

MINISTERUL FINANTELOR

**STRATEGIA DE ADMINISTRARE A
DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE**

2022-2024

Direcția Generală Trezorerie și Datorie Publică

București 2022

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 2021*
4. *Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în anul 2021, așteptările pe termen mediu*
 - Piața internă*
 - Piața externă*
 - Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2022 - 2024*
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*

| | |
|-------|---|
| 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 |
| FMI | Fondul Monetar Internațional |
| MTN | Program cadru de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu pe piețele externe |
| IFI | Instituții Financiare Internaționale |
| INS | Institutul Național de Statistică |
| MF | Ministerul Finanțelor |
| PIB | Produsul Intern Brut |
| PNRR | Programul Național de Redresare și Reziliență al României |
| UE | Uniunea Europeană |

1. Introducere

Prezenta Strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale aferentă perioadei 2022-2024 (denumită în continuare „Strategie”) reprezintă o continuare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2021-2023 și a fost realizată în conformitate cu bunele practici internaționale definite în Liniile directoare ale Băncii Mondiale și FMI referitoare la elaborarea strategiilor de datorie publică¹ și în consultare cu BNR.

Ca și în cazul edițiilor anterioare, Strategia revizuită pentru orizontul de timp 2022-2024 este în concordanță cu indicatorii bugetari prevăzuți în Strategia Fiscal-Bugetară 2022-2024 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 guvernamentală². 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 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 2021 și primele patru luni ale anului 2022

În perioada 2021 – aprilie 2022, toți indicatorii de risc s-au încadrat în limitele stabilite prin Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale 2021 – 2023, după cum rezultă din prezentarea riscurilor financiare în tabelul de mai jos:

Tabel 1: Indicatori de risc

| Indicatori * | 31/12/2021 | 30/04/2022 | Ținte indicative conform Strategiei 2021-2023 |
|--|------------|------------|---|
| A. Riscul Valutar | | | |
| Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total) | 47,7 % | 45,4 % | 45 % (minim) – 60 % |
| Ponderea datoriei publice guvernamentale în EUR în total datorie în valuta (% din total) | 85,4 % | 85,7 % | 80 % (minim) – 95 % |
| B. Riscul de refinanțare | | | |
| Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total) | 12 % | 10 % | 10 % - 20 % (maxim) |
| Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total) | 18 % | 17 % | 15 % - 25 % (maxim) |
| Maturitatea medie ramasă pentru total datorie (ani) | 7,5 | 7,6 | 7,0 ani (minim) – 8,5 ani |
| Maturitatea medie ramasă a datoriei în lei (ani) | 4,2 | 4,2 | 4,0 ani (minim) – 6,0 ani |
| C. Riscul de rată de dobândă | | | |
| Ponderea datoriei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total) | 14 % | 11 % | 10 % - 20 % (maxim) |
| Ponderea datoriei în lei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total) | 18 % | 17 % | 15 % - 25% (maxim) |
| Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani) | 7,5 | 7,6 | 7,0 ani (minim) – 8,5 ani |
| Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani) | 4,2 | 4,2 | 4,0 ani (minim) – 6,0 ani |

* nu includ împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului
Sursa: MF

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

² 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 avute în vedere pentru perioada 2022-2024

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2022 - 2024:

1. Asigurarea finanțării preponderent în moneda națională, cu obiectivul de asigurare a finanțării nete (acoperirea deficitului bugetar) preponderent din surse interne începând cu anul 2024. Emisiunile în EUR pe piața internă vor fi avute în vedere în contextul cererii specifice exprimate de investitorii locali, pe maturități medii, în funcție de condițiile de piață și de apetitul manifestat de către mediul investițional, în condițiile unui raport maturitate/cost avantajos.
2. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, inclusiv prin utilizarea de operațiunilor de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate sau preschimbări de titluri de stat).
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută³.
4. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în EUR și USD, luând în considerare raportul cost/risc, precum și evoluția diferențialului de dobândă între cele două valute.
5. Introducerea emisiunilor de obligațiuni verzi, prin crearea Cadrului general pentru obligațiuni verzi la nivel suveran, prin eforturi coordonate la nivelul ministerelor de linie pentru identificarea cheltuielilor/proiectelor care vor face obiectul finanțării prin aceste obligațiuni.
6. 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.
7. Utilizarea instrumentelor de finanțare oferite de către instituțiile financiare internaționale (BIRD, BEI, BDCE, BERD etc.), inclusiv a celor instituite la nivelul Uniunii Europene pentru susținerea procesului de redresare și reziliență la nivelul statelor membre, avându-se în vedere termenii și condițiile avantajoase oferite de acestea.

Aceste principii sunt exprimate ca intervale⁴ țintă indicative pentru principalii indicatori de risc care să permită flexibilitatea necesară în administrarea datoriei publice guvernamentale pentru a răspunde la modificarea condițiilor de pe piețele financiare.

³ Rezerva în valută trebuie să acopere un număr de luni aferent necesarului brut de finanțare .

⁴ 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).

Indicatorii de risc în perioada 2022-2024 se prezintă astfel:

| Indicatori * | Ținte indicative Strategia 2022-2024 |
|--|---|
| A. Riscul Valutar | |
| Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total) | 45 % (minim) – 60 % |
| Ponderea datoriei publice guvernamentale în EUR în total datorie în valuta (% din total) | 80 % (minim) – 95 % |
| B. Riscul de refinanțare | |
| Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total) | 10 % - 20 % (maxim) |
| Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total) | 10 % - 20 % (maxim) |
| Maturitatea medie ramasă pentru total datorie (ani) | 7,0 ani (minim) – 8,5 ani |
| Maturitatea medie ramasă a datoriei în lei (ani) | 4,0 ani (minim) – 6,0 ani |
| C. Riscul de rată de dobândă | |
| Ponderea datoriei care își modifica rata dobanzii într-un an (% din total) | 10 % - 20 % (maxim) |
| Ponderea datoriei în lei care își modifica rata dobanzii într-un an (% din total) | 10 % - 20% (maxim) |
| Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobanzii pentru datoria totală (ani) | 7,5 ani (minim) – 8,5 ani |
| Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobanzii pentru datoria în moneda națională (ani) | 4,0 ani (minim) – 6,0 ani |

* nu includ împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului.

Sursa: MF

2. Obiective și sfera de cuprindere

Prezenta Strategie constituie documentul de politică în administrarea datoriei publice guvernamentale, Ministerul Finanțelor 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 moneda națională sunt obiective importante atât în atingerea primelor două obiective ale Strategiei, cât și pentru dezvoltarea pieței financiare românești care să susțină asigurarea resurselor financiare necesare acoperirii necesităților de finanțare în perioadele de criză economică și financiară sau pe perioade marcate de volatilitate ridicată pe piețele internaționale.

Sfera de cuprindere a Strategiei se limitează la datoria contractată direct sau garantată de Guvern, prin intermediul MF, însă nu include împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului („finanțarea temporară”) și nici instrumentele de cash management. Finanțarea temporară, precum și instrumentele de cash management reprezintă instrumente de administrare a lichidităților și nu pot fi considerate instrumente 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 2⁵ acoperă strategia de administrare a lichidităților.

⁵ 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.

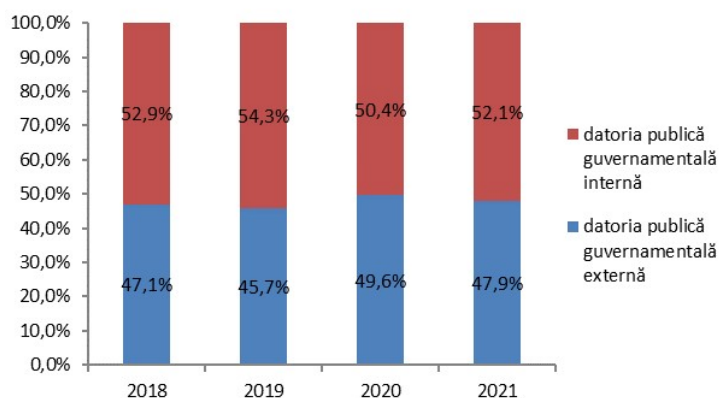
1. Descrierea portofoliului datoriei publice guvernamentale⁶

Evoluția datoriei publice guvernamentale

La sfârșitul anului 2021, datoria publică guvernamentală a fost de 589,5 miliarde lei, reprezentând 49,9% din PIB, pe fondul unei creșteri economice de 5,9% din PIB⁷ și în condițiile unui deficit al bugetului general consolidat de 6,77% din PIB⁸.

Structura datoriei guvernamentale după criteriul rezidenței arată că datoria guvernamentală internă a înregistrat un nivel mai crescut la sfârșitul anului 2021 în comparație cu anul 2020⁹, datoria publică guvernamentală contractată cu creditori rezidenți reprezentând 52,1%, iar cea cu creditori nerezidenți de 47,9%.

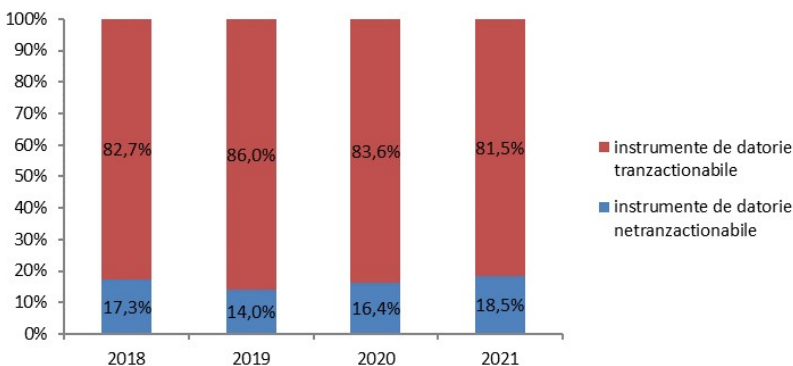
Grafic 1: Datoria publică guvernamentală după criteriul rezidenței creditorului (% în total datorie guvernamentală)



Sursa: MF

Ca structură după tipul de instrumente, datoria publică guvernamentală este alcătuită în principal din instrumente de datorie tranzacționabile. Astfel, titlurile de stat emise pe piața internă au reprezentat 44,4%, cele emise pe piața externă 37,1%, iar ponderea împrumuturilor de stat, instrumente netranzacționabile, a fost de 18,5%. - a se vedea graficul 2.

Grafic 2 : Instrumente de datorie tranzacționabile vs. instrumente de datorie netranzacționabile (% în total datorie guvernamentală)



⁶ Date preliminare conform legislației naționale, nu include finanțarea temporară și nici instrumentele de cash management.

⁷ CNSP- prognoza de primăvară a principalilor indicatori macroeconomici – 28 aprilie 2022

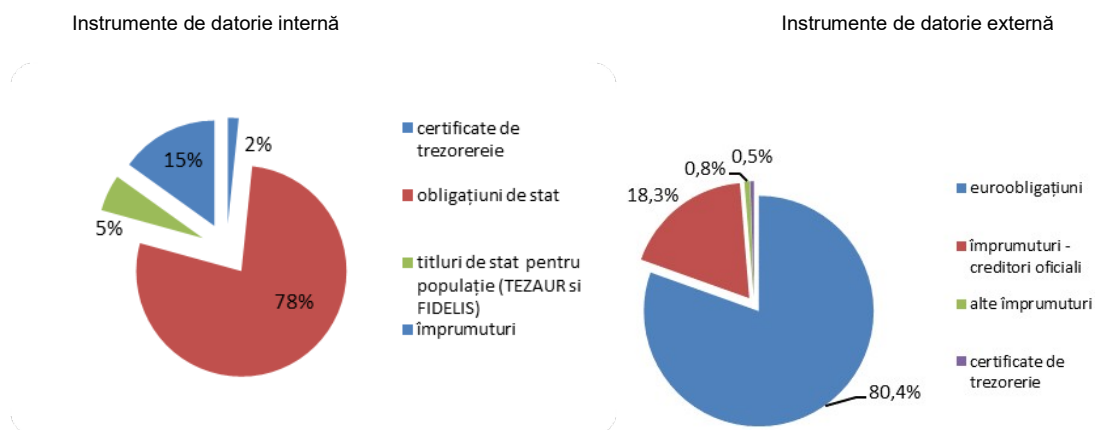
⁸ Deficitul bugetului general consolidat conform execuției operative la sfârșitul anului 2021 a fost în valoare nominală de 80,0 miliarde lei reprezentând 6,77% din PIB. PIB aferent anului 2021 conform prognozei de primăvară a CNSP- 28 aprilie 2022

⁹ Cifrele prezentate în grafic pentru anul 2020 au fost revizuite față de cele prezentate în Strategia 2021-2023 cu ocazia Notificării fiscale a deficitului și datoriei publice din luna aprilie 2022 când au fost revizuite și datele de datorie publică pentru anul 2020.

Sursa : MFP

Așa cum reiese din graficul 3, în structura datoriei interne, titlurile de stat reprezintă instrumentul majoritar, respectiv certificate de trezorerie și obligațiuni de stat; în mod similar, datoria externă este alcătuită în principal din obligațiuni emise pe piețele financiare internaționale și în completare din împrumuturi contractate de la instituții financiare internaționale, de la Uniunea Europeană și alți creditori. În structura datoriei externe se regăsesc și 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 : MF

În anul 2021, costurile, exprimate ca rate medii ale dobânzii¹⁰, au înregistrat scăderi ușoare, ca urmare a scăderii ratelor de dobândă, în special a celor aferente datoriei interne. La sfârșitul anului 2021, datoria în monedă națională rămâne mai costisitoare decât datoria în valută¹¹ așa cum reiese din tabelul 2.

Tabelul 2: Costul datoriei contractate direct de Guvern, prin MF, pe tipuri de instrumente¹²

| | 31.12.2020 | 31.12.2021 |
|--|------------|------------|
| Rata medie de dobândă a datoriei publice guvernamentale (%) | 3,3 | 3,1 |
| <i>1. în moneda națională, din care</i> | 4,1 | 3,8 |
| a. Certificate de trezorerie cu maturitatea de 1 an | 3,2 | 2,7 |
| b. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 1 și 5 ani | 3,9 | 3,9 |
| c. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 5 și 10 ani | 5,1 | 4,8 |
| <i>2. în valute, din care:</i> | 2,6 | 2,4 |
| a. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 10 ani | 2,9 | 2,7 |
| b. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 5 ani | 1,3 | 1,2 |
| c. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 30 ani | 3,6 | 3,3 |
| d. EUR multilateral | 1,6 | 1,5 |
| e. Obligațiuni în USD cu maturitatea de 30 ani | 4,9 | 4,3 |
| f. USD multilateral | 1,3 | 1,3 |

Sursa : MF

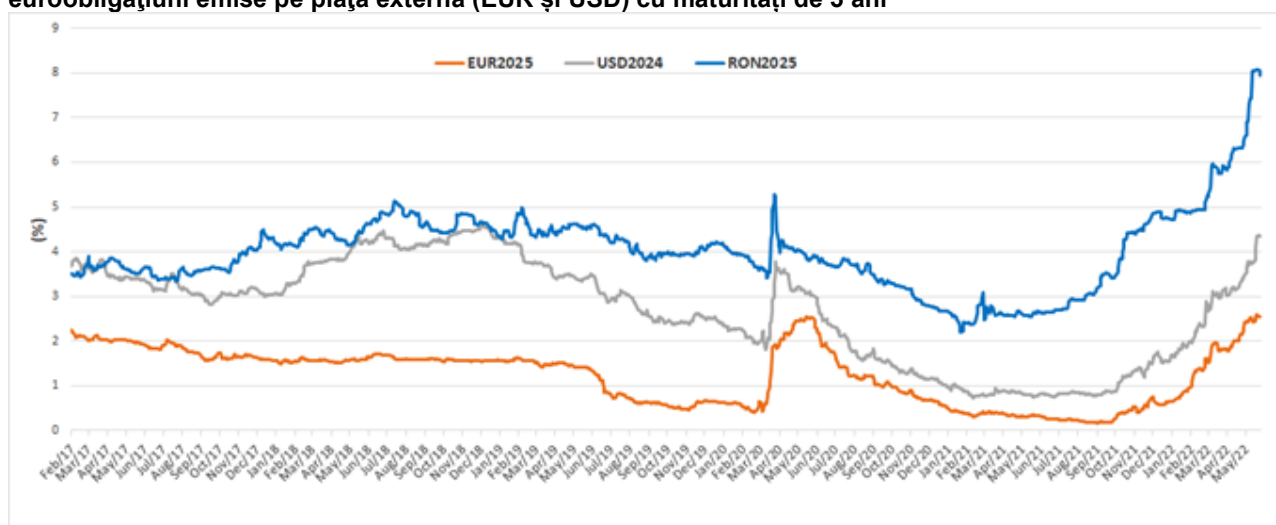
¹⁰ S-au calculat ca raport între plățile preconizate ale dobânzii pentru anul 2022 și soldul existent la finele anului 2021 pentru fiecare instrument de datorie în parte.

¹¹ Excluzând influențele datorate riscului valutar care pot schimba în cazul unei deprecierea a monedei naționale costul datoriei în valută (dobanzile aferente datoriei în valută) în mod semnificativ.

¹² 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 împrumuturilor de la instituțiile financiare internaționale și Uniunea Europeană, contractate la rate de dobândă favorabile explică nivelul mai scăzut al costului finanțării externe. În plus, obligațiunile emise pe piețele financiare internaționale denumite în EUR sunt emise cu randamente nominale mai reduse în comparație cu cele aferente titlurilor de stat emise în moneda națională și în dolari (fără luarea în considerare a impactului riscului valutar asupra costurilor), după cum reiese din graficul 4. Pe întreg parcursul anilor 2020 – 2021 și primele 4 luni din anul 2022, costurile aferente finanțării în lei de pe piața internă s-au menținut peste nivelurile finanțării în USD și EUR pentru maturități similare, diferențialul de dobândă accentuându-se începând cu a doua parte a anului 2021. Având în vedere obiectivul MF de menținere a ponderii datoriei denumite în EUR în total datorie în valută în intervalul 80% (minim) - 95%, emisiunile pe piețele externe în anul 2021 s-au realizat în EUR, acestea prezentând avantajul unor costuri mai avantajoase comparativ cu cele în USD. În primele 4 luni ale anului 2022, în contextul creșterii la nivel global a ratelor de dobândă și a constrângerilor manifestate pe piețele internaționale în contextul conflictului Rusia-Ucraina, resursele de pe piața externă au fost atrase atât în EUR cât și în USD care oferă flexibilitatea necesară în realizarea planului de finanțare de pe piețele externe, cât și asigurarea diversificării bazei de investitori în instrumentele de datorie emise de România.

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



Sursa: MF

După nivelurile minime înregistrate la finalul anului 2020, în prima jumătate a anului 2021, randamentele titlurilor de stat emise pe piețele internă și externe s-au menținut la niveluri relativ constante pentru ca, începând cu trimestrul al 4-lea 2021 să revină pe trend crescător, tendință care s-a accentuat puternic în anul 2022 pe fondul accelerării contextului inflaționist și conflictului Rusia-Ucraina.

Riscurile asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2021

Riscul valutar

La sfârșitul anului 2021, respectiv în luna aprilie 2022, 52,8% și 54,6% din portofoliul datoriei publice guvernamentale era denumit în valută, o pondere ridicată atât comparativ cu alte state membre UE care nu au adoptat moneda unică europeană, cât și cu alte state din aceeași categorie de rating cu România. Expunerea semnificativă la riscul valutar poate fi gestionată

luând în considerare volatilitatea relativ scăzută a cursului de schimb leu/EUR și ca urmare a datoriei în valută emisă predominant în EUR¹³ pe termen lung (grafic 5).

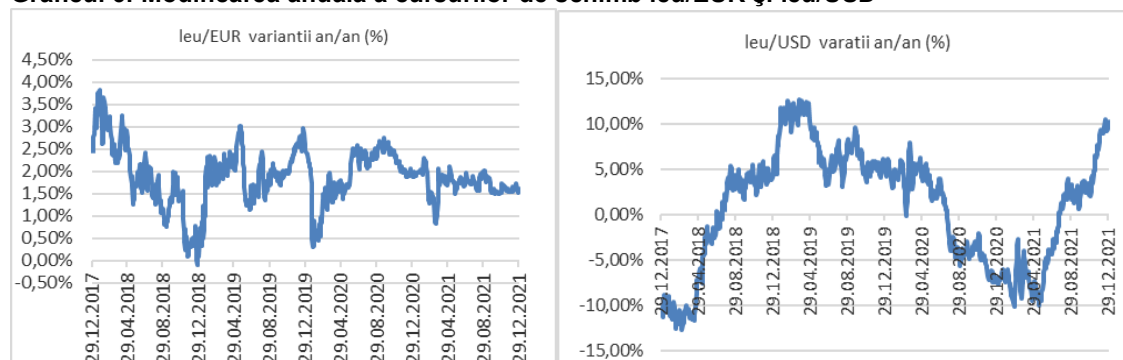
Grafic 5: Structura datoriei pe tipuri de valute



Sursa: MF

Având în vedere că cca 7,5% 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/EUR, datoria contractată în USD prezintă un grad de risc mult mai ridicat decât cea contractată în EUR, așa cum reiese și din graficul 6.

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



Sursa: MF, BNR

În cazul manifestării unor scenarii pesimiste în anul 2022, de exemplu deprecierea monedei naționale cu 5% față de EUR și cu 15% față de USD, stocul datoriei ar crește cu 18,3 miliarde lei, respectiv cu 1,4% din PIB, iar plățile în contul serviciului datoriei (reprezentând rambursări de rate de capital/ refinanțări de titluri de stat și plăți de dobânzi) ar crește cu 2,6 miliarde lei, respectiv cu 0,7% în veniturile administrației publice centrale¹⁴.

În consecință, expunerea la riscul valutar poate fi considerată una moderată. Mai mult, politica menținerii unei rezerve în valută la dispoziția Trezoreriei Statului 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.

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 următorii 5 ani, cu tendința de diminuare a riscului de refinanțare pe termen mediu și lung. Concentrarea rambursărilor în primii 5 ani se observă mai ales la nivelul datoriei interne¹⁵ reflectând preferința investitorilor pentru titluri de

¹³ Datoria denominată în EUR emisă pe termen lung și foarte lung (în prezent cu maturități de până la 30 de ani pentru euroobligatiuni) cu rambursare într-o singură tranșă (de tip bullet) presupune o rambursare a finanțării într-un interval de timp în care adoptarea monedei EUR este fezabilă și, prin urmare, un risc valutar implicit redus.

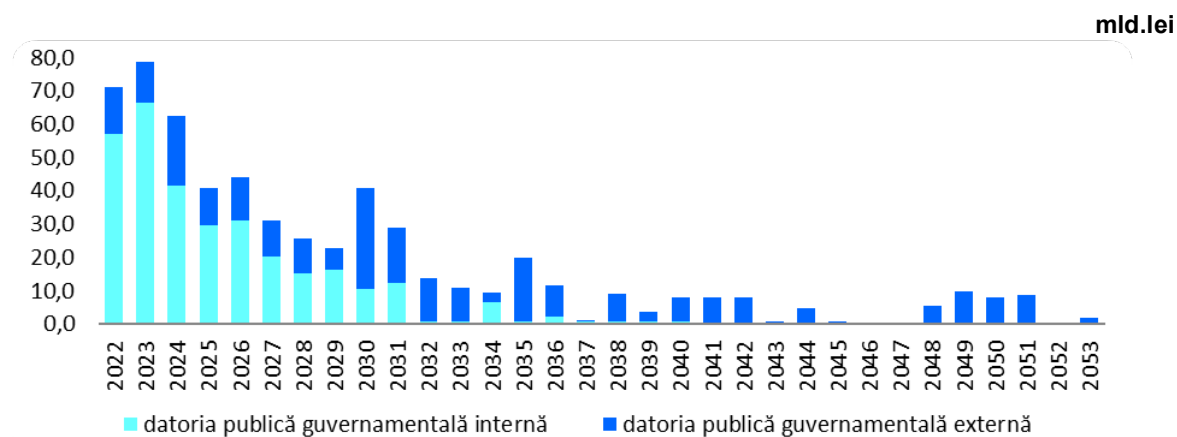
¹⁴ Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

¹⁵ După piața emisiunii.

stat cu maturitatea medie rămasă de până la 5 ani. Pentru administrarea acestui risc se are în vedere continuarea politicii de construire a unor serii lichide de obligațiuni de tip benchmark, până la cca 2,5 miliarde echivalent EUR pentru fiecare serie de titluri de stat, pe segmentul maturităților medii și lungi, corelat cu utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor (buy-back și bond-exchange), măsuri care vor sprijini consolidarea și extinderea curbei randamentelor în lei și vor asigura diminuarea expunerii portofoliului de datorie la riscul de refinanțare și de lichiditate, dar și posibilitatea realizării în avans a refinanțărilor pentru necesitățile de finanțare din anii următori de pe piața internă, în măsura în care condițiile de piață o permit. Așteptările privind cererea de titluri de stat pe parcursul anului 2022 și pe termen mediu sunt influențate de conjunctura economică globală extrem de complicată atât ca urmare a procesului de redresare post-COVID, cât și urmare a crizei geopolitice generată de conflictul din Ucraina care a alimentat creșterea costurilor combustibililor și materiilor prime, perturbări în lanțurile logistice de aprovizionare, precum și creșterea inflației. Menținerea unui climat dificil la nivel geopolitic poate amplifica incertitudinile în rândul investitorilor și poate genera fluctuații semnificative în cererea de titluri de stat din partea acestora, într-un mediu economic global caracterizat prin rate de dobândă în creștere și condiții volatile de piață. De exemplu, în anul 2021, au fost scadente titluri de stat în valoare de totală de cca. 48 miliarde lei. Refinanțarea acestor obligații 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 51,2% din valoarea nominală a titlurilor de stat, nivel în creștere față de anul 2020) ar fi apelat la alte plasamente ale resurselor disponibile.

În privința datoriei externe, riscul de refinanțare este redus, ca urmare a structurii de rambursare a împrumuturilor contractate de la instituțiile financiare internaționale și de la Uniunea Europeană, (într-o singură tranșă, cu scadențe lungi și foarte lungi), dar și ca urmare a extinderii maturității medii rămase pentru portofoliul de datorie publice externă ca urmare a emiterii de euroobligațiuni cu maturități lungi și foarte lungi (de până la 30 de ani).

Graficul 7: Rambursările de rate de capital aferente datoriei publice guvernamentale la sfârșitul lui 2021



Sursa: MF

Profilul rambursării datoriei determină o durată medie rămasă (ATM) de 7,5 ani la sfârșitul anului 2021, respectiv de 4,2 ani pentru datoria denominată în moneda națională și de 10,2 ani pentru datoria denominată în valută.

Tabelul 3: Indicatori privind riscul de refinanțare

| Indicatori | 2020 | | | 2021 | | |
|--|--|------------------------------|-------|--|------------------------------|-------|
| | Datoria denominată în monedă națională | Datoria denominată în valută | Total | Datoria denominată în monedă națională | Datoria denominată în valută | Total |
| Pondere datorii scadente în termen de 1 an (% din total) | 16 | 6 | 10 | 18 | 5,0 | 12 |
| Maturitatea medie rămasă (ani) | 4,2 | 10,3 | 7,3 | 4,2 | 10,2 | 7,5 |

Sursa: MF

Pentru îmbunătățirea managementului datoriei publice și evitarea presiunilor sezoniere pentru asigurarea surselor de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale, precum și pentru gestionarea riscului de refinanțare și de lichiditate, începând cu anul 2010, MF a constituit și consolidat rezerva financiară (buffer) în valută la dispoziția Trezoreriei Statului, în prezent politica fiind de menținere a acestei rezerve la un nivel care să acopere până la 4 luni din necesarul brut de finanțare.

Riscul de rată de dobândă

Dat fiind că doar o mică parte din datorie este datorie contractată cu rate variabile (vezi Tabelul 4) 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 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, inclusiv de la Uniunea Europeană, cu scadențe pe termen lung și foarte lung și cu rate fixe de dobânzi au reprezentat partea majoritară a acestei datorii la sfârșitul anului 2021. Astfel, o creștere cu 1 punct procentual a ratelor de dobândă în 2022 va conduce la creșterea plăților în contul serviciului datoriei cu cca 2,8 miliarde lei, respectiv cu 0,8% din veniturile administrației publice centrale¹⁶ pentru datoria în moneda națională, și cu cca 3,1 miliarde lei, respectiv cu cca 0,9% din veniturile administrației publice centrale pentru datoria în valută.

Tabelul 4: Indicatori privind riscul ratei de dobândă

| Indicatori | 2020 | | | 2021 | | |
|---|--|------------------------------|-------|--|------------------------------|-------|
| | Datoria denominată în moneda națională | Datoria denominată în valută | Total | Datoria denominată în moneda națională | Datoria denominată în valută | Total |
| Pondere datorii cu rată fixă de dobândă (% din total) | 89,8 | 92,5 | 91,2 | 79,3 | 95,3 | 87,6 |
| Pondere datorii care își modifică dobânda într-un an (% din total) | 15,0 | 5,0 | 12,0 | 18,0 | 4,0 | 14,0 |
| Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani) | 4,2 | 10,6 | 7,4 | 4,2 | 10,4 | 7,5 |

Sursa: MF

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

¹⁶ Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

constant pe tot parcursul anului 2021, sunt în continuare riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale care nu trebuie neglijate și care trebuie corelate 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 la dispoziția Trezoreriei Statului care să acopere până la 4 luni din necesarul brut de finanțare, politică care va trebui corelată cu necesitățile de finanțare și cu măsurile care se vor lua de către autoritățile române pentru corectarea deficitului bugetar excesiv, dar și a celor pentru sprijinirea economiei în procesul de redresare economică.

4. Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în perioada 2021 – aprilie 2022 și așteptări pe termen mediu

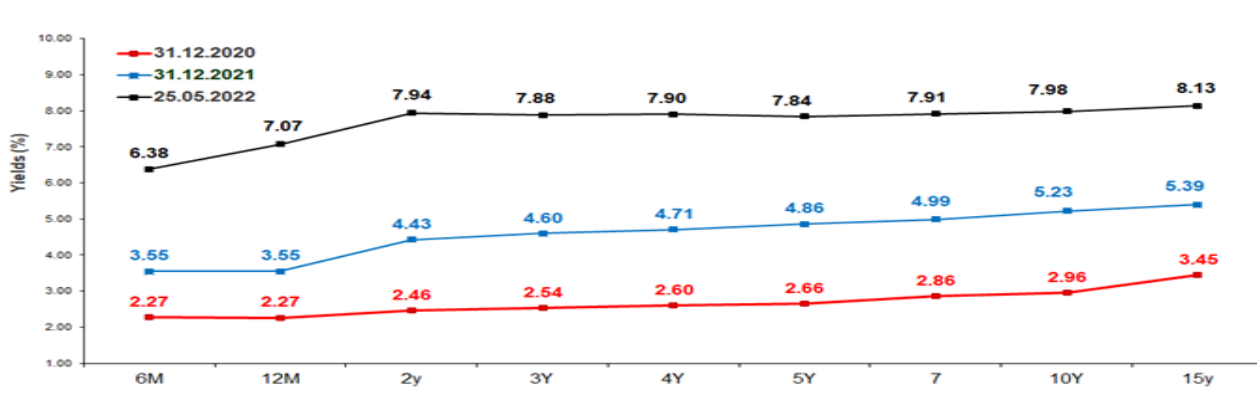
Piața internă

În debutul anului 2021, evoluțiile din mediul extern, încetinirea creșterii economice la nivel global, dar și continuarea politicilor de relaxare cantitativă la nivelul principalelor bănci centrale FED și BCE, s-au reflectat în scăderea randamentelor la nivelul titlurilor de stat suverane din economiile avansate, dar și din zona CEE.

Începând cu a doua jumătate a lui 2021 presiunile inflaționiste semnificative la nivelul economiei globale au generat reacții ferme ale autorităților financiare și monetare ale marilor economii (SUA-FED, UE-BCE, UK-Banca Angliei ,ș.a.) dar și ale băncilor centrale din regiunea centrală și est europeană, care au luat măsuri în vederea încheierii programelor de achiziții nete de active promovate în timpul pandemiei și au inițiat cicluri de creștere a ratelor de referință. În acest context, pe fondul unor proiecții de inflație ridicate, începând cu luna octombrie 2021, BNR a majorat de 6 ori rata dobânzii de referință a leului de la 1,25% la 3,75% la finalul lunii mai 2022, fapt care a generat intensificarea așteptărilor investitorilor de creștere a randamentelor titlurilor de stat românești pe piața locală. Mai mult, proximitatea României de zona de conflict a susținut tendința de creștere a randamentelor titlurilor de stat suverane inclusiv prin prin inflația crescută urmare a majorării prețurilor la combustibili și materii prime.

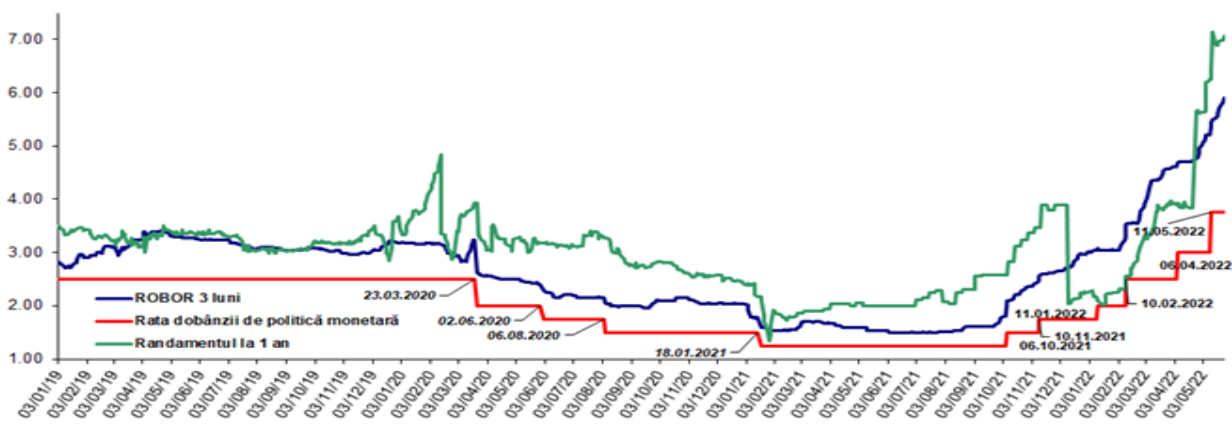
La finalul anului 2021, curba de randamente aferentă obligațiunilor suverane emise de statul român pe piața internă relevă o creștere anuală semnificativă de cca 150 – 220 bps manifestată pe toate palierele de maturități, în special pentru segmentul maturităților de peste 5 ani, creștere care s-a accentuat și în prima parte a anului 2022. Astfel, de la începutul anului 2022 randamentele au cunoscut o creștere relativ constantă pe toată curba de cca 270 – 350bps.

Grafic 8 : Evoluția randamentelor pe piața secundară internă



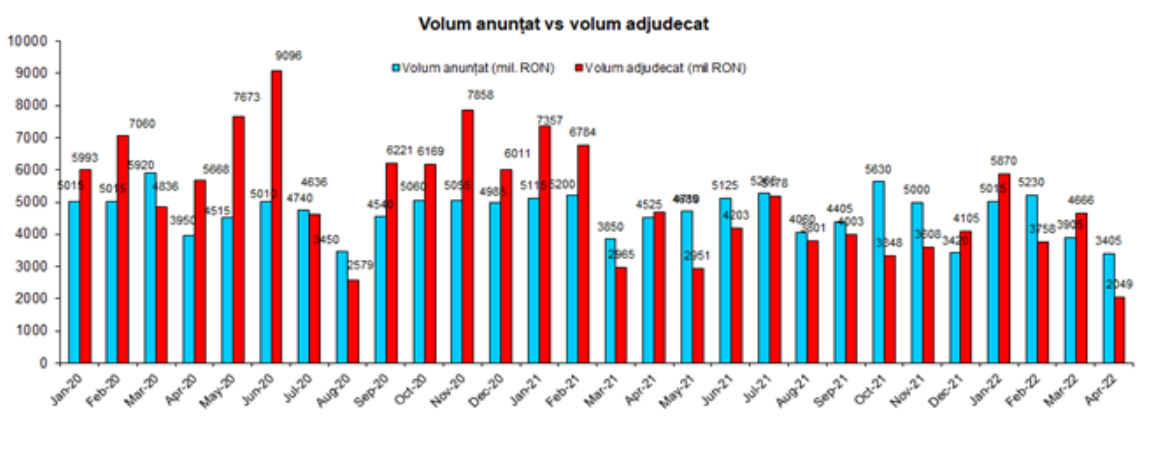
Sursă : Bloomberg

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



Sursa: MF, BNR

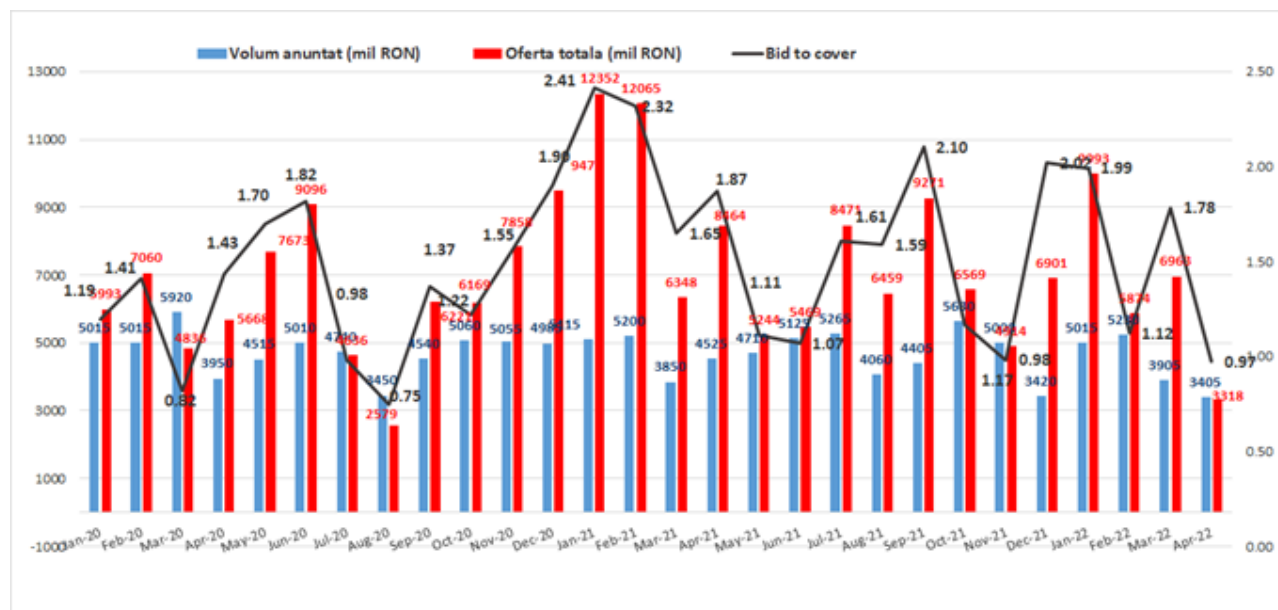
Grafic 10: Volum anunțat vs volum adjudecat în perioada ianuarie 2020- aprilie 2022



Sursa: MF

În cursul anului 2020, volumele adjudecate la licitațiile de titluri de stat au fost semnificativ superioare celor anunțate, tendință care s-a inversat începând cu luna martie 2021 și a continuat pe parcursul întregului an, în condițiile unor volume medii adjudecate lunar inferioare celor realizate în anul 2020. Deși anul 2022 a debutat cu un nivel superior al valorilor adjudecate raportat la perioada anterioară, ulterior evoluțiile în cadrul licitațiilor de titluri de stat au fost ajustate în raport cu nivelul lichidității pe o piață internă sensibilă la evoluțiile geopolitice și economice internaționale.

Grafic 11: Cererea și oferta de titluri de stat pe piața primară în perioada ianuarie 2020– aprilie 2022



Sursa: MF

Cererea investitorilor pentru titlurile de stat pe piața internă, relevată grafic prin oferta totală și prin raportul între oferta investitorilor și volumul anunțat (Bid-to-cover ratio), a scăzut semnificativ pe parcursul anului 2021 comparativ cu anul anterior, iar începutul anului 2022 nu a adus modificări semnificative a ofertei de participare din partea investitorilor, trendul fiind de scădere a ofertelor totale, ceea ce se corelează cu evoluția volumului adjudecat pe intervalul de analiză (ianuarie 2020-aprilie 2022).

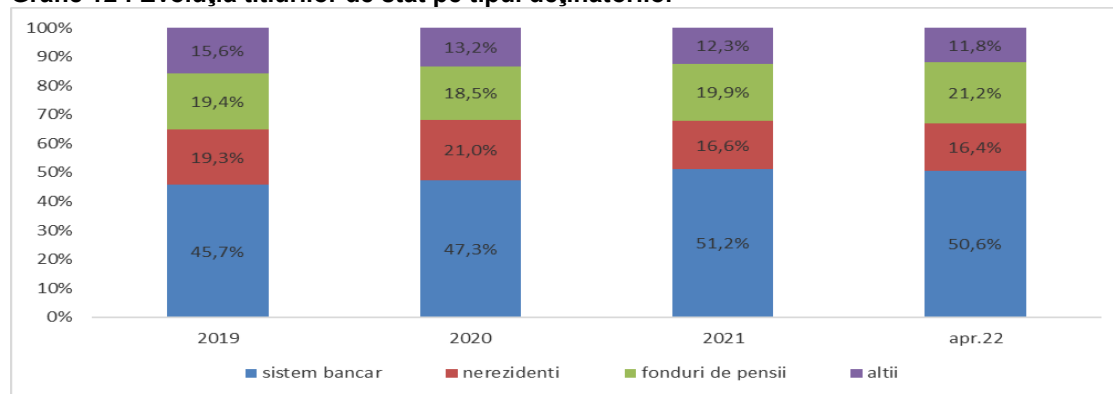
Baza de investitori

Băncile comerciale au continuat să fie principalii investitori pe piața internă a titlurilor de stat, deținând în portofoliu la sfârșitul anului 2021, cca 51% din volumul total al titlurilor de stat emise pe piața internă, în creștere față de sfârșitul anului 2020 (47,3%), fiind urmate de fondurile de pensii care au înregistrat o creștere a deținerilor la 19,9% la sfârșitul anului 2021 față de 18,5% la sfârșitul anului 2020.

În cadrul segmentului de investitori instituționali, fondurile locale de administrare de active și fondurile de pensii private, deși dețin încă o cotă relativ redusă pe piața titlurilor de stat, au reprezentat un participant stabil în procesul de finanțare la nivel guvernamental. Structura investițională a fondurilor private de pensii s-a menținut în continuare cu o proporție majoritară în titluri de stat din activul total. Astfel, titlurile de stat reprezintă 44% în portofoliile investiționale ale organismelor de plasament colectiv, 66% în structura investițională a fondurilor de pensii private, și cca 76% în activele societăților de asigurare¹⁷.

¹⁷ Potrivit raportului ASF privind stabilitatea piețelor financiare nebancale 2/2021

Grafic 12 : Evoluția titlurilor de stat pe tipul deținătorilor



Sursa: BNR

La finalul lunii aprilie 2022¹⁸, ponderea titlurilor de stat în structura investițională a fondurilor de pensii private era de cca 60%, înregistrând o scădere ușoară față de finalul anului 2021.

Investitorii nerezidenți reprezintă în continuare un segment important al pieței titlurilor de stat, asigurând o cerere complementară investitorilor locali prin interesul manifestat în special pe maturități lungi, conducând la diversificarea bazei de investitori. La sfârșitul lunii aprilie 2022 deținerile se situau în jurul valorii de 16,4%, în scădere față de nivelul de 21% înregistrat la sfârșitul anului 2020.

Deținerile relativ reduse ale nerezidenților înregistrate în perioada 2020 – aprilie 2022 au limitat vulnerabilitatea pieței interne la perioadele de volatilitate, când investitorii au tendința de a-și lichida sau reduce expunerile pe țările emergente.

În același timp, creșterea prezenței investitorilor nerezidenți ar putea fi influențată 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 administrare a pasivelor, creșterea ponderii titlurilor de stat românești în indicii internaționali (EMBIG - JP Morgan/Barclays) având în vedere că mare parte dintre investitorii instituționali au o politică investițională raportată la structura acestor indici.

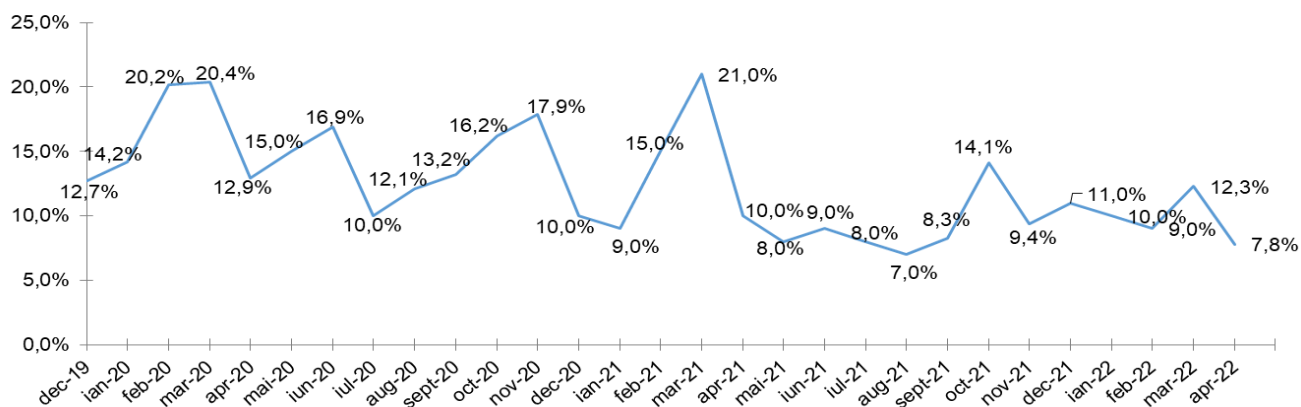
Prezența titlurilor de stat românești în indicii regionali JPMorgan și Barclays continuă să aibă o influență pozitivă asupra pieței locale. La sfârșitul lunii mai 2021, 18 serii de obligațiuni de stat românești erau incluse în indexul GBI-EM Global Diversified Investment Grade, cu o pondere de aproximativ 3,5%, și 21 serii în indexul Barclays EM Local Currency Government Index, cu o pondere de 0,90%.

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. Pe parcursul anului 2021 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 evoluție oscilantă, atingând valori mai mari în lunile martie (21,0%), octombrie (14,1%) și decembrie (11,0%) și niveluri minime în lunile mai (8,0%) și august (7,0%), când interesul investitorilor s-a direcționat în special pe piața primară ca urmare a necesităților de finanțare guvernamentale ridicate.

¹⁸ Sursa: Raport ASF lunar de monitorizare a tendințelor pe pietele financiare nebancale, martie 2022

Grafic 13: Evoluția gradului de lichiditate al titlurilor de stat în lei active în perioada 2019 - aprilie 2022



Sursa: MF

La sfârșitul celui de-al cincilea an de funcționare al platformei electronice de cotație și tranzacționare a titlurilor de stat românești (platforma E-bond – furnizată de Bloomberg) se observă impactul pozitiv al acesteia asupra pieței titlurilor de stat. În perioada 2020-2021 s-a înregistrat o scădere a volumelor tranzacționate odată cu apariția efectelor pandemiei COVID – 19, care s-a menținut la nivel similar și în prezent. Raportat la obligațiile minime de cotație zilnică pe platforma electronică de cotație și tranzacționare¹⁹, dealerii primari au cotațat mai multe serii de titluri de stat, pe o perioadă mai îndelungată pe parcursul unei zile, la o marjă mai redusă dintre cotațiile de vânzare și cumpărare.

Implementarea planului de finanțare de pe piața internă

Pe parcursul anului 2021, MF a menținut o politică de emisiuni predictibilă și flexibilă adaptată la cerințele mediului investițional, mai ales pe fondul creșterii nevoilor de finanțare în contextul pandemiei și a evoluției condițiilor de pe piața internă care au fluctuat considerabil.

În anul 2021 s-au emis titluri de stat pe piața internă în valoare totală de 70,4 miliarde echivalent lei, incluzând obligațiuni de stat denominate în EUR în valoare de 1,7 miliarde EUR și titluri de stat destinate populației în valoare de 9,3 miliarde lei, reprezentând 52,2% din necesarul brut de finanțare al administrației publice centrale²⁰.

Titlurile de stat emise pe piața interbancară au avut următoarea structură:

- 13,4% reprezintă emisiuni de certificate de trezorerie cu discount și emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale până la 1 an;
- 28,4% reprezintă emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 1 și 5 ani; și
- 58,2% reprezintă emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 5 și 14 ani.

¹⁹ Obligațiile minime de cotație zilnică pe platforma electronică de cotație și tranzacționare prevăzute la art. 28 din Ordinul ministrului finanțelor publice nr. 318/2022 pentru aprobarea Regulamentului-cadru privind operațiunile de piață cu titluri de stat pe piața internă ce trebuie îndeplinite cumulativ, sunt următoarele: a) furnizarea de cotații de vânzare și cumpărare pentru seriile de titluri de stat specificate la lit. d), timp de minimum 5 ore zilnic, în intervalul 9.00 - 17.30; b) marja maximă între cotațiile de vânzare și cumpărare să fie de 25 de puncte de bază; c) volumul minim pentru fiecare serie de titluri de stat cotațată să fie de 10 milioane de lei, atât pentru cotația de vânzare, cât și pentru cotația de cumpărare; d) cotația a minimum 4 serii de titluri de stat dintre cele stabilite periodic de Comitetul de piață, astfel: două serii cu maturitatea reziduală mai mică de 5 ani și două serii cu maturitatea reziduală mai mare sau egală cu 5 ani.

²⁰ Prezentat în Cap 5

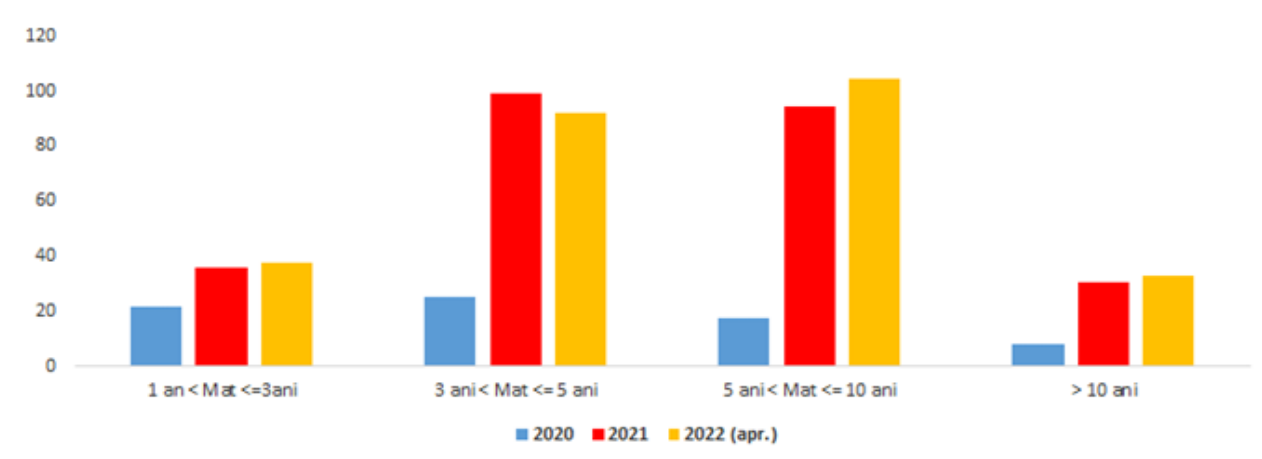
Obligațiunile de stat de tip benchmark denumite în lei cu scadențe la 3, 4, 5, 7, 10 și 15 ani au fost emise și redeschise aproape în fiecare lună. Politica MF a urmărit extinderea maturității medii rămase a titlurilor de stat, mare parte din emisiuni fiind emise pe segmentul maturităților medii și lungi.

În anul 2021 au continuat emisiunile destinate populației prin cele două programe TEZAUR și FIDELIS. În cadrul Programului TEZAUR derulat prin intermediul unităților operative ale Trezoreriei Statului, precum și prin subunitățile poștale ale Companiei Naționale Poșta Română S.A., au fost lansate 11 emisiuni cu maturități cuprinse între 1 și 5 ani, în care peste 114.467 de persoane fizice au investit 5,1 miliarde lei. În cadrul Programului FIDELIS, în anul 2021, s-au derulat prin intermediul sindicatului de bănci selectat format din Banca Transilvania/BT Capital Partners, BCR și BRD patru emisiuni, atât în lei (maturități cuprinse între 1 și 3 ani), cât și în EUR (maturități cuprinse între 2 și 5 ani), cu o valoare atrasă de 4,3 miliarde echivalent lei.

Pentru anul 2022, valoarea estimată a fi atrasă prin emisiuni de titluri de stat pentru populație prin intermediul Programelor Tezaur și FIDELIS este de cca 10 miliarde echivalent lei.

În primele patru luni ale anului 2022 a fost contractată datorie de pe piața internă în valoare totală de 24,8 miliarde echivalent lei care include și suma de 4,7 miliarde echivalent lei reprezentând emisiuni de titluri de stat pentru populație atrase în cadrul programelor TEZAUR și FIDELIS.

Grafic 14 : Structura emisiunilor de titluri de stat pe scadențe (maturitate inițială, miliarde lei) 2020 – aprilie 2022



Sursa: MF

De asemenea, începând cu luna mai 2022 a fost extins grupul dealerilor primari pe piața internă, prin acceptarea CEC Bank, alături de cei 7 dealeri existenți - Banca Comercială Română S.A., Banca Română pentru Dezvoltare – Groupe Société Générale S.A., Banca Transilvania S.A., Citibank Europe Plc. Dublin – Sucursala România, ING Bank N.V. Amsterdam - Sucursala București, Raiffeisen Bank S.A., UniCredit Bank S.A..

Piața externă

Evoluțiile piețelor externe și a euroobligațiunilor românești

Previziunile privind revenirea treptată la normal a activității economice într-un context post pandemic, precum și presiunile inflaționiste manifestate la nivel global resimțite începând cu a doua jumătate a anului 2021, au determinat băncile centrale și autoritățile monetare să promoveze măsuri de restrângere a lichidității piețelor prin diminuarea în scopul încheierii programelor de achiziții nete de active (relaxare cantitativă) realizate în scopul susținerii economiilor afectate de pandemia de COVID-19.

Băncile centrale ale zonei centrale și est europene (CEE) au reacționat cel mai rapid la fenomenul inflaționist, procedând la creșterea dobânzilor de referință încă din iunie 2021. Astfel, Banca centrală a Ungariei a majorat rata dobânzii de referință de la un minim de 0,6% în iunie 2021 la nivelul de 5,9% în luna mai 2022, Banca centrală a Poloniei de la 0,5% în octombrie 2021 la 6% în iunie 2022, Banca centrală a Cehiei de la 0,5% la 5,75%, iar Banca Națională a României de la 1,5% în octombrie 2021 la 3,75% în luna mai 2022.

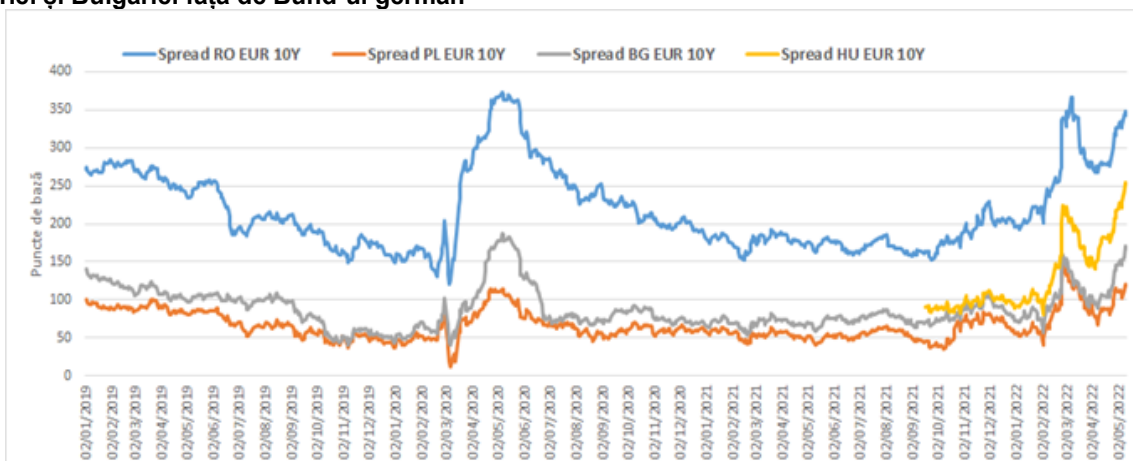
Perspectiva creșterii dobânzilor de referință ca instrument central al politicii monetare în scopul combaterii inflației a generat un trend crescător al dobânzilor la nivel global care a continuat și în cursul anului 2022. Conflictul militar din Ucraina care a debutat la finalul lunii februarie 2022 a adăugat mai multă volatilitate dinamicii dobânzilor, țările din regiunea CEE²¹ înregistrând accelerarea creșterii dobânzilor ca efect al proximității zonei de conflict în condițiile în care investitorii și-au direcționat portofoliile către active de refugiu (safe heaven) în anticiparea creșterii ratelor de dobândă de referință. Astfel, curbele de randament ale statelor din zona CEE4 au conturat tendințe de inversare ca urmare a creșterii accelerate a randamentelor pe maturități scurte și medii care au depășit randamentele pe termene lungi.

Măsurile de contracarare a inflației adoptate atât la nivel global cât și intern, în contextul condițiilor dificile create de conflictul din Ucraina care au condus la creșterea accelerată a costurilor în domeniul energetic și alimentar, generează condiții financiare nefavorabile la nivel global, ceea ce impune implementarea unei strategii flexibile de gestionare a datoriei publice și adaptate noilor condiții.

În perioada următoare șocului izbucnirii epidemiei COVID-19 spreadul (ecartul) euroobligațiunilor românești față de Bund-ul german a intrat pe o tendință descrescătoare, ușor mai pronunțată comparativ cu cea a euroobligațiunilor similare emise în regiune. În prezent, spreadul euroobligațiunilor românești față de Bund se situează la cele mai înalte niveluri din regiune, ceea ce reflectă percepții de vulnerabilitate a economiei cu impact asupra costurilor de finanțare pe piețele externe.

²¹ Polonia, Ungaria, Slovacia, Cehia

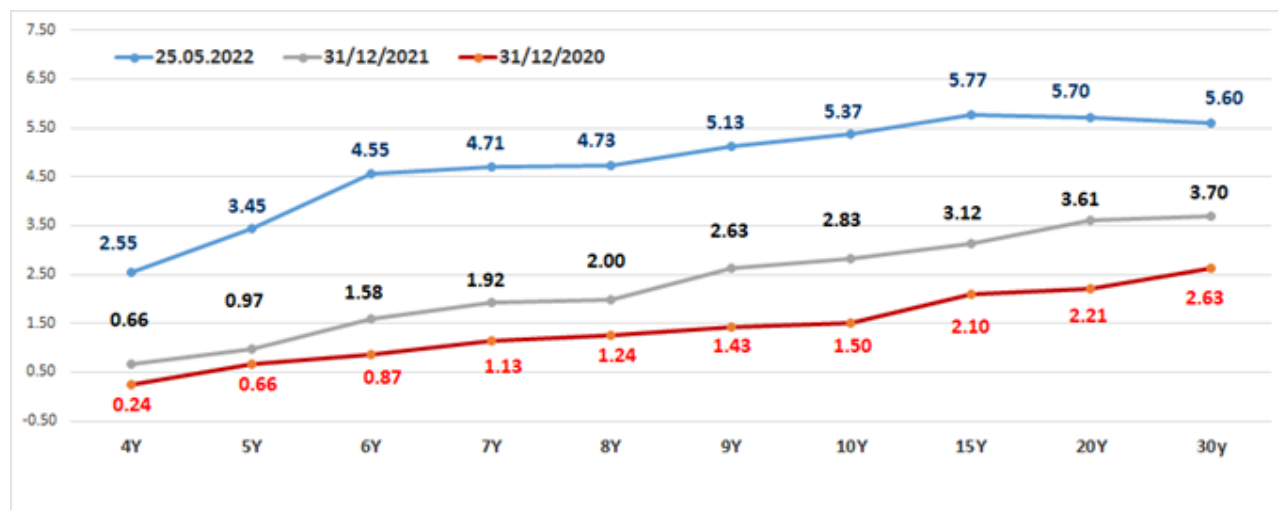
Grafic 15: Evoluția spread-urilor euroobligațiilor în EUR cu maturitate la 10 ani ale României, Poloniei, Ungariei și Bulgariei față de Bund-ul german



Sursă: MF

Randamentele euroobligațiilor de stat denuminate în EUR au cunoscut creșteri generalizate în cursul anului 2021, care s-au accentuat în cursul anului 2022 sub impactul evoluțiilor prezentate anterior.

Grafic 16 : Evoluția curbei randamentelor euroobligațiilor României emise în EUR pe piața externă



Sursă: MF

Randamentele euroobligațiilor României emise în USD pe piața externă au fost relativ stabile cu niveluri minime între septembrie 2020 și octombrie 2021, înscriindu-se apoi pe o traiectorie crescătoare.

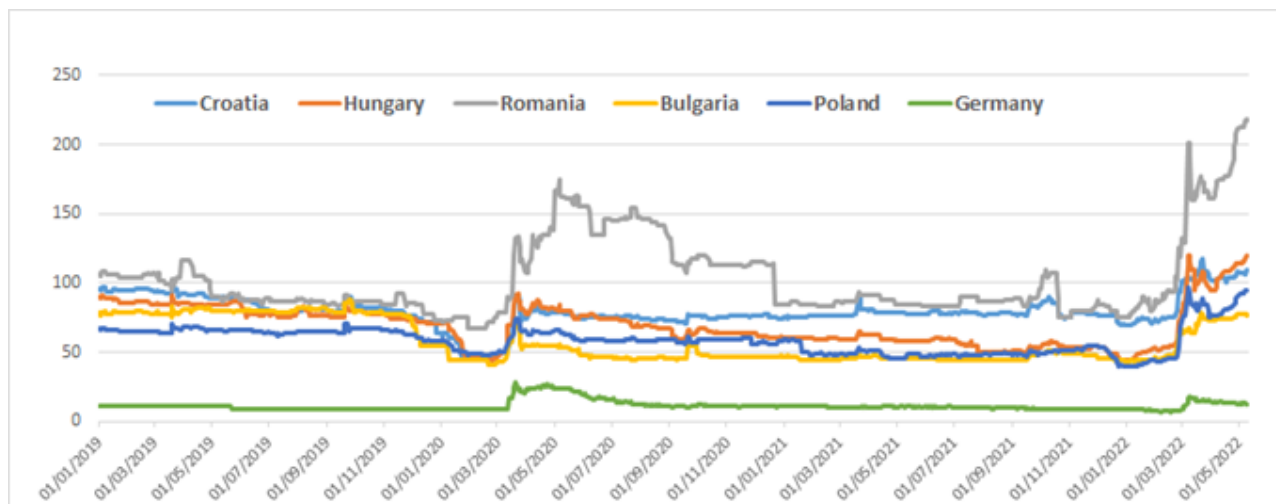
Grafic 17: Randamentele euroobligațiunilor României emise în USD pe piața externă cu scadență 2024 și 2044



Sursă: Bloomberg

Cotațiile CDS (credit default swap)²² ale României, care reprezintă prețul asigurării contra riscului de neplată, au înregistrat majorări în perioada februarie – aprilie 2022, reflectând cel mai ridicat nivel din regiune urmare a amplificării percepției generale de risc a investitorilor în contextul intervenției militare ruse din Ucraina.

Grafic 18: Evoluția cotațiilor CDS (Credit Default Swaps) pe 5 ani



Sursă: Bloomberg

²² 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 anul 2021 a fost atrasă suma de 7 miliarde EUR de pe piețele externe prin emisiuni de euroobligațiuni, astfel:

- în data de 14 aprilie - suma de 3,5 miliarde EUR printr-o emisiune de euroobligațiuni în două tranșe, din care 2 miliarde EUR cu scadența de 12 ani (randament 2,104%, cupon de 2,000%) și 1,5 miliarde EUR cu scadența de 20 ani (randament de 2,773%, cupon de 2,750%);
- în data de 13 iulie - suma de 3,5 miliarde EUR printr-o emisiune de euroobligațiuni în două tranșe, din care 2 miliarde EUR cu maturitatea de 9 ani (randament de 1,756%, cupon de 1,750%) și 1,5 miliarde EUR cu scadența de 20 ani (randament de 2,992%, cupon de 2,875%).

Operațiunile de pe piața externă în anul 2021 au inclus și trageri în valoare totală de cca 0,3 miliarde EUR aferente împrumuturilor contractate de la instituții financiare internaționale (BEI, BIRD etc.).

În primele 5 luni ale anului 2022 MF a atras suma de 4,2 miliarde USD și 2,5 miliarde EUR, astfel:

- în data de 27 ianuarie - suma de 2,44 miliarde USD printr-o emisiune de euroobligațiuni în două tranșe, din care 1,35 miliarde USD cu maturitatea de 5 ani (randament de 3,130%, cupon de 3,000%) și 1,095 miliarde USD cu scadența de 10 ani (randament de 3,699%, cupon de 3,625%). Pentru emisiunea de 10 ani au fost acceptate și oferte de preschimbare a titlurilor de stat emise de România în USD cu scadența în 2023 și 2024.
- în data de 7 februarie - suma de 2,5 miliarde EUR printr-o emisiune de euroobligațiuni în două tranșe, din care 1,25 miliarde EUR cu maturitatea de 6 ani (randament de 2,135%, cupon de 2,125%) și 1,25 miliarde EUR cu scadența de 12 ani (randament de 3,779%, cupon de 3,75%).
- în data de 25 mai - suma de 1,75 miliarde USD printr-o emisiune de euroobligațiuni în două tranșe, din care 1 miliard USD cu maturitatea de 5 ani (randament de 5,300%, cupon de 5,250%) și 0,75 miliarde USD cu scadența de 12 ani (randament de 6,019%, cupon de 6,00%).

Ratingul suveran

În luna aprilie 2022, agențiile de rating Fitch, Standard & Poor's și Moody's au menținut evaluarea României în categoria recomandată investițiilor (Fitch BBB-/F-3, cu perspectiva negativă, Standard & Poor's – BBB-/A-3 și Moody's – Baa3/A-3, cu perspectiva stabilă). Deciziile au luat în considerare statutul României de membru al Uniunii Europene și fluxurile de fonduri din partea Uniunii Europene care sprijină investițiile și stabilitatea macroeconomică a țării, precum și PIB-ul pe cap de locuitor și indicatorii de guvernanță și de dezvoltare umană care sunt peste cei înregistrați de țări din aceeași categorie de rating²³. Totodată, deciziile agențiilor de rating au luat în considerare potențialul de creștere economică solidă al României și accesul robust la finanțarea de pe piețele internaționale de capital, dar au semnalat o serie de riscuri care ar putea afecta în perioada următoare ratingul suveran, cum ar fi nerealizarea

²³ Bulgaria, Kazahstan, Indonezia, Filipine, Tailanda, Peru, Uruguay

reducerii susținute a dezechilibrelor fiscale sau deteriorarea structurală a finanțelor publice, adâncirea deficitului de cont curent, precum și escaladarea conflictului militar din Ucraina.

Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2022-2024

Eliminarea efectelor crizei economice generate de pandemia globală cauzată de COVID-19, conjugată cu măsurile de combatere a inflației și riscurile geopolitice situate la niveluri fără precedent din cauza conflictului militar din Ucraina reprezintă provocări pe termen mediu și lung și vor concentra eforturile guvernamentale la nivel global. Creșterea costurilor de finanțare la nivel global, coroborată cu creșterea fără precedent a prețurilor materiilor prime și energiei cu efect asupra prețurilor alimentare- afectate și de conflictul militar reprezintă factori care vor caracteriza mediul economic și piețele financiare pentru perioada următoare. În acest context, cel mai probabil ratele de dobândă se vor menține la niveluri ridicate atât pe plan global, cât și intern, proiecțiile BNR ale inflației²⁴ indicând niveluri ale IPC de 12,5% la finele anului 2022, preconizând intrarea pe o tendință descrescătoare de 6,7% la finele anului 2023.

Piețele financiare vor continua să reacționeze la incertitudinile generate de mediul economic și geopolitic specific acestei perioade prin fluctuații ale dobânzilor și ale cotațiilor activelor de refugiu, cauzate de schimbări ale percepției piețelor financiare care vor genera migrații ale capitalurilor spre alte active. Bursele ar putea suferi corecții semnificative sub posibilul impact al creșterii volatilității fluxurilor financiare sub impactul riscurilor specifice.

În contextul amplificării vulnerabilităților la nivel internațional, dar și în funcție de evoluțiile economice și politice în plan intern, pot fi așteptate corecții bruște ale curbei randamentelor titlurilor de stat.

Procesul de finanțare pe termen mediu

Pe termen mediu, finanțarea deficitului bugetului de stat și refinanțarea datoriei publice guvernamentale se va realiza din surse interne și externe. MF va continua să mențină o abordare flexibilă în realizarea procesului de finanțare, atât din perspectiva accesării piețelor internă și externe, cât și a instrumentelor de datorie utilizate, 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 funcție de condițiile din piață, MF are în vedere pre-finanțarea parțială a necesităților de finanțare, politică pe care intenționează să o continue și în anii următori în funcție de condițiile și ferestrele de oportunitate de pe piețele financiare externe. 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 pe parcursul anului curent, în condițiile existenței 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, MF 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 emisie a titlurilor de stat, urmărind atingerea unor volume pe emisiune în valoare echivalentă de aproximativ 2,5 miliarde EUR, cu informarea în prealabil a pieței în ceea ce privește volumele, frecvența lansării/redeschiderii anumitor categorii de maturități. MF poate emite titluri de stat denumite în euro pe piața internă în contextul

²⁴ Raport BNR asupra inflației, mai 2022, - pag 56

identificării unei cereri importante pentru astfel de instrumente din partea investitorilor locali în lipsa unor instrumente alternative, fiind astfel create premisele unui raport maturitate/cost avantajos.

De asemenea, urmare a finalizării cadrului procedural și operațional împreună cu BNR²⁵, începând cu luna iunie 2022 se vor utiliza operațiuni specifice de administrare a pasivelor, de tipul răscumpărărilor anticipate sau preschimbărilor de titluri de stat, în scopul facilitării procesului de refinanțare a seriilor cu volume mari acumulate, care devin scadente și accelerării procesului de creare a unor serii de titluri de stat de tip benchmark lichide până la 2,5 miliarde EUR echivalent.

Corelat cu volumele atrase, în procesul de finanțare se va avea în vedere o structură flexibilă a maturităților, care să asigure acoperirea nevoilor de finanțare ale statului și să permită extinderea duratei portofoliului de datorie și reducerea riscului de refinanțare pe termen mediu. 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.

Astfel, în condițiile creșterii ratelor de dobândă pentru piețele emergente în care se încadrează și România, deținerile de titluri de stat au 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 afectează 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, MF are în vedere măsuri de diversificare a deținerilor de titluri de stat cu efect asupra diminuării riscului de concentrare și reducerii 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, MF va menține oferta de titluri de stat dedicate persoanelor fizice, prin continuarea emisiunilor de titluri de stat pentru populație în cadrul celor două programe dedicate Tezaur și FIDELIS, în limita unui plafon anual indicativ.

În ceea ce privește accesarea *pieței externe*, MF intenționează să mențină o prezență constantă pe piețele financiare internaționale și de continuare a operațiunilor de administrare a pasivelor (răscumpărare anticipată/preschimbare) în funcție de condițiile de piață, care să permită obținerea unor costuri avantajoase pentru statul român.

MF va păstra flexibilitatea în ceea ce privește momentul accesării piețelor internaționale, volumul și valuta emisiunilor externe, ținând cont de costurile asociate, de considerentele de risc, de potențialele implicații ale politicilor băncii centrale, precum și de evoluția pieței locale.

Totodată, pe termen mediu, pachetul financiar de sprijin al UE, de care va beneficia și România, prin Mecanismul de Redresare și Reziliență va juca un rol important atât în realizarea corecției bugetare, cât și în realizarea unor programe și investiții esențiale, care să sprijine reziliența și capacitatea de adaptare a economiei în contextul recuperării după criza COVID-19, precum și potențialul de creștere prin reforme majore și investiții cheie pentru facilitarea tranziției verde și digitală. Pentru implementarea PNRR, România beneficiază de fonduri în valoare de 29,2 miliarde EUR, din care 14,24 miliarde EUR sunt finanțări nerambursabile, iar 14,94 miliarde EUR reprezintă sprijin sub formă de împrumut. Utilizarea componentei de împrumut va avea un impact pozitiv în reducerea costurilor de finanțare la nivel suveran, ținând cont de costurile

²⁵ 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.

foarte avantajoase aferente împrumutului (respectiv în termenii financiari la care CE se împrumută în numele UE de pe piețele financiare, la care se adaugă costurile suportate de CE pentru obținerea și gestionarea finanțării respective), ceea ce se va reflecta în reducerea cheltuielilor cu dobânzile aferente datoriei publice și implicit asupra deficitului bugetar în anii următori utilizării tragerilor din acest împrumut.

Pe termen mediu, MF intenționează să continue parteneriatul cu instituțiile financiare internaționale, inclusiv cu Uniunea Europeană, 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, 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 *)

| Surse de finanțare | Maturitatea (ani) | Valoare (miliarde) | | |
|---|---|--------------------|------|------|
| | | 2022 | 2023 | 2024 |
| Piața internă | | | | |
| 1. Certificate de Trezorerie (miliarde lei) | până la 1 an | 6 | 6 | 6 |
| 2. Obligațiuni tip benchmark în lei și EUR (miliarde lei) | peste 1 an | 54 | 58 | 54 |
| 2. Titluri de stat pentru populație (miliarde lei) | 1 – 5 ani | 10 | 12 | 12 |
| Piața externă | | | | |
| 1. Emisiuni de euroobligațiuni în cadrul Programului MTN (echiv. miliarde EUR) | | | | |
| - EURO/USD | Peste 10 ani | 10,0 | 8,5 | 4,8 |
| 2. Împrumuturi de la instituții financiare internaționale (miliarde EUR): | | | | |
| a) Împrumuturi BEI (incl. SPL), BIRD, BDCE, etc | variază în funcție de finanțator și de stadiul împrumutului (unele sunt deja în rambursare, iar pentru pentru altele termenii se stabilesc cu ocazia tragerii, în funcție de opțiunea MF) în medie 15/20 ani din care 4-5 ani perioada de gratie | 1,1 | 1,3 | 0,8 |
| b) Împrumuturi de la Uniunea Europeană în cadrul componentei de împrumut din cadrul PNRR de cca 14,9 mld EURO | In medie de cca 20 ani | 3,7**) | 2,1 | 3,5 |

*) corelat cu menținerea unei rezerve financiare în valută la dispoziția Trezoreriei Statului de până la 4 luni.

***) include refinanțarea de 13% din componenta de împrumut a PNRR

Sursa: MF

5. Cadrul macroeconomic²⁶ în România

În 2021 economia României a revenit la nivelul pre-pandemie mai devreme decât se anticipa. Măsurile economice și fiscale active au fost eficiente în susținerea activității economice: creșterea economică de 5,9% în 2021 reflectă o redresare economică completă, determinată, pe partea de cerere, cu precădere de consumul privat și investiții, pentru perioada 2022-2024 fiind prognozat un ritm mediu anual de creștere de cca 4,2%.

România a încheiat anul 2021 cu o rată anuală a inflației de 8,19% (în creștere cu 6,13 puncte procentuale față de nivelul de 2,06% din decembrie 2020), în luna mai 2022 inflația atingând un nivel ridicat de 14,5%²⁷. Pentru finele anului 2022 se estimează o rată a inflației de 9,7%²⁸, urmând să descrească gradual, pentru sfârșitul anului 2024 fiind proiectat un nivel de 2,7%²⁹.

²⁶ Capitolul este elaborat pe baza proiectiei indicatorilor macroeconomici publicati de CNSP- Prognoza de primavară, 28 aprilie 2022

²⁷ Rata inflației mai 2022 comparativ cu mai 2021 – sursa INS comunicat de presa nr.143/10.06.2022
https://insse.ro/cms/sites/default/files/com_presa/com_pdf/ipc05r22.pdf

²⁸ CNSP- Proiectia principalilor indicatori macroeconomici, prognoza de primavară, 28 aprilie 2022.

²⁹ CNSP- Proiectia principalilor indicatori macroeconomici, prognoza de primavară, 28 aprilie 2022.

Rata șomajului BIM a înregistrat la sfârșitul anului 2021 un nivel de 5,6%, cu 0,5 puncte procentuale mai redusă față de cea consemnată în anul anterior (6,1% în decembrie 2020). Pe termen mediu este estimată o traiectorie descrescătoare a ratei șomajului, pentru finele anului 2022 fiind prognozat un nivel de 5,4%, respectiv de 4,8% în 2024.

În anul 2021, deficitul de cont curent a crescut la 7,0% din PIB, comparativ cu 5,0% în anul 2020, pentru acest an fiind proiectat un nivel de 6,9% din PIB în 2022, respectiv 6,3% din PIB pentru 2024.

Cadrul macroeconomic configurat pentru perioada 2022-2024 a avut la bază considerente precum evoluțiile economice ale anului 2021, evoluția creșterii economice susținută în principal de investiții și de consum - într-un mediu intern favorizat de stabilitatea și predictibilitatea politicilor macroeconomice, precum și a politicilor guvernamentale eficiente cu efect de atenuare a șocului crizei COVID, contextul european și global caracterizat printr-o revenire post-COVID. Din păcate, efectele economice ale conflictului declanșat între Rusia și Ucraina vor contribui la încetinirea creșterii economice globale în anul 2022 și la creșterea inflației. De altfel, FMI a revizuit în scădere creșterea economică globală la 3,6% în anul 2022 și 2023.

Planificarea bugetară pentru anii 2022 - 2024 a avut la bază măsurile întreprinse de Guvernul României în anii 2020 și 2021 în vederea redresării economiei și stopării efectelor negative ale pandemiei, la care se adaugă măsurile noi ce vor fi luate în anul 2022, care vor influența cadrul macroeconomic și indicatorii bugetari pe orizontul 2022-2024, dar și prioritățile de finanțare din bugetul național, precum și așteptările unei creșteri reale a PIB de 2,9% pentru anul 2022.

Planul bugetar pentru 2022 este influențat de politica fiscal-bugetară orientată spre adoptarea unor măsuri fiscale de redresare economică și de pregătire pentru provocările și oportunitățile oferite de tranziția către o economie verde și digitală. Pachetul financiar al UE va putea finanța proiecte în domeniul digitalizării, combaterii poluării, infrastructurii, sănătății, educației, reforme structurale, guvernanta mai bună a sectorului public, dezvoltarea unor avantaje competitive care au ca efect mărirea PIB-ului potențial. Aprobarea de către Comisia Europeană a Planului Național de Redresare și Reziliență (PNRR) al României la finele lunii septembrie 2021, reprezintă o oportunitate economică și financiară pentru a atenua impactul economic și social al pandemiei de COVID-19 și pentru a se pregăti pentru provocările și oportunitățile oferite de tranziția către o economie verde și tranziția digitală.

Începând cu anul 2021, România s-a înscris pe o traiectorie de ajustare graduală a deficitului către ținta recomandată de Comisia Europeană, însă cu asigurarea unei creșteri economice sustenabile pe întreg orizontul de prognoză. Măsurile care stau la baza construcției bugetare pe anul 2022, precum și proiecțiile pe termen mediu asigură reducerea deficitului structural în perioada 2022-2024. Pe termen mediu, România are ca obiectiv realizarea consolidării fiscale prin măsuri care să permită atingerea țintei de deficit bugetar prevăzută de regulamentele europene până la sfârșitul anului 2024 până la un nivel inferior limitei de 3% din PIB, în conformitate cu prevederile Tratatului de la Maastricht, ceea ce va permite ieșirea de sub incidența Procedurii de Deficit Excesiv. Obiectivul general al politicii fiscal-bugetare pe termen mediu este reprezentat de reducerea graduală a deficitului, fără a pune în pericol perspectivele redresării economice.

Pe termen mediu (2022–2024), în condiții de consolidare fiscală reducerea deficitului bugetar va determina reducerea necesităților de finanțare la nivel guvernamental și implicit a datoriei publice.

Tabel 8: Prognoza necesităților de finanțare

| Indicator | 2021 execuție operativă | 2022 prog | 2023 prog | 2024 prog |
|--|-------------------------|-----------|-----------|-----------|
| Veniturile administrației publice centrale (miliarde lei) ³⁰ | 306,7 | 363,1 | 406,4 | 449,8 |
| Cheltuielile administrației publice centrale (miliarde lei) ³¹ | 389,8 | 443,1 | 470,7 | 496,3 |
| Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale (I) (miliarde lei) ³² | 83,1 | 80,0 | 64,3 | 46,5 |
| Refinanțarea datoriei publice guvernamentale ³³ (II) (miliarde lei) | 51,8 | 68,4 | 71,8 | 65,5 |
| Necesar brut de finanțare (I+II) (miliarde lei) | 134,9 | 148,4 | 136,1 | 112,0 |

Sursa: MF

La sfârșitul anului 2021, ponderea datoriei guvernamentale, calculată conform metodologiei UE, s-a situat la un nivel de 48,8% din PIB, încadrându-se în plafonul de 49,5% din PIB prevăzut în OUG nr. 97/2021 cu privire la rectificarea bugetului de stat pe anul 2021, ca urmare a contractării de datorie publică în vederea acoperirii necesităților de finanțare ale deficitului bugetului general consolidat (6,77% din PIB)³⁴, consolidării rezervei financiare în valută la dispoziția Trezoreriei Statului și asigurării refinanțării datoriei publice din anul 2021.

Conform Strategiei fiscal bugetare, pe termen mediu (2022 – 2024), în condiții de consolidare fiscală, estimările privind evoluția datoriei guvernamentale brute, conform metodologiei UE sunt de încadrare a acestui indicator la un nivel sustenabil.

Indicatorul datorie guvernamentală calculat în conformitate cu metodologia Uniunii Europene, pe baza datelor preliminate, exprimat ca procent în PIB, se situează la nivelul de 49,2% din PIB, la sfârșitul lunii aprilie 2022 și include pre-finanțarea componentei de împrumut pentru implementarea PNRR dar și datoria contractată pentru finanțarea deficitului bugetar aprobat pentru anul 2022 și refinanțarea datoriei publice scadente. **Pentru sfârșitul anului 2022, prognoza datoriei guvernamentale ca procent în PIB este de 49,4 % din PIB**, calculat pe baza creșterii economice de 2,9% prognozate pentru anul 2022³⁵ și nivelului deficitului bugetului general consolidat de 5,84% din PIB.

Ipotezele macroeconomice ale Strategiei pentru perioada 2022-2024 sunt prezentate în tabelul de mai jos.

Tabel 9: Scenariul de bază al proiecțiilor macroeconomice

| Indicatori | 2021 | 2022 prog. | 2023 prog. | 2024 prog. |
|---|---------|------------|------------|------------|
| PIB nominal (miliarde lei) | 1.181,9 | 1.327,9 | 1.460,7 | 1.581,8 |
| Creștere PIB (%) | 5,9 | 2,9 | 4,4 | 4,8 |
| Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale ³⁶ (% din PIB) | -7,0*) | -6,0 | -4,4 | -2,9 |
| Deficitul contului curent (% din PIB) | -7,0 | -6,9 | -6,7 | -6,3 |
| Inflația (sfârșitul anului %) | 8,19 | 9,7 | 3,5 | 2,7 |
| Inflația (medie anuală %) | 5,05 | 10,1 | 5,4 | 3,0 |
| Cursul de schimb mediu lei/EUR | 4,9481 | 4,97 | 5,03 | 5,08 |
| Cursul de schimb mediu lei/USD | 4,3707 | 4,47 | 4,49 | 4,54 |

Sursa: CNSP prognoza de primavară, 28 aprilie 2022, MF

*) execuția operativă conform datelor preliminate la 31 decembrie 2021

³⁰Calculat pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.³¹ Idem 28³² Idem 28³³Volumul 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 2021 (include garanțiile de stat, dar nu include finanțarea temporară).³⁴ Conform datelor operative privind execuția bugetară la 31 decembrie 2021. Deficitul bugetului general consolidat conform execuției operative la sfârșitul anului 2021 a fost în valoare nominală de 80,0 miliarde lei reprezentând 6,77% din PIB. PIB aferent anului 2021 conform prognozei de primavară a CNSP- 28 aprilie 2022³⁵ CNSP prognoza de primavară, 28 aprilie 2022, MF³⁶ Calculat pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

Riscurile aferente proiecțiilor inițiale

Estimările bugetare și prognozele economice se pot abate de la nivelurile din scenariul de bază, ca urmare a posibilei materializări a riscurilor ce pot apărea atât pe plan intern, cât și pe plan extern, cu implicații diferite pentru evoluția finanțelor publice.

Daunele provocate de pandemia COVID-19 au fost mai pronunțate decât s-ar fi așteptat, iar consumatorii și mediul de afaceri pot avea un comportament mai restrictiv, cu influență asupra consumului și investițiilor.

În plus, continuarea războiului Rusia-Ucraina și sancțiunile internaționale instituite, de natură să afecteze evoluțiile macroeconomice și financiare interne pe calea agravării crizei energetice și a blocajelor în lanțuri de producție și aprovizionare, dar și evoluțiile de pe piața financiară internațională, alături de conduita politicii monetare a băncilor centrale sunt repere importante care pot conduce la volatilitate afectând apetitul investițional pentru activele financiare emise de economiile emergente.

În cursul anului 2021, FED a menținut dobânzile de referință în intervalul minim curent de 0-0,25%, semnalând că va menține ratele dobânzilor aproape de zero atâta timp cât este necesar până când inflația în SUA va crește peste ținta de 2%, împingând așteptările piețelor cu privire la prima creștere a ratei până în 2023.

Previziunile privind revenirea treptată la normal a activității economice în contextul post pandemic, precum și presiunile inflaționiste manifestate la nivel global care s-au făcut resimțite începând cu a doua jumătate a anului 2021, ca urmare a șocurilor globale adverse pe partea ofertei, a determinat băncile centrale și autoritățile monetare să promoveze măsuri de încheiere a programelor de achiziții nete de active (relaxare cantitativă) care au fost activate pentru susținerea economiilor afectate de pandemia de COVID-19.

Astfel, începând cu luna noiembrie 2021, Rezerva Federală (FED) a SUA, pe fondul revenirii rapide a ocupării forței de muncă pe coordonatele strategice și creșterii rapide a inflației, a procedat, la diminuarea achizițiilor nete de active în cadrul procesului de relaxare cantitativă, proces care a fost finalizat în martie 2022 în care FED a efectuat și prima creștere a dobânzilor de referință, proces care a continuat în luna mai 2022, cu o creștere la 0,75-1,00% și în luna iunie cu o creștere a dobânzii la 1,5-1,75%, semnalând în același timp intenția de a menține un ritm susținut de majorări succesive până la finalul anului 2022, nivelul anticipat pentru finalul anului fiind de 3,25%-3,5%.

Banca Angliei a procedat la creșterea dobânzii de referință a lirei sterline la 0,25% în decembrie 2021, continuând cu încă patru majorări de câte 25 bps care au adus nivelul dobânzii de referință a lirei sterline la 1,25% în luna iunie 2022.

De asemenea, BCE va încheia programul de achiziții nete de active (APP) începând cu 1 iulie 2022, anunțând posibilitatea de creștere a dobânzilor de referință cu 25 bps în luna iulie 2022 și ulterior în septembrie, în funcție de perspectiva actualizată a inflației pe termen mediu.

Invazia militară a Rusiei în Ucraina generează presiune suplimentară asupra economiei globale prin perturbările majore produse prin scoaterea celor două economii din circuitul comercial global – Ucraina prin blocarea exporturilor specifice iar Rusia prin blocada economică ale cărei efecte imediate se resimt pe piața energiei. Ca urmare a creșterii costurilor energetice și a materiilor prime, inclusiv a prețurilor grânelor ucrainene, efectele previzibile se vor manifesta prin alimentarea inflației la nivel global, al cărui caracter tranzitoriu dispăre, necesitând măsuri ferme din partea autorităților monetare naționale și supranaționale.

În ceea ce privește piața internă, aceasta va fi influențată atât de impredictibilitatea mediului economic și politic la nivel internațional, care vor influența și evoluțiile pe plan intern.

În condițiile unor deficite bugetare excesive pe termen mediu (peste 3% din PIB), emiterea de datorie nouă necesară acoperirii unor necesități de finanțare ridicate 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). 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, precum fondurile locale de administrare de active și societățile de asigurări. De la începutul anului 2022, valoarea nominală a deținerilor de titluri de stat în portofoliul fondurilor de pensii administrate privat și al fondurilor de pensii facultative a înregistrat un trend crescător, în timp ce ponderea acestora în totalul activelor a înregistrat o scădere marginală în aceeași perioadă. Ministerul Finanțelor va continua dialogul cu investitorii instituționali din România sau străini, în vederea consolidării deținerilor titlurilor de stat emise de România în portofoliul acestora

Implicații de politică la nivel macroeconomic

Proiecțiile macroeconomice din scenariul de bază indică o creștere a necesarului de finanțare al administrației publice centrale în anul 2022 față de anul 2021 și o diminuare graduală în anii următori pe măsura reducerii graduale a deficitului bugetar până la 2,95% din PIB în anul 2024. Astfel, strategiile de finanțare vor trebui implementate luând în considerare volumul refinanțării datoriei și al deficitelor bugetare de peste 3% din PIB, dar în scădere pe termen mediu, în paralel cu creșterea toleranței la riscurile financiare. În procesul de finanțare pe termen mediu, MF va avea în vedere atingerea obiectivelor sale specifice, 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 foarte vulnerabil și volatil cel puțin pentru anul 2022.

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 guvernamentală³⁷, planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat și cadrul macroeconomic pe termen mediu.

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

Deși în scădere comparativ cu anii anteriori, expunerea la **riscul de refinanțare și implicit 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,

³⁷ S-a luat în considerare portofoliul de datorie publică guvernamentală la finele anului 2021.

îndeosebi în condițiile utilizării swap-urilor valutare, ca urmare a încheierii documentației ISDA cu potențiale contrapartide în perioada următoare. Actualmente, analiza efectuată arată că în lipsa cadrului necesar utilizării instrumentelor financiare derivate pentru administrarea riscurilor aferente finanțării în alte monede, finanțarea în USD pentru maturități de până în 10 ani rămâne mai costisitoare și mai riscantă decât finanțarea în EUR³⁸. Cu toate acestea trebuie să se aibă în vedere costul asociat utilizării instrumentelor de hedging pe termen lung și foarte lung.

Pentru limitarea riscului de refinanțare, MF intenționează să utilizeze operațiuni specifice de administrare a pasivelor, de tipul răscumpărilor anticipate sau preschimbărilor de titluri de stat, începând cu luna iunie 2022 ca urmare a finalizării, în colaborare cu BNR, a cadrului legal aplicabil.

În baza acestor considerații, MF 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: i) emiterea titlurilor de stat în monedă națională pe maturități cât mai lungi, și ii) înlocuirea finanțării prin titluri de stat denominate în lei pe piața internă, cu finanțarea prin obligațiuni de stat denominate în EUR 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 (EUR 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 utilizate³⁹ 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 2024. Rezultatele analizei cost-risc sunt completate de considerațiile macroeconomice și de cele legate de dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat, așa cum se prezintă mai jos.

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

Extinderea duratei medii rămase (ATM) pentru datoria în moneda națională: Gestionarea expunerilor față de riscul de refinanțare ce caracterizează datoria în moneda națională folosind mai mult instrumente denominate în lei cu maturități pe termen mediu și lung este tot mai favorabilă. 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/răscumpărilor 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) cât și pentru utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate și preschimbări de titluri). Totuși, simulările de cost aferente acestei strategii nu au în vedere constrângerea dată de capacitatea limitată de absorbție a unui volum majorat de titluri de stat pe termen mediu și lung de către piața internă. Astfel, acest scenariu

³⁸ Randamentele actuale (la data de 18 mai 2022) aferente euroobligațiilor denominate în EUR cu scadența în Aprilie 2027 sunt de aprox 4,0% în condițiile în care cele aferente emisiunilor de euroobligațiuni în USD cu scadența în noiembrie 2027 se situează la aprox 5,3%.

³⁹ Pentru analiza, au fost utilizate ratele de referință forward pentru Euro su USD preluate din Bloomberg la data de 16 mai 2022

trebuie să aibă în vedere o creștere rezonabilă a volumului net de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu și lung pe piață internă, corelat cu expunerea ridicată pe titluri de stat a sectorului bancar.

Reducerea riscului de refinanțare prin refinanțarea datoriei în lei scadente pe piața internă prin titluri de stat denumite în EUR pe 10 ani: Gestionarea expunerilor față de riscul de refinanțare a datoriei în monedă națională prin finanțare în EUR este avantajoasă din perspectiva costului datoriei, însă dacă analiza se axează pe stocuri, riscul valutar predomină, iar majorarea ponderii datoriei în EUR amplifică expunerea portofoliului la o posibilă depreciere a monedei naționale. În cazul utilizării ca indicator de cost, ponderea plăților de dobândă în PIB, strategiile cu o finanțare preponderentă în EUR au un cost mai scăzut, la un risc asociat mai redus comparabil cu finanțarea preponderent în monedă națională. Analiza din perspectiva diferențialului de cost este determinată de faptul că ratele dobânzilor de pe piața internă sunt mai mari decât cele în EUR cu cca 2,5% în prezent pentru maturitatea de 10 ani.

Structura portofoliului în valută: Rezultatele simulării arată preferință pe termen mediu pentru finanțarea în EUR față de cea în USD. Analiza cantitativă arată faptul că, din perspectiva curbelor de randament curentă și forward, finanțarea în USD presupune creșterea costului, în comparație cu finanțarea în EUR. 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/EUR, în condițiile aprecierii monedei americane comparativ cu EUR.

Deși tradițional piața în USD este mult mai lichidă, cu o bază diversificată de investitori și a permis României să se împrumute cu maturități lungi și foarte lungi condițiile favorabile de pe piața în EUR din ultimii ani au permis extinderea maturității titlurilor de stat românești până la 30 de ani și constituie un argument suplimentar pentru emiterea de euroobligatiuni pe piața în EUR. În anul 2022, în condițiile menținerii unor nevoi de finanțare ridicate de pe piețele externe, dar și a volatilității cererii investitorilor a fost accesată și piața în USD cu maturități de 5, 10 și 12 ani, care a oferit diversificare a bazei de investitori. Deși pe termen mediu intenția este de a menține expunerea datoriei externe preponderent în EUR, totuși, în cazul existenței unor oportunități prin prisma raportului cost/maturitate, coroborat cu administrarea riscului expunerii în alte valute prin utilizarea instrumentelor de swap valutar, și luând în considerare costul asociat utilizării instrumentelor de hedging pe termen lung și foarte lung, se pot avea în vedere emiterea de instrumente în alte valute.

În acest sens, pentru reducerea expunerii la riscul valutar și de rată de dobândă asociate portofoliului de datorie publice guvernamentale, MF are în vedere utilizarea instrumentelor financiare derivate (îndeosebi swap valutar ținând cont de expunerile portofoliului de datorie actual), fiind în curs de încheiere acorduri-cadru ISDA Master Agreement cu o serie de contrapartide.

Pe termen mediu, se are în vedere diversificarea instrumentelor de finanțare, prin realizarea de emisiuni de obligațiuni "verzi", în acest sens o primă etapă o reprezintă crearea cadrului general de emisiuni de obligațiuni verzi la nivel suveran, urmând să fie identificate în bugetul de stat proiectele de investiții/cheltuieli "verzi" cu sprijinul ministerelor de linie și a Ministerului Investițiilor și Proiectelor Europene, în calitate de autoritate coordonatoare a Planului Național de Reziliență și Redresare.

Totodată, pentru îmbunătățirea managementului datoriei publice și evitarea presiunilor sezoniere în asigurarea surselor de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale, în vederea reducerii riscului de refinanțare și de lichiditate, MF are în vedere menținerea rezervei financiare (buffer) în valută la dispoziția Trezoreriei Statului, în valoare echivalentă acoperirii necesităților de finanțare a deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice care să acopere până la 4 luni din necesarul brut de finanțare.

În concluzie, în condițiile unor deficite bugetare excesive (de peste la 3% din PIB) pe termen mediu, MF are în vedere asigurarea finanțării deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice prioritar în monedă națională pentru a continua procesul de dezvoltare a pieței interne corelat cu capacitatea de absorbție a pieței interne a titlurilor de stat în lei, în paralel cu accesarea piețelor externe de capital în EUR dar și în USD, precum și contractarea de împrumuturi de la IFI-uri în vederea asigurării unor surse robuste de finanțare, în condițiile obținerii unui raport cost/risc avantajos pentru statul român, a diversificării bazei de investitori și a utilizării instrumentelor financiare derivate (swap-uri valutare).

MF va 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 2022 - 2024:

1. Finanțarea 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 limitată de absorbție a pieței interne, și, în general, de cererea pentru instrumentele de datorie în lei⁴⁰, precum și de necesitățile diversificării bazei de investitori în titlurile de stat. În condițiile unor necesități de finanțare ridicate, datorate deficitelor bugetare excesive, finanțarea netă (deficitul bugetar) se va realiza atât din surse interne și externe, și preponderent din surse interne începând cu anul 2024. Emisiunile în EUR pe piața internă vor fi avute în vedere doar în contextul cererii specifice exprimate de investitorii locali, pe maturități medii, în funcție de condițiile de piață și de apetitul manifestat de către mediul investițional, în condițiile unui raport maturitate/cost avantajos.
2. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, evitând pe cât posibil concentrarea rambursărilor de rate de capital/refinanțărilor de titluri de stat pe termen scurt, inclusiv prin efectuarea de operațiuni de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate sau preschimbări de titluri de stat).
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută la dispoziția Trezoreriei Statului⁴¹ care să asigure protecția necesară în cazul perioadelor de volatilitate de pe piețele financiare.
4. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în EUR și USD, luând în considerare raportul cost/risc asociat acesteia, contribuția la diversificarea bazei investiționale, dar și evoluția diferențialului de dobândă între cele două valute. Încheierea acordurilor-cadru ISDA cu mai multe contrapartide va permite și utilizarea instrumentelor financiare derivate de tipul swap-urilor valutare pentru o mai bună gestionare a expunerii la riscul valutar.
5. Introducerea emisiunilor de obligațiuni verzi se va realiza după crearea Cadrului general pentru obligațiuni verzi la nivel suveran, care implică eforturi coordonate la nivelul ministerelor de linie pentru identificarea cheltuielilor/proiectelor care vor face obiectul finanțării prin aceste obligațiuni.
6. 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.
7. Utilizarea instrumentelor de finanțare oferite de către instituțiile financiare internaționale (BIRD, BEI, BDCE, BERD etc.), inclusiv a celor instituite la nivelul Uniunii Europene pentru

⁴⁰ 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.

⁴¹ Rezerva în valută trebuie să acopere un număr de luni aferent necesarului brut de finanțare.

susținerea procesului de redresare și reziliență la nivelul statelor membre, 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 începând cu anul 2024 și menținerea ponderii datoriei denominate în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 45% (minim) - 60%. Această strategie de finanțare va ține cont de capacitatea de absorbție a pieței interne a titlurilor de stat și de costul asociat acesteia.
2. Menținerea ponderii datoriei denominate în EUR în total datorie denominată în valută în intervalul 80%(minim) - 95%. Odată cu utilizarea 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 10% și 20% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.
2. Menținerea maturității medii rămase în intervalul de 4,0 ani (minim) și 6,0 ani pentru datoria în moneda națională și între 7,0 ani (minim) și 8,5 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 10% și 20% (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 4,0 ani (minim) și 6,0 ani pentru datoria în moneda națională și între 7,5 ani (minim) și 8,5 ani pentru datoria totală.

Tabelul 10: Ținte pentru principalii indicatorii de risc

| Expunerea la risc | Indicator | Ținte indicative pentru perioada 2022-2024 |
|-----------------------|--|--|
| Riscul valutar | Ponderea datoriei în moneda națională din total datorie (% din total) Ponderea datoriei denominate în EUR în total datorie în valută (% din total) | 45% (minim) - 60% 80% (minim) - 95 % |
| Riscul de refinanțare | Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total) Ponderea datoriei în monedă națională scadentă în termen de 1 an (% din total) Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani) Maturitatea medie rămasă pentru datoria în moneda națională (ani) | 10% - 20% (maxim) 10% - 20% (maxim) 7,0 ani (minim) - 8,5 ani 4,0 ani (minim) - 6,0 ani |
| Riscul ratei dobânzii | Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total) Ponderea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total) Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani) Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani) | 10% - 20% (maxim) 10% - 20% (maxim) 7,5 ani (minim) – 8,5 ani 4,0 ani (minim) – 6,0 ani |

Sursa: MF

Implementarea Strategiei pentru perioada 2022 - 2024 se va monitoriza lunar, prin urmărirea încadrării indicatorilor de datorie în țintele stabilite și publicarea acestora în Buletinul lunar privind datoria publică disponibil pe site-ul Ministerului Finanțelor. Potrivit Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare, strategia este revizuiabilă anual sau ori de câte ori condițiile de piață și/sau necesitățile de finanțare o impun.

Adrian CÂCIU

MINISTRUL FINANTELOR

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, MF 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, prin consolidarea și extinderea curbei de randamente pe piața internă a titlurilor de stat:*
 - 1.1. Definierea unei politici privind crearea și menținerea titlurilor de stat de tip benchmark lichide, în valoare de până la 2,5 miliarde EUR echivalent, ca principal instrument de finanțare pe piața internă;
 - 1.2. Folosirea operațiunilor de administrare a pasivelor în scopul accelerării procesului de creare a titlurilor de stat de tip benchmark lichide începând cu luna iunie 2022, în paralel cu administrarea riscului de refinanțare și susținerea implementării Strategiei.
 - 1.3. Emiterea certificatelor de trezorerie pe termen scurt în scopul administrării lichidităților, în funcție de cererea investitorilor.

2. *Dezvoltarea programelor de titluri de stat pentru populație*
 - 2.1. Continuarea emisiunilor de titluri de stat pentru populație în cadrul programelor TEZAUR și „FIDELIS”, și distribuirea acestora prin diverse canale de distribuție, respectiv prin intermediul unităților teritoriale ale Trezoreriei Statului, ale Poștei Române și ale instituțiilor de credit.
 - 2.2. Măsuri de creștere a atractivității acestor instrumente care să faciliteze realizarea în mediul online a subscrierilor și rambursărilor la scadență a sumelor datorate investitorilor.

3. *Diversificarea și lărgirea bazei de investitori prin:*
 - 3.1. Emiterea unei palete cât mai largi de instrumente, cu scadențe diferite ținând cont de necesitățile investiționale diferite ale mediilor investiționale locale și internaționale;
 - 3.2. Echilibrarea drepturilor și obligațiilor dealerilor primari și creșterea competiției între dealerii primari prin atragerea unor dealeri primari noi care să conducă la creșterea distribuției, intermedierei și tranzacționării titlurilor de stat concomitent cu creșterea transparenței în formarea prețului;
 - 3.3. Analizarea oportunității de emitere a unor noi instrumente de datorie solicitate de participanții din piață (cum ar fi, obligațiuni indexate sau cu dobândă variabilă), pe măsura dezvoltării pieței titlurilor de stat și a evitării fragmentării acestei piețe;
 - 3.4. Continuarea organizării de turnee de promovare pentru investitori de tip „non-deal roadshow”.

4. *Măsurile de creștere a lichidității pieței titlurilor de stat:*
 - 4.1. Monitorizarea platformei electronice de cotaie 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 primar;
 - 4.2. 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 EUR pe emisiune;
 - 4.3. Utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor (de tip răscumpărare anticipată sau preschimbare) pentru reducerea riscului de refinanțare, constituirii obligațiunilor de stat de tip benchmark lichide, creșterii lichidității și sprijinirea demersurilor MF de implementare a Strategiei;

5. *Măsurile luate în considerare pentru creșterea transparenței și predictibilității pieței titlurilor de stat includ:*
 - 5.1. 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;
 - 5.2. Dialogul continuu cu participanții din piața internă, pentru a asigura comunicarea în timp util a acțiunilor luate în considerare de către MF;
 - 5.3. Publicarea regulată pe pagina instituției la secțiunea Datorie Publică a informațiilor relevante pentru investitori în ceea ce privește valoarea și structura datoriei publice;
 - 5.4. Gestionarea paginii Bloomberg dedicate MF, 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 vederea optimizării administrării lichidităților, MF 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.
2. Adoptarea unei gestiuni 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, precum și de cererea venita din partea dealerilor primari, intenția Trezoreriei Statului este de a emite certificate de trezorerie sau să contracteze împrumuturi pe termen scurt⁴².

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. Totodată se va analiza posibilitatea adoptării unei conduite mai active în ceea ce privește plasarea disponibilităților (dacă prognoza soldului contului curent general al trezoreriei statului o va permite), predominant sub forma tranzacțiilor reverse repo⁴³, în baza unei consultări prealabile cu BNR.

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, au avut loc ședințe lunare ale Comisiei de planificare a fluxurilor financiare ale Trezoreriei Statului, cu participarea reprezentanților MF, ANAF și BNR⁴⁴, ședințe care se vor organiza și în perioada următoare.
4. Datorită decalajului între încasările și plățile bugetare realizate în cursul unei luni, Trezoreria Statului va continua să apeleze la operațiunile de cash management, prin atragerea 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 83,6 miliarde lei la finele lunii decembrie 2021, 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

⁴²Sub 1 an

⁴³Tranzacția reversibilă prezintă avantajul unei execuții rapide și al colateralizării automate, urmând să contribuie la activitatea pieței monetare.

⁴⁴având calitatea de invitat

disponibile din contul curent general al Trezoreriei Statului pentru a finanța, prin intermediul împrumuturilor temporare, deficitul bugetar din anii precedenți și curent.

În ciuda avantajului utilizării acestui instrument, care permite finanțarea la costuri scăzute a deficitului bugetului de stat, întrucât rata medie a dobânzii la aceste împrumuturi a fost sub 0,11% în anul 2021, 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 la dispoziția MF.

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 MF este aceea de a refinanța treptat, pe termen lung acest instrument de datorie prin emisiuni de titluri de stat, dar numai în condițiile reducerii necesarului brut de finanțare ca urmare a consolidării fiscal-bugetare și reducerii deficitului bugetar sub 3% din PIB pe termen mediu.

Un aspect important de menționat este că fondurile disponibile în prezent în Contul Curent General al Trezoreriei Statului includ și venituri în lei provenite din activitatea de privatizare, iar utilizarea acestor venituri, determină diminuarea fondurilor disponibile în cont.