



**MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE**

**STRATEGIA DE ADMINISTRARE A  
DATORIEI PUBLICE  
GUVERNAMENTALE**

**2019-2021**

**Direcția Generală Trezorerie și Datorie Publică**

București 2019

## Cuprins

1. *Introducere*
  2. *Obiective și sfera de cuprindere*
  3. *Descrierea portofoliului de datorie publică guvernamentală*  
*Evoluția datoriei publice guvernamentale*  
*Riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2018*
  4. *Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în anul 2018 și în primele 5 luni ale anului 2019 și așteptările pe termen mediu*  
    Piața internă  
    Piața externă  
    Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2019 - 2021
  5. *Cadrul macroeconomic în România*  
    Riscuri aferente proiecțiilor inițiale  
    Implicații de politică la nivel macroeconomic
  6. *Analiză și linii directoare strategice*  
    Implicațiile analizei portofoliului existent de datorie publică guvernamentală, a cadrului macroeconomic și contextului de piață asupra managementului datoriei publice guvernamentale  
    Rezultatele analizei cu privire la strategiile alternative de administrare a datoriei  
    Linii directoare strategice
- Anexe**
1. *Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat*
  2. *Politica de îmbunătățire a administrării lichidităților și măsurile ce urmează a fi luate*

## Acronime

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

## 1. Introducere

Prezenta Strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale aferentă perioadei 2019-2021 (denumită în continuare „Strategie”) reprezintă o continuare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2018-2020 și a fost realizată în conformitate cu bunele practici internaționale definite în Liniile directoare ale Băncii Mondiale și FMI referitoare la elaborarea strategiilor de datorie publică<sup>1</sup> și în consultare cu BNR.

Ca și în cazul edițiilor anterioare, Strategia revizuită pentru orizontul de timp 2019-2021 este în concordanță cu indicatorii bugetari prevăzuți în Strategia Fiscal-Bugetară 2019-2021 și se axează exclusiv pe structura portofoliului datoriei publice guvernamentale, cu precădere pe acele aspecte care intră în competența și responsabilitatea administratorului de datorie publică guvernamentală<sup>2</sup>. Prin urmare, Strategia prevede direcția în care autoritățile intenționează să acționeze pentru asigurarea finanțării și pentru îmbunătățirea structurii portofoliului de datorie în vederea îndeplinirii *obiectivelor Ministerului Finanțelor Publice pentru administrarea datoriei publice guvernamentale*, respectiv:

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

### *Implementarea Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale în anul 2018*

În anul 2018, toți indicatorii de risc s-au încadrat în limitele stabilite prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale 2018 – 2020, după cum rezultă din prezentarea riscurilor financiare în tabelul de mai jos:

**Tabel 1: Indicatorii de risc la sfârșitul anilor 2017 și 2018**

Indicatori *	31/12/2017 **	31/12/2018	Ținte indicative conform Strategiei 2018-2020
<i>A. Riscul valutar</i>			
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	46,5%	48,6%	45% (minim) – 60%
Ponderea datoriei publice guvernamentale în Euro în total datorie în valuta (% din total)	84,0%	82,2%	80% (minim) – 95%
<i>B. Riscul de refinanțare</i>			
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	12,0%	14,0%	10% - 20% (maxim)
Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total)	18,0%	17,0%	15% - 25% (maxim)
Maturitatea medie ramasă pentru total datorie (ani)	5,9	6,3	5,5 ani (minim) – 7,0 ani
Maturitatea medie ramasă a datoriei în lei (ani)	3,7	4,0	3,5 ani (minim) – 5,0 ani
<i>C. Riscul de rată de dobândă</i>			
Ponderea datoriei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	15,0%	17,0%	10% - 20% (maxim)
Ponderea datoriei în lei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	17,0%	16,0%	15% - 25% (maxim)
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	5,9	6,3	5,5 ani (minim) – 7,0 ani
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	3,7	4,0	3,5 ani (minim) – 5,0 ani

\* nu includ împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului. \*\* pentru anul 2017 au fost avute în vedere țintele indicative stabilite prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale 2017 -2019.  
Sursa: MFP

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

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

## *Liniile directoare strategice pentru perioada 2019-2021*

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2019-2021:

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

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

- *pentru administrarea riscului valutar:*

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

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

<sup>4</sup> Rezerva în valută trebuie să acopere un număr de luni aferent necesarului brut de finanțare (stabilit la un nivel care să acopere 4 luni din necesarul brut de finanțare).

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

- *pentru administrarea riscului de refinanțare*

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

- *pentru administrarea riscului ratei dobânzii*

1. ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an să rămână între 15% și 25% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.
2. menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei dobânzii între 3,5 ani (minim) și 5 ani pentru datoria în moneda națională și între 6,0 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală.

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

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

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

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

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

---

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

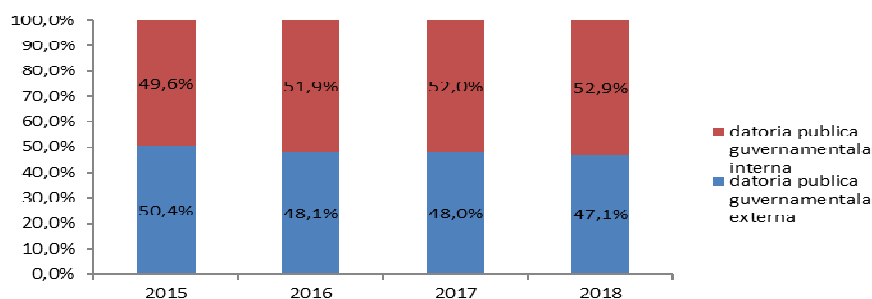
### 3. Descrierea portofoliului datoriei publice guvernamentale<sup>7</sup>

#### *Evoluția datoriei publice guvernamentale*

La sfârșitul anului 2018, datoria publică guvernamentală a fost de 331,1 miliarde lei, reprezentând 35,1% din PIB, pe fondul unei creșteri economice de 4,1% din PIB în condițiile unui deficit al bugetului general consolidat de 2,98% din PIB.

Ca urmare a strategiei adoptate în ultimii ani în ceea ce privește finanțarea deficitului bugetar preponderent prin emiterea de titluri de stat pe piața internă, dar și a creșterii cererii investitorilor rezidenți pentru euroobligațiunile românești, structura datoriei guvernamentale după criteriul rezidenței s-a modificat în favoarea datoriei guvernamentale interne începând cu anul 2015, datoria publică guvernamentală existentă la sfârșitul anului 2018, fiind în pondere de 52,9% contractată de creditori rezidenți și 47,1% de creditori nerezidenți.

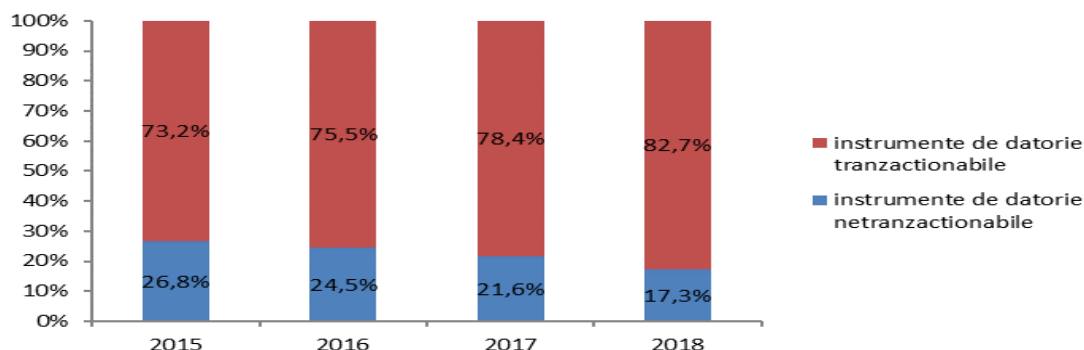
**Grafic 1: Datoria publică guvernamentală după criteriul rezidenței creditorului**



Sursa: MFP

După cum se observă în graficul 2, structura datoriei publice guvernamentale s-a îmbunătățit permanent, devenind un portofoliu alcătuit în principal din instrumente de datorie tranzacționabile (emise preponderent în monedă națională), care prin caracteristicile acestor instrumentele de datorie permit flexibilitate și operativitate în atragerea surselor de finanțare și adaptare la cerințele investitorilor.

**Grafic 2 : Instrumente de datorie tranzacționabile vs. instrumente de datorie netranzacționabile**



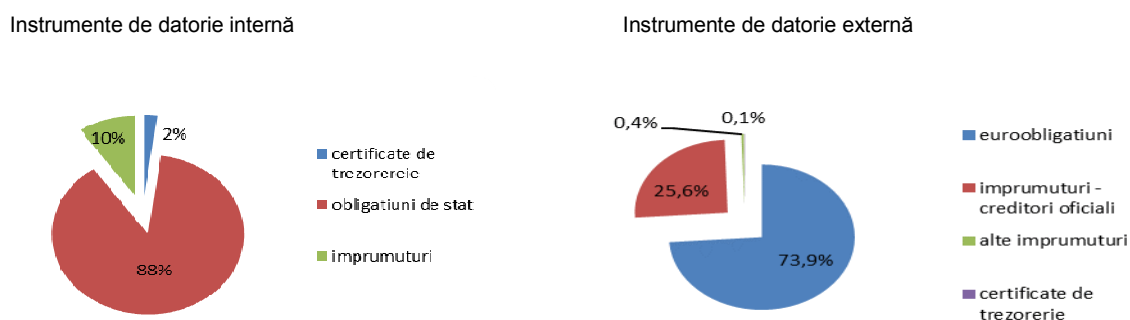
Sursa : MFP

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

Comparativ cu împrumuturile de stat a căror pondere a fost de 17,3% din total datorie publică guvernamentală, ponderea titlurilor de stat emise pe piețele interne și internaționale a reprezentat 82,7% din total datorie publică guvernamentală, din care 49,1% sunt titluri de stat emise pe piața internă și 33,6% cele emise pe piața externă. În această tendință se înscriu eforturile MFP pentru diversificarea bazei de investitori a titlurilor de stat, prin emiterea acestora în cadrul programului TEZAUR.

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

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



Sursa : MFP

Costurile, exprimate ca rate medii ale dobânzii<sup>8</sup>, au crescut în 2018, ca urmare a creșterii ratelor de dobândă, în special aferente datoriei interne. Datoria în monedă națională la sfârșitul lui 2018 rămâne mai costisitoare decât datoria în valută<sup>9</sup> așa cum reiese din tabelul 2.

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

	31.12.2017	31.12.2018
Rata medie de dobândă a datoriei publice guvernamentale (%)	3,4	3,7
1. în moneda națională, din care	3,5	3,9
a. Certificate de trezorerie cu maturitatea de 1 an	1,1	2,6
b. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 1 și 5 ani	3,8	3,8
c. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 5 și 10 ani	5,6	5,5
2. în valute, din care:	3,3	3,4
a. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 10 ani	3,3	2,7
b. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 3-5 ani	4,2	4,1
e. EUR multilateral	2,0	3,1
f. Obligațiuni în USD cu maturitatea de 30 ani	5,7	5,7
g. USD multilateral	1,4	1,4

Sursa : MFP

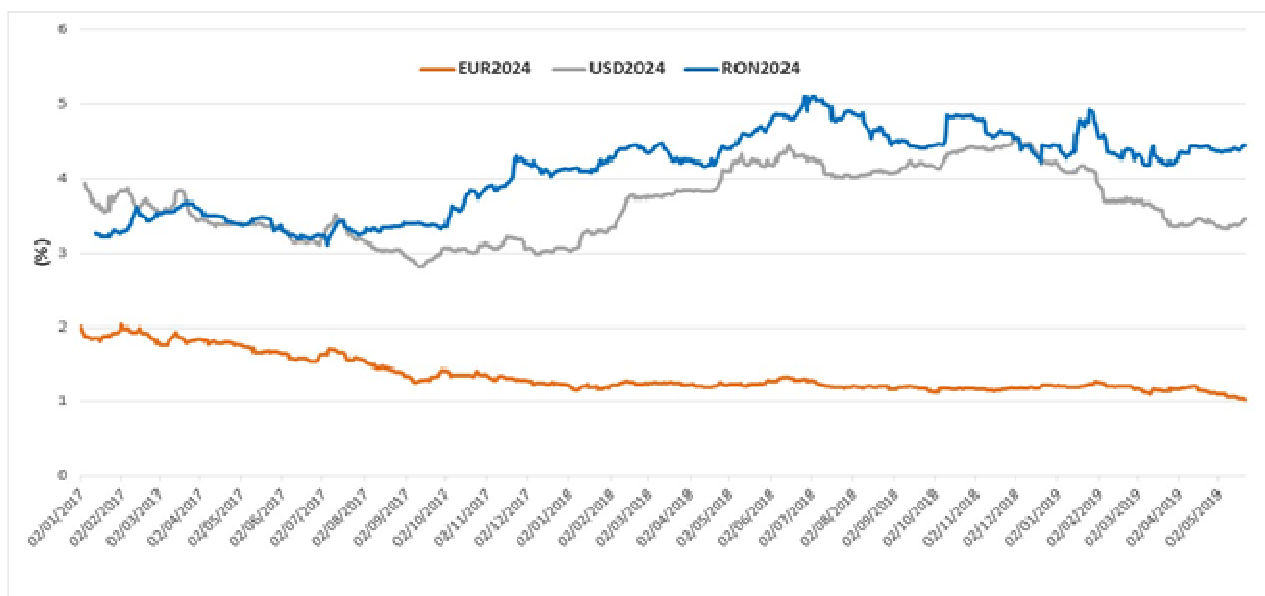
<sup>8</sup> S-au calculat ca raport între plățile preconizate ale dobânzii pentru anul 2019 și soldul existent la finele anului 2018 pentru fiecare instrument de datorie în parte.

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

<sup>10</sup> Tabelul prezintă ratele medii ale dobânzii pentru instrumentele de datorie selectate, agregate din toate instrumentele de datorie ce formează portofoliul de datorie publică guvernamentală.

Ponderea încă semnificativă a împrumuturilor de la instituțiile financiare internaționale contractate la rate de dobândă favorabile explică nivelul mai scăzut al costului finanțării externe. În plus, obligațiunile emise pe piețele internaționale de capital denumite în Euro sunt emise cu randamente nominale mai reduse în comparație cu cele aferente titlurilor de stat emise în moneda națională și în dolari (fără considerarea impactului riscului valutar asupra costurilor), după cum reiese din graficul 4. Pe întreg parcursul anului 2018, costurile aferente finanțării în lei de pe piața internă s-au menținut peste nivelurile celor în USD pentru maturități similare. Randamentele titlurilor de stat în lei au înregistrat creșteri, mai accentuate pe segmentul maturităților scurte, în contextul alinierii la creșterile ratei inflației. Având în vedere obiectivul MFP privind menținerea ponderii datoriei denumite în Euro în total datorie în valută în intervalul 80-95%, emisiunile pe piețele externe în anul 2018 s-au realizat preponderent în Euro, acestea prezentând avantajul unor costuri mai avantajoase comparativ cu cele în USD. De asemenea, a fost realizată prima tranzacție de răscumpărare parțială a unei emisiuni în USD scadentă în anul 2022 și de preschimbare cu o nouă emisiune de Euroobligațiuni în USD cu maturitatea de 30 de ani.

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



Sursa: MFP

## Riscurile asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2018

### Riscul valutar

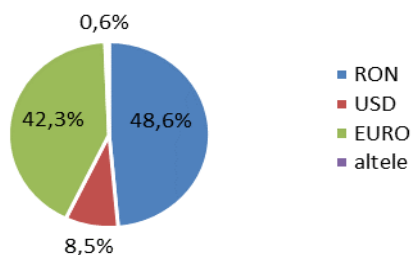
La sfârșitul anului 2018, 51,4% din portofoliul datoriei publice guvernamentale era denominat în valută. Aceasta reprezintă o pondere mare atât comparativ cu alte state membre UE care nu au adoptat moneda unică europeană, cât și cu state cu rating similar la nivel global. Aceasta expunere importantă la riscul valutar, poate fi gestionată în condițiile unei volatilități relativ scăzute a cursului de schimb leu/Euro și ca urmare a



ponderii datoriei în valută emisă pe termen lung denominată în Euro<sup>11</sup>. Având în vedere că cca 8-9% din portofoliul de datorie este denominat în USD, iar volatilitatea cursului de schimb leu/USD a fost în ultimii ani de circa trei ori mai mare față de cea a cursului de schimb leu/Euro, datoria contractată în USD prezintă un grad de risc mult mai ridicat decât cea contractată în Euro, așa cum reiese și din graficul 6.

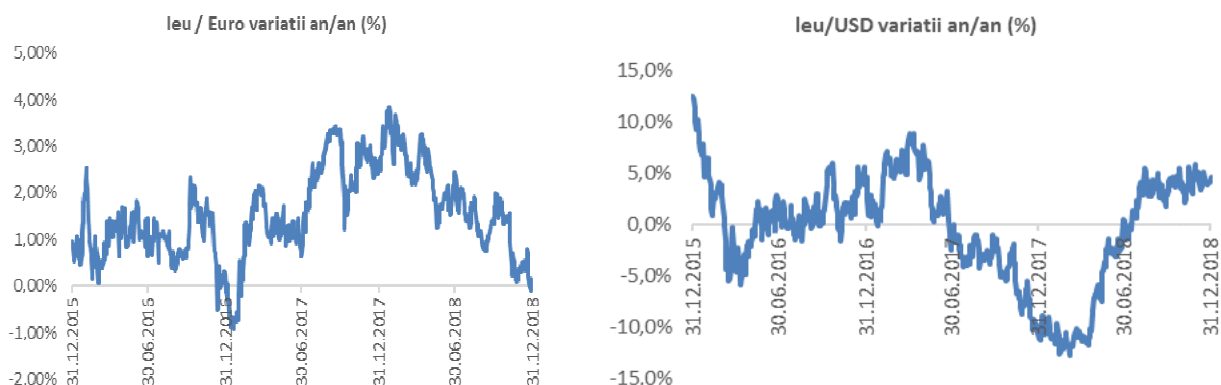
Mai mult, politica menținerii unei rezerve în valută are în vedere limitarea riscului valutar aferent rambursărilor datoriei în valută, această rezervă fiind utilizată în mod direct la plățile serviciului datoriei publice guvernamentale în valută.

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



Sursa: MFP

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



Sursa: MFP, BNR

În cazul unor scenarii pesimiste, de exemplu o depreciere a monedei naționale față de Euro cu 5% și față de USD cu 15% în 2019 ar conduce la creșterea stocului datoriei cu 10,8 miliarde lei sau cu 1,04% din PIB și la o creștere a plăților în contul serviciului datoriei (include rambursările de rate de capital/ refinanțările de titluri de stat și plățile de dobânzi) cu 1,5 miliarde lei sau cu 0,5% din veniturile administrației publice centrale<sup>12</sup>. În consecință, expunerea la riscul valutar poate fi considerată moderată.

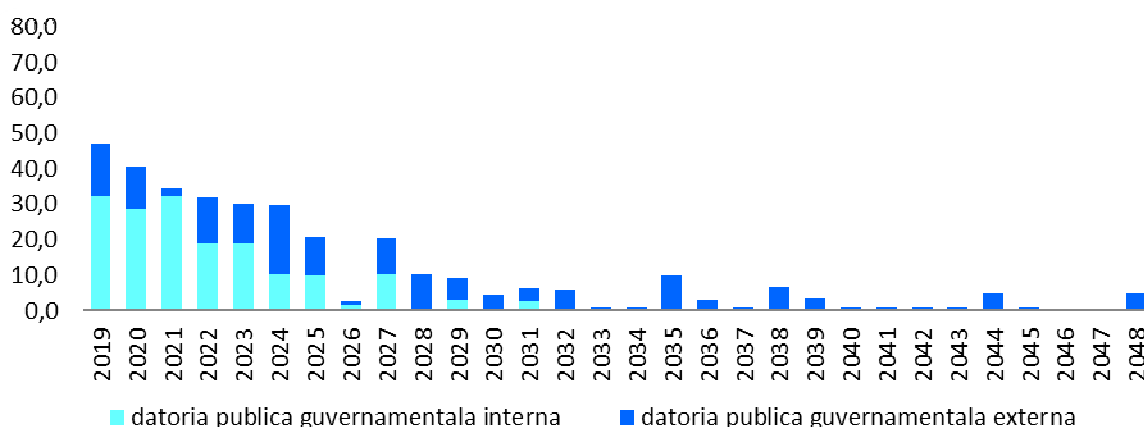
<sup>11</sup> Datoria denominată în Euro emisă pe termen lung cu o structură într-o singură tranșă (de tip bullet) presupune o rambursare a finanțării într-un interval de timp în care adoptarea monedei Euro este fezabilă și, prin urmare, un risc valutar implicit redus.

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

## Riscul de refinanțare

Structura rambursărilor de rate de capital și a refinanțărilor de titluri de stat prezentată în graficul 7 indică o acumulare a rambursărilor în primii 3 - 6 ani, deși tendința este de ajustare a graficului de rambursare cu efect de diminuare a riscului de refinanțare pe termen mediu și lung. Concentrarea rambursărilor în primii 5 ani se observă mai ales la nivelul datoriei interne<sup>13</sup> și reflectă importanța certificatelor de trezorerie în finanțarea guvernamentală, mai ales datorită preferinței investitorilor pentru titluri de stat cu maturitatea rămasă de 3-5 ani. Politica de construire a unor serii lichide de obligațiuni benchmark, pe o paletă de maturități medii și lungi, care sprijină consolidarea și extinderea curbei randamentelor în lei induce un risc de refinanțare la scadența acestora, aceste serii fiind redeschise până la consolidarea unei sume de până la echivalentul a aproximativ 2,5 miliarde Euro. De exemplu, în lunile ianuarie și noiembrie ale anului 2018, au fost scadente două emisiuni de obligațiuni benchmark în valoare de aprox. 16 miliarde lei. Refinanțarea acestor obligațiuni, deși în scădere, ar fi putut reprezenta o provocare în procesul de finanțare de pe piața internă, în condițiile în care băncile comerciale, care sunt încă cel mai important segment investițional pentru titlurile de stat (deținând aprox 46% din piața titlurilor de stat aferent unui nivel de peste 19% din activele sistemului bancar) ar fi utilizat plasamente alternative și mai profitabile odată cu creșterea cererii pentru finanțarea sectorului privat. Se observă totodată trendul descrescător al deținerilor băncilor comerciale față de creșterea deținerilor altor clase de investitori instituționali, cum ar fi fondurile de pensii private. De asemenea, trebuie remarcat faptul că titlurile de stat sunt de departe cel mai lichid instrument disponibil pe piețele financiare interne, fiind și cel mai lichid instrument eligibil pentru operațiunile de piață monetară. Pe partea externă, riscul de refinanțare este redus, în special ca urmare a structurii de rambursare a împrumuturilor contractate de la instituțiile financiare internaționale, dar și ca urmare a extinderii maturității medii rămase pentru portofoliul de datorie externă pe fondul emiterii de euroobligațiuni cu maturități lungi și foarte lungi (până la 30 de ani).

**Graficul 7: Rambursările de rate de capital aferente datoriei publice guvernamentale la sfârșitul lui 2018 (mld. lei)**



Sursa: MFP

Profilul rambursării datoriei determină o durată medie rămasă (ATM) de 6,3 ani: 4 ani pentru datoria denominată în monedă națională și 8,4 ani pentru datoria denominată în valută.

<sup>13</sup> După piața emisiunii.

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

Indicatori	2017			2018		
	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	18,0	10,4	12,0	17,0	13,0	14,0
Maturitatea medie rămasă (ani)	3,7	7,7	5,9	4,0	8,4	6,3

Sursa: MFP

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

Pentru îmbunătățirea managementului datoriei publice și evitarea presiunilor sezoniere pentru asigurarea surselor de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale, începând cu anul 2010, MFP a constituit o rezervă financiară (buffer) în valută, care la sfârșitul anului 2018 a acoperit cca 4,1 luni din necesarul brut de finanțare aferent anului 2019.

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

	2015	2016	2017	2018
Datoria publică guvernamentală brută (% PIB)*	37,0	37,0	35,0	35,1
Rezerva financiară (% PIB)	3,7	3,6	2,9	2,6
Datoria publică guvernamentală netă (% PIB)	33,3	33,4	32,1	32,5

\*) nu include finanțarea temporară

Sursa : MFP

### *Riscul de rată de dobândă*

Dat fiind că doar o mică parte din datorie este datorie contractată cu rate variabile (vezi Tabelul 5) și urmare strategiei de extindere a duratei portofoliului de datorie, riscul de rată a dobânzii și cel de refinanțare sunt moderate, prezentând caracteristici diferite prin prisma indicatorilor specifici acestor riscuri, dacă se au în vedere în mod distinct portofoliile de datorie în lei și în valută. Pe de o parte, ponderea încă semnificativă a datoriei pe termen scurt în totalul datoriei guvernamentale în lei induce un risc de refinanțare și de dobândă mai ridicat pentru acest portofoliu. Pe de altă parte, expunerea la riscul de dobândă este diminuată pentru portofoliul de datorie în valută ca urmare a faptului că emisiunile de euroobligațiuni și împrumuturile de la instituțiile financiare internaționale cu scadențe pe termen lung și foarte lung și o rată fixă de dobândă au reprezentat partea majoritară a acestei datorii la sfârșitul anului 2018. Astfel, o creștere cu 1 punct procentual a ratelor de dobândă în 2019 va conduce la creșterea plăților în contul serviciului datoriei cu 1,6 miliarde lei, respectiv cu 0,56% din veniturile administrației publice centrale<sup>14</sup> pentru datoria în moneda națională, și cu 1,7 miliarde lei, respectiv cu 0,60% din veniturile administrației publice centrale pentru datoria în valută.

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

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

Indicatori	2017			2018		
	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total
Ponderea datoriei cu rată fixă de dobândă (% din total)	93,3	86,8	89,9	93,3	88,6	90,9
Ponderea datoriei care își modifică dobânda într-un an (% din total)	17,0	8,0	15,0	16,0	7,0	17,0
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani)	3,7	7,8	5,9	4,0	8,8	6,3

Sursa: MFP

*Față de cele prezentate*, se poate concluziona că riscul de refinanțare și cel al ratei dobânzii aferente datoriei denumite în moneda națională, deși s-au menținut la un nivel relativ constant pe tot parcursul anului 2018, sunt în continuare riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale care nu trebuie neglijate. Prin comparație, expunerea la riscul valutar este mai ușor de administrat, însă trebuie corelată cu al treilea obiectiv al Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pe termen mediu, respectiv cel de dezvoltare a pieței interne de titluri de stat. În vederea limitării riscului de refinanțare și de lichiditate se va continua politica de menținere a unei rezerve financiare în valută.

#### **4. Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în anul 2018 și în primele 5 luni ale anului 2019 și așteptările pe termen mediu**

##### *Piața internă*

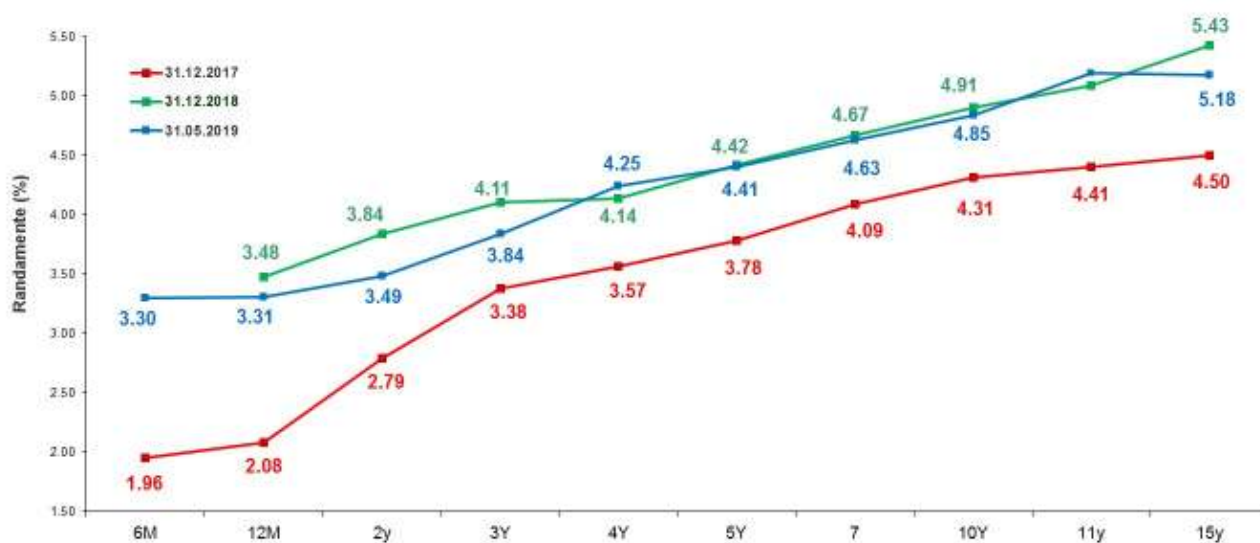
##### *Evoluția pieței interne în 2018 și în primele 5 luni ale anului 2019*

În anul 2018, evoluția pieței titlurilor de stat a fost influențată de factori interni - evoluția în creștere a inflației, condițiile de lichiditate de pe piața monetară interbancară și așteptările instituțiilor de credit privind continuarea ajustării conduitei politicii monetare a Băncii Naționale a României, cât și de contextul extern - așteptările investitorilor cu privire la normalizarea politicilor monetare a FED / BCE, tensiuni de natură geopolitică și comerciale (Italia, Brexit), incertitudini asupra sustenabilității creșterii economice la nivel global.

Pe acest fond, după mișcarea relativ oscilantă ce le-a caracterizat în primul trimestru al anului 2018, cotațiile de referință de pe piața secundară s-au înscris de la jumătatea lunii aprilie și s-au menținut apoi pe un trend crescător, mai accentuat în cazul maturităților scurte.

Așa cum rezultă din graficul 8, la sfârșitul anului 2018 ratele dobânzilor aferente titlurilor de stat românești în lei s-au situat peste nivelurile de la sfârșitul anului 2017, dar în primele 5 luni din anul 2019 segmentul maturităților scurte înregistrând o tendință de scădere, comparativ cu sfârșitul anului 2018.

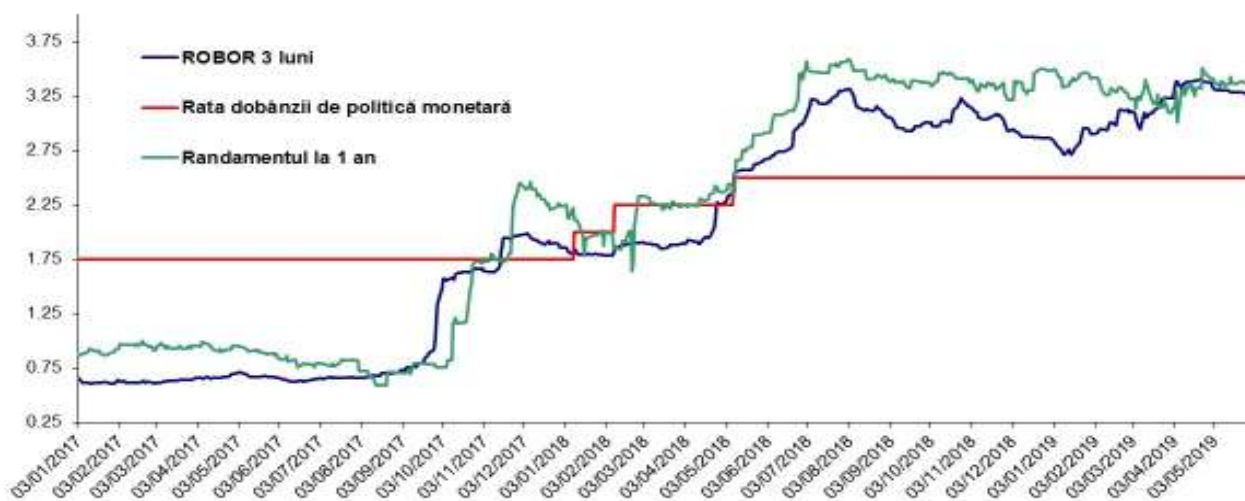
**Grafic 8 : Evoluția randamentelor pe piața secundară internă**



Sursă : Bloomberg

În lunile ianuarie, februarie și mai 2018, BNR a majorat rata dobânzii de politică monetară cu câte 0,25 puncte procentuale, de la 1,75% la 2,5%, fiind menținut coridorul simetric format din ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la +/-1 punct procentual. Totodată, BNR a întărit controlul lichidității din sistemul bancar. Pe acest fond, cotațiile ROBOR ale pieței monetare interbancare au urmat o traiectorie ascendentă.

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



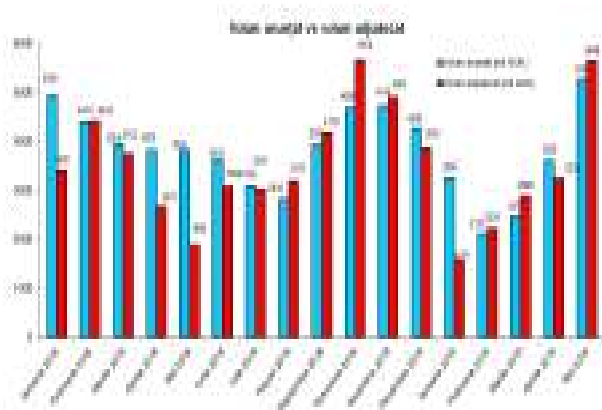
Sursa: MFP, BNR

Aceste acțiuni s-au reflectat și asupra randamentelor care s-au aflat pe o traiectorie de creștere dar și asupra participării instituțiilor de credit locale la licitațiile de titluri de stat. Dacă în perioada ianuarie-mai 2018 au fost adjudecate sume considerabil mai mici comparativ cu cele anunțate, ulterior se observă o îmbunătățire a participării investitorilor la licitațiile de titluri de stat.

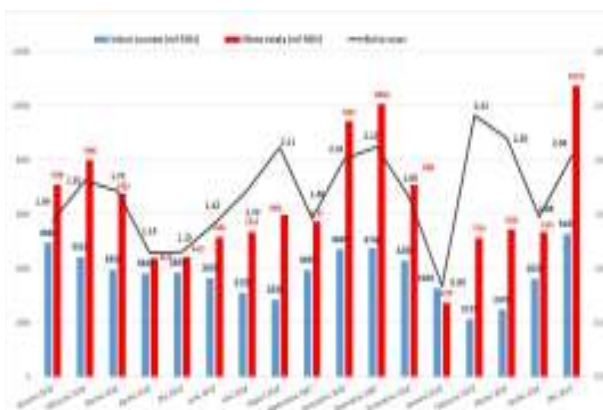
Începutul anului 2019 a fost marcat de o serie de incertitudini legate de adoptarea legii bugetului de stat pentru anul 2019, precum și de măsurile adoptate prin OUG nr. 114/2018, ceea ce a influențat și cererea pentru titluri de stat din partea investitorilor atat locali cat si internationali.

Ulterior după adoptarea bugetului de stat în luna februarie și a noilor măsuri prin OUG nr. 19/2019, respectiv noul mecanism de aplicare a taxei pe activele bancare și al noului indice de referință pentru creditele în lei acordate consumatorilor, se observă o creștere a gradului de suprasubscriere la licitațiile de titluri de stat.

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



**Grafic 11: Cererea și oferta de titluri de stat pe piața primară în perioada ianuarie 2018 – mai 2019**



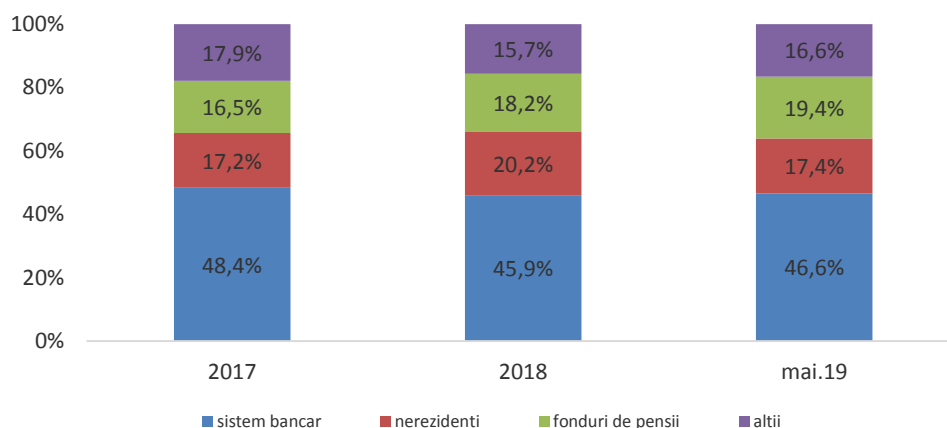
Sursa: MFP

### *Baza de investitori*

Prezența titlurilor de stat românești în indicii JPMorgan și Barclays continuă să aibă o influență pozitivă asupra pieței locale și menținerii interesului din partea investitorilor străini. La sfârșitul lunii mai 2019, 10 serii de obligațiuni de stat românești erau incluse în indexul GBI-EM Global Diversified Investment Grade, cu o pondere de aproximativ 3,09%, și 16 serii în indexul Barclays EM Local Currency Government Index, cu o pondere de 1,18% față de ponderea înregistrată în luna mai a anului anterior de 1,25% aferentă unui număr de 14 serii de obligațiuni

Băncile comerciale au continuat să fie principalii investitori pe piața internă a titlurilor de stat, deținând în portofoliu la sfârșitul lunii mai 2019 46,6% din volumul total al titlurilor de stat emise pe piața internă, în creștere față de anul 2018, fiind urmate de investitorii nerezidenți cu dețineri relativ constante, în jurul valorii de 17,9%, în timp ce fondurile de pensii au înregistrat o creștere a deținerilor de la 16,5% la sfârșitul anului 2017 la 19,4% la sfârșitul lunii mai 2019.

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



Sursa: BNR

În cadrul segmentului de investitori instituționali, fondurile locale de administrare de active și fondurile de pensii private, deși dețin o cotă relativ redusă pe piața titlurilor de stat, au reprezentat un participant stabil în finanțarea statului.

Activele nete totale deținute de fondurile private de pensii (pilonul II+III) au cunoscut o creștere semnificativă de la 10,2 miliarde lei în anul 2012, la 55,6 miliarde lei la sfârșitul lunii mai 2019, cca 60% dintre acestea fiind investite în titluri de stat. La sfârșitul anului 2018 deținerile acestora de titluri de stat emise pe piața internă în lei și euro se situau la aprox. 31,4 miliarde lei, iar la sfârșitul lunii aprilie 2019 la 30,7 miliarde lei.

Investitorii nerezidenți continuă să reprezinte un segment important, asigurând o cerere complementară investitorilor locali prin interesul manifestat în special pe maturități lungi, conducând la diversificarea bazei de investitori.

Deținerile nerezidenților în titlurile de stat emise pe piața internă s-au menținut la un nivel relativ stabil pe parcursul anului 2018 (circa 18 -18,5%), înregistrând o ușoară creștere la sfârșitul anului 2018 (20,2%).

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

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

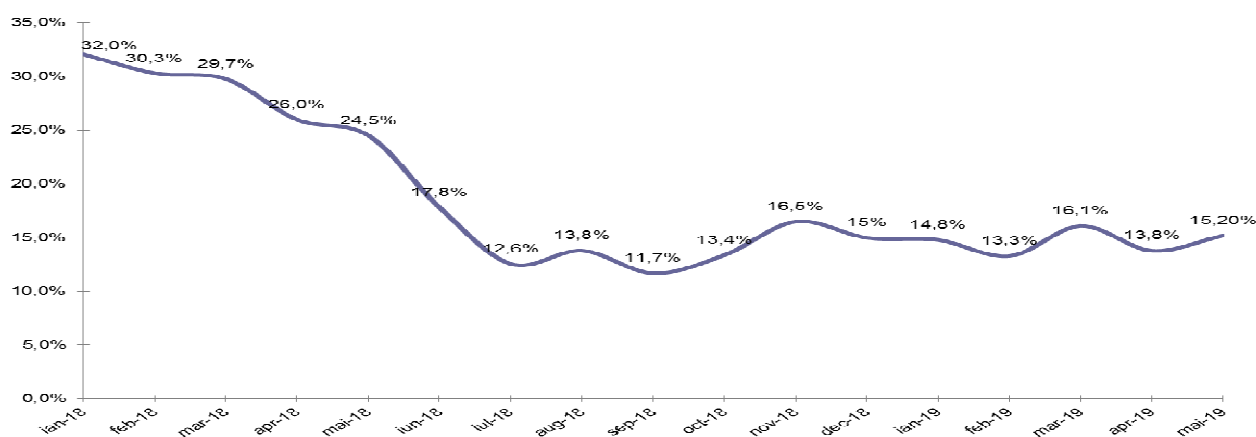
### *Piața secundară*

Lichiditatea titlurilor de stat pe piața secundară reprezintă un indicator important în ceea ce privește nivelul de dezvoltare al pieței titlurilor de stat. Gradul de lichiditate, calculat ca raport între volumul total al tranzacțiilor lunare de pe piața secundară și volumul total al titlurilor de stat, a avut o scădere relativ constantă în primele 9 luni ale anului 2018,

atingând minimul anului în septembrie 2018 (11,7%) și revenind la 15% la sfârșitul anului 2018, în condițiile creșterii stocului de titluri de stat existent în piață cu aproximativ 10 mld. lei pentru întregul an. La sfârșitul lunii mai 2019 gradul de lichiditate a reprezentat 15,2% în scădere față de nivelul înregistrat la sfârșitul lunii mai 2018 (24,5%).

La sfârșitul celui de-al doilea an de funcționare al platformei electronice de cotare și tranzacționare a titlurilor de stat românești (platforma E-bond – furnizată de Bloomberg) se observă impactul pozitiv asupra pieței titlurilor de stat. În 2018 dealerii primari au cotațat mai multe serii de titluri de stat prin intermediul platformei, cu volume mai ridicate în condițiile creșterii timpului de cotare. Pe de altă parte, se remarcă creșterea marjei dintre cotațiile de vânzare și cumpărare, care reflectă creșterea aversiunii la risc a dealerilor primari la condițiile de piață.

**Grafic 14: Evoluția gradului de lichiditate al titlurilor de stat în lei active în perioada ianuarie 2018 - mai 2019**



Sursa: MFP

### *Implementarea planului de finanțare de pe piața internă în anul 2018 și în primele 5 luni ale anului 2019*

Pe parcursul anului 2018, Ministerul Finanțelor Publice a menținut o politică de emisiuni predictibilă și flexibilă adaptată la cerințele mediului investițional, mai ales pe fondul condițiilor de piață care au fluctuat considerabil.

În 2018 s-au emis titluri de stat pe piața internă în valoare de 42,9 miliarde lei, și respectiv 612 mil. Euro, precum și titluri de stat destinate populației în volum de 2 miliarde lei, reprezentând cca 67,2% din necesarul brut de finanțare al administrației publice centrale<sup>15</sup>. Titlurile de stat emise pe piața interbancară au avut următoarea structură:

- a) 10,0% reprezintă emisiuni de certificate de trezorerie cu discount și emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale până la 1 an;
- b) 54,9% reprezintă emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 1 și 5 ani; și

<sup>15</sup> Prezentat în cap 5



c) 35,1% reprezintă emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 5 și 14 ani.

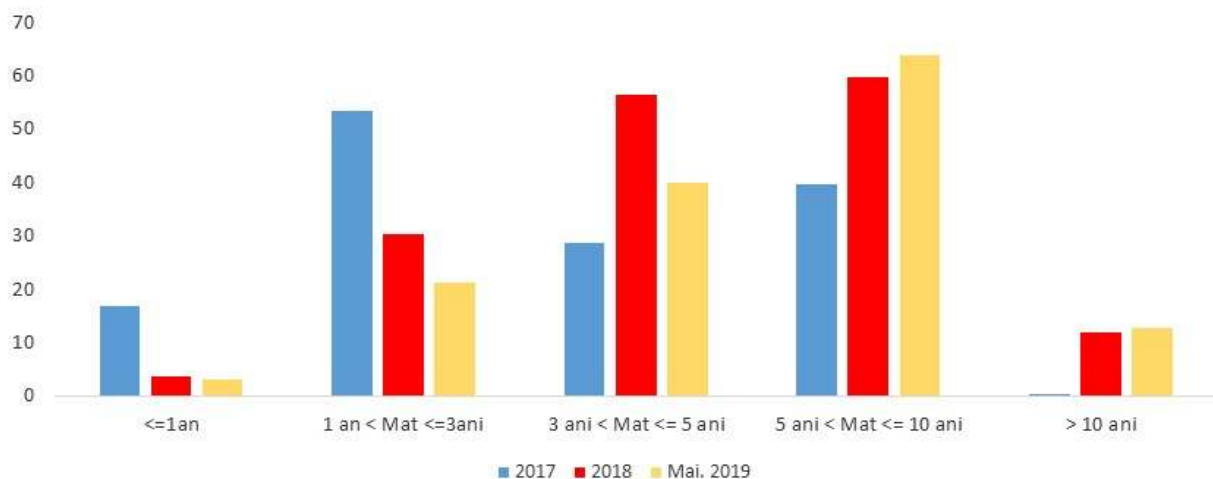
Obligațiunile de stat de tip benchmark denumite în lei cu scadențe la 3, 5 și 7 ani au fost emise și redeschise aproape în fiecare lună. Politica Ministerului Finanțelor Publice a continuat și în vederea extinderii maturității medii a titlurilor de stat, mare parte din emisiuni fiind emise pe segmentul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

În anul 2018, a fost lansat Programul TEZAUR pentru segmentul persoanelor fizice care preferă un instrument clasic de economisire oferit de stat, în cadrul căruia au fost emise titluri de stat destinate populației în formă dematerializată, prin intermediul unităților operative ale Trezoreriei Statului precum și prin subunităților poștale ale Companiei Naționale Poșta Română.

În perioada iulie 2018 - 31 mai 2019, au fost lansate emisiuni cu maturități cuprinse între 1 și 5 ani în care peste 84.982 de persoane fizice au investit 3,8 miliarde lei. Pentru anul 2019, valoarea estimată a fi atrasă prin emisiuni de titluri de stat pentru populație este de cca 5 miliarde lei.

În primele 5 luni<sup>16</sup> ale anului 2019 au fost emise pe piața internă titluri de stat în valoare totală de 18,9 mld lei, din care 14,7 mld. lei pe piața interbancară și titluri de stat denumite în Euro în valoare totală de 506,7 mil. Euro (echivalent 2,4 mld. lei), precum și titluri de stat destinate populației în valoare de 1,76 mld. lei, ceea ce echivalează cu o realizare a planului de finanțare în procent de 38,4%.

**Grafic 15 : Structura emisiunilor de titluri de stat pe scadențe (mat. inițială, mld. lei) – anii 2017 2018 și primele 5 luni din 2019**



Sursa: MFP

Politica Ministerului Finanțelor Publice s-a concentrat și în anul 2018 pe îmbunătățirea performanțelor dealerilor primari, construirea de titluri de stat benchmark care să corespundă cerințelor de lichiditate aferente includerii acestora în indicii regionali de referință, îmbunătățirea infrastructurii pentru piața secundară prin dezvoltarea funcționalitatilor platformei de tranzacționare pentru dealerii primari (E-Bond) și accesul altor participanți la piața la cotațiile furnizate de formatorii de piață, creșterea nivelului de transparență în diseminarea informațiilor și datelor statistice aferente datoriei publice, prin

<sup>16</sup> La data de 03 iunie 2019

actualizarea site-ului [www.datoriepublica.mfinante.gov.ro](http://www.datoriepublica.mfinante.gov.ro), și participarea la diverse evenimente cu participare internațională menite să sporească vizibilitatea României în mediul investițional.

### *Piața externă*

#### *Evoluțiile piețelor externe și a euroobligațiunilor românești în 2018 și în primele 5 luni ale anului 2019*

Pe parcursul anului 2018, evoluția piețelor obligațiunilor suverane au fost în mare parte influențate de negocierile Brexit, intensificarea așteptărilor de creștere a dobânzilor de referință în special pe piața SUA, precum și tensiunile dintre SUA și China cu privire la creșterea taxelor vamale.

Primele 6 luni ale anului 2018 au fost marcate de perioade de incertitudine, un prim semnal fiind scăderea puternică a indicilor pieței bursiere<sup>17</sup>, pe fondul corecției pieței și al creșterii randamentelor obligațiunilor suverane<sup>18</sup>, investitorii anticipând că inflația mai ridicată din Statele Unite va determina Rezerva Federală (FED) să accelereze majorarea dobânzilor. Astfel, în anul 2018, FED-ul a crescut rata de referință de la intervalul de 1,25% -1,5% la 2,25% - 2,5% prin patru decizii de piață monetară, în lunile martie, iunie, septembrie și decembrie, cu câte 25 puncte de bază. În cadrul reuniunii din 19 iunie 2019, FED a făcut o schimbare de politică monetară. Deși a lăsat neschimbate ratele dobânzilor cheie pentru moment, FED a indicat că rata dobânzii va fi redusă în curând<sup>19</sup>, referindu-se la riscurile de scădere economică și la estimările privind reducerea țintei de inflație (prognoza inflației pentru anul 2019 a fost redusă de la 1,8% la 1,5%, iar în 2020 de la 2,0% la 1,9%). Ultima reuniune a FOMC<sup>20</sup> a scos în evidență faptul că așteptările inflaționiste sunt acum factorul decisiv în luarea deciziilor de către FED.

Pe de altă parte, în zona euro, BCE a menținut rata de referință în 2018, anunțând finalul programului său de achiziții pentru decembrie 2018, și anticipând menținerea ratelor dobânzilor de referință la nivelurile actuale, pentru a asigura convergența în continuare susținută a ratelor inflației către niveluri inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu. De asemenea, intenționează să continue reinvestirea integrală a titlurilor ajunse la scadență achiziționate în cadrul programului de achiziționare de active în vederea asigurării unor condiții favorabile de lichiditate, pe o perioadă extinsă după data la care va începe să majoreze ratele dobânzilor de referință. De asemenea, începând cu luna septembrie 2019 va fi lansată o nouă serie de operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung<sup>21</sup> în scopul menținerii unor condiții favorabile de creditare bancară și a transmisiei politicii monetare.

Randamentele euroobligațiunilor emise de România au înregistrat o evoluție mai amplă comparativ cu tendințele observate în alte țări din regiune, ceea ce demonstrează că principalii factorii de natură globală au avut influențe cu intensitate neuniformă și, prin urmare, efectele s-au resimțit în mod diferentiat la nivelul țărilor din regiune. Spread-ul dintre randamentele euroobligațiunilor emise de România și cele germane pentru maturitatea de 10 ani a consemnat un trend crescător pe parcursul anului, variind în intervalul 150-250 puncte de bază, ajungând aproximativ la nivelurile din anul 2017.

<sup>17</sup> în cursul zilei de 5 februarie a indexului Dow Jones Industrial Average cu 1500 de puncte

<sup>18</sup> randamentul titlurilor de trezorerie americane cu scadență de 10 ani a crescut peste nivelul de 2,85% pentru prima oară din ianuarie 2014, iar cel al obligațiunilor germane cu aceeași maturitate a urcat cu 0,05 puncte procentuale, la 0,80%, cel mai ridicat nivel atins în mai mult de doi ani

<sup>19</sup> Se așteaptă 2 reduceri ale ratei dobânzii de politica monetară în acest an.

<sup>20</sup> Federal Open Market Committee

<sup>21</sup> se vor încheia în martie 2021 și vor avea o maturitate de câte doi ani fiecare.

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



Sursă: MFP

Având în vedere contextul internațional și percepția investitorilor asupra evoluției economiei românești, randamentele euroobligațiunilor de stat denumite în Euro și USD au avut un trend crescător pe parcursul anului 2018, dar începând cu anul 2019 randamentele s-au înscris pe o tendință descrescătoare de la maximum din luna ianuarie. Euroobligațiunile denumite în Euro au avut performanțe superioare celor denumite în USD, având variații mai puțin ample ale randamentelor și s-au menținut atractive pentru mediul investitional, oferind randamente superioare raportat la țările comparabile din aceeași categorie de rating.

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



Sursă: MFP

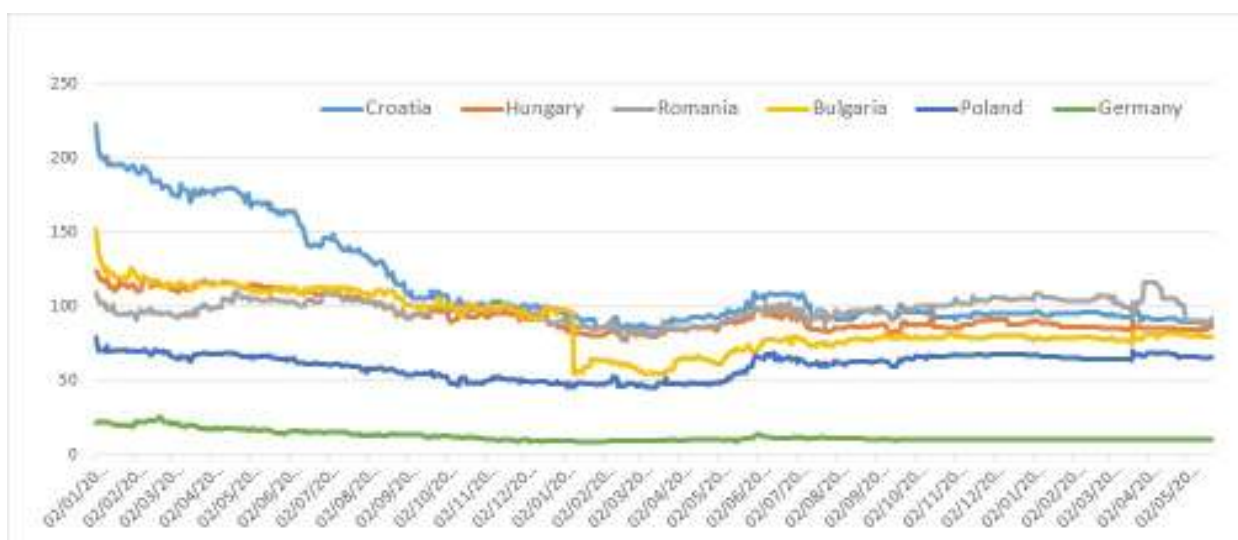
**Grafic 18: Randamentele euroobligațiunilor României emise în USD pe piața externă cu scadență 2023 și 2024**



Sursă: MFP

Într-un context dominat de randamente în scădere pe parcursul anului 2018, situația incertă generată de efectele Brexit și în lipsa unor alternative de investiție, investitorii și-au redus expunerile către piețele emergente. Cotațiile CDS (credit default swap)<sup>22</sup> ale României, reprezentând prețul asigurării contra riscului de neplată, au fost relativ constante pe parcursul anului 2018, fiind foarte apropiat de nivelurile înregistrate de alte țări din regiune, precum Bulgaria și Ungaria.

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



Sursă: Bloomberg

<sup>22</sup> Evoluția CDS-urilor reflectă percepția investitorilor asupra riscului de țară și impactează costurile de finanțare a țării respective.

## Implementarea planului de finanțare de pe piețele externe în 2018 și în primele 5 luni ale anului 2019

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

În luna iunie 2018 a fost lansată o emisiune nouă în USD cu maturitate de 30 de ani și cupon de 5,125%, în valoare de 1,2 mld. USD, împreună cu prima tranzacție de răscumpărare anticipată parțială realizată de statul român pe piețele externe de capital, a unor euroobligațiuni denominate în USD cu scadență 2022, cupon 6,75%.

Planul de finanțare externă pentru anul 2018 s-a încheiat în luna octombrie, când a fost atrasă suma totală de 1,75 mld. EUR prin intermediul unei tranzacții cu două tranșe, din care 1,15 mld. EUR printr-o nouă emisiune cu maturitate de 10 ani (randament de 3,029%, cu un cupon de 2,875%) și 600 mil. EUR printr-o nouă emisiune cu maturitate de 20 ani (randament de 4,234%, cu un cupon de 4,125%), în condițiile unei cereri totale de 2,8 mld. EUR.

Operațiunile de pe piața externă în anul 2018 au inclus și trageri în valoare de cca 190 milioane Euro aferente împrumuturilor contractate de la instituții financiare internaționale.

În data de 27 martie 2019 a fost realizată o primă tranzacție de euroobligațiuni în trei tranșe, în valoare de 3 miliarde EUR, din care 1,15 miliarde EUR cu scadența de 7 ani (randament 2,132%, cupon de 2,0%), 500 milioane EUR cu scadența de 15 ani (randament de 3,618%, cupon de 3,5%) și 1,35 miliarde EUR cu scadența de 30 ani (randament de 4,657%, cupon de 4,625%). Suma totală de 3 miliarde EUR reprezintă cea mai mare tranzacție realizată vreodată de Ministerul Finanțelor Publice, prima emisiune cu trei tranșe din istoria României, iar tranșa de 30 de ani este cea mai lungă maturitate emisă de România în monedă EUR pe piața externă de capital. Prin această tranzacție a fost realizat 70% din planul de finanțare de pe piața externă.

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

Data emisiune	Moneda	Maturitate	Valoare adjudecata (mii)	Cupon (%)	Randament initial (%)	Randamente 22.05.2019 (%)
07.02.2012	USD	07.02.2022	1.500	6,750	6,875	3,198
06.03.2012			750		6,450	
15.06.2018			-231			
07.11.2012	EUR	07.11.2019	1.500	4,875	5,040	-0,329
22.02.2013	USD	22.08.2023	1.500	4,375	4,500	3,370
18.09.2013	EUR	18.09.2020	1.500	4,625	4,769	-0,162
28.10.2013			500		4,150	
22.01.2014	USD	22.01.2044	1.000	6,125	6,258	4,861
22.01.2014	USD	22.01.2024	1.000	4,875	5,021	3,460

24.04.2014	EUR	24.04.2024	1.250	3,625	3,701	0,786
28.10.2014	EUR	28.10.2024	1.500	2,875	2,973	1,022
29.10.2015	EUR	29.10.2025	1.250	2,750	2,845	1,387
25.02.2016			750		2,550	
29.10.2015	EUR	29.10.2035	750	3,875	3,930	3,534
25.02.2016			500		3,900	
19.04.2017			750		3,550	
26.05.2016	EUR	26.05.2028	1.000	2,875	2,992	2,317
05.10.2016			1.000		2,150	
19.04.2017	EUR	19.04.2027	1.000	2,375	2,411	2,025
08.02.2018	EUR	08.02.2030	750	2,500	2,585	2,677
08.02.2018	EUR	08.02.2038	1.250	3,375	3,450	3,567
15.06.2018	USD	15.06.2048	1.200	5,125	5,200	4,938
11.10.2018	EUR	11.03.2029	1.150	2,875	3,029	2,510
11.10.2018	EUR	11.03.2039	600	4,125	4,234	3,736
04.04.2019	EUR	08.12.2026	1150	2,00	2,132	1,823
04.04.2019	EUR	03.04.2034	500	3,50	3,618	3,410
04.04.2019	EUR	03.04.2049	1350	4,625	4,657	4,145

Sursă: MFP

### *Ratingul suveran*

Pe parcursul anului 2018, agențiile de rating au reconfirmat rating-urile acordate României bazându-se pe perspectivele unei creșteri economice solide și ponderea mică a datoriei publice în PIB și au semnalat factorii care ar putea afecta în perioada următoare ratingul suveran, cum ar fi creșterea dezechilibrelor macroeconomice sau deteriorarea materială a balanței de plăți, precum și a poziției internaționale investiționale.

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

Același nivel al ratingului și a perspectivelor alocate României au fost menținute și în primele 5 luni ale anului 2019 de către agențiile de rating Moody's, S&P și Fitch.

### ***Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2019-2021***

În perioada următoare economiile statelor din regiune și piețele financiare vor fi în continuare sub influența conduitelor politicilor monetare atât la nivel internațional, cât și la

nivel local, dar sub impulsul atenuării creșterii economice globale în anul 2019. Sunt așteptate decizii de scădere a dobânzii de referință de către FED, în timp ce BCE intenționează continuarea menținerii politicii acomodative cel puțin până în prima jumătate a anului 2020 sau, atât timp cât va fi necesar pentru a asigura convergența în continuare susținută a ratelor inflației către niveluri inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu.

În același timp, factori externi, precum tensiunile comerciale dintre SUA și China și incertitudinile legate de ieșirea Regatului Unit din Uniunea Europeană care a fost amânată până la 31 octombrie 2019, vor influența semnificativ apetitul la risc al investitorilor în economiile emergente.

Pe plan intern, potrivit Programului de Convergență aprobat pentru perioada 2019-2022, se așteaptă ca economia României să continue să performeze, produsul intern brut urmând să se majoreze în medie cu 5,6% anual în 2019 și 2020, ușor peste potențial, creșterea economică urmând să se tempereze la 5% în 2021. Estimările privind deficitul bugetar conform metodologiei ESA pentru anul 2019 nu depășesc limita de 3% din PIB, urmând ca din acest an deficitul bugetar să se ajusteze până la 2,45% în anul 2021. Raportul BNR asupra inflației – ediția mai 2019 - estimează un nivel al inflației pentru sfârșitul anului 2019 de 4,2 % și de 3,3 % la sfârșitul anului 2020.

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

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

Pe termen mediu, finanțarea deficitului bugetului de stat și refinanțarea datoriei publice guvernamentale se va realiza în principal din surse interne și, în completare, din surse externe. MFP va continua să mențină o abordare flexibilă în realizarea procesului de finanțare, urmărind asigurarea caracterului predictibil și transparent al ofertei de titluri de stat, pentru a putea reacționa prompt și adecvat la potențialele modificări în tendințele pieței și comportamentului investitorilor.

În anul 2019, Ministerul Finanțelor Publice a realizat prefinanțarea parțială a necesităților de finanțare din surse externe aferente anului 2020, politică pe care intenționează să o continue și în anii următori în funcție de condițiile și ferestrele de oportunitate de pe piețele financiare externe, realizând astfel, în premieră, îndeplinirea obiectivului prevăzut la începutul anului în Programul indicativ de emisiuni de titluri de stat aferent anului 2019. De altfel, aceasta este o practică comună de asigurare a necesităților de finanțare a agențiilor de management a datoriei la nivelul UE, diminuând în acest fel presiunea privind asigurarea surselor de acoperire a necesităților de finanțare în anul curent, în condițiile unor volume de răscumpărare a datoriei mai mari în prima parte a anului.

*Pe piața internă*, pentru a reduce costurile de finanțare și pentru a promova o mai bună funcționare a pieței secundare, MFP intenționează să continue politica de construire a unor serii de obligațiuni de stat de tip benchmark lichide de-a lungul întregii curbe de randament, concomitent cu o politică transparentă de emitere a titlurilor de stat, urmărind atingerea unor volume pe emisiune în valoare echivalentă de aproximativ 2,5 miliarde Euro, cu informarea în prealabil a pieței în ceea ce privește volumele, frecvența

lansării/redeschiderii anumitor categorii de maturități. MFP poate redeschide periodic emisiunile de titluri de stat denumite în euro pe piața internă în contextul unei cereri importante pentru astfel de instrumente venită din partea investitorilor locali în lipsa unor instrumente alternative, fiind astfel create premisele unui raport maturitate/cost avantajos.

De asemenea, în funcție de finalizarea cadrului procedural și operațional la nivelul BNR<sup>23</sup>, se are în vedere utilizarea de operațiuni specifice de piață secundară, de tipul răscumpărilor anticipate sau preschimbărilor de titluri de stat, în scopul facilitării procesului de refinanțare a seriilor cu volume mari acumulate, care devin scadente și accelerării procesului de creare a unor serii de titluri de stat de tip benchmark lichide peste nivelul acumulat până în prezent.

În procesul de finanțare se va avea în vedere o structură flexibilă a maturităților, dar care să permită în continuare extinderea duratei portofoliului de datorie și reducerea riscului de refinanțare. În acest sens este importantă structura bazei investiționale locale, în care ponderea deținerilor de titluri de stat ale băncilor comerciale se menține încă la un nivel ridicat. Conform raportului BNR asupra stabilității financiare din luna iunie 2019, sectorul bancar deține aproximativ jumătate din datoria publică emisă pe piața internă, titlurile de stat reprezentând aproximativ 22 la sută din activele acestora în decembrie 2018.

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

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

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

În acest scop, dar și în vederea creșterii accesibilității persoanelor fizice și a diversificării canalelor de vânzare a titlurilor de stat, ca instrumente de economisire, în prezent se derulează un program de distribuție a titlurilor de stat pentru populație atât prin intermediul unităților operative ale Trezoreriei Statului, cât și prin rețeaua de unități ale Companiei Naționale Poșta Română.

În ceea ce privește accesarea *pieței externe*, MFP intenționează să-și mențină prezența pe piețele internaționale de capital în principal prin emisiuni de obligațiuni denumite în Euro, emisiunile în alte valute vor fi luate în considerare ca alternativă de finanțare, în condițiile obținerii de costuri avantajoase, sau în cazul apariției unor evenimente externe care ar putea limita accesul la anumite segmente de maturitate pe piața europeană.

---

<sup>23</sup> Licitațiile aferente operațiunilor de rascumpărare anticipate (buy back) și de preschimbare a titlurilor de stat (switch) pe piața internă se vor realiza prin utilizarea platformei electronice dezvoltată de către BNR pentru licitațiile aferente pieței primare.



De asemenea, după un prim exercițiu realizat în luna iunie 2018 prin răscumpărarea parțială a obligațiunilor în USD scadente în 2022, se are în vedere continuarea realizării de operațiuni de administrare a pasivelor, dacă condițiile de piață sunt favorabile.

MFP va păstra flexibilitatea în ceea ce privește momentul accesării piețelor internaționale și volumul emisiunilor externe, ținând cont de costurile asociate, de considerentele de risc, de potențialele implicații ale politicilor băncii centrale, precum și de evoluția pieței locale. Astfel, pe termen mediu, MFP intenționează să continue parteneriatul cu instituțiile financiare internaționale pentru a beneficia de avantajele financiare aferente produselor acestora în limitarea costurilor și extinderea maturității portofoliului de datorie prin condițiile de cost și maturitate oferite, cum ar fi împrumuturile BIRD de politici de dezvoltare (tip DPL și/sau alte instrumente similare), precum și celelalte împrumuturi contractate de la instituțiile financiare internaționale în scopul finanțării deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice guvernamentale, disponibilizarea sumelor având la bază realizarea unor măsuri și/sau alte acțiuni necesare în domeniul reformelor sectoriale.

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

	Maturitatea (ani)	Valoare (miliarde)		
		2019	2020	2021
<b>Piața Internă</b>				
1. Certificate de Trezorerie	6 luni până la 1 an	12,0	11	11
2. Obligațiuni tip benchmark în lei	Peste 1 an	37,0	38,0	38,0
3. Obligațiuni tip benchmark în Euro	5/4 ani	0,6	0,6	0,6
<b>Piața externă</b>				
1. Emisiuni de euroobligațiuni în cadrul Programului MTN (echiv. Eur)				
- EURO/USD	Peste 10 ani	4,25	4,0	3,8
2. Împrumuturi de la instituții financiare internaționale (mld. Eur):				
a) împrumuturi BEI (incl. SPL), BIRD, BDCE, etc	variază în funcție de finanțator și de stadiul împrumutului (unele sunt deja în rambursare, iar pentru celelalte termenii se stabilesc cu ocazia tragerii, în funcție de opțiunea MFP) în medie 15/20 ani din care 4-5 ani perioada de gratie	0,1-0,26	0,2-0,36	0,2-0,42
b) împrumut CAT DDO (tip DPL) *	până la 20 ani	0-0,2	0-0,2	0-0,2

\* Conform prevederilor acordului de împrumut, ratificat prin Legea nr. 306/2018 tragerile în cadrul acestui împrumut se vor efectua în cazul producerii unui dezastru (respectiv o situație de urgență astfel cum este definită în Ordonanța de urgență nr 21/2004)  
Sursa: MFP

## 5. Cadrul macroeconomic în România

În anul 2018 economia a înregistrat o creștere economică de 4,1%, dar având în vedere contextul economic internațional și evoluția economică și financiară din zona euro, precum și evoluția potențialului de creștere economică, pentru perioada 2019-2021 se estimează că produsul intern brut va crește cu un ritm mediu anual de cca 5,4%<sup>24</sup>.

<sup>24</sup> Sursă: Strategia Fiscal – Bugetară 2019-2021

În ceea ce privește indicii prețurilor de consum, România a încheiat anul 2018 cu o rată a inflației de 3,3%<sup>25</sup>, pentru anul 2019<sup>26</sup> estimându-se că inflația va atinge la 4,2%, iar pentru anul sfârșitul anului 2020 la 3,3%.

Șomajul a ajuns la minime istorice, rata șomajului înregistrând la sfârșitul lunii decembrie 2018 fiind de 3,3%, mai mică cu 0,72% față de sfârșitul lunii decembrie 2017 (4,0%). Ocuparea se îmbunătățește, România îndeplinindu-și angajamentul asumat în cadrul Strategiei "Europa 2020".

În anul 2018, deficitul de cont curent a crescut la 4,5% din PIB, comparativ cu 3,2% cât a fost înregistrat în anul 2017. Pe termen mediu se estimează că deficitul contului curent se va menține în limite sustenabile, reducându-se de la 3,3% din PIB în anul 2019 la 2,7% în anul 2021<sup>27</sup>.

Cadrul macroeconomic configurat pentru perioada 2019 -2021 a luat în considerare: contextul european și global, evidențiat în previziunile de toamnă ale Comisiei Europene, caracterizat prin scădere economică, pe fondul unui grad ridicat de incertitudine, determinat de creșterea tensiunilor comerciale, creșterea prețurilor la petrol, piețe financiare tensionate, marcat de multiple riscuri interconectate de evoluție negative; realizările economico-sociale din anul 2018 până la momentul actual, aspecte care au stat la baza fundamentării indicatorilor bugetari pentru anul 2019 și orizontul de referință 2020-2021.

Planificarea bugetară pe anii 2019 -2021 a avut la bază măsurile de relaxare fiscală începute în anii anteriori în scopul stimulării creșterii economice, cu impact suplimentar asupra cheltuielilor de personal, a celor cu asistența socială, dar și măsurile fiscal-bugetare luate pe parcursul anului 2018, care influențează cadrul macroeconomic și indicatorii bugetari pe orizontul 2019-2021.

În condițiile deficitelor bugetare de până la 3% din PIB pe termen mediu, necesarul brut de finanțare este încă determinat de volumul refinanțării datoriei publice guvernamentale, reprezentând cca 68% din necesarul brut de finanțare, după cum se prezintă în tabelul de mai jos:

**Tabel 8: Prognoza necesităților de finanțare**

Indicator	2018 execuție operativa	2019 prog.	2020 prog.	2021 prog
Veniturile administrației publice centrale (miliarde lei) <sup>28</sup>	247,0	285,5	298,3	317,7
Cheltuielile administrației publice centrale (miliarde lei) <sup>29</sup>	273,9	314,6	326,0	344,2
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale (I) (miliarde lei) <sup>30</sup>	26,9	29,1	27,7	26,4
Refinanțarea datoriei publice guvernamentale <sup>31</sup> (II) (miliarde lei)	43,4	46,9	40,4	34,5
Necesar brut de finanțare (I+II) (miliarde lei)	70,3	76,0	68,1	60,9

Sursa: MFP

<sup>25</sup> Sursă: BNR Raport asupra inflației mai 2019

<sup>26</sup> Sursă: CNSP Prognoza de primavara mai 2019

<sup>27</sup> Sursă: CNSP Prognoza de primavara mai 2019

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

<sup>29</sup> Idem 28

<sup>30</sup> Idem 28

<sup>31</sup> Volumul rambursărilor de rate de capital și de refinanțări de titluri de stat în contul datoriei publice guvernamentale, conform legislației naționale, calculată pe baza soldului datoriei la sfârșitul anului 2018 (include garanțiile de stat, dar nu include finanțarea temporară).

Ipotezele macroeconomice ale Strategiei pentru perioada 2019-2021 sunt prezentate în tabelul de mai jos.

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

Indicatori	2018	2019 prog.	2020 prog.	2021 prog.
PIB nominal (miliarde lei)	944,2	1.031,0	1.110,2	1.188,5
Creștere PIB (%)	4,1	5,5	5,7	5,0
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale <sup>32</sup> (% din PIB)	-2,85	-2,8	-2,5	-2,2
Deficitul contului curent (% din PIB)	-4,5	-3,3	-2,9	-2,7
Inflația (sfarsitul anului %)	3,27*	3,2	2,8	2,3
Inflația (medie anuală %)	4,63*	3,4	2,6	2,5
Cursul de schimb mediu lei/EUR	4,6535*	4,74	4,71	4,69
Cursul de schimb mediu lei/USD	3,9416	4,19	4,17	4,15

Sursa: CNSP, MFP

\*) Realizări

### *Riscurile aferente proiecțiilor inițiale*

Deși randamentele actuale se găsesc la un nou record (Bund-ul 10 ani și UST la 10 ani având nivelurile cele mai mici din 2017 până în prezent), abaterile de la proiecțiile macroeconomice din scenariul de bază descrise mai sus, care ar putea conduce la volatilitate afectând apetitul investițional pentru activele financiare emise de economiile emergente, ar putea proveni din estimările privind scăderea economică la nivel global, incertitudinile determinate de negocierile privind Brexit, alegerile europarlamentare, tensiuni geopolitice, precum și alte evenimente externe (cum ar fi provocările din sfera guvernantei economice și a comerțului internațional –disputele comerciale între SUA și Zona Euro ).

Așteptările de înăsprire a celor două politici monetare (BCE și FED<sup>33</sup>) au scăzut semnificativ în ultimele luni, cu impact echilibrat asupra curbei randamentelor pe cele două piețe financiare, cât și pe piețele emergente. Rămân totuși elemente de incertitudine care ar putea avea impact asupra activității de finanțare, cum sunt cele legate de Brexit și tensiunile geopolitice din anumite regiuni, precum și faptul că piețele emergente, în care se încadrează România, rămân vulnerabile în general la schimbările bruște a percepției investitorilor, pe fondul apariției unor evenimente neașteptate.Șocurile externe asociate acestor riscuri ar putea conduce la diminuarea creșterii economice, prin scăderea exporturilor sau ieșirilor de fluxuri de capital<sup>34</sup>, și ar putea determina creșterea necesarului de finanțare în condiții de finanțare mai puțin avantajoase, coroborat cu riscul semnificativ de modificare a sentimentului investitorilor.

<sup>32</sup> Idem 28

<sup>33</sup> Rezerva Federală a majorat de 7 ori rata dobânzii de politica monetară în perioada 2017-2018, în luna decembrie 2018, dobânda de referință a FED fiind majorată cu un sfert de punct până la intervalul 2,25% - 2,5%, cel mai ridicat nivel din ultimii 10 ani, deși FED se aștepta să reducă de 2 ori rata dobânzii de politica monetară în 2019, așteptările inflationiste fiind factorul decisiv în luarea deciziilor de către FED

<sup>34</sup> Expunerea la volatilitatea fluxurilor de capital poate să crească și datorită prezentei obligațiunilor românești denumite în moneda națională în indicii de referință Barclay's și JP Morgan ca urmare a creșterii accesului nerezidenților la titlurile de stat emise pe piața locală de obligațiuni.

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

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

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

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

Proiecțiile macroeconomice din scenariul de bază indică diminuarea necesarului de finanțare și stabilizarea ponderii datoriei publice guvernamentale în PIB în perioada următoare. Aceasta înseamnă că strategiile de finanțare vor trebui implementate având în vedere volumul refinanțării datoriei și al deficitelor bugetare de până la 3% din PIB, în paralel cu creșterea toleranței la riscurile financiare. În procesul de finanțare pe termen mediu, MFP va avea în vedere atingerea obiectivelor sale specifice, respectiv de creștere a finanțării în monedă națională și de extindere a maturităților titlurilor de stat emise atât în monedă națională pe piața internă, cât și la extern, însă, va ține cont de contextul macroeconomic și de modificările cererii la nivelul bazei investiționale atât pe plan intern, cât și pe plan extern.

**În concluzie**, principalele riscuri asociate ipotezelor macroeconomice din scenariul de bază arată că, prin prisma deciziilor de politică monetară anticipate/estimate atât pe plan intern, cât și extern, se anticipează menținerea unui context de piață relativ stabil pentru a doua jumătate a anului 2019.

## **6. Analiză și linii directoare strategice**

Liniile directoare strategice privind administrarea datoriei publice guvernamentale a României reflectă relația cost-risc asociată portofoliului actual de datorie publică guvernamentală<sup>35</sup>, planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat și cadrul macroeconomic pe termen mediu.

---

<sup>35</sup>La finele anului 2018.

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

Deși în scădere comparativ cu anii anteriori, expunerea la riscul de refinanțare și la riscul de rată de dobândă a datoriei emise pe piața internă continuă să reprezinte principalele surse de risc pentru portofoliul actual de datorie publică guvernamentală. Riscul valutar este unul moderat, fiind atenuat de ponderea datoriei în valută emisă pe termen lung (denominată în Euro), cât și de menținerea rezervei financiare în valută la dispoziția Trezoreriei Statului. Avantajul unor maturități lungi și foarte lungi și diversificarea bazei de investitori justifică în continuare și opțiunea emiterii de euroobligațiuni denominate în USD, dar în condițiile utilizării swap-urilor valutare. Astfel, analiza efectuată la acest moment arată că, actualmente, în lipsa cadrului necesar utilizării instrumentelor financiare derivate pentru administrarea riscurilor aferente finanțării în alte monede, finanțarea în USD este mai costisitoare și mai riscantă decât finanțarea în Euro<sup>36</sup>. Cu toate acestea trebuie să se aibă în vedere costul asociat utilizării instrumentelor de hedging pe termen lung și foarte lung.

Începând cu a doua parte a anului 2019 se intenționează utilizarea de instrumente specifice de piață secundară, de tipul operațiunilor de răscumpărare anticipată și/sau preschimbare de titluri de stat, funcție de finalizarea cadrului procedural și operațional la nivelul BNR, în scopul reducerii riscului de refinanțare și îmbunătățirii lichidității, prin refinanțarea unor serii cu volume mari acumulate și prin consolidarea cererii investitorilor pentru titlurile în monedă națională.

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

Strategiile alternative de finanțare au fost comparate pe baza proiecției serviciului datoriei având la bază diferite scenarii alternative pentru cursul de schimb și ratele de dobândă. Scenariul de bază, determinat ca fiind cel mai probabil, a fost folosit pentru a calcula costul estimat al diferitelor strategii. Riscul a fost calculat prin raportarea creșterii costului rezultat ca urmare a aplicării șocurilor la ratele de piață utilizate în scenariul de bază la costul din scenariul de bază. S-au folosit doi indicatori de cost și risc: ponderea datoriei în PIB și ponderea plăților de dobânzi în PIB, ambii calculați pentru finele celui de-al treilea an de analiză, respectiv 2021. Rezultatele analizei cost-risc sunt completate de considerațiile macroeconomice și de cele legate de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat, așa cum se prezintă mai jos.

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

*Extinderea duratei medii rămase (ATM) pentru datoria în moneda națională:* Gestionarea expunerilor față de riscul de refinanțare ce caracterizează datoria în moneda națională

<sup>36</sup> Randamentele actuale (la data de 3 iunie 2019) aferente euroobligațiunilor denominate în Euro cu scadența în 2029 fiind de aprox 2,39% în condițiile în care cele aferente emisiunilor de euroobligațiuni în USD cu scadența în 2024 se situează la aprox 3,39%.

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

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

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

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

Deși piața în USD este mult mai lichidă și permite României să se împrumute cu maturități foarte lungi (până la 30 de ani) la care se adaugă și diversificarea bazei de investitori, condițiile favorabile de pe piața în Euro care au permis extinderea maturității titlurilor de stat românești până la 30 de ani constituie un argument suplimentar pentru emiterea de euroobligatiuni preponderent pe piața în Euro. Totuși, în cazul existenței unor oportunități prin prisma raportului cost/maturitate la emiterea de euroobligatiuni denumite în alte valute, coroborat cu administrarea riscului expunerii la aceste valute prin utilizarea instrumentelor de swap valutar, având în vedere costul asociat utilizării instrumentelor de hedging pe termen lung și foarte lung, se pot avea în vedere astfel de instrumente în același timp menținând principala expunere în Euro.

În vederea utilizării instrumentelor financiare derivate (swap valutare și swap pe rată de dobândă), pentru crearea cadrului legal, procedural și tehnic Ministerul Finanțelor Publice, prin Direcția Generală de Trezorerie și Datorie Publică a beneficiat de asistență tehnică din partea Trezoreriei Băncii Mondiale, până în luna iunie 2018, în cadrul proiectului cu tema “Dezvoltarea capacității de administrare a datoriei publice guvernamentale prin utilizarea instrumentelor financiare derivate” cod SIPOCA 10. Proiectul a fost finanțat din Fondul Social European în cadrul Programului Operațional Capacitate Administrativă 2014-2020. Ca urmare a finalizării proiectului, pe baza rapoartelor furnizate de Banca Mondială, a fost completată Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică cu Ordonanța Guvernului nr.14/2018, de modificare și completare a OuG nr. 64/2007, prin introducerea unor definiții și concepte noi în vederea utilizării instrumentelor financiare derivate și autorizarea Ministerului Finanțelor Publice pentru executarea acestor tranzacții.

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

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

### *Linii directoare strategice*

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2019 - 2021:

1. Finanțarea netă preponderent în monedă națională, care să faciliteze în continuare dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și totodată să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutare ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne, și, în general de cererea pentru instrumentele de datorie în lei<sup>37</sup>, precum și de necesitățile diversificării bazei de investitori în titlurile de stat.
2. În funcție de condițiile din piață, Ministerul Finanțelor Publice are în vedere asigurarea prefinanțării parțiale a necesităților de finanțare estimate pentru anul următor.
3. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, evitând pe cât posibil concentrarea rambursărilor de rate de capital/refinanțărilor de titluri de stat pe termen scurt.
4. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută<sup>38</sup> la un nivel confortabil și eventual prin alte instrumente în funcție de condițiile și termenii acestora.
5. Menținerea prezenței pe piețele internaționale de capital prin emisiuni de euroobligațiuni predominant în Euro și accesarea oportunistă a pietelor internaționale de capital în USD sau în alte valute, avându-se în vedere extinderea maturității medii a portofoliului de datorie guvernamentală precum și raportul cost/risc asociat acesteia, și diversificarea bazei investiționale.

<sup>37</sup> Pe lângă cererea internă pentru titlurile de stat în lei, nerezidenții pot juca un rol important atât în ceea ce privește volumele plasate pe piața internă, cât și structura pe maturități în procesul de finanțare, având în vedere apetitul ridicat al acestora pentru titlurile de stat cu maturități pe termen mediu și lung.

<sup>38</sup> Rezerva în valută trebuie să acopere un număr de luni aferent necesarului brut de finanțare (stabilit la un nivel care să acopere 4 luni din necesarul brut de finanțare).

6. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în Euro.
7. Emisiunile pe piața internă în Euro vor fi avute în vedere doar în contextul cererii speciale exprimate de investitorii locali în lipsa unor instrumente alternative de plasament, în condițiile unui raport maturitate/cost avantajos.
8. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin limitarea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an și a perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie.
9. Utilizarea instrumentelor de finanțare oferite de către instituțiile financiare internaționale avându-se în vedere termenii și condițiile avantajoase oferite de acestea.

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

#### *Riscul valutar:*

1. Asigurarea unei finanțări nete într-o pondere mai mare din surse interne<sup>39</sup> și menținerea ponderii datoriei denominate în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 45% (minim) - 60%. Această strategie de finanțare va ține cont de capacitatea de absorbție a pieței interne a titlurilor de stat și de costul asociat acestora.
2. Menținerea ponderii datoriei denominate în Euro în total datorie denominată în valută în intervalul 80%(minim) - 95%. La momentul utilizării instrumentelor financiare derivate, acest indicator se va calcula după evaluarea datoriei ca urmare a utilizării swap-urilor valutare.

#### *Riscul de refinanțare*

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

#### *Riscul ratei dobânzii*

1. Menținerea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an în intervalul de 15% și 25% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.
2. Menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei dobânzii în intervalul de 3,5 ani (minim) și 5 ani pentru datoria în moneda națională și între 6,0 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală.

---

<sup>39</sup> Aproximativ 70% din deficit va fi finanțat din surse interne în perioada acoperită de Strategie



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

<b>Expunerea la risc</b>	<b>Indicator</b>	<b>Ținte indicative pentru perioada 2019-2021</b>
Riscul valutar	Ponderea datoriei în moneda națională din total datorie (% din total)	45% (minim) - 60%
	Ponderea datoriei denumite în EURO în total datorie în valută (% din total)	80% (minim) - 95 %
Riscul de refinanțare	Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	10% - 20% (maxim)
	Ponderea datoriei în monedă națională scadentă în termen de 1 an (% din total)	15% - 25% (maxim)
	Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani)	6,0 ani (minim)– 7,0 ani
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în moneda națională (ani)	3,5 ani (minim) - 5,0 ani
Riscul ratei dobânzii	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	10% - 20% (maxim)
	Ponderea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	15% - 25% (maxim)
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	6,0 ani (minim) – 7,0 ani
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	3,5 ani (minim) – 5,0 ani

Sursa: MFP

Implementarea Strategiei pentru perioada 2019 - 2021 se va monitoriza lunar, prin urmărirea încadrării indicatorilor de datorie în țintele stabilite și publicarea acestora în Buletinul lunar al MFP disponibil pe site-ul Ministerului Finanțelor Publice. Potrivit Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare, strategia este revizibilă anual sau ori de câte ori condițiile de piață și/sau necesitățile de finanțare o impun.

**Eugen Orlando TEODOROVICI**  
**MINISTRUL FINANTELOR PUBLICE**

Secretar de stat : Valentin Mavrodin

DGTDP:

Director general : Mihaela Ene

Director general adjunct: Diana Popescu

Sef serviciu : Mihaela Demetriuc

Director general adjunct: Laurențiu Andrei

Sef serviciu : Liliana Mitre

Director general adjunct: Anca Bănulescu

Șef serviciu: Alina Oprea

Consilieri: Rodica Morosanu, Simona Damian

## **Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat**

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

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

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

- 1.1.1. Definirea unei politici privind crearea și menținerea titlurilor de stat de tip benchmark lichide, în valoare de până la 2,5 miliarde Euro echivalent, ca principal instrument de finanțare pe piața internă;
- 1.1.2. Folosirea operațiunilor pe piața secundară a titlurilor de stat în scopul accelerării procesului de creare a titlurilor de stat de tip benchmark lichide (în baza unei consultări în prealabil cu BNR în scopul coordonării politicilor de finanțare și administrare a lichidităților cu cele de politică monetară), în paralel cu administrarea riscului de refinanțare și susținerea implementării Strategiei, concomitent cu creșterea valorii obligațiunilor de tip benchmark de până la 2,5 mld euro echivalent;
- 1.1.3. Emiterea certificatelor de trezorerie pe termen scurt în scopul administrării lichidităților.

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

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

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

- 2.1. Monitorizarea platformei electronice de cotare și tranzacționare a titlurilor de stat de către dealerii primari (E-Bond), în vederea îmbunătățirii lichidității și transparenței prețurilor titlurilor de stat și reducerea riscurilor asociate activităților de tranzacționare, precum și promovarea de îmbunătățiri în sensul acordării posibilității investitorilor de a obține cotații prin intermediul acesteia de la fiecare dealer pimar;
- 2.2. Concentrarea lichidității titlurilor de stat într-un număr redus de titluri de stat de tip benchmark, de valoare echivalentă de până la 2,5 miliarde Euro pe emisiune;
- 2.3. Utilizarea operațiunilor de piața secundară (de tip răscumparare anticipată sau preschimbare) pentru reducerea riscului de refinanțare, constituirii obligațiunilor de stat de tip benchmark lichide, creșterii lichidității și sprijinirea demersurilor MFP de implementare a Strategiei;

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

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

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

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

1. Menținerea în continuare a obiectivului dezvoltării și consolidării prognozei privind fluxul de numerar al Trezoreriei Statului prin realizarea prognozei soldului contului curent general al Trezoreriei Statului *pentru o perioadă de trei luni în avans* și îmbunătățirea cooperării cu alte entități în scopul furnizării de către acestea a informațiilor previzionate. Totodată, trebuie să menționăm și faptul că, recente modificări legislative în domeniul fiscal, implementate la sfârșitul anului 2018, vor conduce, cel puțin pe parcursul anului 2019, la anumite incertitudini în ceea ce privește previzionarea fluxurilor financiare de încasări și plăți lunare, cu impact asupra orizontului de realizare a prognozei soldului curent general al trezoreriei statului.
2. *Adoptarea unei gestiuni mai active a lichidităților* pentru reducerea fluctuațiilor soldurilor, atât prin emiterea unor certificate de trezorerie sau prin contractarea de împrumuturi pe termen scurt, funcție de execuția bugetară și evoluția deficitului bugetar, cât și prin gestionarea activă a soldurilor excedentare curente, fie sub forma depozitelor la termen, fie, preferabil, prin tranzacții reverse repo.

Astfel, în funcție de evoluția execuției bugetare în cursul anului 2019, intenția Trezoreriei Statului este de a emite certificate de trezorerie sau să contracteze împrumuturi pe termen scurt<sup>40</sup>. Totodată se va analiza posibilitatea adoptării unei conduite mai active în ceea ce privește plasarea disponibilităților, predominant sub forma tranzacțiilor reverse repo<sup>41</sup>, în baza unei consultări în prealabil cu BNR, în scopul coordonării politicilor de finanțare și administrare a lichidităților cu cele de politică monetară. Introducerea certificatelor de trezorerie și a împrumuturilor pe termen scurt se va realiza într-o manieră care să nu afecteze obiectivul cheie privind dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat, în ceea ce privește extinderea maturității medii a portofoliului de datorie publică guvernamentală prezentat în Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pe termen mediu.

3. În vederea consolidării cadrului instituțional, pentru asigurarea unei mai bune coordonări a procesului de finanțare a deficitului bugetar, de administrare a datoriei publice guvernamentale și de administrare a lichidităților statului, în anul 2018 au avut loc ședințe lunare ale Comisiei de planificare a fluxurilor financiare ale Trezoreriei Statului, cu participarea reprezentanților MFP, ANAF și BNR, ședințe care se vor organiza și în perioada următoare. Dezbaterile din cadrul ședințelor

<sup>40</sup>Sub 1 an

<sup>41</sup>Tranzacția reversibilă prezintă avantajul unei execuții facile și al colateralizării automate, urmând să contribuie la activitatea pieței monetare.

lunare au fost consemnate în minute, care au fost ulterior transmise spre informare conducerilor MFP, respectiv ANAF.

4. Datorită decalajului între încasările și plățile bugetare realizate în cursul unei luni, îndeosebi către sfârșitul anului, Trezoreria statului va continua să apeleze la operațiunile de cash management, de genul atragerii de depozite pe termen foarte scurt de la instituțiile de credit, în scopul acoperirii golurilor temporare de casă, funcție de evoluția execuției bugetare.
5. Un alt instrument de finanțare pe termen scurt a deficitului este reprezentat de *împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului* în valoare de 53,8 miliarde lei la finele lunii decembrie 2018, contractate în conformitate cu prevederile Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 146/2002 *privind formarea și utilizarea resurselor derulate prin Trezoreria Statului*, cu modificările ulterioare, ordonanță ce prevede utilizarea fondurilor disponibile din contul curent general al Trezoreriei Statului pentru a finanța, prin intermediul împrumuturilor temporare, deficitele bugetare din anii precedenți.

În ciuda avantajului utilizării acestui instrument, precum finanțarea la costuri scăzute a deficitului bugetului de stat întrucât rata dobânzii la aceste împrumuturi a fost sub 0,1% în 2018, acest instrument prezintă dezavantajul că, depinde de fondurile disponibile în cont. În cazul în care fondurile disponibile în Contul Curent General al Trezoreriei Statului sunt reduse, se utilizează alte soluții, cum ar fi atragerea de depozite în condiții de piață de la instituțiile de credit sau vânzarea disponibilităților în valută existente în rezerva în valută a MFP.

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

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