale dobanzilor BCE vs FED

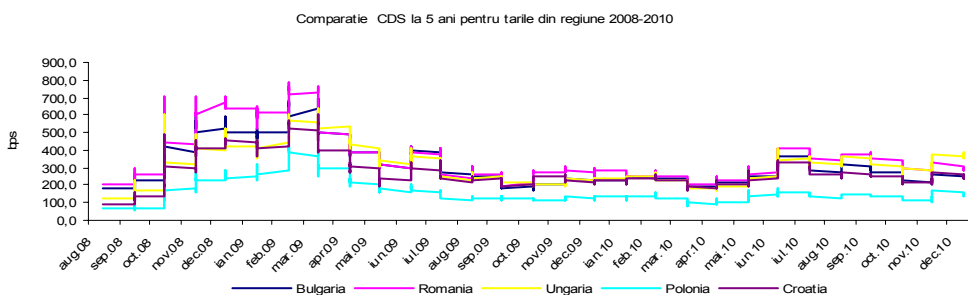


O serie de state membre ale UE s-au confruntat cu crize financiare și/sau economice severe ca urmare a efectelor în spirală ale evoluțiilor de pe piețele financiare globale și a încetinerii și/sau a recesiunii economice. Astfel, acestea au solicitat asistență financiară externă, încheind programe economice comune cu FMI/UE/BM: Ungaria în 2008, Letonia, Romania în 2009 și Grecia în 2010.

Deși toate economiile europene au fost afectate de criză, există importante diferențe între ele. Factorii care explică diferențele includ deschiderea comerțului, expunerea la turbulențele sectorului financiar și existența unor importante dezechilibre interne și/sau externe.

Retrogradarea Greciei în categoria speculativ („junk”) la sfârșitul lunii aprilie 2010 de către agenția de rating S&P, prin coborârea ratingul suveran la BB+ (identic cu cel al României) a făcut ca statul elen să fie primul din zona euro a cărui atractivitate din punct de vedere investițional să fie considerată sub nivelul minim considerat sigur. Aceeași agenție de rating S&P a redus pe 27 aprilie 2010 și ratingul Portugaliei cu două trepte de la A+ la A-, cu perspectivă negativă în următoarea perioadă generată de riscurile legate de sustenabilitatea finanțării datoriei publice. O zi mai târziu, S&P a redus și calificativul de țară al Spaniei din aceleași considerente. Ca urmare a efectelor crizei financiare în contextul dezechilibrelor macroeconomice înregistrate de țara noastră la sfârșitul anului 2008, agențiile de rating Standard & Poor’s, Fitch și JCRA au redus rating-ul României pentru împrumuturile pe termen lung în valută de la BBB-, respectiv BBB (ambele calificative în categoria investițional), la BB+ (categoria speculativ), cu perspectivă negativă. Conform calificativelor actuale, Moody’s menține România în categoria investițională, în baza unor aprecieri pozitive privind capacitatea economică și instituțională pe termen mediu, consolidată printr-un proces de convergență pe termen lung și apartenența la UE.

Efectul crizei datoriei din Grecia și a retrogradărilor altor țări UE efectuate de către agențiile de rating au influențat negativ atât cotațiile CDS, cât și marjele peste obligațiunile de referință aferente țărilor emergente și implicit și ale României, iar în încercarea de asigurare a surselor de finanțare țările au încercat să speculeze anumite ferestre de oportunitate. Anumite state europene au încercat să asigure finanțarea în avans pentru anul 2010 (având experiența anului 2009), după stabilizarea situației în Grecia în luna mai.



Sursa: Bloomberg

Cotațiile CDS ale României au avut o volatilitate foarte ridicată îndeosebi în primul trimestru al anului 2009, fiind corelate cu mișcările CDS din întreaga regiune, dar rămânând situate, ca nivel absolut, deasupra acestora pe parcursul întregii perioade de analiză. Odată cu încheierea pachetului financiar extern, încrederea oferită investitorilor prin măsurile agreeate a conferit credibilitate României. Aceste evoluții ale CDS în regiunea CEE, au reflectat incertitudinile de pe piețele financiare externe, precum și cele legate de legiferarea măsurilor de ajustare fiscală și implicit impactul acestora asupra țintelor de deficit asumate în program.

Propagarea și acutizarea crizei financiare internaționale s-a reflectat indirect asupra pieței interne prin reducerea finanțărilor acordate de instituțiile de credit interne, în marea lor majoritate aparținând unor grupuri financiare externe și implicit asupra creșterii randamentelor obținute în cadrul licitațiilor titlurilor de stat pe piața internă.

În 2008, România a avut o politică fiscală prociclică, bazată pe supraestimare a veniturilor și creșteri de cheltuieli publice care au condus la acumularea unor dezechilibre macroeconomice semnificative, manifestate prin nivele ridicate ale deficitului de cont curent (- 11,6% din PIB) și ale ratei inflației la sfârșit de an (6,3%). Creșterea economică pentru anul 2008 a fost de 7,3% din PIB, în timp ce în anul 2009 s-a înregistrat o contracție economică de 7,1% din PIB, volumul activității economice în multe sectoare ajustându-se semnificativ pe fondul accentuării efectelor crizei internaționale asupra economiei românești și a reducerii semnificative a cererii atât interne, cât și externe.

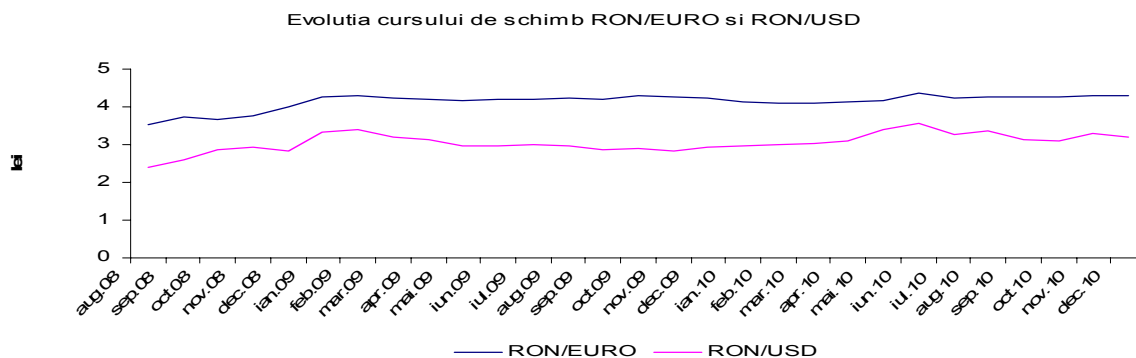
Și în anul 2010 este estimată o contracție economică de 1,9 % din PIB¹, exportul fiind ca și în anul 2009 factor de susținere a economiei românești. Pentru sfârșitul anului 2010 deficitul de cont curent este estimat la 5,7 % din PIB.

Rata inflației la sfârșitul anului 2009 față de decembrie 2008 a fost de 4,7%, media anuală ajungând la 5,6%, în timp ce inflația anuală la septembrie 2010 s-a situat la un nivel de 7,8%. Majorarea ratei inflației în partea a doua a anului 2010 s-a datorat în principal creșterii cotei TVA în luna iulie, și în aceste condiții pentru sfârșitul anului 2010 se estimează o inflație anuală de 8,1²%.

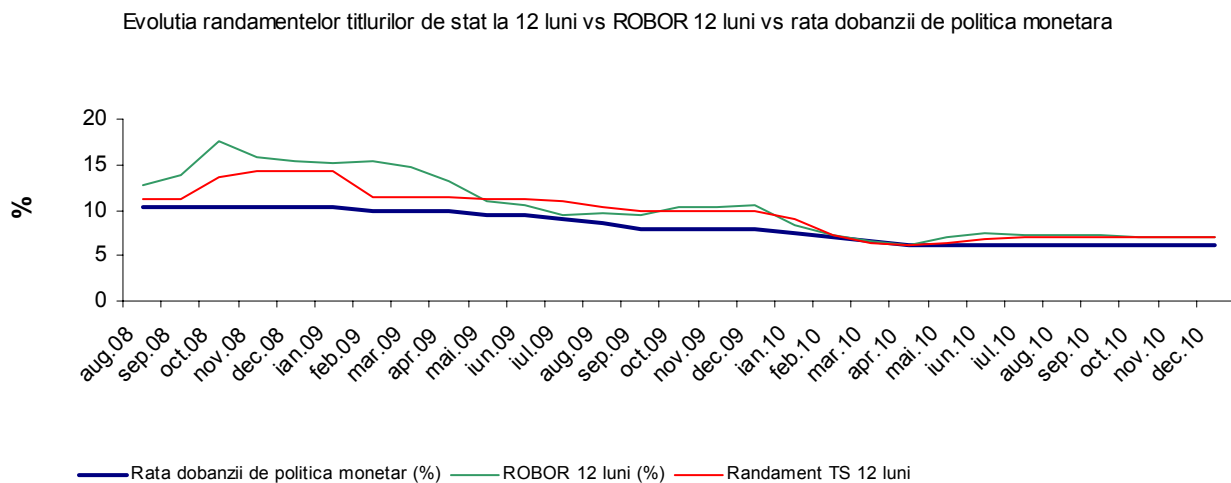
Începând cu luna aprilie 2010 se înregistrează o tendință de depreciere a cursului leu/euro, în luna septembrie față de luna anterioară deprecierea fiind de 0,6%.

¹ Sursa : prognoza de toamna CNP din 5 noiembrie 2010

² Sursa: Idem 1



În anul 2008, BNR a efectuat șase majorări succesive ale ratei dobânzii de politică monetară, aceasta atingând în iulie nivelul de 10,25%. Începând din februarie 2009, BNR a inițiat un trend de coborâre a ratei dobânzii de politică monetară, aceasta fiind redusă în cinci pași, până la nivelul de 8 % în luna septembrie 2009. Tendința descendentă a fost prelungită apoi în prima parte a anului 2010, rata dobânzii de politică monetară ajungând astfel în luna mai la nivelul de 6,25 %, nivel menținut și până în prezent.



La începutul anului 2010, atât Standard & Poor's, cât și Fitch au îmbunătățit perspectiva de țară la 'stabil', de la 'negativ' (Anexa 4). Principalii factori care au determinat revizuirea perspectivei au fost, în cazul ambelor agenții, evaluarea pozitivă a eforturilor Guvernului pentru introducerea reformei procesului bugetar, a demersurilor de consolidare fiscală care să permită atingerea țintei de deficit aprobate pentru anul 2010, precum și a continuării programului convenit cu FMI, CE și alte instituții financiare internaționale pentru pachetul financiar extern încheiat în martie 2009 în valoare de 19,95 mld. euro. În cadrul acestui

pachet de finanțare externă, BEI și BERD contribuie cu 1 miliard de euro pentru susținerea sectorului privat. Din punct de vedere al procesului de finanțare a deficitului bugetar, pachetul financiar a reprezentat soluția optimă pentru momentul respectiv evitându-se acumularea unui risc mare de refinanțare prin emiterea unor volume foarte mari de titluri de stat pe termen scurt, și obținându-se o diminuare a costurilor finanțării ținând cont de avantajul comparativ al costurilor împrumuturilor de la instituțiile financiare internaționale. Pachetul financiar asigură, de asemenea confortul mediilor investiționale.

Datorită contracției economice care a avut loc pe parcursul anului 2009, ținta de deficit bugetar a fost redimensionată succesiv, ca urmare a consultărilor cu FMI/CE/BM ajungând la 7,3% din PIB. Execuția bugetului general consolidat pe anul 2009 a evidențiat un deficit de 36,4 mld lei, reprezentând 7,4% din PIB, în conformitate cu valoarea nominală prevăzută în Memorandumul Tehnic de Înțelegere încheiat cu FMI³ și Memorandumul de Înțelegere încheiat cu Comunitatea Europeană⁴. Pentru anul 2010 ținta de deficit pentru bugetul general consolidat a fost stabilită la nivelul de 6,8% din PIB, execuția bugetară arătând un deficit de 6,6% PIB (date preliminate)

II.B. MANAGEMENTUL DATORIEI ȘI ADMINISTRAREA LICHIDITĂȚILOR

În intervalul octombrie-noiembrie 2008, ratele dobânzilor pieței monetare interbancare au înregistrat o creștere cu caracter tranzitoriu, Astfel, în intervalul menționat, piața monetară interbancară a fost marcată temporar de efecte ale crizei financiare globale, constând în: „contaminarea cu neîncredere a băncilor”, foarte probabila ajustare descendentă a limitelor de expunere dintre acestea, precum și amplificarea cererii speculative de lei a nerezidenților.

Pe fondul scăderii încasărilor din veniturile bugetare în ultimele 3 luni ale anului 2008 în contextul manifestării efectelor crizei financiare globale asupra economiei românești, și în consecință a majorării deficitului bugetar începând cu luna noiembrie, s-au reintrodus **certIFICATELE DE TREZORERIE CU SCADENȚĂ LA 3 LUNI**. În acest mod, Ministerul Finanțelor Publice și-a adaptat strategia de finanțare la cerințele investiționale ale participanților pe piața primară. Având în vedere creșterea foarte mare a randamentelor titlurilor de stat (în lunile

³ Ordonanța de Urgență a Guvernului nr. 99/2009 privind ratificarea Aranjamentului stand-by dintre România și Fondul Monetar Internațional convenit prin Scrisoarea de intenție transmisă de autoritățile române, semnată la București la 24 aprilie 2009, și prin Decizia Consiliului director al Fondului Monetar Internațional din 4 mai 2009; Scrisoarea suplimentară de intenție, semnată de autoritățile române la data de 8 septembrie 2009 și aprobată prin Decizia Consiliului director al Fondului Monetar Internațional din 21 septembrie 2009, cu modificările și completările ulterioare, aprobată prin Legea nr. 37/2010

⁴ Ordonanța de Urgență a Guvernului nr. 82/2009 privind ratificarea Memorandumului de Înțelegere dintre Comunitatea Europeană și România semnat la București și la Bruxelles la 23 iunie 2009; Acord de împrumut, în sumă de până la 5.mld. euro, dintre România, în calitate de Împrumutat, Banca Națională a României, în calitate de agent al Împrumutatului, și Comunitatea Europeană, în calitate de Împrumutător, semnat la Luxemburg la 23 iunie 2009 și la București la 18 iunie 2009, aprobată cu modificări prin Legea nr. 364/2009.

noiembrie și decembrie 2008 randamentele la titlurile de stat pe termen scurt au ajuns foarte aproape de nivelul ratei dobânzii la facilitatea de credit lombard – 14,25%) ca urmare a înrăutățirii condițiilor de pe piața interbancară, pentru acoperirea temporară a deficitului bugetar au fost angajate împrumuturi de stat din disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului (disponibilități angajate pe termen scurt la un nivel al ratei de dobândă sub 1%) și au fost efectuate operațiuni de vânzări de valută din veniturile încasate din privatizare, în conformitate cu legislația în vigoare.

Strategia de finanțare a deficitului bugetar în prima parte a anului 2009 s-a axat pe emisiunile de titluri de stat pe piața internă întrucât condițiile de împrumut pe piețele internaționale de capital erau dezavantajoase, lipsa de apetit a investitorilor pentru active financiare cu grad crescut de risc conducând la o majorare mai mare a costurilor asociate unor împrumuturi externe, prin perceperea unei prime ridicate de către investitori.

Implementarea strategiei de finanțare în condițiile descrise mai sus a dus la emiterea unui volum foarte ridicat de titluri de stat, de 20,3 miliarde lei în primele 3 luni ale anului 2009, când **s-au reintrodus și certificatele de trezorerie cu scadență la o lună**. Începând cu luna februarie 2009, randamentele la titlurile de stat s-au redus până la nivelul mediu de 11,5 %. Odată cu asigurarea surselor de finanțare din pachetul financiar extern (iulie 2009), începând cu luna august 2009 s-a reluat practica curentă de emisie a certificatelor de trezorerie doar cu scadențe la 6 și 12 luni, alături de emisiunile de obligațiuni de tip benchmark.

Deși inițial din pachetul financiar extern agreat în aprilie 2009 cu FMI/UE/BIRD⁵ pentru finanțarea deficitului bugetar au fost contractate doar împrumutul de la UE și împrumuturile pentru politici de dezvoltare (development policy loan – DPL) de la BIRD, în contextul deteriorării cadrului macroeconomic intern, autoritățile române și reprezentanții FMI, au decis ca parțial împrumutul de la FMI să fie utilizat ca instrument pentru finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice (jumătate din valoarea tranșei a II-a pentru 2009 și din valoarea tranșelor a III-a și a IV-a pentru 2010).

Practica din 2009 cu menținerea structurii emisiunilor de titluri de stat majoritar pe termen scurt a continuat și în anul 2010.

Începând cu anul 2010, pentru îmbunătățirea managementului datoriei publice și evitarea presiunilor sezoniere pentru asigurarea surselor de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale, MFP a luat decizia constituirii unei rezerve financiare (buffer) în valută în valoare echivalentă acoperirii necesităților de finanțare a deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice pentru cca 4 luni.

⁵ Parte a Grupului Băncii Mondiale

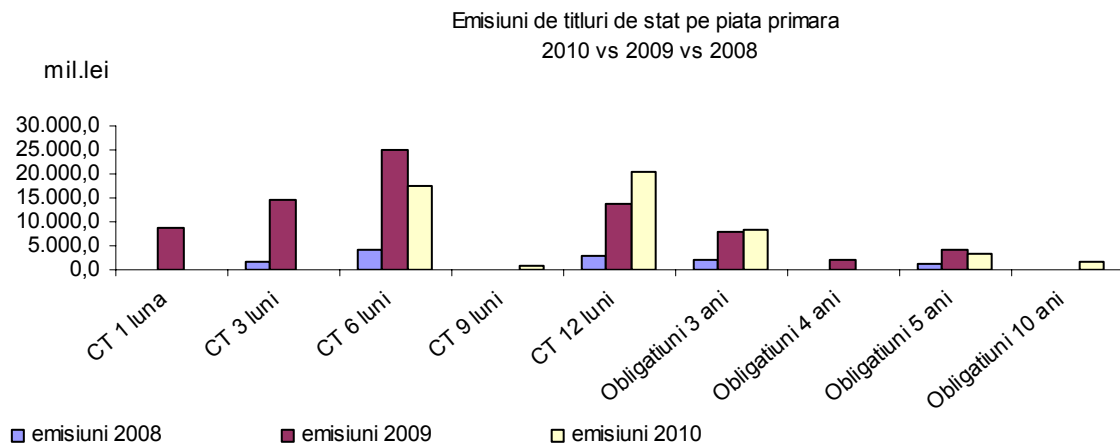
În condițiile prezentate, finanțarea deficitului bugetului general consolidat în perioada acoperită de Strategie s-a realizat în principal din surse interne și în completare din surse externe (vezi Anexa nr. 3).

II.B.a. FINANȚAREA DE PE PIAȚA INTERNĂ ȘI PIAȚA EXTERNĂ

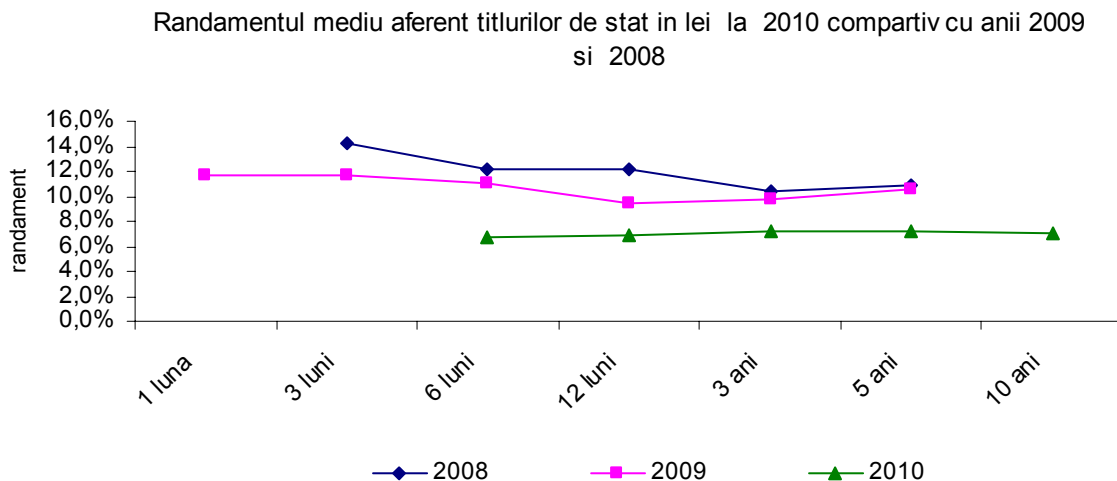
PIAȚA INTERNĂ

În contextul economic și financiar prezentat anterior, emisiunile de titluri de stat pe piața primară au crescut semnificativ în perioada de analiză ca urmare a necesităților mai mari de finanțare a deficitelor bugetare excesive (4,8% din PIB în 2008, 7,4% în 2009 și 6,6% în 2010) și a refinanțării datoriei publice, volumele mari de titluri emise reflectând și valoarea certificatelor de trezorerie emise pe termen scurt și foarte scurt care s-au refinanțat în cursul anului și au determinat creșterea riscului de refinanțare (anul 2008: 12,5 mld. lei, anul 2009: 76,1 mld. lei, iar în anul 2010: 51,9 mld.lei)

Instrumentele de datorie în lei utilizate pentru acoperirea necesităților de finanțare au fost certificatele de trezorerie și obligațiunile de tip benchmark, obligațiunile de stat de tip benchmark cu scadențe la 3 și 5 ani (în 2008-2009), precum și cu scadență la 10 ani (7 ani maturitate rămasă) în prima parte a anului 2010.



Evoluția randamentelor⁶ aferente titlurilor de stat în lei în 2010 comparativ cu sfârșitul anilor 2009 și 2008 se prezintă astfel:



Emisiunile de titluri de stat au fost denominate atât în lei, cât și în euro, ca urmare a dialogului purtat cu dealerii primari și a lichidității în valută existente în piață. În anul 2009 au fost emise titluri de stat denominate în euro pe piața internă în valoare de 2,7 mld. euro, cu maturități de 1, 3 și 4 ani și rate de dobândă de 4,25% pentru maturitatea de 1 an și 5,25% pentru cele de 3 și 4 ani. Aceste emisiuni de titluri au reprezentat o alternativă de finanțare pe termen mediu diminuând riscul de refinanțare la care s-ar fi ajuns dacă s-ar fi apelat numai la finanțarea pe termen scurt în lei. Astfel, emisiunile în valută pe piața internă au reprezentat o fereastră de oportunitate pentru păstrarea unor costuri de finanțare scăzute într-un context de piață dificil. Deși nu au fost avute în vedere în programul inițial de emisiuni, volatilitatea ridicată și incertitudinile în ceea ce privește condițiile de piață viitoare a necesitat adaptarea la necesitățile investiționale și oportunitățile ivite în piață, recurgându-se la emiterea de titluri de stat în valută pe piața internă, la solicitarea celor mai importante 9 bănci străine⁷ din România, inclusiv în vederea menținerii expunerii acestora pe piața internă, în conformitate cu Inițiativa Europeană de Coordonare Bancară convenită la Viena și Bruxelles⁸.

⁶ Randamentul este anualizat în funcție de scadența cu care sunt emise titlurile de stat. Astfel dacă titlurile de stat au fost emise cu scadența la 3 luni, se folosește formula $Y = \{(1 + y/400)^4 - 1\} * 100$, unde y este randamentul.

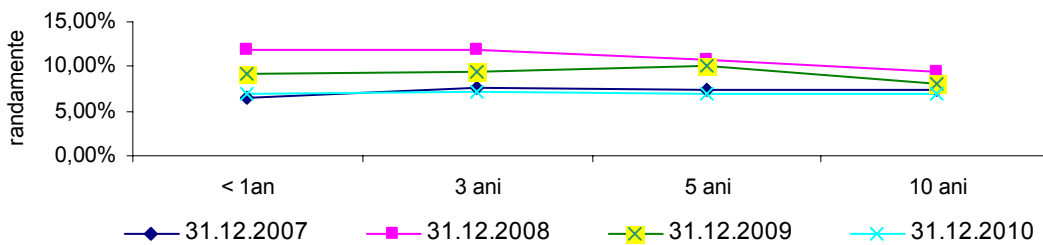
⁷ Erste Group Bank, Raiffeisen Group, Eurobank EFG, National Bank of Greece, UniCredit Group, Société Générale, Alpha Bank, Volksbank International și Piraeus Bank

⁸ În cadrul acestei înțelegeri care a deschis calea unor acorduri similare încheiate și de alte țări din regiune, cele 9 bănci s-au angajat să nu și diminueze expunerea față de România pe durata funcționării acordului stand-by și să-și majoreze într-o manieră proactivă capitalizarea în conformitate cu cerințele formulate de BNR.

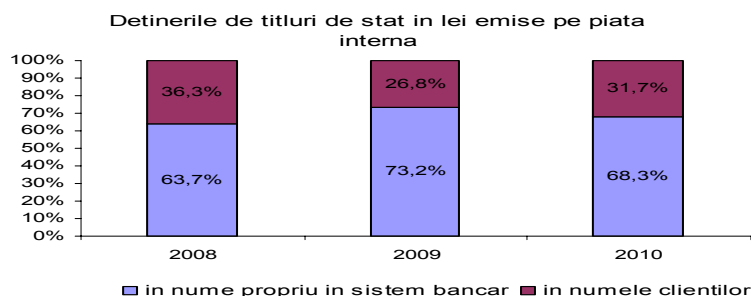
La sfârșitul lunii iulie 2010, pe fondul lichidităților existente în valută pe piața interbancară, pentru acoperirea necesităților de finanțare și compensarea sumelor care nu s-au putut atrage în cadrul licitațiilor de titluri din ultima perioadă, ca urmare a randamentelor solicitate de piață la un nivel de peste 7 %, MFP a lansat o emisiune de obligațiuni în valută pe piața internă în valoare de 1,2 mld. euro, suma atrasă fiind de cca 3 ori mai mare decât valoarea anunțată, iar în luna noiembrie MFP a mai lansat o emisiune de obligațiuni în valută în valoare de 1,3 mld. euro, cu scadența la 3 ani. Prin această nouă emisiune s-a reușit extinderea maturității titlurilor de stat și consolidarea rezervei financiare în valută la dispoziția MFP.

Pe piața secundară a titlurilor de stat, evoluția curbelor de randament la titlurile de stat înainte și după apariția crizei financiare se prezintă astfel:

Evoluția curbei randamentelor titlurilor de stat active la sfârșitul anilor 2007, 2008, 2009 și 2010



În ceea ce privește deținătorii titlurilor de stat în perioada analizată se constată o creștere a deținerilor⁹ de titluri de stat de către băncile comerciale locale în defavoarea instituțiilor nefinanciare.



⁹ Sursă : BNR

Dacă pentru sfârșitul anului 2009 deținerile băncilor comerciale au fost de peste 70 % din total emisiunilor de titluri de stat, la sfârșitul anului 2010 acestea au fost de 68,3%, în timp ce ponderea deținerilor nerezidenților a crescut la cca 10,5% din totalul titlurilor de stat emise în lei.

PIAȚA EXTERNĂ

Finanțarea externă în 2008 a avut în vedere emiterea de euroobligațiuni pe piețele externe și marginal alte finanțări externe, incluzând aici creditele externe deja contractate (tragerile din acestea), precum și altele noi, contractate de la instituțiile financiare internaționale.

Pe măsură ce criza financiară și economică și-a arătat efectele și asupra economiei naționale, termenii și condițiile emisiunilor de euroobligațiuni au devenit dezavantajoase (atât în ceea ce privește costurile, cât și maturitățile), celelalte instrumente disponibile, îndeosebi pachetul financiar extern agreat cu FMI, UE și BIRD, devenind primordiale în asigurarea finanțării în condiții de cost/risc cât mai optime.

Astfel, în cea de-a doua parte a anului 2009, odată cu prima tranșă din împrumutul de la UE primită în iulie 2009 (în valoare de 1,5 mld. euro) și jumătate din tranșa a doua din împrumutul de la FMI primită în septembrie 2009 (în valoare de 859 milioane DST) s-au constituit sursele de finanțare externă ale deficitului bugetar. La acestea s-a adăugat primul împrumut pentru politici de dezvoltare de la BIRD (în valoare de 300 milioane euro), contractat în luna septembrie 2009 și tras în luna octombrie 2009.

Împrumuturile externe contractate de la FMI, UE și BIRD la un nivel deosebit de favorabil al ratelor de dobândă, contribuie la realizarea obiectivelor de minimizare a costurilor aferente datoriei pe termen mediu și lung și de reducere a riscului de refinanțare prin echilibrarea scadențelor aferente datoriei contractate, fără a se renunța la emisiunile de titluri de stat pe piața internă, ținând cont de obiectivele de reducere a riscului valutar și de dezvoltare a pieței titlurilor de stat.

În luna martie 2010, pe fondul unui context favorabil (piețe financiare suficient de lichide și în condiții de marje rezonabile), au apărut ferestre de oportunitate, de care au profitat de altfel și alți emitenți suverani, Ministerul Finanțelor Publice lansând o emisiune de euroobligațiuni pe piețele internaționale de capital în sumă de 1 mld.euro, cu un cupon de 5% și o maturitate de 5 ani. Faptul că există interes semnificativ pentru titlurile de stat românești denumite în euro pe piețele internaționale de capital a fost relevat de faptul că emisiunea de euroobligațiuni în valoare nominală de 1 mld. de euro, cu maturitatea de 5 ani, a fost suprasubscrisă de cca 5 ori. Sumele atrase au fost destinate refinanțării emisiunii de Euroobligațiuni în sumă de 700

milioane euro emisă în 2003 și scadentă în iulie 2010, diferența fiind utilizată pentru finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice.

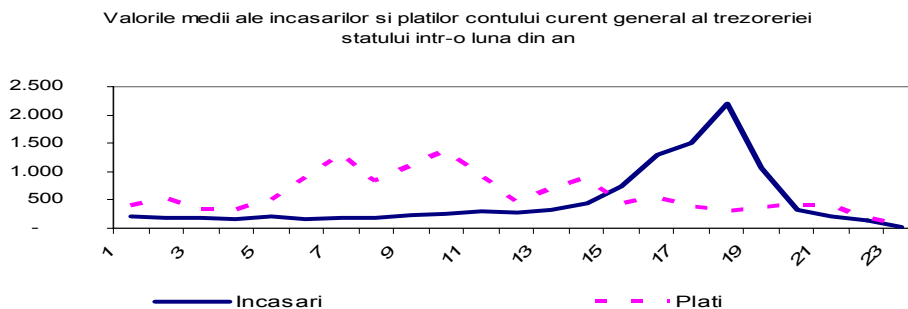
Din pachetul financiar extern, pentru finanțarea deficitului bugetar în februarie 2010 s-a tras jumătate din tranșele 3 și 4 din împrumutul de la FMI (1.087,5 milioane DST), iar în martie 2010 a fost trasă tranșa a II-a de 1 mld. euro din împrumutul de la UE. În data de 22 septembrie 2010 a fost trasă tranșa a-III-a din împrumutul de la UE în valoare de 1,15 mld. euro.

În completarea împrumuturilor externe prezentate pentru finanțarea deficitelor bugetare din anii 2009-2010 s-au utilizat intrările din creditele externe destinate finanțării de proiecte.

În 2010, MFP a emis doar o garanție de stat pentru companii în valoare de 320 milioane euro pentru împrumutul contractat de SC FORD România de la BEI, în luna martie.

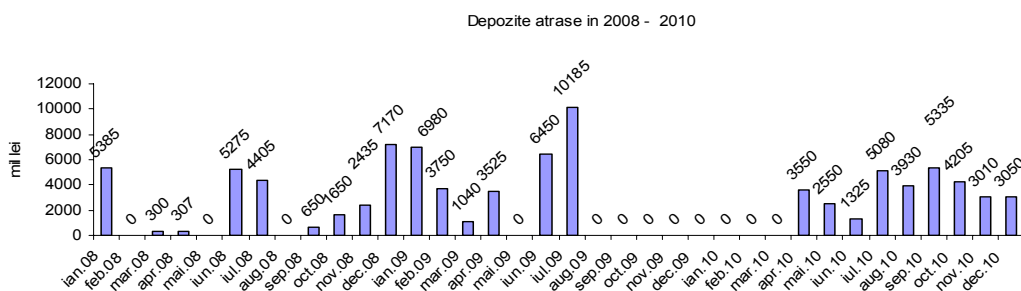
II.B.b. ADMINISTRAREA LICHIDITĂȚILOR

Operațiunile de cash management s-au datorat decalajului mare între încasările și plățile în/din contul curent general al trezoreriei statului după cum rezultă și din graficul de mai jos:

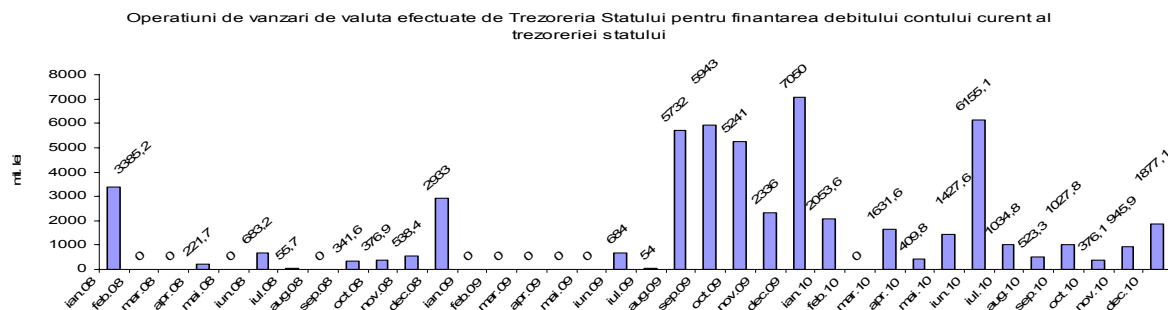


Acoperirea golurilor temporare de casă din contul curent general al trezoreriei statului s-a efectuat atât prin atragerea de pe piața interbancară de la instituțiile de credit a unor depozite pe termen scurt, cât și prin operațiuni de schimb valutar.

Depozitele atrase de pe piața interbancară de la instituțiile de credit pe termen foarte scurt (mai puțin de o luna), au avut valori cuprinse între aprox. 20 și 30 de mld. lei (2008: 27,6 mld. lei, la o rată medie de dobândă de 8,7%, 2009: 31,9 mld.lei, cu o rată medie a dobânzii de 11,1% și în 2010: 32,0 mld lei, cu o rată medie a dobânzii de 4,0%)



Operațiunile de schimb valutar s-au efectuat din tragerile din împrumuturile externe, inclusiv din pachetul financiar extern, din emisiuni de euroobligațiuni (în anul 2008 și 2010), precum și din încasările din veniturile din privatizare pentru anul 2008.



II.C. IMPLEMENTAREA STRATEGIEI DE ADMINISTRARE A DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE ÎN PERIOADA 2008 -2010

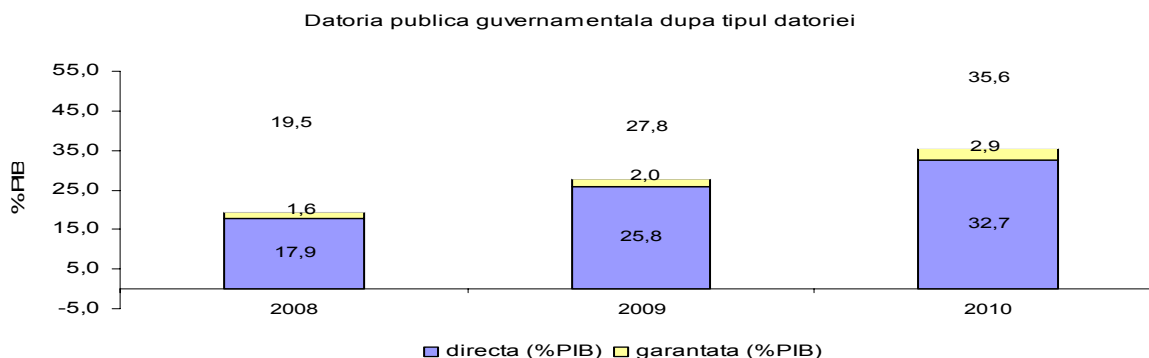
Principalele obiective stabilite prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2008-2010 au fost următoarele:

1. creșterea controlată a datoriei publice guvernamentale,
2. reducerea costurilor cu datoria publică guvernamentală pe termen lung în condițiile unui nivel acceptabil al riscurilor asociate portofoliului de datorie publică guvernamentală,
3. limitarea riscurilor aferente portofoliului de datorie publică guvernamentală,
4. dezvoltarea pieței titlurilor de stat.

Îndeplinirea principalelor obiective privind administrarea datoriei publice guvernamentale în perioada 2008 – 2010 se prezintă astfel:

OBIECTIVE	2010	2009		2008		Limite conform Strategiei
1. Creșterea controlată a datoriei publice guvernamentale (%PIB)	35,6%	27,8%	19,5%			
2. Reducerea costurilor cu datoria publică guvernamentală pe termen mediu și lung în condițiile limitării riscurilor asociate portofoliului datoriei - ponderea plăților de dobânzi din bugetul general consolidat în PIB	1,4%	1,2%	0,7%			
3. Limitarea riscurilor financiare aferente portofoliului de datorie publică guvernamentală, prin :						
A. Riscul valutar						
a. creșterea ponderii datoriei publice guvernamentale denuminate în lei în totalul datoriei guvernamentale (%);	45,3%	47,1%	59,7%			minim 55%
b. creșterea ponderii datoriei publice guvernamentale denuminate în EURO în totalul datoriei publice guvernamentale în valută (%);	78,2%	78,5%	69,5%			minim 65%
c. scăderea ponderii datoriei publice guvernamentale în EURO în total datorie publică guvernamentală (%),	42,8%	41,5%	28,0%			maxim 40%
B Riscul de refinanțare						
d. reducerea gradului de refinanțare pentru datoria publică guvernamentală (ponderea datoriei pe termen scurt în total datorie publică guvernamentală) (%)	35,2%	37,8%	49,3%			
e. durata medie ramasa a portofoliului de datorie publică guvernamentală (ani)	4,0	3,7	3,0			
C. Riscul de rata de dobândă						
f. creșterea ponderii datoriei cu dobândă fixă în totalul datoriei publice guvernamentale (%)	52,0%	42,4%	31,3%			
g. creșterea datoriei negociabile în totalul datoriei publice guvernamentale (%);	42,4%	40,8%	26,1%			
4. Dezvoltarea pieței titlurilor de stat (mld. lei) - emisiunile de titluri de stat din perioada, mai puțin cele pentru refinanțarea titlurilor de stat scadente (emisiuni noi)	20,0	29,3	8,5			

1. Pe fondul deteriorării situației macroeconomice, deficitele bugetare au crescut semnificativ în 2009 și 2010 la 7,4% din PIB, respectiv 6,6 %, determinând creșterea datoriei publice guvernamentale, prin lansarea de emisiuni de titluri de stat pe piața internă și externă și a contractării de împrumuturi în cadrul pachetului financiar extern. Măsurile de consolidare fiscală luate în anii 2009 și 2010 pentru reducerea deficitului bugetar, corespunzător calendarului de reducere a deficitului pe termen mediu, au contribuit la reducerea riscului de creștere a datoriei publice guvernamentale în anii 2009 și 2010.



Având în vedere efectele crizei financiare globale asupra accesului, termenilor și condițiilor de împrumut pentru companiile care implementează proiecte de interes strategic, cu efect multiplicator în economie, în anul 2009 Ministerul Finanțelor Publice a avut în vedere acordarea de garanții de stat pentru atragerea de resurse financiare pentru astfel de proiecte. Plafonul de garanții pentru anul 2009, inclus ca și criteriu de performanță în Aranjamentul Stand-by FMI¹⁰ a fost în valoare de 7,7 mld. de lei, modificat la 12 mld. lei pentru perioada cumulată 2009 – 2010. Plafonul suplimentar este destinat acordării de garanții pentru asigurarea co-finanțării proiectelor finanțate de Uniunea Europeană și de alte instituții multilaterale. Astfel, începând cu data de 7 iulie 2009 a devenit operațional programul guvernamental „Prima casă”¹¹ pentru care MFP a mandatat Fondul Național de Garantare a Creditelor pentru Întreprinderile Mici și Mijlocii în vederea emiterii de garanții în numele și contul statului în favoarea băncilor care acordă credite persoanelor fizice pentru cumpărarea unei locuințe. Garanțiile acordate de stat în cadrul programului guvernamental “Prima Casă” în anul 2009 au fost în sumă de 2,1 mld. lei, în timp ce pentru perioada cumulată 2009- 2010 garanțiile emise au fost în valoare de 6,0 mld.lei.

2. Costul datoriei publice guvernamentale trebuie judecat prin prisma condițiilor de finanțare oferite de piață la momentul contractării/emiterii, dar și a obiectivelor de limitare a riscurilor asociate portofoliului de datorie. Astfel, costul aferent volumelor mari de titluri de stat emise pentru finanțarea deficitului bugetar de pe piața internă și pentru refinanțarea datoriei publice, s-a reflectat în indicatorul ponderea plăților de dobândă în PIB, care a crescut la 1,2% în PIB pentru anul 2009 de la 0,7% la sfârșitul anului 2008. Emisiunile de titluri de stat pe piața internă au fost orientate preponderent către scadențe pe termen scurt datorită creșterii incertitudinilor privind condițiile lichidității de pe piața monetară, a celor privind perspectivele

¹⁰ ratificat prin OUG nr. 99/2009 cu modificările și completările ulterioare

¹¹ Ordonanța de Urgență a Guvernului nr. 60/2009 privind unele măsuri în vederea implementării programului “Prima Casă”, cu modificările și completările ulterioare, aprobate prin Legea nr. 368/2009 și HG nr. 717/2009 privind aprobarea normelor de implementare a programului Prima casa

de creștere a economiei și implicit a evoluției deficitului bugetar, precum și a așteptărilor inflaționiste (îndeosebi pentru anul 2010).

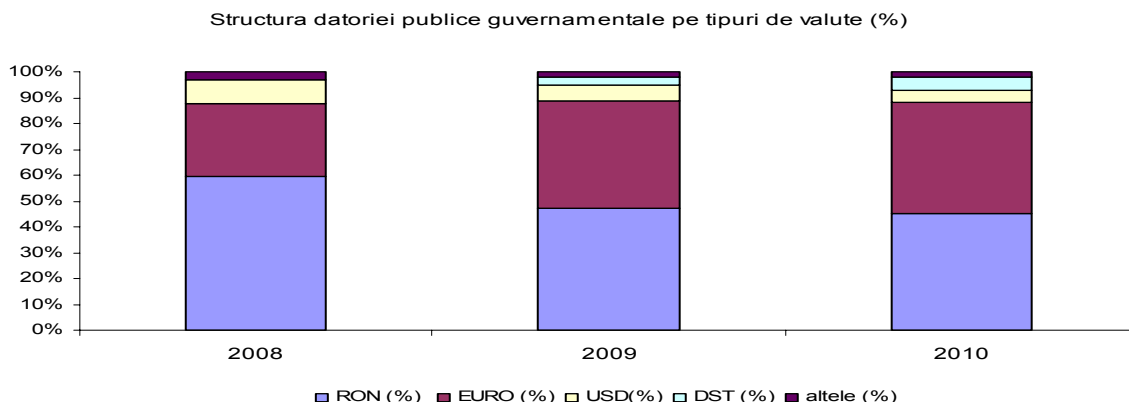
Încheierea pachetului de asistență financiară multilaterală, concomitent cu trendul de revenire economică la nivel global și cu măsurile băncilor centrale a contribuit la creșterea încrederii investitorilor materializată prin reducerea semnificativă a cotațiilor CDS pentru România de la 610 bps la începutul lunii februarie 2009 la cca 290 bps la sfârșitul anului 2010.

Important de menționat este faptul că pachetul financiar extern a fost contractat în condiții avantajoase de dobândă, respectiv 3,125% pentru prima tranșă din împrumutul de la UE (iulie 2009), 3,375% pentru tranșa a doua (martie 2010) și 2,375% pentru tranșa a treia (septembrie 2010), cca 2% (Libor la 6 luni la euro + 0,95%) pentru DPL1 de la Banca Mondială și cca 2,3% pentru jumătate din tranșa a II-a din împrumutul de la FMI (septembrie 2009) și jumătate din tranșele III și IV (februarie 2010), calculate pe baza plăților de dobândă din mai 2010. Aceste efecte pozitive rezultate ca urmare a pachetului financiar extern au determinat însă o creștere a ponderii datoriei publice guvernamentale denumite în euro.

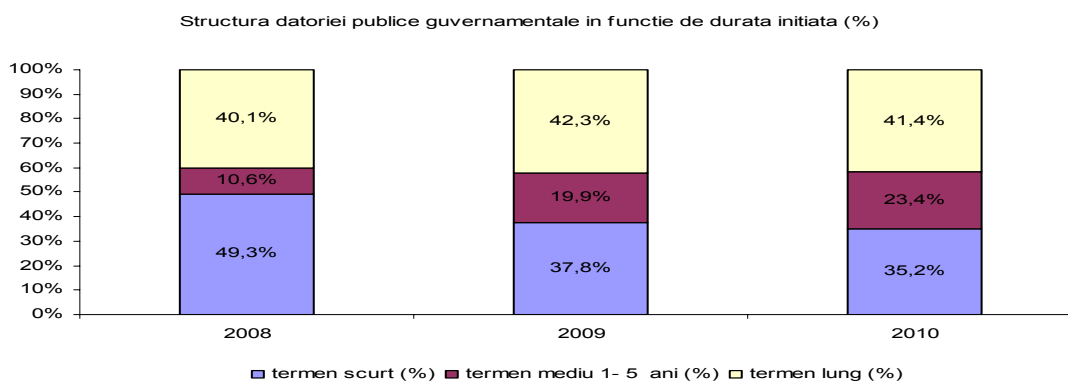
3. Totuși, expunerea față de anumite riscuri de piață a crescut, fapt reflectat în scăderea *ponderii datoriei publice guvernamentale în lei în total datorie publică guvernamentală și implicit, creșterea ponderii datoriei publice guvernamentale în euro în total datorie publică guvernamentală.*

Astfel, în timp ce în anul 2008, indicatorul *ponderea datoriei publice guvernamentale în lei în total datorie publică guvernamentală* a respectat limita stabilită în Strategie, în anul 2009 și în primele 9 luni ale anului 2010, indicatorul s-a înrăutățit ca urmare a contractării împrumuturilor în valută de pe piața internă, dar și a împrumuturilor externe și a emisiunii de euroobligațiuni (martie 2010) necesare susținerii nivelelor ridicate ale deficitelor bugetare aferente anilor 2009 și 2010 și a echilibrării maturităților din portofoliul de datorie. Ca urmare a adecvării condițiilor de finanțare din sistemul bancar autohton prin reducerea de către BNR la sfârșitul anului 2009 a nivelului ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit de la 30 % la 25 %, precum și a angajamentului primelor 9 bănci străine de a-și menține expunerea pe România, emisiunile de titluri de stat în euro pe termen scurt și termen mediu au reprezentat instrumente alternative de finanțare, în condiții avantajoase de cost și de scadență.

Din aceleași considerente a fost depășită și limita de 40% stabilită pentru indicatorul *ponderea datoriei publice guvernamentale în euro în total datorie publică guvernamentală* la sfârșitul anilor 2009 și 2010.

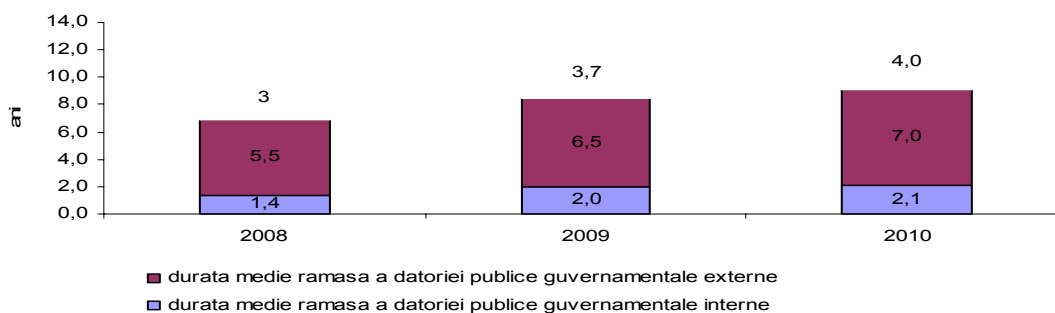


În ceea ce privește *gradul de refinanțare*, situația indicatorului s-a îmbunătățit atât în anul 2009 cât și în anul 2010, prin creșterea ponderii deținute de împrumuturile contractate pe termen mediu și lung (peste 1 an), de la 50,7% în 2008 la 64,8 % la sfârșitul anului 2010. Ponderea ridicată de datorie pe termen scurt, deși în condițiile unui trend descrescător, evidențiază încă un risc de refinanțare a portofoliului de datorie publică guvernamentală ridicat, ca urmare a finanțării temporare din disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului, dar și a emisiunilor preponderente de certificate de trezorerie în anul 2009 și primul semestru al anului 2010.



Astfel, în condițiile angajării de datorie nouă pe termen mediu și lung, prin titluri de stat pe piața internă și externă, dar și din pachetul financiar extern se constată o creștere a duratei medii rămase a datoriei publice guvernamentale la 4,0 ani pentru finele anului 2010 față de 3 ani la sfârșitul anului 2008.

Durata medie ramasa a portofoliului de datorie publica guvernamentala (ani)

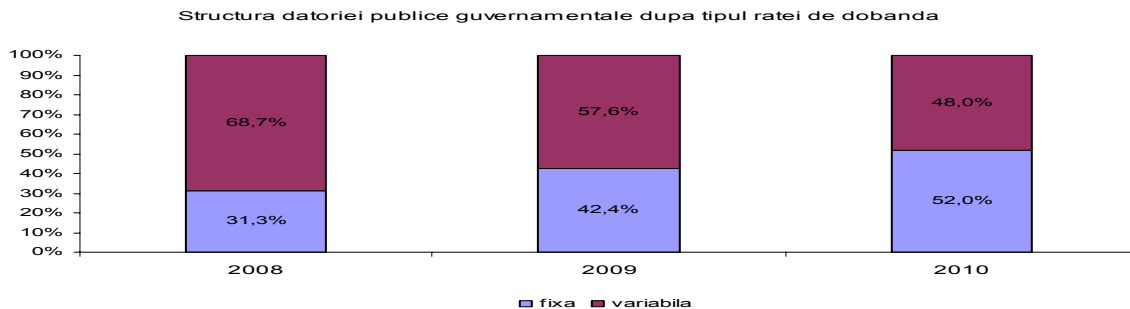


Deși, prin Strategie se prevedea reducerea graduală a finanțării temporare, în cursul anului 2008 această datorie a crescut cu 10,2 mld lei, cu impact asupra indicatorilor privind gradul de refinanțare și ponderea datoriei publice guvernamentale cu rată variabilă de dobândă în total datorie publică guvernamentală, în timp ce în anul 2009, ca urmare a finanțării deficitului bugetar prin emisiuni de titluri de stat pe piața internă și a contractării de împrumuturi externe nu s-au mai utilizat ca instrument de finanțare împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului. În aceste condiții, în anul 2009 împrumuturile pentru finanțarea temporară din disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului au scăzut cu 11,5 mld. lei față de sfârșitul anului 2008, iar la sfârșitul anului 2010 s-au situat în valoare absolută la un nivel de 31,4 mld. lei (în creștere cu 3,3 mld. lei comparativ cu sfârșitul anului 2009).

Deși utilizarea acestui instrument prezintă avantajul finanțării temporare a deficitului bugetar la costuri mici (sub 1 %) pe termen scurt, are și importante dezavantaje. Acesta este un instrument atipic, specific țării noastre, a cărui utilizare depinde de nivelul disponibilităților existente în contul curent general al trezoreriei statului și care determină creșterea expunerii față de riscul de refinanțare și de lichiditate, dar și a celui de rată de dobândă, cu impact negativ asupra managementului datoriei publice guvernamentale. Acumularea deficitelor bugetare finanțate temporar (nefinanțate definitiv) constituie încă un element pentru care se impune ca finanțarea temporară să fie refinanțată prin titluri de stat gradual pe o perioadă îndelungată de timp, pentru a reduce impactul pe piața internă și a nu afecta major costul acestor finanțări.

Structura datoriei publice guvernamentale după tipul ratei de dobândă evidențiază o creștere continuă a ponderii *împrumuturilor contractate cu rată fixă a dobânzii*, de la 31,3% cât se înregistra la sfârșitul lui 2008 la 42,4% la sfârșitul lui 2009 și 52,0 % la sfârșitul anului 2010, în principal ca urmare a împrumuturilor contractate de la UE, împrumuturilor de pe piața internă în valută și a emisiunilor de tip benchmark pe termen mediu, precum și a emisiunii de

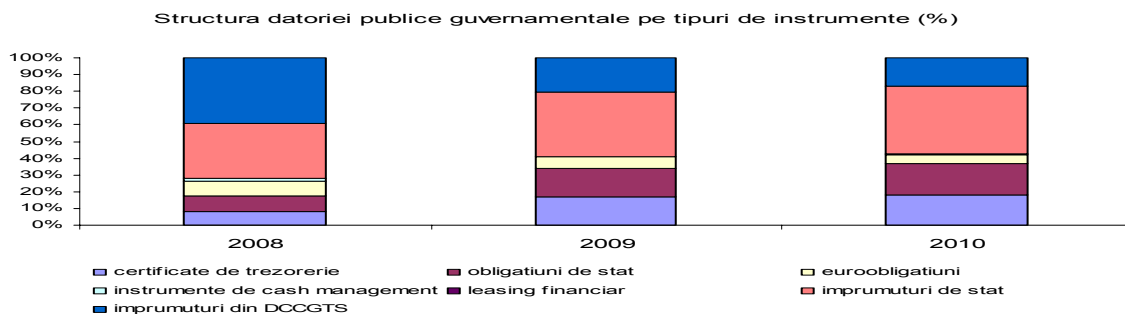
euroobligațiuni din martie 2010. Această dinamică reduce riscul creșterii ratei dobânzii aferent portofoliului de datorie publică guvernamentală.



4. Devierea de la structura pe maturități stabilită prin Strategia elaborată în anul 2008 (30% pe termen scurt și 70% pe termen mediu și lung) s-a datorat în principal modificării cererii mediilor investiționale, acestea orientându-și plasamentele către active cu grad de risc scăzut și pe maturități scurte și medii, mai ales în cazul investițiilor non-investment grade.

Atât în anul 2008, cât și în anul 2009 au fost preferate de către investitori maturitățile pe termen scurt și mediu. Dacă structura pe maturități a titlurilor de stat în anul 2008 a fost de 71% pe termen scurt și 29% pe termen mediu, în 2009 ca urmare a accentuării crizei financiare a crescut apetitul investitorilor pentru instrumentele pe termen scurt și foarte scurt structura emisiunilor de titluri în lei s-a deteriorat și mai mult, ajungând la 87% pe termen scurt și 13% pe termen mediu. Dacă se au în vedere și emisiunile de titluri de stat în valută, structura pe maturități a titlurilor emise pe piața internă în anul 2009 a fost de 83% pe termen scurt și 17% pe termen mediu.

În anul 2010 structura emisiunilor de titluri s-a îmbunătățit față de anul 2009, rămânând însă una nefavorabilă din perspectiva riscului de refinanțare, respectiv 75 % pe termen scurt și 25 % pe termen mediu și lung la sfârșitul anului 2010. Abia în anul 2010 (în lunile aprilie și mai) s-a revenit la emisiunile de titluri pe termen lung prin redeschiderea emisiunii de 10 ani, lansată în 2007 (durată rămasă 7 ani), urmare unei cereri totuși nesemnificative, din partea anumitor investitori pentru aceste instrumente de finanțare.



Riscul de credit și riscul operațional

Referitor la **riscul de credit datorat riscului bugetar cauzat de acordarea de garanții de stat și subîmprumuturi**, menționăm că în anul 2009 plățile din fondul de risc¹², în contul împrumuturilor subîmprumutate operatorilor economici și al celor garantate de stat, au scăzut până la 0,09% în PIB, față de 0,1% în PIB la sfârșitul lui 2008, în timp ce în anul 2010¹³ plățile efectuate din fondul de risc au reprezentat 0,03% în PIB.

În vederea **reducerii riscului operațional**, în scopul efectuării plății serviciului datoriei publice și a tragerii sumelor rămase în cadrul acestora, începând cu 1 ianuarie 2009, în baza OUG nr. 64/2007 privind datoria publică cu modificările și completările ulterioare și a HG nr. 683/2008 pentru aprobarea normelor metodologice de aplicare a prevederilor art. 14 din OUG nr. 64/2007 privind datoria publică, MFP a preluat împrumuturile¹⁴ contractate de ordonatorii principali de credite sau de operatorii economici cu garanția statului și/sau contractate de MFP și subîmprumutate acestora, care au ca sursă unică de rambursare bugetul de stat, bugetul asigurărilor sociale de stat și bugetul asigurărilor pentru șomaj, pentru care s-a obținut acceptul finanțatorului.

III. CADRUL MACROECONOMIC ÎN PERIOADA 2010-2013

III.A.TENDINȚE LA NIVELUL UNIUNII EUROPENE, ÎNDEOSEBI A ZONEI EURO

Privind în perspectivă și luând în considerare unele efecte temporare, la nivelul UE se estimează în continuare un ritm moderat de creștere a PIB real, dar încă neuniform, atât la nivelul tuturor economiilor, cât și al sectoarelor Zonei euro. Avansul economic la nivel global și impactul acestuia asupra cererii de exporturi din Zona euro, coroborate cu continuarea politicilor monetare laxe de către BCE și cu măsurile adoptate pentru restabilirea funcționării sistemului financiar, ar trebui să susțină în continuare avansul economic al acestei zone. Cu toate acestea se anticipează că relansarea activității economice va fi temperată de procesul de ajustare bilanțieră în diferite sectoare și de perspectivele nu foarte optimiste referitoare la piața forței de muncă.

Anticipațiile inflaționiste sunt în continuare ferm ancorate la niveluri compatibile cu obiectivul de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu. Ancorarea fermă a așteptărilor inflaționiste rămâne primordială în cadrul politicii aplicate de BCE.

¹² Plățile din fondul de risc în 2009 au fost de 446,3 milioane lei

¹³ Plățile din fondul de risc în 2010 au fost de 163,9 milioane lei.

¹⁴ Sunt în număr de 146 de împrumuturi

III.B. PROGNOZA MACROECONOMICĂ PE TERMEN MEDIU A ECONOMIEI ROMÂNEȘTI

Creștere economică

Pentru perioada 2011-2013, prognoza macroeconomică ¹⁵a luat în calcul derularea acordului de împrumut cu UE, FMI și Banca Mondială și, ca urmare, implementarea reformelor structurale și respectarea condițiilor și a țintelor stabilite. Măsurile active care vizează îmbunătățirea mediului de afaceri, reducerea dezechilibrelor macroeconomice și stabilizarea sectorului financiar-bancar se așteaptă să favorizeze creșterea economică sustenabilă și crearea de locuri de muncă începând cu anul 2011. Cadrul macroeconomic pentru anul 2011 ia în considerare faptul că evoluțiile economice și financiare se vor îmbunătăți, recesiunea își va reduce amplitudinea pe parcursul primului semestru al anului, astfel încât pe medie să fie posibilă o creștere a PIB real de 1,5%. Pentru ultimii 2 ani ai intervalului se prevede accelerarea creșterii economice cu majorări ale produsului intern brut real de 3,9% în anul 2012 și 4,5% în anul 2013.

Inflație și curs de schimb

În perioada 2011-2013, temperarea impactului majorării de TVA, promovarea unei politici salariale prudente și continuarea reformelor structurale vor menține procesul de dezinflație pe o traiectorie sustenabilă. Astfel, rata inflației urmează să scadă până la nivelul de 2,8% (decembrie/decembrie an anterior) în anul 2013. Continuarea procesului de dezinflație va contribui la ajustarea suplimentară a așteptărilor inflaționiste.

- % -

Indicatori	2011	2012	2013
Inflația (% în PIB)			
- sfârșitul anului	3,2	3,0	2,8
- medie anuală	5,3	3,5	3,2
Deflatorul produsului intern brut (% în PIB)	4,8	5,9	5,3
Cursul de schimb (lei/euro) – medie anuală	4,21	4,18	4,16

Sursa: Comisia Națională de Prognoză

Pentru perioada acoperită de strategie se estimează revenirea tendinței de apreciere în termeni nominali a monedei naționale în raport cu euro, începând cu anul 2011.

¹⁵ Conform Strategiei fiscal-bugetare pentru perioada 2011 - 2013

Deficit bugetar

Potrivit Deciziei Consiliului European ¹⁶ din 7 iulie 2009, România se află în procedura de deficit excesiv cu termen de reducere a deficitului calculat conform standardului SEC 95 sub pragul de 3% din PIB până în anul 2011. În condițiile în care autoritățile române au pus în practică cu strictețe recomandările UE și ținând cont de accentuarea impactului negativ al contextului nefavorabil internațional asupra economiei românești comparativ cu așteptările inițiale, Consiliul European a emis în februarie 2010, o recomandare revizuită potrivit căreia deficitul bugetar trebuie să se situeze sub 3% din PIB până în 2012.

În data de 21 septembrie 2010, Comisia Europeană a anunțat că în urma evaluării România a îndeplinit principalele angajamente asumate privind încadrarea în țintele de deficit, apreciind că statul a luat măsuri adecvate corespunzător recomandărilor formulate de Comisie și va reduce deficitul bugetar sub nivelul de 3% până la data limită convenită, respectiv sfârșitul anului 2012 – procedura de deficit excesiv rămânând în așteptare până la îndeplinirea angajamentelor asumate.

IV. MANAGEMENTUL RISCURILOR FINANCIARE ASOCIATE PORTOFOLIULUI DE DATORIE PUBLICĂ GUVERNAMENTALĂ

Analiza indicatorilor ce reflectă riscurile a fost realizată în cadrul analizei de tip “Cost at Risk” (CaR), aferentă modelului utilizat și la elaborarea Strategiei aprobată în august 2008. Ipotezele și constrângerile modelului identificate în analiza efectuată se mențin aceleași, cu mențiunea ca s-a utilizat portofoliul de datorie publică guvernamentală estimat pentru 31 decembrie 2010.

În urma analizei indicatorilor de risc pentru diverse scenarii de finanțare (care au ținut cont atât de evoluțiile recente, cât și de perspectivele de finanțare pe termen mediu) și a cuantificării importanței acestor indicatori de risc, rezultă că structura portofoliului de datorie și indicatorii de risc se îmbunătățesc în măsura în care finanțarea deficitului bugetar se realizează într-o proporție mai mare din surse externe. Însă, având în vedere necesitățile mari de finanțare a deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice în perioada 2011-2013, necesitatea consolidării și dezvoltării pieței interne a titlurilor de stat evidențiată în mod deosebit de perioada de criză economică și financiară, volatilitatea externă ridicată existentă pe piața de capital și efectul acesteia asupra condițiilor aferente emisiunilor de euroobligațiuni pe piețele externe, considerăm că scenariul optim este cel în care finanțarea deficitului bugetar se va realiza în proporție echilibrată din surse interne și externe.

¹⁶ Procedura de deficit excesiv este guvernată de Articolul 126 al Tratatului și de Reglementarea Consiliului pentru accelerarea și clarificarea implementării procedurii de deficit excesiv.

Luând în considerare incertitudinile legate de momentul și ritmul de revenire al economiei mondiale și implicit al economiei românești, contextul de pe piețele financiare interne și externe caracterizat prin volatilitate ridicată, pentru monitorizarea riscurilor financiare asociate portofoliului de datorie publică guvernamentală se propun limite (minime sau maxime) aferente anului 2013, care să asigure o anumită flexibilitate în îndeplinirea obiectivelor din prezenta Strategie, față de care se va evalua periodic performanța portofoliului real:

Indicator	Limite minime	Limite maxime
Ponderea datoriei publice guvernamentale în lei în total datorie publică guvernamentală	45%	
Ponderea datoriei publice guvernamentale în EURO în total datorie publică guvernamentală denominată în valută	75%	
<i>Gradul de refinanțare la 1 an*)</i>		35%
<i>Gradul de refinanțare la 5 ani*)</i>		75%
<i>Procentul de refixing la 1 an*)</i>		50%
<i>Procentul de refixing la 5 ani*)</i>		85%

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

Indicatorii propuși privind gradul de refinanțare la 5 ani și procentul de refixing la 5 ani sprijină în mod semnificativ procesul de limitare a riscurilor asociate portofoliului de datorie, chiar dacă sunt calculate pentru o perioadă care o depășește pe cea pentru care s-a elaborat Strategia. Utilizarea acestora se impune cu atât mai mult cu cât pentru menținerea sub control a riscului de refinanțare pot fi utilizate instrumente specifice pieței secundare a titlurilor de stat cum ar fi bond exchange și buyback, moment în care se vor avea în vedere indicatorii de risc mai sus menționați.

V. OBIECTIVELE PRIVIND ADMINISTRAREA DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE ÎN PERIOADA 2011-2013

V.A. OBIECTIVELE STRATEGIEI DE ADMINISTRARE A DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE

Obiectivele principale ale Strategiei rămân în principiu aceleași ca și la Strategia anterioară, ele nefiind modificate urmare schimbării condițiilor de piață și a cadrului macroeconomic:

1. creșterea controlată și menținerea la un nivel sustenabil a datoriei publice guvernamentale,
2. reducerea costurilor cu datoria publică guvernamentală pe termen lung în condițiile unui nivel acceptabil al riscurilor aferente portofoliului de datorie publică guvernamentală,
3. dezvoltarea pieței titlurilor de stat.

Astfel, în perioada 2011-2013 se vor avea în vedere următoarele obiective privind administrarea datoriei publice guvernamentale:

1. Creșterea controlată a datoriei publice guvernamentale

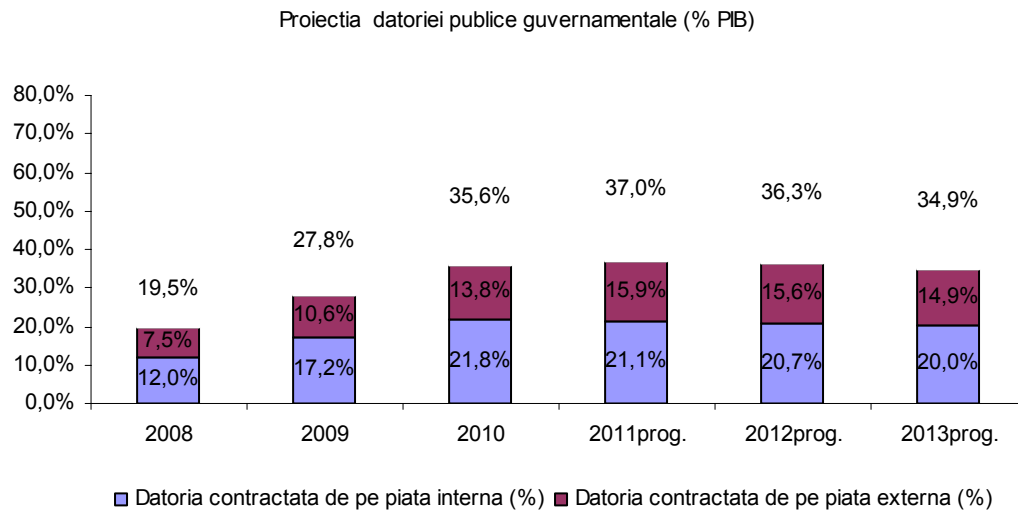
În procesul de administrare a datoriei publice guvernamentale se va avea în vedere menținerea indicatorilor datoriei publice guvernamentale la nivele sustenabile. Deși pe perioada de analiză, necesitățile de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale sunt mari, din analizele efectuate nu se întrevăd derapaje care să conducă la creșterea datoriei publice guvernamentale la nivele nesustenabile.

În contextul unei creșteri economice medii de 3,3% în perioada 2011 – 2013, odată cu implementarea măsurilor de consolidare fiscală începând cu anul 2011 (aplicarea legii salarizării unitare în sistemul bugetar, implementarea reformei sistemului de pensii și aprobarea cadrului de cheltuieli bugetare pe termen mediu) și respectarea calendarului agreed cu FMI și Comisia Europeană de reducere a deficitului bugetar sub 3 % din PIB în anul 2012, necesitățile de finanțare se vor reduce semnificativ, și în consecință și datoria angajată pentru acoperirea acestor necesități.

Totodată, în perioada acoperită de Strategie, MFP are în vedere acordarea de garanții de stat doar pentru prefinanțarea de proiecte/programe de interes național, cu efect multiplicator în economie, pentru cofinanțarea proiectelor finanțate din fonduri europene și alte instituții financiare internaționale, precum și alte programe prioritare.

Luând în considerare nivelul relativ redus al datoriei publice guvernamentale în PIB, precum și contextul economic și financiar actual, marcat de incertitudini și volatilitate ridicată, pe

termen mediu nu se stabilește un plafon de îndatorare, însă MFP va monitoriza foarte atent trendul principalilor indicatori ai datoriei publice guvernamentale, astfel încât dinamica acestora să se încadreze în nivele sustenabile.



Pe termen mediu și lung riscurile asociate unor cheltuieli în creștere asociate populației în vârstă, în contextul accentuării fenomenului de îmbătrânire a populației în paralel cu reducerea populației active pot fi reduse substanțial prin adoptarea și implementarea Legii nr. 263/2010 privind sistemul unitar de pensii publice care va îmbunătăți viabilitatea sistemului de pensii și va contribui semnificativ la asigurarea sustenabilității finanțelor publice. În contextul în care raportul de dependență economică (număr salariați/pensionari) se deteriorează în ritm accelerat, implementarea unor măsuri consistente de reformare și modernizare a sistemului actual de pensii, pentru a asigura generațiilor viitoare aceleași drepturi ca în prezent, va reduce riscul potențial privind angajarea permanentă de către stat de împrumuturi pentru acoperirea obligațiilor privind plata pensiilor.

2. Reducerea costurilor cu datoria publică guvernamentală pe termen lung în condițiile unui nivel acceptabil al riscurilor asociate portofoliului de datorie

Obiectivul de reducere a costurilor nu trebuie privit ca obiectiv în sine, ci în corelație cu obiectivul de reducere a riscurilor asociate portofoliului de datorie. Practic se va urmări minimizarea costurilor pe termen lung la un nivel acceptabil al riscurilor.

Corelat cu obiectivul de reducere a costurilor cu datoria publică guvernamentală se va urmări asigurarea flexibilității în alegerea instrumentelor de datorie, dar și în alegerea piețelor (piața internă versus piața externă) accesate pentru asigurarea surselor de finanțare și a valutei în

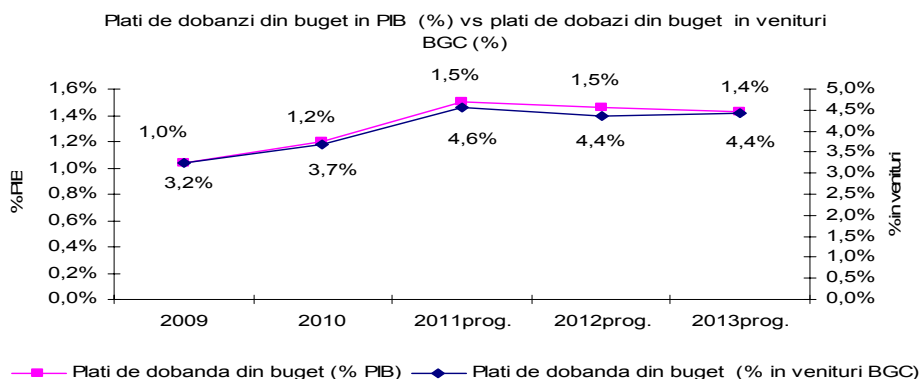
care sunt denumite aceste instrumente de datorie atât pe piața internă (lei – euro), cât și pe piața externă de capital (euro și alte valute).

Pe plan intern, datoria publică guvernamentală se așteaptă să fie contractată la randamente descrescătoare care vor urma trendul descendent al dobânzilor din piața monetară urmare reducerii inflației. Pe plan extern însă, dacă pentru anul 2011 finanțarea deficitului bugetar din surse externe se va asigura și din tragerile din împrumutul de la UE ¹⁷ și împrumuturile de la BM în cadrul pachetului financiar extern (cca 2,0 mld. euro), care beneficiază de condiții financiare deosebit de favorabile, pe întreaga perioadă analizată finanțarea din surse externe va trebui asigurată preponderent prin emisiuni pe piața externă de capital.

În acest sens, în prima parte a anului 2011 se vor efectua toate demersurile necesare pentru ca Programul - cadru de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu (EMTN) a României să devină operațional. Acest program va permite maximă flexibilitate în accesarea piețelor financiare externe, în sensul valorificării în timp optim a ferestrelor de oportunitate care permit execuția cu eficiență și eficacitate a tranzacțiilor pe aceste piețe.

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

În perioada 2010 - 2013, costul datoriei publice guvernamentale în PIB va crește atât ca valoare absolută, cât și ca pondere în PIB, în principal datorită datoriei contractate sau care urmează a fi contractată pentru finanțarea deficitelor bugetare excesive ¹⁸. Estimările privind costul datoriei publice guvernamentale plătit din buget în PIB indică o creștere semnificativă a acestui indicator în 2010 (1,4 %) față de anul 2009 (1,0 %), iar în perspectiva anilor 2012-2013 menținerea la un nivel relativ constant, pe măsura realizării consolidării fiscale.



¹⁷ tragerile din împrumutul de la UE se vor efectua numai dacă condiționalitățile atașate pachetului financiar extern vor fi îndeplinite

¹⁸ ce depășesc limita de 3 % stabilită prin tratatul de la Maastricht.

3. Limitarea riscurilor aferente portofoliului de datorie publică guvernamentală

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

I. Diminuarea riscurilor financiare (riscul valutar, de rată a dobânzii, de lichiditate/refinanțare)

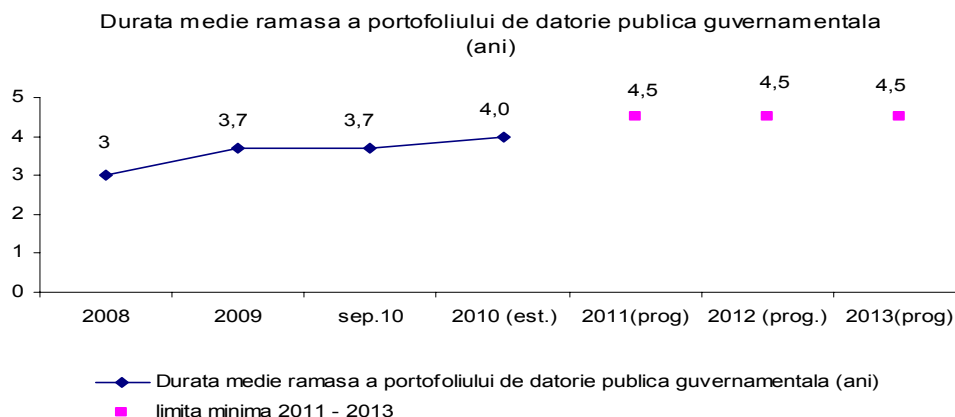
a. reducerea riscului de refinanțare

Având în vedere valoarea mare a certificatelor de trezorerie emise în anul 2009 și în 2010 până în prezent, dar și a valorii însemnate a împrumuturilor din disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului, limitării riscului de refinanțare îi revine o importanță deosebită, cu atât mai mult cu cât necesitățile de finanțare a deficitului bugetar în anii următori sunt ridicate (deficite bugetare cuprinse între 4,4% și 2,5%).

Pentru perioada acoperită de Strategie, prin prisma așteptărilor dezinflaționiste și de reducere a ratelor dobânzilor, coroborate cu creșterea cererii pentru maturitățile lungi venită din partea investitorilor instituționali (fondurile de pensii private, companiile de asigurări, etc.) pe măsura creșterii necesităților lor investiționale, se așteaptă o îmbunătățire a condițiilor de emisiune pentru titlurile de stat cu scadențe pe termen mediu și lung. Astfel, dacă în anul 2010 emisiunile de titluri de stat pe piața internă au fost preponderent pe termen scurt (75% în total emisiuni), MFP va acționa pentru extinderea scadențelor titlurilor de stat și emiterea unei proporții importante din necesarul de finanțare cu scadențe pe termen mediu și lung, urmărind îmbunătățirea structurii pe maturități a titlurilor de stat emise pe piața internă până la 50%-60% pe termen scurt și 40-50% pe termen mediu și lung.

Totodată, MFP va acționa pentru extinderea duratei emisiunilor de obligațiuni pe piețele externe de capital, după succesul înregistrat în luna martie 2010 când a lansat emisiunea de euroobligațiuni de 1 mld. euro cu scadența la 5 ani, dar va urmări și contractarea de împrumuturi de la instituții financiare internaționale cu scadențe pe termen lung și foarte lung, având în vedere avantajul de cost al acestora.

Pe baza analizei costului de oportunitate comparativ cu alte instrumente de datorie, ținând cont de traiectoria descendentă a inflației, pentru a crește maturitatea portofoliului de datorie, și implicit pentru a reduce riscul de refinanțare, se va analiza oportunitatea emiterii de titluri de stat indexate la inflație, care să reprezinte și un semnal pentru investitori privind așteptările dezinflaționiste ale emitentului.



Totodată, se va urmări o distribuție cât mai uniformă a serviciului datoriei publice guvernamentale până la scadența finală, astfel încât să se asigure un profil corespunzător atât în ceea ce privește refinanțarea datoriei publice guvernamentale, cât și nivelul plăților de dobânzi și comisioane, îndeosebi al cheltuielilor cu dobânzile plătite din buget, care se reflectă în nivelul deficitului.

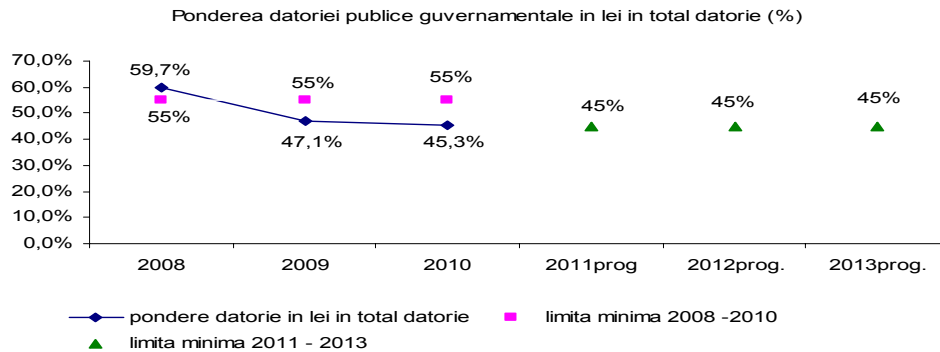
b. reducerea riscului valutar, prin:

- *creșterea ponderii datoriei publice guvernamentale denominate în lei în totalul datoriei publice guvernamentale*

Prin creșterea ponderii datoriei publice guvernamentale denominate în lei se va realiza atât obiectivul de limitare a riscului valutar, ținându-se cont atât de faptul că prin încasarea veniturilor bugetare în lei, contractarea datoriei publice guvernamentale în aceeași monedă conduce la reducerea riscului valutar, cât și cel de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat. În acest sens, finanțarea deficitului bugetar se va realiza în proporție de cca 50% din surse interne, prin emisiuni de titluri de stat, iar refinanțarea titlurilor de stat se va realiza de pe piața de pe care s-au contractat (internă/externă), excepție făcând împrumuturile în valută contractate de MFP de pe piața internă care se pot rambursa și din rezerva financiară (buffer) existentă în contul în valută al MFP la BNR.

Propunem menținerea unei ponderi a datoriei publice guvernamentale în lei în total datorie publică guvernamentală de cel puțin 45% la sfârșitul anului 2013, ținând cont totuși și de rolul important al împrumuturilor în valută în reducerea riscului de refinanțare și de minimizare a costurilor pentru împrumuturile pe termen lung și foarte lung, în condițiile probabile ale

menținerii unei diferențe de cost pentru instrumente cu maturități similare contractate de pe piața internă și externă.

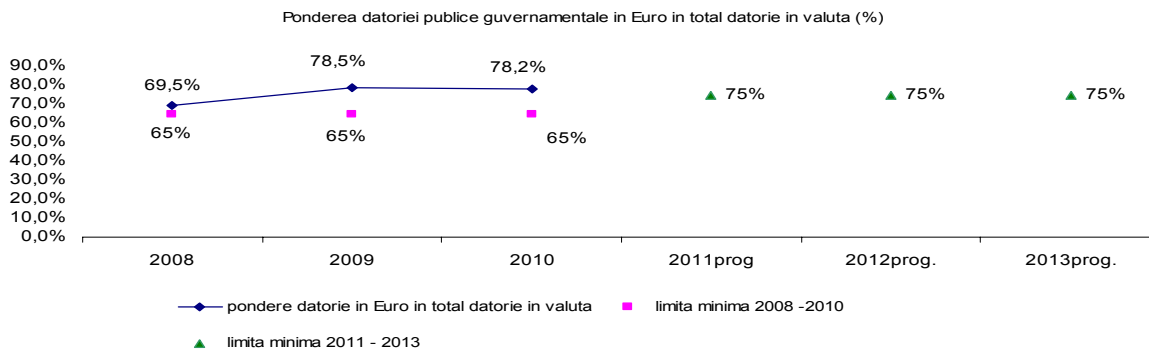


- creșterea ponderii datoriei publice guvernamentale denumite în euro în totalul datoriei publice guvernamentale în valută

Se are în vedere, pe de o parte, minimizarea costurilor în condițiile menținerii încă a unui diferențial de dobânzi (marje) între împrumuturile suverane în lei și cele în euro pe termen mediu și lung, și condițiile avantajoase ale împrumuturilor contractate în cadrul pachetului financiar extern. Pe de altă parte, dacă se au în vedere împrumuturile în valută contractate de pe piața internă, în general pe termen scurt și mediu ca urmare a preferinței investitorilor pentru aceste scadențe, existența unui buffer în valută în contul Trezoreriei statului contribuie la diminuarea riscului valutar, întrucât din aceste disponibilități se pot rambursa ratele de capital aferente împrumuturilor în valută.

Pentru diminuarea riscului valutar pe termen lung, împrumuturile de pe piața externă se vor contracta în principal în euro, cu excepția emisiunilor de obligațiuni pe piețele externe de capital când funcție de necesitățile de finanțare, de oportunitățile apărute pe piață și de analiza comparativă a costurilor se vor putea emite titluri și în alte valute.

În condițiile pragului țintit pentru indicatorul *ponderea datoriei publice guvernamentale denumite în lei în totalul datoriei publice guvernamentale*, pentru perioada 2011-2013 propunem un plafon maxim de 50% pentru ponderea datoriei publice guvernamentale în euro în totalul datoriei publice guvernamentale, și un prag de minim 75% în totalul datoriei publice guvernamentale în valută.



Dacă în prezent obiectivul de limitare a riscului valutar este urmărit de către MFP la contractarea de datorie nouă (management pasiv), în perioada acoperită de strategie MFP intenționează să realizeze un management activ al riscului valutar și al celui de rată de dobândă prin utilizarea instrumentele financiare derivate, în conformitate cu legislația privind datoria publică. În acest sens, până la sfârșitul lunii iunie 2011 se va elabora legislația necesară care să permită MFP încheierea de contracte ISDA cu principalele instituții financiare internaționale, astfel încât prin utilizarea instrumentelor financiare derivate (swap valutar, swap de rată de dobândă) să fie limitate/reduce riscurile de piață aferente portofoliului de datorie.

c. limitarea riscului de rată de dobândă, prin creșterea ponderii datoriei publice guvernamentale cu dobândă fixă:

Prin creșterea ponderii datoriei publice guvernamentale cu dobândă fixă în total datorie publică guvernamentală se va avea în vedere limitarea riscului aferent creșterii ratelor dobânzilor de referință în special pentru datoria publică guvernamentală în valută, dar și reducerea incertitudinii cu privire la efortul bugetar anual necesar efectuării plăților de dobânzi.

Pentru datoria denominată în lei, la urmărirea obiectivului de creștere a ponderii datoriei cu rată de dobândă fixă se va avea în vedere utilizarea în procesul de finanțare a emisiunilor de obligațiuni de tip benchmark, cu cupon fix, iar pentru datoria în valută, a emisiunilor de obligațiuni pe piețele externe de capital și a împrumuturilor de la IFI-uri cu rată fixă de dobândă. Ținând cont că ratele dobânzilor de referință se află la nivele minime istorice, împrumuturile cu dobândă variabilă vor avea asociate costuri mai mari de dobândă în condițiile în care ratele dobânzilor EURIBOR și LIBOR cel mai probabil vor crește în perioada acoperită de Strategie. Ca și în cazul obiectivului de reducere a riscului valutar, limitarea riscului de rată de dobândă se poate realiza, pe de o parte prin contractarea de împrumuturi

noi cu rată fixă de dobândă, dar și printr-un management activ al riscurilor, respectiv prin utilizarea de instrumente financiare derivate (swap de rată de dobândă prin care datoria cu rată variabilă de dobândă să fie schimbată în datorie cu dobândă fixă).

d. creșterea datoriei negociabile în totalul datoriei publice guvernamentale

Având în vedere obiectivul de dezvoltare a pieței titlurilor de stat, de creștere a lichidității titlurilor de stat, de dinamizare a pieței secundare a acestora, precum și flexibilitatea în administrarea activă a portofoliului de datorie publică guvernamentală oferită de aceste instrumente de datorie, în perioada analizată necesitățile de finanțare ale deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice se vor asigura în proporție majoritară prin emiterea de titluri de stat, atât pe piața internă, cât și pe piețele externe de capital, ținându-se cont de condițiile de lichiditate ale acestor piețe secundare și de beneficiile oferite de consolidarea și extinderea curbei de randament pentru titlurile de stat pe piața internă și pentru euroobligațiunile românești, în condițiile în care ponderea actuală a datoriei negociabile în total datorie reprezintă doar 40% din total datorie.

Excepție face anul 2011 când pentru finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice se vor utiliza și tranșe din pachetul financiar extern.

În aceste condiții, la accesarea piețelor externe de capital prin programul EMTN se va avea în vedere:

- acoperirea necesităților de finanțare a deficitelor bugetare, dar și a necesarului de refinanțare a datoriei publice guvernamentale în valută;
- diversificarea bazei de investitori prin accesarea celor mai importante piețe financiare, îndeosebi a pieței în euro ținând cont de aspectele menționate la obiectivul de reducere a riscului valutar;
- monitorizarea cu atenție a piețelor de capital și identificarea oportunităților pe aceste piețe, și în condițiile unor evoluții favorabile, lansarea de emisiuni de euroobligațiuni suplimentare care să contribuie la consolidarea rezervei financiare în valută în contul MFP.

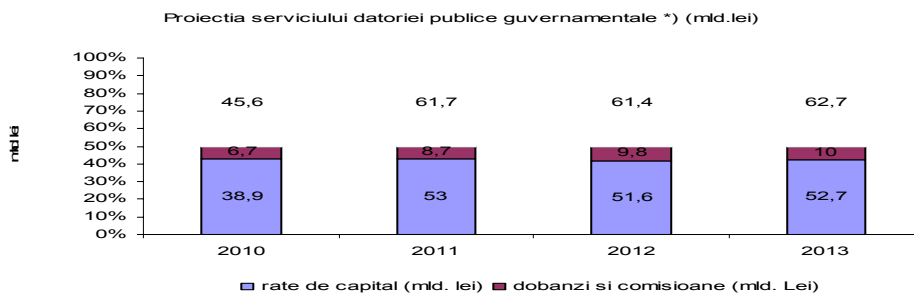
Emisiunile de euroobligațiuni pe piețele externe de capital se vor efectua în cadrul Programului - cadru de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu al României în valoare de 7 mld. euro, care este programat să devină operațional în prima parte a anului 2011. Acest program va permite nu numai maximă flexibilitate în accesarea piețelor financiare externe și valorificarea condițiilor favorabile în cazul unor ferestre de oportunitate, dar și acoperirea necesităților de finanțare din surse externe a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale denominate în valută. Funcție de evoluția condițiilor de pe aceste piețe, o primă tranzacție în cadrul programului se poate realiza în primul trimestru al acestui

an, în scopul finanțării deficitului bugetar aferent anului 2011 și al consolidării rezervei financiare în valută, cu posibilitatea extinderii și către piața US prin regula 144A.

În contextul obiectivului de creștere a datoriei negociabile, care contribuie la realizarea unui management activ al portofoliului de datorie publică guvernamentală, o atenție deosebită trebuie acordată împrumuturilor din disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului destinate finanțării temporare a deficitelor din anii anteriori ale bugetului de stat și ale bugetului asigurărilor sociale de stat. Prin caracteristicile financiare (contractat pe termen scurt și cu rată variabilă de dobândă) acest instrument de datorie afectează îndeplinirea obiectivelor privind reducerea riscurilor financiare prezentate anterior, reprezentând 31,4 miliarde lei la sfârșitul anului 2010. În consecință, MFP își propune ca într-o perioadă determinată (de 10 ani, începând cu anul 2011) să emită titluri de stat într-un volum mai mare decât cel necesar pentru anul respectiv (cca 3,4 miliarde lei anual), astfel încât să se ajungă la finanțarea deficitului bugetar din anul curent, iar lichiditățile din contul curent general al trezoreriei statului să fie administrate activ prin plasarea acestora la termen. În prezent, în disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului sunt incluse veniturile din activitatea de privatizare, generând un risc în activitatea de administrare a lichidităților în condițiile în care aceste sume vor fi utilizate în perioada acoperită de Strategie prin Fondul Național de Dezvoltare pentru destinațiile prevăzute de legislația în vigoare aplicabilă.

e. distribuirea cât mai uniformă a serviciului datoriei publice guvernamentale

În procesul de contractare de datorie/emitere de titluri de stat pe piața internă și externă se va urmări stabilirea scadențelor astfel încât să se evite formarea de vârfuri de plată pe perioade scurte de timp pentru a nu majora riscul de refinanțare, dar și pentru a asigura un nivel relativ constant sau în măsura în care este posibil, în scadere al plăților de dobânzi și comisioane în contul datoriei publice guvernamentale, respectiv al plăților din bugetul de stat.



*) proiecția include serviciul datoriei pentru datoria nou contractată (internă și externă, inclusiv pachetul financiar extern cu FMI, CE și BIRD) ce urmează a fi emisă pentru finanțarea deficitelor din anii viitori și refinanțarea datoriei publice

f. reducerea riscului de lichiditate

Pentru reducerea riscului de lichiditate și evitarea presiunilor sezoniere pentru asigurarea surselor de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale, *MFP constituie o rezervă financiară (buffer) în valută în valoare echivalentă acoperirii necesităților de finanțare a deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice pentru cca 4 luni*.

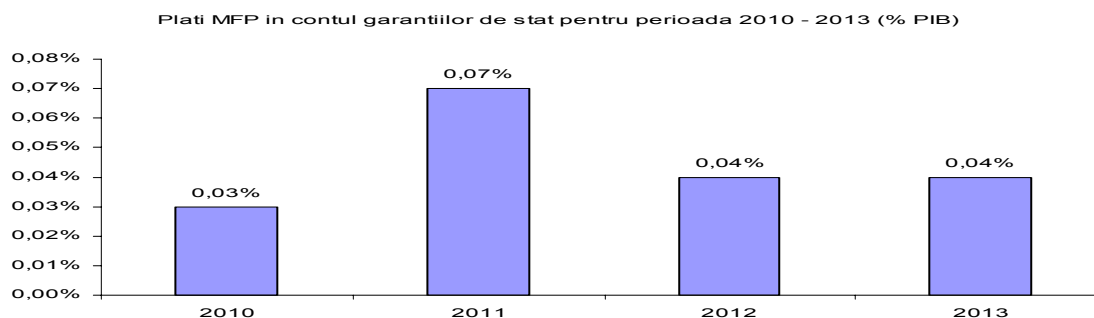
Constituirea bufferului în valută pentru rambursarea împrumuturilor și răscumpărarea emisiunilor în valută de valori mari este necesar atât pentru evitarea presiunilor pe piața de capital prin emiterea de volume ridicate de titluri de stat în anumite luni ale anului la costuri relativ mai mari, cât și pentru asigurarea unei prezențe constante pe piața internă de capital prin emiterea unui volum lunar relativ constant de titluri de stat, indiferent de soldul contului curent general al trezoreriei statului în conformitate cu OUG nr. 64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare, fapt care va contribui și la creșterea transparenței și predictibilității pe piața primară a titlurilor de stat.

II. Diminuarea riscului de credit (riscul contrapartidei)

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

Ponderea plăților efectuate de MFP în calitate de garant, din bugetul de stat se va menține la un nivel confortabil, atât datorită rambursării împrumuturilor garantate de stat, cât și datorită faptului că subîmprumuturile și garanțiile de stat se vor acorda conform prevederilor Ordonanței de Urgență Guvernului nr. 64/2007, doar pentru proiectele prioritare/strategice, în baza unei legi speciale emise în acest scop, după parcurgerea unor etape care să dovedească credibilitatea și capacitatea de rambursare a datoriilor de către beneficiarii garanțiilor/subîmprumuturilor.

Garanțiile de stat emise în anii anteriori sunt în perioada de rambursare și estimările privind plățile ce urmează a se efectua din bugetul de stat în contul garanțiilor de stat se situează în perioada de analiza sub 0,07 % din PIB, pe un trend descendent ajungând la 0,04 % în 2013. S-au avut în vedere atât plățile în contul garanțiilor de stat emise sau care urmează a fi emise pentru proiecte/programe în domenii prioritare pentru economia românească.



b. realizarea managementului activ al lichidităților

De administrarea riscului de credit se va ține cont în momentul în care MFP va începe să aibă un management activ în ceea ce privește operațiunile de cash management, prin efectuarea de plasamente pe piața monetară, având în vedere că în prezent managementul lichidităților se desfășoară deocamdată pasiv, neimplicând deschiderea de poziții față de contrapartide.

Întrucât în conformitate cu OUG nr. 64/2007 privind datoria publică, finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice se realizează prin utilizarea diferitelor instrumente de datorie indiferent de execuția veniturilor și cheltuielilor bugetare, precum și a disponibilităților existente în soldul contului curent general al trezoreriei statului, în perioada 2011 – 2013 se va urmări atât distribuirea uniformă a împrumuturilor contractate prin emiterea titlurilor de stat de-a lungul anului, în conformitate cu calendarul anual de titluri de stat, cât și managementul activ al lichidităților disponibile în soldul contului trezoreriei.

În acest sens, MFP a creat cadrul legal necesar operațiunilor de management al lichidităților existente în soldul contului trezoreriei, dar având în vedere nivelul actual al acestor disponibilități această activitate este avută în vedere în perspectiva anilor viitori.

Instrumentele care se vor utiliza, în baza convențiilor încheiate cu instituțiile financiare românești, pentru managementul disponibilităților în lei existent în soldul contului curent general al trezoreriei statului sunt următoarele:

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

c. stabilirea de limite pentru contrapartidă în cazul utilizării instrumentelor financiare derivate.

Pentru tranzacțiile cu derivate financiare se vor stabili limite de expunere pentru fiecare contrapartidă cu care se vor încheia contracte de tip MDA („Master Derivatives Agreement”, cum ar fi ISDA) care să conducă la limitarea riscului de contrapartidă.

d. riscul de credit în condițiile efectuării de operațiuni de încasări și plăți în valută de către MFP

Tot pentru perioada acoperită de Strategie, prin prisma operațiunilor noi de încasări și plăți în valută pe care MFP intenționează să le desfășoare direct, se are în vedere deschiderea de conturi de corespondent cu instituții financiare românești și/sau străine¹⁹ ceea ce va

¹⁹ S-a elaborat documentația de licitație pentru alegerea instituțiilor financiare cu care se vor deschide conturi corespondente în vederea efectuării încasărilor și plăților în valută. Aceste operațiuni se desfășoară actualmente prin BNR, care acționează ca agent al statului pentru

presupune asumarea unui risc de credit suplimentar și o responsabilitate mult mai mare, având în vedere necesitatea utilizării mesajelor de tip SWIFT, specifice operațiunilor în valută aferente sistemului electronic de plăți.

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

III. reducerea riscului operațional

Pentru reducerea riscului operațional, care include și riscul reputațional, se va ține cont de necesitatea dezvoltării/îmbunătățirii infrastructurii informatice la nivelul Direcției generale de trezorerie și datorie publică (DGTDP), atât prin implementarea și consolidarea deplină a sistemului informatic de management al datoriei publice guvernamentale, cât și prin implementarea unei aplicații de licitație electronică în cel mai scurt timp posibil. Finalizarea și mai ales testarea riguroasă a acestor sisteme este imperios necesară astfel încât la intrarea acestora în regim "live" să fie asigurate toate facilitățile și funcționalitățile oferite cu maximă acuratețe, promptitudine și în condiții de maximă siguranță (linii de comunicații duble și implementarea semnăturii electronice).

De asemenea, în același scop se va avea în vedere asigurarea unei pregătiri permanente pentru personalul implicat în administrarea datoriei publice, cursuri specializate de trezorerie și administrare a datoriei, ținând cont de evoluția permanentă a instrumentelor de datorie („cash and debt management”) și a celor de acoperire a riscului („hedging”).

Pentru evaluarea riscurilor asociate portofoliului de datorie în perioada de implementare se va avea în vedere următoarea grilă de priorități:

Riscuri	Prioritate
Risc de refinanțare	Mare
Risc de lichiditate	Mare
Risc valutar	Mare
Risc de rată de dobândă	Medie
Distribuirea uniformă a serviciului datoriei publice guvernamentale	Medie
Minimizarea costurilor cu datoria publică	Mare

plățile în valută la extern, precum și pentru încasările în valută, MFP având deschis un cont în valută, cu analitice pe fiecare tip de valută încasată.

guvernamentală pe termen lung	
Risc de credit	Medie
Managementul activ al lichidităților	Medie
Risc operațional	Medie

4. Dezvoltarea pieței titlurilor de stat

Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat este un proces continuu și de durată, îndeosebi în contextul economic și financiar actual, care presupune acțiuni din partea MFP care să contribuie la creșterea *lichidității, eficienței și transparenței pieței* titlurilor de stat.

Strategia de finanțare a deficitului bugetar în perioada 2011-2013 din surse interne în proporție de cca 50 %, și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale denominate în lei de pe aceeași piață, se va axa pe emisiuni de titluri de stat, în scopul dezvoltării pieței interne a titlurilor de stat. O astfel de strategie care acordă o atenție deosebită pieței interne ca sursă de finanțare, prezintă avantajul reducerii riscului valutar, dar și a reducerii numărului de operațiuni aferente datoriei publice guvernamentale, prin operațiuni de redeschidere a obligațiilor de stat de tip benchmark, până la volume mari de referință pe piața primară de cca 1 mld. euro, care să permită asigurarea de *lichiditate suficientă* pe piața secundară a acestor titluri. Obiectivul de dezvoltare a pieței titlurilor de stat ține cont și de faptul că odată cu începerea implementării pilonului II de pensii în anul 2008, pentru acoperirea nevoilor de plasament ale acestor instituții se vor emite titluri de stat pe termen mediu și lung, contribuind astfel la diminuarea riscului de refinanțare. Politica de emiteră a titlurilor de stat se va realiza în conformitate cu calendarul anual de emisiuni, dar în același timp se va adapta la cerințele pieței pentru anumite instrumente de datorie sau maturități, urmărindu-se totodată îndeplinirea obiectivelor din prezenta Strategie. În scopul asigurării unor instrumente care să asigure o protecție față de inflație, pe baza unor analize privind sensibilitatea veniturilor bugetare la inflație, coroborată cu scenarii privind acest indicator, se analizează posibilitatea relansării obligațiilor indexate la indicii prețurilor de consum (inflație).

Unul din obiectivele conexe dezvoltării pieței titlurilor de stat este de a extinde și consolida curba de randament. În condițiile creșterii lichidității titlurilor de stat pe o plajă cât mai largă de maturități, îndeosebi în condițiile actuale marcate de volatilitate ridicată, se vor crea referințe reale atât pentru emisiunile următoare ale emitentului, cât și pentru mediile investiționale și pentru alți emitenți în monedă națională.

Pentru *creșterea eficienței* pieței titlurilor de stat pe termen scurt se va avea în vedere implementarea sistemului electronic de licitații de titluri de stat, iar pentru îmbunătățirea decontării titlurilor de stat pentru investitorii nerezidenți se vor depune toate diligențele împreună cu BNR pentru asigurarea conectării la Clearstream și la Euroclear.

Un aspect important care va conduce la creșterea eficienței și lichidității pieței titlurilor de stat îl reprezintă realizarea cotațiilor de fixing pentru titlurile de stat pe platforma suport pentru piața secundară, activitate realizată în luna ianuarie 2011, urmând să se revizuiască ulterior și regulamentul privind piața primară a titlurilor de stat. Prin modificarea regulamentului privind piața primară a titlurilor de stat se urmărește creșterea competitivității între dealerii primari, recompensarea acestora pentru activitatea desfășurată, cum ar fi: posibilitatea selectării acestora ca administratori de tranzacții pentru emisiunile de euroobligațiuni, posibilitatea achiziționării de către aceștia în cadrul unei licitații de a doua zi, a titlurilor de stat pe termen mediu și lung la randamentul mediu aferent licitației din ziua precedentă, dar și introducerea unor criterii cantitative și calitative atât pentru activitatea de pe piața primară, cât și de pe piața secundară, în funcție de care se va evalua statutul de dealer primar.

În ceea ce privește asigurarea *transparenței și predictibilității* modului de contractare și administrare a datoriei publice guvernamentale în lei, cât și pentru evaluarea regulată a necesităților investiționale la nivelul pieței, precum și a așteptărilor referitoare la condițiile de piață, se va menține o consultare periodică cu participanții de pe piața internă (dealeri primari, fonduri de pensii, companii de asigurări, etc.)

În scopul coordonării acțiunilor în vederea atingerii obiectivelor operaționale de gestionare a politicii monetare și a datoriei publice se vor organiza în continuare întâlniri periodice între reprezentanții Ministerului Finanțelor Publice și cei ai Băncii Naționale a României, în cadrul Comitetului de coordonare a politicii monetare și fiscale.

V.B. INSTRUMENTELE UTILIZATE PENTRU IMPLEMENTAREA STRATEGIEI

Instrumentele de datorie publică guvernamentală avute în vedere în perioada 2011-2013:

1. emisiunile de titluri de stat pe piața internă, respectiv emisiuni de certificate de trezorerie cu scadențe până la 1 an (364 de zile) și emisiuni de obligațiuni de tip benchmark emise cu scadențe de 3, 5, 7 și 10 ani, corespunzător cererii investitorilor, denominate în lei și în valută funcție de oportunitățile existente pe piață și chiar și cu maturități mai lungi dacă va exista o cerere suficientă din piață pentru astfel de maturități în condiții rezonabile de lichiditate și cost. Funcție de apetitul participanților pe piață și în scopul optimizării portofoliului de titluri de stat se vor redeschide emisiunile de titluri de stat de tip benchmark emise în anii anteriori până la un volum care să permită creșterea lichidității pe piața secundară.

De asemenea, pe măsura dezvoltării segmentului investitorilor instituționali și creșterii necesităților investiționale ale acestora se va urmări extinderea maturității titlurilor de stat, și se va analiza posibilitatea emiterii de instrumente specifice (în baza unei analize de cost de oportunitate) cerute de investitori, cum ar fi lansarea unor serii de titluri de stat indexate la indicii prețurilor de consum sau unor obligațiuni de stat fără cupon („zero coupon bond”).

2. emisiunile de titluri de stat pe piața externă de capital, în funcție de necesitățile de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice, dar și a evoluției condițiilor financiare de pe aceste piețe și cele oferite de piața internă prin prisma raportului cost/risc, în conformitate cu Programul-cadru de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu în limita aprobată de 7 mld. euro.

Începând cu anul 2012, finanțarea din surse externe a deficitului bugetar (de cca 50 % pe orizontul de timp acoperit de Strategie) se va asigura preponderent din emisiuni pe piețele externe de capital, MFP acționând pentru extinderea maturităților și consolidarea curbei de randament pentru aceste instrumente de datorie.

Ținând cont de faptul că instrumentele de finanțare se diversifică în permanență în funcție de oportunitățile existente pe piețele de capital, se vor utiliza atât instrumente de datorie în euro, cât și în alte valute pe baza analizelor de cost comparativ cu instrumentele standard în lei și în euro.

Pentru anumite subportofolii de împrumuturi existente în portofoliu, ale căror dobânzi plătite în momentul de față sunt foarte mari (împrumuturi contractate în trecut, când condițiile de acces la finanțare aferente României erau mult defavorabile celor de astăzi), în condițiile în care astfel de operațiuni se dovedesc eficiente din punct de vedere al atingerii obiectivelor de administrare a datoriei publice guvernamentale menționate și vor exista disponibilitățile necesare în contul Trezoreriei statului, se poate decide rambursarea anticipată²⁰ (încercându-se reducerea fragmentării portofoliului și aducerea costurilor aferente portofoliului la nivelele actuale), de comun acord cu instituția finanțatoare.

3. împrumuturi de la instituțiile financiare internaționale, se vor utiliza în baza analizei comparative a costurilor finanțărilor oferite de către instituțiile financiare internaționale, dedicate finanțării deficitelor bugetare în contul anumitor cheltuieli bugetare (de tip împrumut BIRD pe bază de rezultate) sau programe de dezvoltare.

În anii 2010-2011 finanțarea din surse externe a deficitului bugetar se va asigura și din pachetul financiar extern încheiat cu FMI, UE și BM. De altfel, în actualul context de piață, IFI-urile sunt instituții financiare care pot oferi maturități lungi și foarte lungi în condiții foarte bune de dobândă (comparativ cu cele oferite de piață), împrumuturile de la acestea putând sprijini eforturile reducerii riscului de refinanțare și de echilibrare a structurii pe maturități aferente portofoliului de datorie publică.

Totuși, în condițiile în care lichiditatea pe piețele internaționale de capital se va îmbunătăți coroborat cu reducerea costurilor asociate, emisiunile de euroobligatiuni vor constitui

²⁰ Decizia va depinde atât de costurile rambursării anticipate (comisioane aferente), cât și de raportul cost/risc al alternativei de a nu realiza exercițiul de rambursare anticipată cu cea a rambursării anticipate prin emiterea unui/unor împrumuturi suverane pe piețele internaționale de capital.

principala sursă de finanțare externă, ținând cont de obiectivul dezvoltării unei curbe de randament pentru euroobligațiunile românești.

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

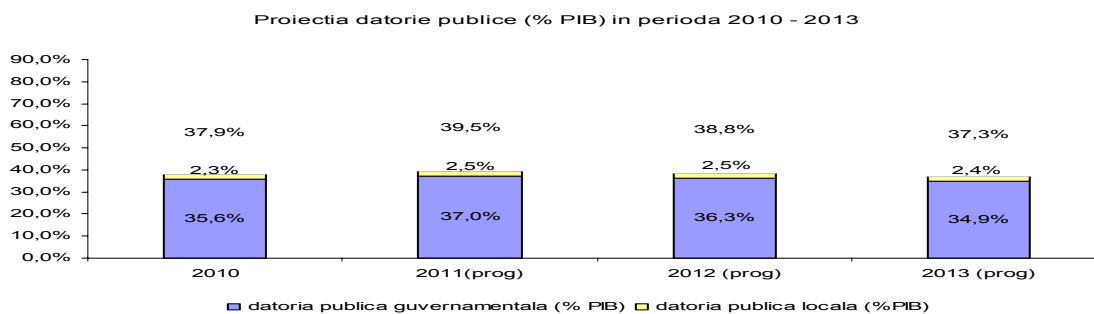
1. Pentru menținerea în limite rezonabile a riscului valutar și a riscului de rată de dobândă, vor fi efectuate în mod regulat analize de scenarii și de sensibilitate și va fi menținut un dialog permanent cu instituțiile financiare, astfel încât în funcție de oportunitățile oferite de evoluțiile piețelor financiare internaționale pentru administrarea acestor riscuri să fie utilizate **instrumente financiare derivate** (swap valutar și de rată a dobânzii). În acest mod, MFP va realiza trecerea de la un management pasiv al riscurilor de piață, prin contractarea de datorie nouă, la un management activ prin utilizarea acestor instrumente specifice.

2. Pentru reducerea riscului de refinanțare, pe termen mediu va fi analizată oportunitatea utilizării **tranzacțiilor de tip bond exchange** (preschimbarea titlurilor de stat cu durată rămasă pe termen mediu în titluri cu scadențe pe termen lung) sau a **tranzacțiilor de tip buyback** (răscumpărarea în avans a titlurilor de stat) și repo, operațiuni care pot dinamiza piața secundară cu beneficii potențiale de reducere a costurilor viitoare, acestea urmând a fi anunțate prin calendarul anual și trimestrial al emisiunilor de titluri de stat.

VI. IMPACTUL IMPLEMENTĂRII NOII STRATEGII ASUPRA DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE

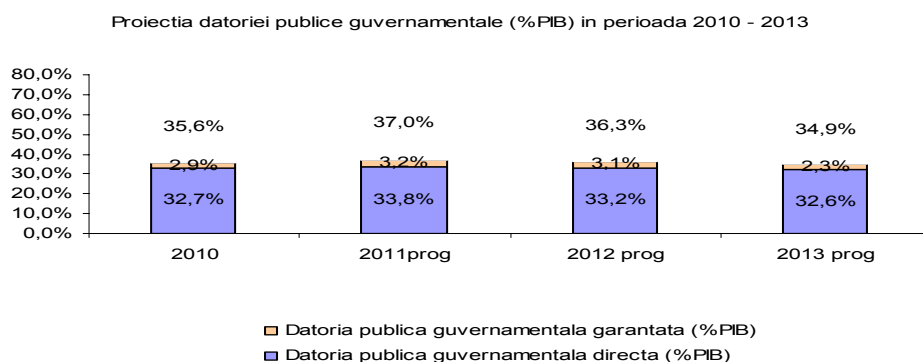
VI.A. PROGNOZA DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE PE TERMEN MEDIU

În perioada acoperită de Strategie, pe fondul creșterii economice, a evoluției așteptate de apreciere a monedei naționale față de Euro, principala valută în care este denominată datoria publică externă, dar și a extinderii maturității titlurilor de stat și implicit a duratei medii rămase a portofoliului datoriei publice, nivelul estimat al datoriei publice nu va depăși 40,0% din PIB, după cum este prezentat în graficul de mai jos.



În perioada 2011-2013, datoria publică locală se va contracta de către unitățile administrativ-teritoriale (UAT) cu respectarea limitelor anuale referitoare la tragerile din creditele contractate sau care urmează a fi contractate stabilite prin Strategia fiscal – bugetară pentru anii 2011-2013, în valoare de 1,4 mld. lei pentru anii 2011 și 2012 și de 1,2 mld. lei în 2013.

Datoria publică guvernamentală va crește în perioada analizată ca urmare a contractării de datorie pentru finanțarea deficitelor bugetare în limitele prevăzute de Strategia fiscal-bugetară, precum și pentru refinanțarea datoriei publice, fără însă a depăși nivelul de 37,0 % din PIB .



Un alt factor de creștere a datoriei publice guvernamentale îl va constitui emiterea de garanții de stat în cadrul programului “Prima casă”, pentru proiecte de interes național cu efect multiplicator în economie și a celor destinate prefinanțării/cofinanțării de proiecte finanțate din fonduri europene și de către alte instituții financiare internaționale. Astfel, pentru creșterea controlată a datoriei publice guvernamentale prin Cadrul de cheltuieli pe termen mediu s-au aprobat limite anuale pentru emiterea garanțiilor de stat în valoare de 10,0 mld.lei pentru anul 2011 și 2012 și de 6,0 mld. lei pentru 2013, în completarea plafonului cumulată pentru anii 2009 -2010 de 12,0 mld. lei agreat cu FMI, CE și BM.

VI.B. ANALIZA DE SUSTENABILITATE A DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE

Factorii care contribuie la creșterea datoriei publice guvernamentale pe termen mediu sunt prezentați în tabelul de mai jos:

% din PIB	2009	2010	2011	2012	2013
1.Nivelul datoriei publice guvernamentale	27,8	35,6	37,0	36,3	34,9
2. Modificarea datoriei publice guvernamentale (%)	8,3	7,8	2,1	-0.7	-1,4

Contribuția la modificarea datoriei					
3. Deficitul primar	-6,2	-5,2	-2,6	-1,5	-1,2
4. Creștere reală PIB	-1,4	-0,5	0,5	1,3	1,5
5. Rata reală a dobânzii	2,6	1,9	1,3	0,4	0,1
6. Ajustări stoc-flux	13,3	11,6	2,9	-0,9	-1,8
din care:					
- acumularea netă de active financiare (din privatizare)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- efecte ale evaluării și altele *)	13,3	11,6	2,9	-0,9	-1,8
7. rata dobânzii implicate asupra datoriei	5,1%	5,5%	5,1%	4,8%	4,8%

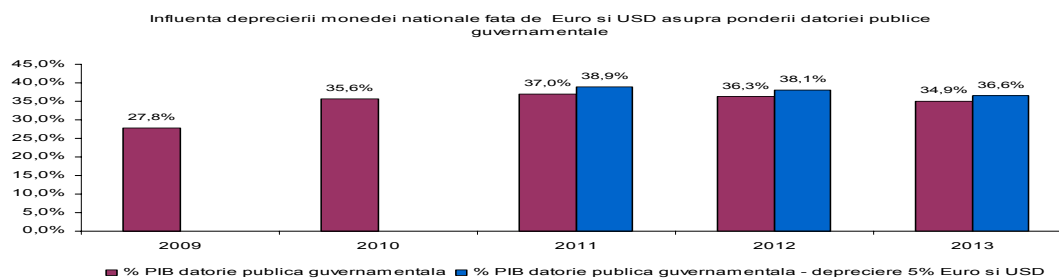
*) fluctuația cursurilor de schimb valutar, necesităților de echilibrare a contului curent general al trezoreriei, tranzacții în contul subîmprumuturilor acordate operatorilor economici și creditelor garantate de stat.

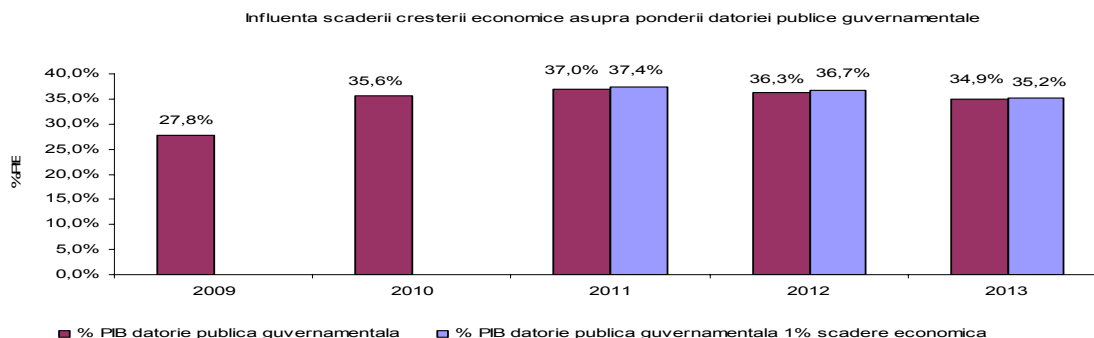
Pentru perioada următoare nu s-au luat în calcul veniturile potențiale din activitatea de privatizare, îndeosebi a unor companii din sectorul transporturi și energetic, întrucât procesul de privatizare a acestor active ale statului a fost amânat pentru perioada de redresare a economiei naționale. În măsura încasării veniturilor din această activitate, aceste venituri se vor putea utiliza ca sursa de finanțare a unor cheltuieli bugetare potrivit legislației în vigoare, prin Fondul Național de Dezvoltare.

Analize de sensibilitate

Ținând cont de structura portofoliului datoriei publice guvernamentale la sfârșitul anului 2009, în scopul reflectării sensibilității portofoliului de datorie guvernamentala la modificarea anumitor factori semnificativi pe perioada de analiză acoperită de Strategie (2011-2013) au fost analizate următoarele scenarii:

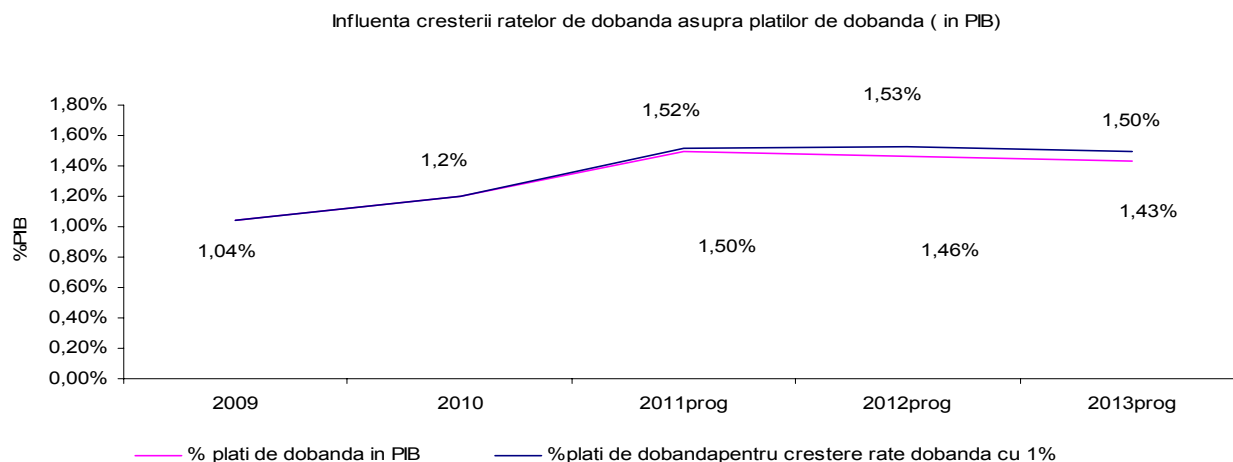
1. influența asupra nivelului datoriei publice guvernamentale din: diminuarea creșterii economice cu 1% și a deprecierei cu 5 % față de EUR și USD, principalele valute în care este denominată datoria publică guvernamentală.



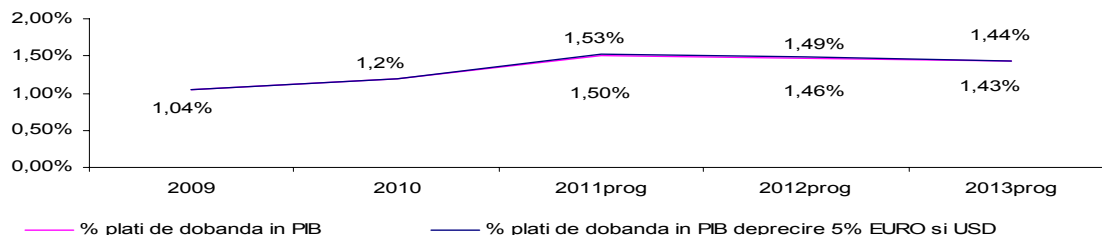


Dupa cum se observă în graficele de mai sus influența unei creșteri economice sub așteptări în perioada acoperită de Strategie are un impact relativ constant asupra nivelului de îndatorare de 0,3% -0,4 % din PIB, în timp ce influența deprecierei monedei naționale are un impact semnificativ de până la 1,9 % din PIB.

2. influența asupra plăților de dobândă din bugetul de stat a deprecierei monedei locale față de EUR și USD cu 5 % și a creșterii cu 1 % a ratelor de dobândă (la titluri de stat, Libor și Euribor) asupra plăților de dobândă aferente datoriei publice guvernamentale.



Influenta deprecierei monedei nationale fata de Euro si USD urmare platilor de dobanda



În cazul prognozei plăților de dobânzi din bugetul de stat în PIB se observă că în ambele cazuri impactul este relativ redus (sub 0,1% din PIB).

VII. FACTORI CARE POT INFLUENȚA NEGATIV IMPLEMENTAREA STRATEGIEI

Factorii identificați ca având un potențial impact negativ asupra implementării Strategiei sunt următorii:

1) *Înrăutățirea prognozei indicatorilor macroeconomici*

Într-un mediu caracterizat de volatilitate ridicată pe piețele internaționale de capital și de incertitudini legate de criza datoriilor din Grecia și alte state europene, un factor important îl reprezintă o potențială încetinire a creșterii economice la nivel global, și îndeosebi a economiei principalilor parteneri externi ai României, coroborat cu o reducere a intrărilor de capital.

Ritmul de redresare a economiei naționale sub așteptări s-ar datora atât evoluției economiei mondiale, și europene în special, ținând cont de structura schimburilor economice, dar și unor factori interni, cum ar fi menținerea la un nivel scăzut al consumului și un ritm modest al procesului de reluare a creditării în perioada 2011-2013.

Un factor de influență manifestat în ultima perioadă și care a căpătat o importanță deosebită prin prisma procesului de redresare a economiei mondiale și a realizării exporturilor ca factor de creștere economică îl reprezintă fluctuația parității euro față de celelalte valute. Acest factor împreună cu creșterea într-un ritm accelerat al ratelor dobânzilor de referință pot conduce la creșterea peste așteptări a costului finanțării în perioada de analiză.

2) consolidarea fiscală diminuată ca urmare a creșterii economice sub așteptări

O creștere economică sub așteptări poate conduce la încasarea de veniturilor bugetare sub prognoza luată în calcul la stabilirea deficitului bugetar, în acest mod determinând creșterea țintelor de deficit bugetar dacă nu se iau măsuri suplimentare de consolidare fiscală.

Un alt factor important în realizarea consolidării fiscale pe termen mediu îl reprezintă implementarea reformelor structurale conform graficului stabilit cu FMI, UE și Banca Mondială, care să contribuie la realizarea țintelor de deficit. Orice derapaj în implementarea reformelor structurale va impune ajustări prin măsuri de consolidare fiscală suplimentare, iar finanțarea suplimentară necesară, dacă va fi cazul, va fi acoperită din rezerva financiară existentă în contul în valuta al MFP. O sursă alternativă de finanțare o reprezintă veniturile ce s-ar obține din privatizarea unor active ale statului, care ar asigura resursele ieftine necesare finanțării deficitului bugetar, contribuind și la scăderea gradului de îndatorare (ca urmare a contractării de datorie într-un volum mai mic decât cel necesar).

Indicatori	2009	2010	2011	2012	2013	
	(exec)	(est)	(prog)	(prog)	(prog)	
PIB nominal (mld. lei)	491,3	511,6	544,4	599,1	659,4	
Creștere PIB (%)	-7,1	-1,9	1,5	3,9	4,5	
Inflație medie (%)	5,59	5,9	5,3	3,5	3,2	
Inflație anuală dec/dec. (%)	4,74	7,96	3,2	3,0	2,8	
Deficit buget general consolidat *)(% în PIB)	-7,4	-6,79	-4,4	-3	-2,5	
Datoria publică guvernamentală *) (mld. lei)	136,5	182,3	201,6	217,6	230,0	
Ponderea datoriei publice guvernamentale în PIB (%)	27,8	35,6	37,0	36,3	34,9	
Exportul de bunuri și servicii (mld. EUR)	36,1	38,6	42,2	46,2	51,4	
Serviciul datoriei publice guvernamentale**) (mld. lei)	56,9	45,6	61,7	61,4	62,8	
Serviciul datoriei publice guvernamentale externe (mld. EUR)	1,4	2,0	1,6	2,6	2,7	
Ponderea serviciului datoriei publice guvernamentale externe în Exporturi (%)	3,9	5,2	3,8	5,6	5,3	
Ponderea serviciului datoriei publice guvernamentale în PIB (%)	11,5	8,9	11,3	10,2	9,5	
Cursul de schimb mediu	EUR	4,2373	4,2099	4,21	4,18	4,16
	USD	3,0493	3,1779	3,21	3,19	3,18

¹⁾ deficitul bugetar si datoria publica guvernamentala sunt prezentate conform legislatiei nationale.

^{**)} include refinanțările titlurilor de stat aferente datoriei contractate și a celei ce urmează a se contracta pentru finanțarea din surse interne a deficitelor din perioada de analiză (2011 - 2013)

Sursa de date: MFP (deficit, datorie, indicatori de datorie), Comisia Națională de Prognoză (PIB, inflație 2011- 2013, exportul de bunuri și servicii, cursul de schimb mediu pentru perioada 2011-2013 sunt din prognoza indicatorilor macroeconomici pentru Strategia fiscal-bugetară), INSSE (inflație 2009 -2010), BNR (curs de schimb mediu pentru perioada 2009 - 2010).

Indicatori	2008	2009	2010
Datoria publică guvernamentală	<u>100.556,4</u>	<u>136.493,8</u>	182.321,9
<i>din care:</i>			
1. după tip	<u>100.556,4</u>	<u>136.493,8</u>	182.321,9
directă	61523,1	84.349,2	167449,3
garantată	39033,3	52.144,6	14872,6
2. după creditor	<u>100.556,4</u>	<u>136.493,8</u>	182.321,9
multilaterali	20.533,5	34.643,1	52549,2
bilaterali	312,9	272,4	287,1
bănci private si alții	79.710,0	101.587,3	129485,6
3. după tipul de instrumente	<u>100.556,4</u>	<u>136.493,8</u>	182.321,9
Certificate de trezorerie interbancare în lei si valută	8.106,9	23.432,2	32659
Instrumente de cash management	1.825,0	0	0
Obligațiuni de stat	9.505,7	23.146,2	34021,3
Euroobligatiuni	8.569,9	9.093,6	10497,8
Leasing financiar *)	243,5	79,2	63
Împrumuturi de stat	32.710,7	52.608,2	73644,2
Împrumuturi din contul curent general al trezoreriei statului	39.594,7	28.134,4	31436,7
4. după valută	<u>100.556,4</u>	<u>136.493,8</u>	182.321,9
RON	60.024,8	64.302,0	82634,3
USD	9.227,5	8.629,1	8395
EURO	28.102,8	56.646,1	77971,2
DST	20,5	3.984,4	9645,5
CHF	306,8	235,5	197,5
CAD	714,9	623,2	806,8
JPY	1.914,0	1904,9	2541,3
WON	124,3	128,5	130,3
GBP	121,0	40,0	0
5. după scadențe	<u>100.556,4</u>	<u>136.493,8</u>	182.321,9
termen scurt	49.526,6	51.566,6	64095,8
termen mediu	10.712,5	27.096,1	42745,1
termen lung	40.317,3	57.831,1	75481,0
6. după rata dobânzii	<u>100.556,4</u>	<u>136.493,8</u>	182.321,9
fixă	31.495,2	57.934,4	94877,2
variabilă	69.061,2	78.559,4	87444,7

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

Finanțarea deficitului bugetar în perioada 2008-2010

Perioada	2008 (exec)	2009 (exec.)	2010 (exec.)
Finanțarea deficitului bugetar (mil. lei)	24.858,1	36.435,4	33.642,5
Finanțare internă	89,3	68,7	60,6
- % în total finanțare			
Finanțare externă	9,2	30,5	38,5
- % în total finanțare			
Venituri din privatizare și recuperari AVAS	1,5	0,8	0,9
- % în total finanțare			

**Rating-ul României acordat de S&P, Moody's, Fitch și JCRA
pentru împrumuturile suverane pe termen lung in valuta**

An	S&P	FITCH	MOODY'S	JCRA
2010	BB+ (reafirmare 15 aprilie 2010) perspectivă stabilă	BB+ (reafirmare 2 august 2010) perspectivă stabilă	Baa3 (reafirmare 18 ianuarie 2010) perspectivă stabilă	BBB- (reafirmare 14 decembrie 2010) perspectivă stabilă
2009	BB+ perspectivă negativă	BB+ perspectivă negativă	Baa3 (reafirmare 2 sept 2009) perspectivă stabilă	BBB- perspectivă negativă
2008	BB+ BBB- (ian.-oct.)	BB+ BBB (ian.-nov.)	Baa3	BBB- BBB (ian.-dec.)
2007	BBB-	BBB	Baa3	BBB
2006	BBB-	BBB BBB- (ian.-aug.)	Baa3 Ba1 (ian.-sept.)	BBB BBB- (ian.-nov.)
2005	BBB- BB+ (ian.-sept.)	BBB-	Ba1 Ba3 (ian.-martie)	BBB- BB+ (ian.-sept.)
2004	BB+ BB (ian.-sept.)	BBB- BB (ian.-nov.)	Ba3	BB+ BB (ian.-nov.)
2003	BB BB- (feb.-sept.) B+ (ian-feb.)	BB BB- (ian.-dec.)	Ba3 B1 (ian.-dec.)	BB
2002	B+ B (ian-aprilie)	BB- B+ (iunie-oct.) B (ian.-iunie)	B1 B2 (ian.-dec.)	BB BB- (ian.-dec.)
2001	B	B	B2	BB-

	B- (ian.-iunie)		B3 (ian.-dec.)	
2000	B-	B B- (ian.-nov)	B3	BB-
1999	B-	B- B (ian. – mar.)	B3	BB-
1998	B- B+ (mai-oct.)	B BB- (ian.-dec.)	B3 (nov.-dec.) B1 (sept.-nov.) B3 (aug.-sept.)	BB- BB+ (apr.-dec.)
1997	BB-	BB-	Ba3	

Scala rating S&P, Fitch și JCR:	Scala rating Moody's:
<ul style="list-style-type: none"> » Grad investițional: de la BBB-, BBB, BBB+, A- până la AAA » Grad speculativ: de la D până la BB-, BB și BB+ 	<ul style="list-style-type: none"> » Grad investițional: de la Baa3, Baa2, Baa1, A3 până la Aaa » Grad speculativ: de la D până la Ba3, Ba2 și Ba3

Abrevieri și Glosar

MFP : Ministerul Finanțelor Publice

BNR: Banca Națională a României

BEI : Banca Europeană de Investiții

CNP : Comisia Națională de Prognoză

CCGTS : Contul Curent General al Trezoreriei Statului

DMFAS : Sistem pentru analiză și administrare a datoriei

ISDA : International Swap and Derivatives Association

MDA : Master Derivatives Agreement

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

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

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

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

Riscul de refinanțare - incapacitatea refinanțării datoriei sau refinanțarea acesteia la un cost foarte ridicat (depinde de nivelul de dezvoltare al pieței interne de capital și de evoluțiile piețelor financiare internaționale)

Riscul valutar - aprecierea datoriei în valută urmare deprecierii monedei naționale față de EURO și USD, în condițiile în care veniturile statului se încasează în moneda națională.

Riscul de rată de dobândă - creșteri ale ratelor de dobândă pe piața internă sau externă de capital

Riscul de credit - falimentul contrapartidelor

Riscul de plată - erori în sistemul de plăți

Riscul operațional - erori ale sistemului de administrare a datoriei sau erori umane, lipsa procedurilor de lucru, lipsa/fluctuația de personal

Riscul legislativ - interpretarea legii.

*) conform OUG 64/2007 privind datoria publică.