

## Strategia

### privind managementul datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2008 – 2010

#### I. Evolutii privind datoria publica guvernamentala si cadrul aferent administrarii acesteia in perioada 2002-2006

*Contextul macroeconomic in perioada 2002-2006 si administrarea datoriei guvernamentale in aceasta perioada*

Rezultatele macroeconomice din **anul 2002** pot fi caracterizate ca fiind cele mai bune obtinute de Romania de la inceputul perioadei de tranzitie.

In 2002, prin politica monetara s-a acordat prioritate reducerii inflației, iar politica fiscală s-a concretizat în menținerea sub control a deficitului bugetului general consolidat (2,6 % din PIB) și finanțarea acestuia preponderent din surse externe (echivalentul a 1,4 % din PIB) tinand cont de differentialul mare de dobanda intre randamentele titlurilor de stat emise pe piata interna si conditiile de imprumut aferente imprumuturilor externe. Astfel, emisiunea de euroobligațiuni efectuata de statul român în luna mai, in suma de 700 de milioane de Euro, prima cu o scadenta de 10 ani in scopul extinderii curbei randamentelor instrumentelor emise pe pietele internationale, a fost mult suprasubscrisă, în condițiile în care cuponul s-a redus la 8,5% fata de 10.625% cat a fost cel aferent emisiunii din 2001, care avea o maturitate mai mica de 7 ani.

Finanțarea preponderent externă a deficitului bugetar a condus la diminuarea dependenței Ministerului Finantelor Publice de emisiunile interne de titluri de stat. Astfel randamentul titlurilor de stat cu scadență la trei luni a scăzut de la 35,1 % la 17.6 %, iar media anualizata a randamentelor tuturor titlurilor de stat a scazut de la 35,4 % la 16,9 %, apropiindu-se de nivelurile ratelor dobanzilor de pe piata interbancara si de cel al ratei de referinta a BNR.

**Anul 2003** a constituit al patrulea an consecutiv de dezinflatie, ajungandu-se la sfarsitul anului la o inflatie (dec/dec) de 14.1 %. In cursul anului 2003, BNR a decis trecerea la Euro ca moneda de referință in politica valutara, decizie justificată de ponderea tranzacțiilor comerciale în această monedă, de structura pe valute a datoriei externe, dar și de exigentele procesului de integrare in UE. În 2003, MFP a acordat prioritate reducerii costurilor cu dobanzile pentru a asigura încadrarea deficitului bugetar in nivelul prevăzut (mai redus decat in perioada precedenta), ceea ce a condus la reducerea emisiunilor pe piata primara a titlurilor de stat denuminate în lei și la o recorelare a randamentelor titlurilor de stat pe termen scurt și a ratelor de dobanda ale băncii centrale. Politica monetara a fost influentata și de modul de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice, un deficit bugetar mai redus finantat din surse interne si externe si utilizarea veniturilor din activitatea de privatizare si a sumelor recuperate de AVAS pentru rascumpararea datoriei publice interne.

Si in anul 2003 a fost continuata politica de finantare a deficitului bugetar din anul 2002, finantarea realizandu-se preponderent din surse externe, in special urmare emiterii de

euroobligatiuni cu scadenta de 7 ani, in suma de 700 milioane euro, inregistrandu-se un nivel al cuponului mult scazut fata de cel din 2002, si anume 5,75%. Strategia implicita rezultata urmare finantarii a vizat in special minimizarea costurilor de finantare (diferentialul costurilor cu dobanzile asociate imprumuturilor interne si externe era inca foarte mare ), in defavoarea indeplinirii obiectivului de dezvoltare a pietei titlurilor de stat (volumul titlurilor de stat emise a fost in acest an de 5.9 miliarde lei , fiind anulate mai multe licitatii anuntate, in special in perioada aprilie-septembrie), dealerii primari criticand strategia de finantare aleasa.

**În 2004**, Romania a inregistrat cea mai buna performanta din perioada de tranzitie in ceea ce priveste cresterea economica, dinamica PIB (8,3 %) fiind superioara cu 3,1 % rezultatului atins in anul 2003 și cu 2,8 % obiectivului inițial. În anul 2004, conduita politicii fiscale a urmărit obiectivele macroeconomice cel puțin pe două cai. În primul rand, deficitul bugetar programat initial la 3 % din PIB a fost rectificat in iulie la 2,1 % din PIB si din nou, in august la 1,6 % din PIB, in timp ce executia propriu-zisa s-a incheiat cu un deficit al bugetului general consolidat de 1,1 % din PIB, un rezultat remarcabil intr-un an electoral si cu efecte benefice din perspectiva efectului dezinflationist. In al doilea rand, Ministerul Finantelor Publice nu s-a imprumutat in anul 2004 de pe pietele externe de capital, atenuand astfel presiunile de apreciere si mai accentuata a cursului de schimb si pe cele legate de sterilizarea contrapartidei in lei. De asemenea, un semnal pentru investitori a fost dat prin lansarea emisiuni de obligatiuni indexate cu indicele preturilor de consum.

Finantarea deficitului bugetar in anul 2004 a fost realizata in proportie echilibrata din surse externe ( cca 57.2 % din deficit, incluzand transa a II a din imprumutul PSAL II in valoare de 169.9 mil. EUR si imprumuturile pentru finantarea de proiecte) si din surse interne (42.8 %, incluzand si veniturile incasate de AVAS din valorificarea activelor bancare neperformante in baza OUG nr. 111/2003).

Prima parte a **anului 2005** a fost caracterizată prin existența unor niveluri istorice reduse a ratelor dobânzilor pe principalele piețe financiare externe, fapt care a generat un climat extrem de propice din punct de vedere al costurilor lansarii de emisiuni de euroobligatiuni de catre emitenti suverani si nu numai. Un exemplu pozitiv in acest sens, din perspectiva comportamentului oportunist, este cel al municipalitatii Bucuresti care a reusit sa se finanteze in premiera de pe pietele internationale, emitand euroobligatiuni cu scadenta de 10 ani, la un nivel al cuponului de 4,125% (cel mai mic inregistrat de vreun emitent roman).

Politica Guvernului Romaniei de reducere a deficitului bugetar, similara anului precedent, a contribuit la temperarea inflației în 2005 (inflatia dec/dec s-a diminuat pana la nivelul de 8.6%), limitând în același timp deteriorarea suplimentară a deficitului contului curent. Aspecte problematice au constituit însă, și în acest an, execuția neuniformă a cheltuielilor bugetare (întregul deficit s-a acumulat practic în ultima lună a anului, situandu-se la nivelul de 0,8% din PIB, mult sub nivelul tintit initial, de 1.5%), precum și ponderea insuficientă a veniturilor și cheltuielilor bugetare în PIB.

In privinta finantarii, desi conditiile de imprumut existente pe pietele financiare internationale au fost foarte bune, MFP a preferat sa-si schimbe strategia, renuntand la comportamentul oportunistic si fiind mult mai orientat catre obiectivul de dezvoltare a pietei titlurilor de stat, in acest sens fiind emise titluri de stat in valoare totala de 2.9 miliarde lei, ceea ce a determinat ca finantarea deficitului bugetar din surse interne in acest an sa fie de 42.4%. Unul dintre obiective a fost extinderea maturitatilor,

recurgandu-se la o plaja foarte extinsa de maturitati, de la 3 ani la 15 ani , insa, fiecare emisiune a fost de sine statatoare, sumele corespunzatoare fiecărei serii de emisiuni fiind foarte mici (intre 1.9 - 172.0 mil lei). Un alt lucru pozitiv a fost acela al adjudecării sumelor anuntate la licitatiile de emisiuni de titluri de stat, in volumul anuntat prin prospectele de emisiune de titluri de stat, predictibilitatea si transparenta fiind substantial imbunatatite fata de anii anteriori prin emiterea de prospecte trimestriale. Acest fapt, dublat de cel al continuării trendului dezinflationist si a imbunatatirii asteptarilor inflationiste a dus la inregistrarea unor randamente destul de mici aferente emisiunilor, chiar daca acestea au fost inregistrate in contextul emiterii unor sume foarte mici. De asemenea, au fost organizate intalniri cu mediile investitionale si cu dealerii primari in vederea discutării evolutiilor pietelor financiare si a asteptarilor si necesitatilor investitionale ale participantilor la piata primara si secundara a titlurilor de stat.

In anul 2005 au fost utilizate veniturile din activitatea de privatizare pentru rascumpararea emisiunii de obligatiuni in valoare de 150 milioane Euro lansata in anul 2000, datoria guvernamentala ca pondere in PIB reducandu-se de la 22.4% in 2004 la 19.6% in anul 2005.

**Anul 2006** a consemnat finalizarea liberalizării contului de capital în luna septembrie, fapt care a deschis calea către o mai puternică integrare a economiei nationale în fluxurile financiare globale, dar care a complicat conducerea politicilor macroeconomice. Activitatea pe piata titlurilor de stat in 2006 a fost cea mai redusa din ultimii ani, fapt datorat in principal lipsei emisiunilor de titluri pe piata primara. Chiar dacă în 2006 a avut loc o relaxare a politicilor fiscale, reflectată într-o creștere a deficitului bugetului general consolidat la 1,7 % din PIB față de 0,8 % din PIB în anul precedent, aceasta s-a produs spre finele anului, inregistrandu-se aceeași executie bugetara asimetrica. De fapt, aceasta a fost si cauza lipsei emisiunilor de titluri de stat, preferandu-se recurgerea la finantarea temporara din disponibilitatile contului curent general al trezoreriei statului (aprox. 84.3 % din deficitul bugetar a fost finantat din surse interne, din care 8,2 % a fost finantat din veniturile din activitatea de privatizare si sume incasate de AVAS), care era de altfel si cea mai ieftina sursa posibila, avand in vedere nivelul extrem de scazut al dobanzii aferente acestei finantari (aprox 0,5%). Acest comportament, desi explicabil prin prisma obiectivului de minimizare a costurilor, din punct de vedere al managementului bugetar si al administrării datoriei publice prin prisma obiectivelor specifice acesteia, a generat insa acumularea unor deficite din anii anteriori nefinantate prin titluri de stat ci prin imprumuturi pe termen scurt din resursele disponibile in soldul contului curent general al trezoreriei statului. Mai mult, aceasta strategie a reprezentat o schimbare radicala fata de strategia implicita inceputa in anul 2005, ignorandu-se in totalitate unul dintre obiectivele importante ale administrării datoriei guvernamentale, acela al creării premizelor de minimizare a costurilor pe termen lung in conditiile limitării riscurilor prin dezvoltarea pietei titlurilor de stat. In conditiile lipsei de emisiuni de titluri atat pe piata interna cat si externa, in afara finantării temporare, s-a apelat doar la imprumuturi contractate de la institutiile financiare internationale si banci comerciale, pentru finantarea unor proiecte. Astfel, datoria publica guvernamentala negociabila (titluri de stat) s-a redus continuu de la 32.0 %, in 2004, la 18.4 % in 2006, diferenta fiind reprezentata de imprumuturi.

Spre deosebire de sfarsitul anului 2005, cand datoria in lei reprezenta doar 23.3% din datoria guvernamentala, la sfarsitul lui 2006, urmare politicii de finantare a deficitului bugetar al carei obiectiv important a fost reprezentat de cresterea ponderii datoriei interne pentru eliminarea riscului valutar, datoria in moneda nationala a reprezentat

40.9 % din datoria publica guvernamentala. Din datoria contractata in valuta, la sfarsitul anului 2006 cea mai mare pondere o reprezenta datoria denominata in EUR, respectiv 35.4 % din total datorie publica guvernamentala.

In ceea ce priveste maturitatea initiala aferenta datoriei publice guvernamentale, la sfarsitul anului 2006, 35 % din datorie avea scadente pe termen scurt iar 65 % avea scadente pe termen mediu si lung. In acelasi timp, trebuie mentionat ca in ceea ce priveste structura datoriei publice guvernamentale dupa tipul ratei dobanzilor, la sfarsitul anului 2006 datoria contractata cu rata fixa de dobanda era de 32,3 % din total datorie fata de 40,9 % cat era la sfarsitul anului 2004.

In aceste conditii, pe fondul cresterii economice si in pofida cresterii deficitului bugetar, datoria publică guvernamentala a continuat să scada , ajungând la sfarsitul anului 2006 la 17,5 % din PIB, fata de 19,5 % din PIB in anul precedent. Din punct de vedere al criteriilor de la Maastricht referitoare la sustenabilitatea pozitiei fiscale, atat ponderea in PIB a deficitului bugetar, cat si cea a datoriei publice au fost conform metodologiei UE, de 1.9 % din PIB, respectiv 12.4 % din PIB, net inferioare limitelor existente (3 % si respectiv 60 % din PIB).

### *Constrangerile si limitarile in managementul datoriei publice guvernamentale*

Legea nr. 81/1999 a datoriei publice a reprezentat cadrul legal pentru împrumuturile contractate direct sau garantate de stat de pe pietele financiare in perioada 2002-2004. In conformitate cu aceasta lege, statul a contractat imprumuturi atat pentru finantarea deficitului bugetar, cat si pentru finantarea de proiecte, in nume propriu sau subimprumutate ministerelor de linie, autoritatilor administratiei publice locale si operatorilor economici. De asemenea, garantiile de stat au fost emise pentru imprumuturi contractate la extern de ministerele de linie, autoritatile administratiei publice locale si operatorii economici.

Avand in vedere aceasta politica, administrarea datoriei publice guvernamentale a fost foarte dificila, conditiile de contractare a imprumuturilor fiind impuse de cele mai multe ori de specificitatea (durata, perioada finalizarii, etc) proiectelor finantate precum si de capacitatea de rambursare a obligatiilor financiare de catre beneficiarii garantiilor de stat/subimprumuturilor. Acest fapt a generat o structura a datoriei publice guvernamentale departe de ceea ce ar fi putut fi considerata o structura optima prin prisma riscurilor de piata asociate, cu o pondere mare a datoriei in valuta, a datoriei in dobanda variabila si a datoriei garantate in totalul datoriei guvernamentale (vezi tabelul aferent structurii datoriei publice in perioada 2002-2007). De asemenea, datoria pe termen scurt si mediu reprezenta 44.8% in totalul datoriei guvernamentale la sfarsitul anului 2006.

In baza recomandarilor FMI si Bancii Mondiale cu privire la eficientizarea cadrului institutional si legislativ aferent administrarii datoriei publice guvernamentale dar si avand in vedere dificultatile in administrarea datoriei guvernamentale si in atingerea unor obiective strategice, la inceputul anului 2005 a intrat in vigoare Legea datoriei publice nr. 313/2004, care a creat cadrul juridic pentru un management mai eficient al datoriei publice, inlocuind Legea nr. 81/1999 a datoriei publice. Aprobarea noii legi a dus la eficientizarea procesului de contractare a datoriei publice prin eliminarea posibilitatii ca ministerele de linie sa contracteze direct imprumuturi cu garantia statului si s-au adus clarificări în ceea ce priveste integrarea datoriei publice locale, ca parte a datoriei publice. De asemenea, s-a avut în vedere definirea clara a obiectivelor avute în

vedere în procesul de administrare a datoriei publice, precum și atribuțiile instituțiilor statului în acest proces complex.

Totodată, prin Legea datoriei publice nr 313/2004 s-a realizat armonizarea legislației românești privind datoria publică cu acquis-ul comunitar și s-au respectat angajamentele pe care România și le-a asumat în timpul negocierilor cu Uniunea Europeană. În acest sens, principalele aspecte reglementate au vizat interzicerea finanțării directe a statului de către banca centrală și garantarea independenței depline a băncii centrale prin introducerea prevederii conform căreia administrarea rezervelor valutare este în totalitate în competența BNR și au fost eliminate restricțiile privind operațiunile de capital și plățile între Statele Membre și între acestea și statele terțe, mai puțin restricțiile nerezidenților la titlurile de stat emise pe piața internă care au fost eliminate prin Legea nr. 46/2006.

În contextul acțiunilor legislative și instituționale<sup>1</sup> întreprinse, unei puternice creșteri economice, a utilizării veniturilor din privatizare și a recuperării AVAS pentru rascumpărarea datoriei, în perioada 2004-2006, datoria publică guvernamentală s-a redus continuu înregistrând la sfârșitul lui 2006 un nivel de 17.5 % din PIB, din care datoria internă a fost de 7.5 % și datoria externă de 10.0 %, comparativ cu datoria înregistrată la sfârșitul anului 2004 de 22.4 %, din care datoria internă a fost de 5.9% și datoria externă de 16,5%. Se poate observa lesne că, urmare schimbărilor de viziune (strategie) din anii 2005-2006 (renunțarea la împrumuturi externe în favoarea emisiunilor de titluri de stat pe piața internă sau recurgerea la finanțarea temporară din disponibilitățile existente în soldul contului trezoreriei) ponderile datoriei interne (în lei) și externe (în valută) au început să se echilibreze.

Strategia implicată de administrare a datoriei guvernamentale în perioada 2004-2006 nu trebuie însă desprinsă de contextul investițional din România, în condițiile în care principalii investitori erau băncile rezidente, accesul nerezidenților la cumpărarea titlurilor de stat în lei fiind restricționat până în 2006 iar investitorii instituționali interni erau aproape inexistenți, societățile de asigurări fiind practic singurii investitori instituționali interni interesați în achiziționarea unor instrumente cu maturități lungi și foarte lungi în lei.

Datoria publică guvernamentală reprezentând finanțarea temporară a deficitelor bugetare din anii anteriori și din exercitiul curent era la sfârșitul anului 2006 de 19.8 miliarde lei, reprezentând cca 33.1 % din total datorie publică guvernamentală. Această datorie a fost angajată pe termen scurt ceea ce determină creșterea riscului de lichiditate și refinanțare, și care în condițiile creșterii neîncrederii investitorilor în titluri pe piața internă corelat cu creșterea aversiunii față de risc pe piețele externe de capital poate conduce la dificultăți în refinanțarea acestei datorii sau la creșterea exagerată a ratelor de dobândă la împrumuturile pentru refinanțare până la niveluri nedorite sau greu de acceptat pentru MFP. Pentru evitarea acestei presiuni este necesar ca finanțarea temporară a deficitelor bugetare să se reducă gradual prin refinanțări cu titluri de stat, de cca 3 mld lei anual pe o perioadă de 10 ani, începând cu anul 2009, astfel încât să se realizeze o distribuție uniformă în timp a costurilor acestor emisiuni de titluri și obținerea unor randamente cât mai bune de către MFP.

---

<sup>1</sup> în 2003 a avut loc și o modificare a cadrului organizatoric la nivelul departamentului implicat în procesul de administrare a datoriei publice, fiind creată UMTS, cu rol axat pe administrarea eficientă a lichidităților și a funcțiilor de trezorerie centrală, precum și de administrare unitară a emisiunilor de titluri de stat pe piețele interne și externe, în timp ce, au fost segregate funcțiile de back office și front office cu privire la administrarea datoriei publice guvernamentale externe (în valută), fiind create două direcții generale separate.

## **II. Managementul datoriei publice guvernamentale in anul 2007 si imbunatatirea cadrului legal si institutional privind administrarea datoriei publice guvernamentale**

### *Managementul datoriei publice guvernamentale in anul 2007*

Prin prisma reformelor in procesul de administrare a datoriei publice guvernamentale, anul 2007 a fost unul plin de evenimente. Trebuie mentionat faptul ca, mare parte din reformele care au avut loc in acest an pe plan organizatoric, institutional, legislativ cat si operational au avut ca sursa de inspiratie aranjamentele existente in tari ale Uniunii Europene cat si recomandarile formulate de FMI, Banca Mondiala cat si de consultanti internationali angajati in cadrul unor programe Phare care au avut drept scop imbunatatirea managementului trezoreriei statului.

Cresterea sau descresterea ponderii datoriei publice guvernamentale in PIB reflecta o varietate de factori care influenteaza economia romaneasca. Indicatorii macroeconomici si impactul asupra indicatorilor de datorie (cresterea economica, deficit bugetar, curs mediu valutar EUR si USD) sunt prezentati in anexa nr.1. Astfel, datoria publica guvernamentala externa a crescut in perioada 2002-2005 cu 1.8 mld EUR reflectand accesul Romaniei la finantarea de pe pietele externe, in timp ce in perioada 2005-2007 aceasta datorie s-a redus cu 1.5 mld. EUR datorita modificarii strategiei implicate a MEF de a finanta deficitul bugetar in principal din surse interne. In anul 2005 emisiunea de Euroobligatiuni in valoare de 300 mil. EUR, emisa in 2000 si redeschisa in anul 2001, a fost rascumparata utilizandu-se veniturile din activitatea de privatizare. Cu toate acestea, ponderea datoriei publice guvernamentale externe in PIB a scazut semnificativ in perioada 2002-2007 cu 12.6 % ca rezultat al cresterii economice sustinute si al aprecierii monedei nationale in perioada 2003-2006 si a deprecierii leului in 2007 care a diminuat partial efectul cresterii economice. Datoria publica guvernamentala interna chiar daca a crescut in perioada 2002-2007 cu 30.2 mld. lei, ca pondere in PIB aceasta datorie a scazut in perioada 2002-2005 cu 2.1 %, iar in 2006 si 2007 s-a inregistrat o crestere semnificativa de 4.7 % in PIB datorita in principal a finantarii deficitului bugetar din surse interne. In 2006 desi a fost publicat pentru prima data calendarul anual de emisiuni de titluri de stat, in care s-au precizat volumul total de emisiuni, datele de emisiune, tipurile de scadente. Refinantarea titlurilor de stat scadente in 2007, precum si finantarea deficitului din anul curent s-a realizat prin imprumuturi temporare din disponibilitatile contului curent general al trezoreriei statului. Pornind de la necesitatea realizarii unui management eficient al datoriei publice guvernamentale in stransa corelare cu obiectivul de dezvoltare a pietei titlurilor de stat, in anul 2007, MEF a revenit la strategia din anul 2005, focalizandu-se in procesul de finantare pe emiterea de titluri de stat pe piata interna. Astfel, desi nu a fost elaborat un document formal privind strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale, strategia implicita a vizat finantarea preponderent in lei de pe piata interna, prin emiterea de titluri de stat conform calendarului anual de emisiuni de titluri de stat, atat pe termen scurt (6 si 12 luni) cat si pe termene medii si lungi, lansandu-se in premiera pentru piata romaneasca obligatiuni de tip benchmark cu scadente la 3, 5 si 10 ani, acestea fiind redeschise periodic in decursul anului in scopul crearii unor serii lichide, care sa creeze premisele dezvoltarii pietei secundare a titlurilor de stat. Astfel, in anul 2007, MEF a lansat titluri de stat in

valoare de 9.5 mld lei, din care pe termen scurt 5.2 mld lei, pe termen mediu 3.5 mld lei si pe termen lung 0.8 mld lei.

### *Imbunatatirea cadrului legal si institutional privind administrarea datoriei publice guvernamentale*

Aplicarea Legii datoriei publice nr. 313/2004, precum si recomandari ulterioare ale Bancii Mondiale, Fondului Monetar International si a expertilor angajati in cadrul proiectului Phare cu tema "Imbunatatirea sistemului trezoreriei din Romania" au evidentiat necesitatea imbunatatirii cadrului legal aferent managementului datoriei publice. Astfel, a fost adoptata Ordonanta de Urgenta a Guvernului privind datoria publica nr. 64/2007, principalele modificari aduse prin acest nou act normativ fiind urmatoarele:

- abordarea separata si centralizata a procesului de administrare a datoriei publice guvernamentale, activitate care revine in exclusivitate Ministerului Economiei si Finantelor, fata de administrarea datoriei publice locale, care revine autoritatilor publice locale, MEF avand in privinta acestuia doar atributii de autorizare, monitorizare si control din punct de vedere fiscal-bugetar astfel incat sa nu fie afectate echilibrele macroeconomice;
- eliminarea criteriului de rezidenta la momentul contractarii datoriei publice, tinand cont de irelevanta acestuia in conditiile liberalizarii complete a contului de capital;
- eliminarea subimprumuturilor catre autoritatile administratiei publice centrale, realizandu-se astfel trecerea de la o finantare pe proiecte la finantarea deficitului bugetar, cheltuielile anuale aferente proiectelor propuse de autoritatile publice centrale fiind incluse in bugetele anuale ale acestora;
- aprobarea prin lege a beneficiarilor garantiilor de stat, precum si a beneficiarilor acordurilor de imprumut subsidiar (subimprumuturilor) si eliminarea implicita a plafoanelor de indatorare, care devenisera nerelevante, tinand cont de redefinirea scopurilor pentru care MEF poate contracta datorie publica guvernamentala (practic MEF contracteaza datorie guvernamentala noua pentru finantarea deficitelor bugetare si pentru refinantarea datoriei publice guvernamentale sau, poate garanta imprumuturi/acorda subimprumuturi doar prin lege, in ambele cazuri fiind necesara aprobarea Parlamentului);
- preluarea spre administrare de catre MEF, incepand cu anul 2009, a imprumuturilor contractate de ordonatorii principali de credite cu garantia statului sau contractate direct de MEF si subimprumutate acestora, in scopul centralizarii tuturor operatiunilor de natura datoriei publice guvernamentale (rambursari/trageri) care au ca unica sursa de rambursare bugetul general consolidat la nivelul MEF, in vederea eficientizarii administrarii resurselor bugetare si a lichiditatilor in lei si valuta.
- crearea obligativitatii elaborarii strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pe termen mediu, revizuibila anual, si definirea obiectivului strategic al administrarii datoriei guvernamentale si anume, cel al asigurarii necesitatilor de finantare la nivel guvernamental in conditiile minimizarii costurilor pe termen lung si a limitarii riscurilor asociate portofoliului de datorie guvernamentala;
- cresterea flexibilitatii in utilizarea de instrumente specifice administrarii datoriei guvernamentale prin eliminarea prevederilor legate de instrumentele specifice precum si a modalitatii de utilizare a acestora.

Aproape concomitent cu promovarea noii legislatii, in luna iunie 2007, a fost realizata reorganizarea departmentului de datorie publica din cadrul MEF pe structura moderna a unei agentii de datorie, respectiv pe activitatile de contractare (front office), analiza si managementul riscului si administrarea lichiditatilor (middle office) si plati in contul datoriei publice (back office), creandu-se Directia generala de trezorerie si datorie publica, prin comasarea activitatilor celor trei foste directii generale implicate in managementul datoriei publice.

Totodata, in scopul imbunatatirii infrastructurii aferente administrarii datoriei publice, a fost implementat un nou sistem computerizat de management al datoriei publice (interna si externa, in lei si in valuta, guvernamentala si locala). Actualmente se lucreaza la introducerea, verificarea si validarea datelor aferente contractelor de datorie guvernamentala, noul sistem urmand sa creeze in scurt timp posibilitatea utilizarii facilitatilor specifice managementului riscului (analize de scenarii si senzitivitate pentru intregul portofoliu de datorie sau pentru subportofolii, analize cost-at-risk si budget-at-risk bazate pe calcularea valorii prezente a fluxurilor de numerar precum si pe curbe de randament construite pentru toate monedele existente in portofoliul de datorie guvernamentala).

#### *Dezvoltarea pietei titlurilor de stat in anul 2007 in contextul evolutiilor inregistrate pe piata monetara*

Spre deosebire de anul 2006, cand desi a fost anuntat un calendar de emisiuni de titluri de stat pe piata interna de 6.400 milioane lei, acesta nu a fost respectat intrucat au existat disponibilitati in contul curent general al trezoreriei statului, in anul 2007, MEF a emis in mod regulat titluri de stat, conform calendarului anuntat pentru anul 2007 pe intreaga serie de maturitati anuntate, principalele argumente in acest sens fiind:

- a) distribuirea uniforma, de-a lungul intregului an, a imprumaturilor contractate pentru finantarea deficitului bugetar in scopul evitarii unor presiuni similare cu cele de la sfarsitul anului 2006, cand in ultimele zile ale anului au fost atrase depozite cu scadenta de doua saptamani de la banci comerciale in suma de 1000 mld lei la un cost mediu de 8,4 %. De altfel, datorita presiunilor foarte mari asupra cheltuielilor bugetare de la sfarsitul anului 2006, in conditiile in care de-a lungul intregului an 2006 s-a recurs la o finantare temporara din resursele disponibile in soldul contului curent general al trezoreriei statului in detrimentul emiterii de titluri de stat anuntate, la sfarsitul lunii decembrie a anului 2006 si in primele doua luni ale anului 2007, s-a recurs la mai multe operatiuni de atragere de depozite, urmare unor disponibilitati foarte mici in soldul contului curent general al trezoreriei, precum si golurilor temporare de casa, specifice inceputului de an;
- b) obiectivul dezvoltarii pietei titlurilor de stat si al construirii curbei de randamente aferente titlurilor de stat pe piata interna tinand cont de importanta acesteia in reducerea costurilor viitoare de imprumut si limitarea riscurilor aferente portofoliului de datorie (prin reducerea riscului valutar).

**In primul trimestru**, lunile ianuarie si februarie au fost caracterizate printr-un volum foarte mare de lichiditati in piata monetara, in timp ce in luna martie lichiditatea din piata monetara a scazut semnificativ. Aceasta evolutie in piata a fost coroborata cu necesitati de finantare foarte mari pentru trezorerie urmare in principal aparitiei unor goluri de casa acoperite prin depozite la termen atrase pentru echilibrarea soldului contului curent general al trezoreriei (pe primele trei luni ale anului au fost atrase 4,8



mld lei). In acest context, si sumele anuntate in cadrul licitatiilor de emisiuni de titluri de stat au fost mai mari, in aceasta perioada, MEF imprumutandu-se de aprox 5,9 mld lei (similar valorii anuntate in cadrul prospectelor de emisiune). Cu toate ca sumele atrase de trezorerie in aceasta perioada au fost mari, urmare lichiditatii foarte mari din piata, randamentele aferente titlurilor de stat cat si cele ale certificatelor de depozit emise in aceasta perioada au fost scazute. Astfel, s-au obtinut randamente de 6,61 % pentru obligatiunile benchmark cu scadenta de 3 ani lansate la un cupon de 6%, in timp ce pentru maturitatile scurte s-au obtinut randamente situate intre 5,8 - 6,3 % pentru certificatele de trezorerie cu maturitati de 1 luna si 6 luni.

De altfel, urmare evolutiilor inregistrate in primul trimestru, in **trimestrul al II-lea** a fost revizuit calendarul emisiunilor de titluri de stat, astfel:

- a) a fost crescuta frecventa licitatiilor in decursul fiecarei luni de la 2 la 4 licitatii (cate doua licitatii pentru emisiuni de certificate de trezorerie si obligatiuni benchmark)
- b) a fost majorat volumul indicativ de titluri de stat aferent anului 2007 de la 8 mld la 12 mld lei,

astfel incat sa se evite golurile de casa si, implicit atragerile de depozite care, datorita volatilitatii dobanzilor din piata monetara cresteau expunerea Trezoreriei Statului la riscul de refinantare/lichiditate si cel de rata a dobanzii si sa poata fi emise sume mai mici, incercandu-se obtinerea unor randamente inferioare, considerate rezonabile prin prisma asteptarilor inflationiste pe perioada de scadenta a titlurilor emise.

Masurile luate prin revizuirea calendarului de emisiuni de titluri de stat, coroborate cu reducerea ratei de politica monetara a BNR de la 7,5 % la 7,25% si ulterior la 7% si, implicit a differentialului de randament intre depozitele la o luna plasate de banci la BNR si cele aferente titlurilor de stat, au dus la scaderea treptata a randamentelor aferente titlurilor de stat emise in trimestrul II, in conditiile emiterii regulate si adjudecarii unor sume constante in jurul valorii de 100 milioane lei/licitatie. Urmare adoptarii acestei strategii, bazata pe adjudecarea ofertelor la licitatie in conditiile anuntarii unor sume mici si in contextul unor asteptari inflationiste conforme cu cele oficiale comunicate de BNR, corespunzatoare unui trend dezinflationist, randamentele au scazut treptat, curba randamentelor avand o panta usor pozitiva pe segmentele scurte si medii, cu un punct de inflexiune dat de maturitatea de 5 ani (care a devenit de fapt si cel mai lichid titlu din piata intre timp), si urmand un trend descendent catre maturitatea de 10 ani. Astfel, in perioada aprilie-iunie au fost emise titluri de stat in valoare de aprox 2,1 mld lei (fata de un volum anuntat de 5 mld lei), avandu-se in vedere reducerea costurilor de imprumut pe termen mediu si lung prin reducerea randamentelor aferente titlurilor de stat emise. In aceste conditii, randamentele medii aferente certificatelor de trezorerie cu scadenta de 12 luni s-au redus cu 9 bps, in timp ce cele aferente obligatiunilor benchmark s-au redus cu 1bp pentru maturitatea de 3 ani si 1 bps pentru maturitatea de 5 ani (ultima redeschidere a fost in luna mai).

Atat in primele doua trimestre, cat si in **trimestrul al III-lea**, randamentele medii acceptate in cadrul licitatiilor s-au situat in general sub nivelul ratei de politica monetara, cu o curba normala a randamentelor pe partea de maturitati scurte si medii, inflexiunea producandu-se in aria segmentului de 5 ani, randamentele medii acceptate pentru obligatiunile benchmark cu maturitate de 10 ani fiind sub cele aferente celorlalte titluri de stat (panta negativa, respectiv curba a randamentelor inversata pentru maturitatile lungi). Marja intre nivelurile randamentelor pentru obligatiunile cu scadenta de 10 ani si cele ale ratelor de politica monetara situandu-se in intervalul 20-30 bps.

In **trimestrul al IV-lea** au fost organizate licitatiile pentru emisiuni de titluri de stat pe termen scurt, mediu si lung, inasa, desi acestea au fost suprasubscrise, interesul in cadrul acestor licitatiile a fost mai mic decat in perioadele anterioare, iar randamentele oferite de catre dealerii primari s-au situat la niveluri inalte si in crestere, in conditiile schimbarilor cu privire la asteptarile inflationiste atat urmare a indicilor preturilor de consum anuntate de catre INSSE, cat si a ultimului raport privind inflatia publicat de BNR, precum si a unei deprecieri semnificative a leului fata de euro. In aceste conditii, trezoreria statului a anulat in mare masura ofertele de cumparare de titluri de stat la licitatiile organizate.

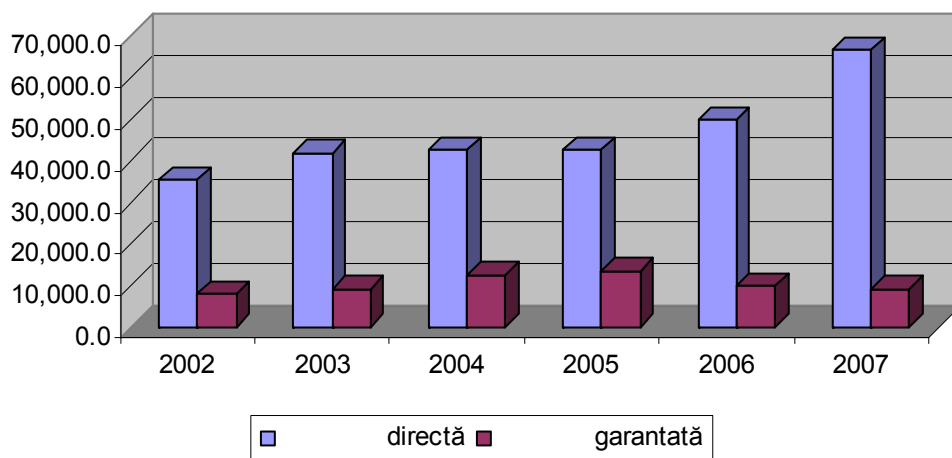
### III. Analiza portofoliului de datorie publica guvernamentala si a riscurilor asociate datoriei la sfarsitul anului 2007

#### *Analiza portofoliului datoriei publice guvernamentale*

Structura portofoliului datoriei publice guvernamentale in perioada 2002-2007 este prezentata in anexa nr. 2.

Structura datoriei publice guvernamentale dupa tipul datoriei, respectiv contractata direct sau garantata de stat este prezentata in conformitate cu OUG nr. 64/2007 privind datoria publica si in consecinta in datoria directa au fost incluse imprumuturile contractate de autoritatile administratiei publice centrale (ministerele de linie) cu garantia statului.

**Datoria publica guvernamentala - dupa tipul datoriei**

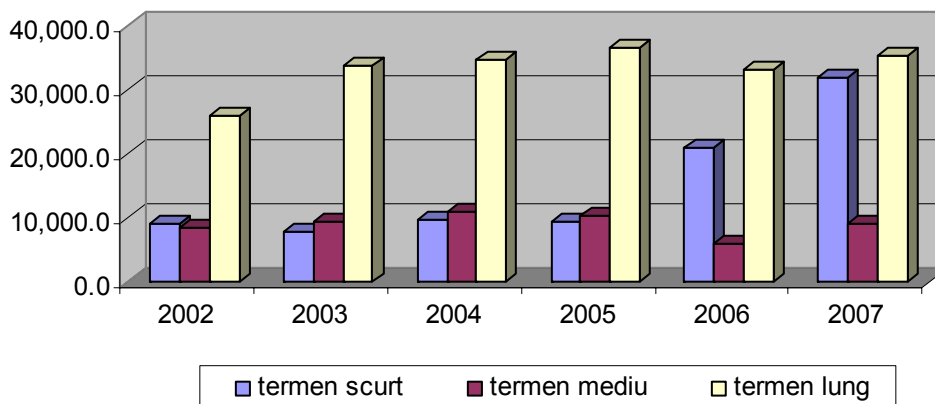


Practic, incepand cu anul 2005 in baza Legii datoriei publice nr. 313/2004 a fost eliminata posibilitatea contractarii de imprumuturi de catre ministere cu garantia statului, iar in baza OUG nr. 64/2007 a fost eliminata si posibilitatea contractarii de imprumuturi de catre MEF si acordarea de subimprumuturi catre ministerele de linie. In anul 2006 garantiile de stat au fost acordate pentru un imprumut extern in valoare de 7.2 mil. EUR de la BERD destinat reabilitarii sistemului de alimentare cu apa a localitatilor urbane din bazinul Somes – Tisa (SAMTID – BERD) si garantii pentru imprumuturi interne pentru import de combustibili in valoare de 181.3 mil. lei si pentru imprumuturile contractate de

autoritatile administratiei publice locale pentru prefinantarea proiectelor finantate in cadrul programului UE SAPARD. In anul 2007 MEF a acordat o garantie pentru imprumutul intern contractat de Electrocentrale Bucuresti in valoare de 396.9 mil. lei destinat finantarii importurilor de combustibili. In aceste conditii, la sfarsitul anului 2007 datoria directa reprezenta 87,7 % in timp ce garantiile reprezentau doar 12.3 %. Soldul datoriei publice garantate la sfarsitul anului 2007 in valoare de 9366,4 mil. lei, era format din garantii pentru sectorul bancar emise in baza legilor speciale 1387,4 mil. lei, garantii pentru imprumuturi contractate de operatorii economici 7084.9 mil. lei si pentru imprumuturi ale autoritatilor administratiei publice locale de 314.0 mil. lei. In baza noii ordonante de urgenta MEF poate acorda garantii de stat doar pentru proiecte de investitii/programe de importanta nationala ale operatorilor economici si autoritatilor administratiei publice locale numai in baza unei legi speciale emise cu acest scop. Prin eliminarea subimprumuturilor catre ministerele de linie practic se elimina finantarea de proiecte si se realizeaza doar finantarea deficitului bugetar, iar incepand cu anul 2009 MEF va prelua spre administrare imprumuturile ministerelor de linie contractate cu garantia statului.

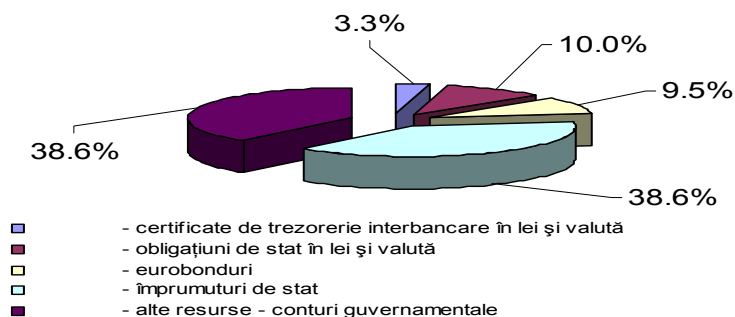
Structura dupa maturitatea initiala a portofoliului de datorie ne arata ca datoria pe termen lung (peste 5 ani) desi in scadere ca pondere in total datorie, de la 58.8 % in 2002 la 46.2 % in 2007, reprezinta o pondere importanta in total datorie publica guvernamentala, in principal datorita imprumuturilor contractate cu institutiile financiare internationale care au o durata cuprinsa intre 12-17 ani si care, asa cum reiese si din structura dupa creditori s-a mentinut in marime absoluta la un nivel relativ constant in perioada 2003-2007, iar ca pondere in total datorie la sfarsitul anului 2007 reprezenta 21.2 %. Daca datoria pe termen mediu se mentine la un nivel relativ constant in perioada 2002-2007, datoria pe termen scurt a crescut foarte mult in 2006 si 2007, reprezentand la sfarsitul anului 2007 41.9% in total datorie, atat datorita emisiunilor de titluri lansate in anul 2007 ca urmare a strategiei implicite a ministerului de finantare a deficitului bugetar in principal din surse interne, si in principal datorita finantarii temporare a deficitelor bugetare din anii anteriori prin imprumuturi din disponibilitatile contului curent general al trezoreriei statului si care la sfarsitul anului reprezenta 39.0 % in total datorie.

## Datoria publică guvernamentală - după maturitatea inițială



Din structura pe instrumente de datorie se observa ca certificatele de trezorerie au constituit o sursa de finantare a deficitului bugetar in perioada 2002-2004, pana in anul 2005 cand strategia ministerului a fost de extindere a maturitatii titlurilor de stat emise pe piata interna. Astfel, in anul 2005 au fost emise titluri de stat cu scadente la 3,5, 7, 10, 12 si 15 ani, avand valori modice cuprinse intre 1,9 si 172 mil lei, dar au fost emise in acelasi timp obligatiuni de stat indexate cu indicele inflatiei cu scadenta la 5 ani, pentru a se da un semnal pentru investitori. In anul 2006 nu s-au mai emis titluri de stat ceea ce a condus la cresterea semnificativa a finantarii temporare, in timp ce in anul 2007 au fost lansate emisiuni de tip benchmark cu scadente la 3 ani (cupon de 6%), la 5 ani (cupon de 6.5 %) si la 10 ani (cupon de 6.75 %). Daca in perioada 2000-2003 au fost emisiuni de Euroobligatiuni in valoare de 2.45 mld. EUR, in perioada 2004-2007 nu au mai fost emise euroobligatiuni desi in anul 2005 ratele de dobanda pe pietele externe au fost foarte favorabile, oportunitate de care a beneficiat primaria Bucuresti care a lansat pe pietele externe euroobligatiuni in valoare de 500 mil. EUR cu o rata a dobanzii de 4.125 %. Soldul emisiunilor de euroobligatiuni lansate pe pietele externe de capital era de 2 mld. EUR, reprezentand 9.6 % in total datorie.

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

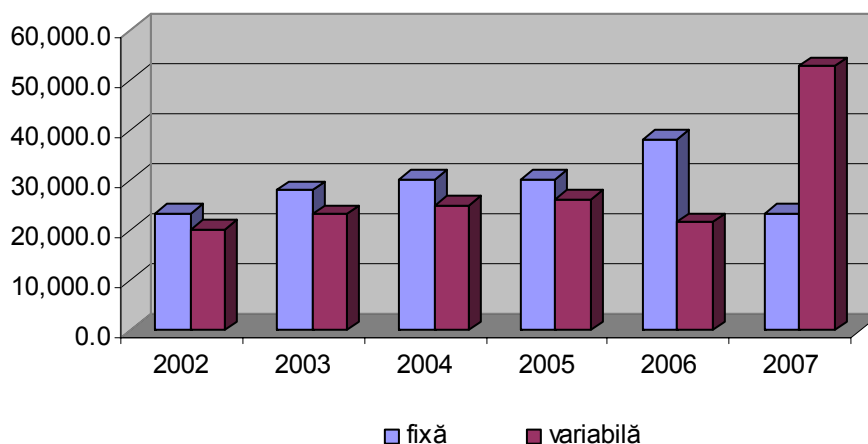


Împrumuturile de stat înregistrează o tendință descrescătoare ca pondere în total datorie astfel ca la sfârșitul anului 2007 era de 39 % în timp ce finanțarea temporară din disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului înregistrează o creștere alarmantă la sfârșitul anului 2007 reprezentând 30 % în total datorie publică guvernamentală. Astfel, în conformitate cu prevederile Ordonanței de urgență a

Guvernului nr.146/2002 *privind formarea si utilizarea resurselor derulate prin trezoreria statului*, cu modificarile si completarile ulterioare, din disponibilitățile contului curent general al trezoreriei statului s-au finantat prin imprumuturi temporare deficite bugetare in suma totala de 29.407,8 mil. lei. Acumularea imprumuturilor din disponibilitatile temporare ale contului curent general al trezoreriei statului utilizate pentru finantarea deficitului bugetului de stat din anii precedenti a fost determinate in principal de faptul ca Ministerul Economiei si Finantelor timp de 15 luni din septembrie 2005, pana in luna decembrie 2006 inclusiv nu a mai atras de pe piata imprumuturi de stat prin emisiuni de titluri de stat. Desi utilizarea acestui instrument prezinta o serie de avantaje, cum ar fi: finantarea deficitului bugetului de stat cu costuri mici, intrucat rata dobanzii acestor imprumuturi s-a redus de la 6% pe an in luna iulie 2004, la 0,42% pe an in luna septembrie 2007, precum si faptul ca a permis MEF de-a lungul anilor sa refuze ofertele de finantare transmise de institutiile de credit care depaseau nivelul ratelor de dobanda care puteau fi acceptate de stat, are si importante dezavantaje. Dintre dezavantajele utilizarii acestui instrument enumeram: este un instrument atipic specific tarii noastre, trezoreriile statelor europene finantand deficitele bugetare integral prin imprumuturi de stat, surplusul de lichiditate fiind plasat in instrumente de cash management, faptul ca depind de nivelul disponibilitatilor din cont, iar in conditiile unui nivel redus al acestor lichiditati se apeleaza la alte solutii de echilibrare a soldului contului curent general al trezoreriei statului, cum ar fi atragerea de pe piata a unor depozite de la institutiile de credit sau vanzarea la rezerva valutara a statului a unei sume in valuta incasata din activitatea de privatizare si majorarea prin acest mecanism a disponibilitatilor in lei ale contului curent general al trezoreriei statului. In consecinta, utilizarea acestui instrument de datorie determina cresterea riscului de refinantare si are impact negativ asupra managementului datoriei publice guvernamentale, in conditiile actuale de reducere a increderii investitorilor in lei si a cresterii aversiunii fata de risc pe plan international. Deosebit de important este faptul ca in prezent in disponibilitatile contului curent al trezoreriei statului sunt incluse veniturile din activitatea de privatizare in lei, iar pe masura ce aceste venituri vor fi utilizate disponibilitatile din acest cont se vor reduce semnificativ. Acesta constituie inca un element pentru care se impune ca finantarea temporara sa fie refinantata prin titluri de stat gradual, pe o perioada indelungata de timp, pentru a reduce impactul pe piata interna si a nu afecta major costul acestor finantari.

Dupa structura pe tipuri de rata a dobanzii, datoria contractata cu rata fixa de dobanda a reprezentat 43 % in 2003, iar in perioada 2004-2007 a inregistrat un trend descend pana la 30.7% in 2007.

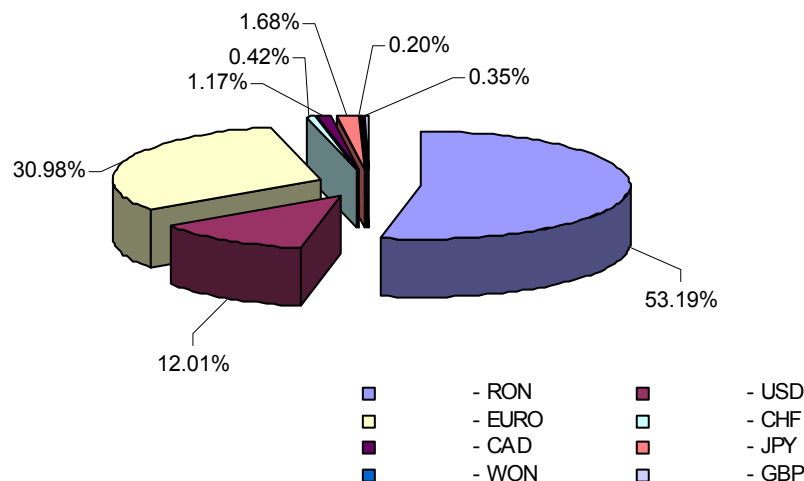
### Datoria publica guvernamentala - dupa rata dobanzii



Instrumentele de datorie cu rata fixa de dobanda sunt: obligatiunile de stat emise pe piata interna si externa, imprumuturi de la bancile comerciale cu rate fixa de dobanda si imprumuturile de la BEI care fixeaza rata de dobanda la momentul tragerii pentru suma trasa si transmite debitorului graficul de amortizarea al respectivei transe pentru intreaga perioada de rambursare. Datorita nivelului redus al ratelor de dobanda pe pietelor internationale de capital dupa cum rezulta si din tabelul 3 comparativ cu ratele de dobanda de pe piata interna, imbunatatirii accesului rating-ului de tara si ca urmare imbunatatirii accesului la finantarea externa au fost contractate in perioada de analiza principal imprumuturi de la organismele financiare internationale cu rata variabila de dobanda (imprumuturi de la FMI, BIRD, BERD, BDCE si FIDA), la care se adauga certificatele de trezorerie, imprumuturile de la banci comerciale si finantarea temporara din disponibilitatile contului general al trezoreriei statului. In perioada 2002-2006 au fost emise titluri de stat in baza legilor speciale destinate finalizarii procesului de privatizare a Bancii Agricole SA si finalizarii procesului de restructurare bancara a Bancorex SA cu rata fixa de dobanda. De asemenea, au fost acordate garantii de stat in baza legilor speciale destinate acoperirii litigiilor si angajamentelor extrabilantiere al Bancorex SA, garantii care nu au presupus si plati de dobanzi. In anul 2006 prin Legea nr. 46/2006 au fost eliminate restrictiile nerezidentilor la titlurile de stat emise pe piata interna, realizandu-se deplina liberalizare a contului de capital, iar conditiile de pe piata interna s-au imbunatatit continuu.

Structura pe valute a datoriei publice guvernamentale arata o crestere a datoriei denuminate in lei de la 20.9 % in 2002 la 53.2 % in 2007 (este pentru prima data in perioada analizata cand ponderea datoriei in lei in totalul datoriei guvernamentale o depaseste pe cea in valuta), o descrestere a datoriei denuminate in EUR de la 42.2 % in 2003 la 31.0 % in 2007 si o descrestere accentuata a datoriei in USD de la 38.8 % in 2002 la 12.0 % in 2007, in principal datorita strategiei implicite a MEF de reducere a riscului valutar si de contractare incepand cu anul 2006 a imprumuturilor in valuta numai in EUR, pentru reducerea riscului valutar in perspectiva adoptarii monedei unice in anul 2014.

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



Urmare infiintarii in decembrie 2006 a Fondului National de Dezvoltare, veniturile din activitatea de privatizare nu au mai fost utilizate pentru rascumpararea datoriei ci, in special pentru finantarea de proiecte de infrastructura, creandu-se totodata posibilitatea utilizarii vanzarilor de valuta reprezentand venituri din privatizare pentru echilibrarea soldului contului curent general al trezoreriei statului, ca instrument de cash management.

In ceea ce priveste serviciul datoriei publice guvernamentale, platile de dobanzi si comisioane aferente datoriei publice guvernamentale in PIB au scazut de la 2.6 % in 2002 la 0.6 % in anul 2007, aceeasi tendinta inregistrandu-se si cu serviciul datoriei publice guvernamentale, (inclusiv ratele de capital) care a scazut de la 9.6 % in PIB in 2002 la 2.6 % in 2007, atat ca urmare a cresterii economice sustinute realizate in aceasta perioada dar si extinderii maturitatii titlurilor de stat si implicit a diminuarii volumului titlurilor de stat de refinantat in perioada de referinta. Intrucat in datoria publica guvernamentala se includ finantarile rambursabile avand sursa de rambursare bugetul general consolidat dar si sursele proprii ale operatorilor economici subimprumutati/garantati de stat, in conditiile in care beneficiarii de subimprumuturi/garantii de stat nu dispun de lichiditati pentru plata la scadenta a acestor obligatii, MEF in calitate de imprumutat/garantat efectueaza plata in contul operatorilor economici subimprumutati/garantati de stat din fondul de risc. Platile din fondul de risc in perioada 2003-2007 au fost cuprinse intre 0.2 % din PIB in 2006 si 0.6 % in 2003.

#### *Evolutia pietei interne si externe de capital si impactul asupra costurilor de imprumut in primele luni ale anului 2008*

Turbulentele de pe pietele financiare internationale, declansate inca din toamna anului 2007 de criza financiara aparuta pe piata americana a creditului ipotecar cu grad de risc ridicat (subprime mortgage credit market), s-au accentuat in primele luni ale anului 2008, inregistrandu-se urmatoarele evolutii:

- conditiile de piata s-au inrautatit urmare stirilor si evolutiilor negative aparute privind evolutia economiei americane, ingrijorarile privind perspectiva unei recesiuni a acesteia crescand. Trebuie mentionat faptul ca, desi FED a redus succesiv rata dobanzii pana la nivelul de 2,25% si a mai luat unele masuri in scopul relaxarii conditiilor de lichiditate si a crearii unor premize pentru relansarea economica (ex: a facilitat injectii de lichiditate in conditiile acceptarii ipotecilor rezidentiale ca si colateral la operatiunile de piata monetara), evolutiile economice din SUA arata in continuare semne clare de recesiune;
- cresterea volatilitatii conditiilor de piata urmare decuplarii ratelor de referinta ale dobanzilor. Astfel, desi FED a redus cu 3% nivelul ratei de referinta intr-un interval de cateva luni de la inceputul crizei, BCE nu a modificat acest nivel (4%), argumentand cu nivelul crescut al inflatiei in zona euro, acesta ajungand la un nivel maxim de 3,2% (feb/feb);
- problemele aparute la nivelul unora dintre marile institutii financiare, printre care asiguratorii monoline de pe piata financiara americana, bancile si fondurile de investitii, aproape toate marile grupuri financiare inregistrand pierderi pe portofoliile de obligatiuni garantate cu ipoteci sau alte active;
- reducerea apetitului investitorilor catre instrumente cu grad de risc mai ridicat si orientarea investitiilor acestora catre instrumente emise de emitenti cu rating AAA (flight to quality) urmare a asteptarii in continuare a declararii pierderilor inregistrate de cateva mari grupuri financiare europene si implicit a lipsei de incredere la acordarea de credite pe pietele internationale interbancare;
- cresterea record a pretului petrolului, costurile mari asociate creditelor si aprecierea mare a monedei euro fata de dolarul american (aprox 17% in ultimul an) au incetinit cresterea economica in zona euro.

Toate aceste evolutii au dus la cresterea mare a spread-urilor aferente instrumentelor emise de tari cu un risc de credit mai scazut de A si la cresteri fara precedent a diferentelor intre nivelele cash (nivelele de tranzactionare ale instrumentelor emise de unele tari) si nivelele CDS (credit default swap – costul de asigurare a riscului de default), acestea fiind in mod special accentuate pentru un anumit grup de tari membre ale UE (Romania, Bulgaria, Lituania, Letonia, Estonia) caracterizate de deficite mari ale contului curent si a caror perspectiva a fost inrautatita de catre agentile internationale de rating (Romania a fost trecuta pe o perspectiva negativa de catre Fitch si Standard & Poor's).

Astfel, pentru Romania, nivelurile de tranzactionare ale euroobligatiunilor romanesti cat si cele aferente instrumentelor de protectie fata de situatia de neplata (default) s-au incadrat in trendul general specific tarilor din clasa de risc investitional BBB, inregistrandu-se o crestere semnificativa a marjelor, cu impact semnificativ asupra costurilor titlurilor ce urmeaza a fi emise, dupa cum urmeaza:

Instrument	Spread 1 oct 2007	Spread 14 martie 2008
Romania 10,625% 2008	9	1
Romania 5,75% 2010	22	71
Romania 8,5% 2012	30	101
5 yr CDS	41	242
10 yr CDS	53	272

In ceea ce priveste contractarea de imprumuturi de pe piata interna, in lei, costurile actuale ale acestor imprumuturi sunt foarte mari urmare a inrautatirii asteptarilor



inflationiste si implicit a randamentelor obtinute in cadrul licitatiilor titlurilor de stat. Randamentele medii actuale aferente titlurilor de stat adjudecate se situeaza intre 8,76 si 9,8 cu perspective de inrautatare ca urmare a majorarii de catre BNR in data de 26 martie a.c. a ratei de politica monetara la 9,5 %. In situatia in care, procesul de dezinflatie preconizat a incepe din trimestrul II a.c. nu se va realiza iar Banca Nationala a Romaniei va proceda la reconsiderarea ratei de politica monetara, in sensul majorarii acesteia, va fi necesara acceptarea unor randamente aferente operatiunilor cu titluri de stat, superioare celor adjudecate pe primul trimestru.

#### *Analize de senzitivitate privind datoria publica guvernamentala in perioada 2008-2010*

Au fost analizate influenta cresterii economice asupra ponderii datoriei publice guvernamentale in PIB, influenta deprecierei/aprecierii monedei locale fata de EURO asupra platilor de dobanda aferente datoriei publice guvernamentala si influenta cresterii ratelor de dobanda asupra platilor de dobanda aferente datoriei publice guvernamentala, in doua scenarii : un scenariu de baza (cu indicatorii publicati de Comisia Nationala de Prognoza) si un scenariu pesimist in care prognozele privind indicatorii macroeconomici se inrautatesc cu 1 %.

##### 1) Analiza influentei cresterii economice

Pentru analiza influentei diminuarii ritmului de crestere economica asupra stocului de datorie publica guvernamentala, scenariu de baza este realizat pe baza proiectiilor prezentate in cadrul macroeconomic pe termen mediu, iar cel de al doilea scenariu (scenariu alternativ) a fost construit pe baza ipotezei unei cresteri economice mai mici cu cca 1 % fata de scenariu de baza. In scenariu de baza ponderea datoriei publice guvernamentale in PIB va descreste cu 0.3% in 2010 comparativ cu 2007 (de la 18.8 % in 2007 la 18.5%), iar in scenariul alternativ ponderea datoriei guvernamentale in PIB descreste cu 0.1 % (de la 18.8 % in 2007 la 18.7 % in 2010).

##### 2) Analiza influentei deprecierei monedei nationale fata de EURO

Pentru aceasta analiza s-a utilizat scenariu de baza si scenariu alternativ construit pe baza ipotezei unei deprecierei cu 5 % a monedei locale fata de EURO pe termen mediu. In ambele scenarii platile de dobanda aferente datoriei publice guvernamentale se situeaza la nivelele apropiate, iar ponderea in PIB nu are variatii semnificative in perioada analizata.

##### 3) Analiza influentei cresterii ratelor de dobanda

Pentru aceasta analiza s-a utilizat scenariu de baza si scenariu alternativ construit pe baza ipotezei unei cresteri a ratelor de dobanda (la titluri de stat, EURIBOR si LIBOR) cu 1 % fata de scenariu de baza. Prin cresterea cu 1 % a artelor de dobanda , ponderea platilor de dobanzi in PIB va creste cu 0,3 % in anul 2010.

#### *Managementul riscurilor asociate portofoliului de datorie*

Managementul datoriei este un proces strans legat si dependent de politica monetara si bugetara. In acest context, analiza portofoliului datoriei publice guvernamentale trebuie realizata tinand cont de evolutiile si estimarile macroeconomice (crestere economica, inflatie, ratele de politica monetara, veniturile bugetare si nivelul deficitului bugetar, reforme structurale - reforma pensiilor) si de eficienta pietei interne de capital, dar si de evolutia economiei de la nivel mondial.

O componenta importanta a managementului datoriei publice guvernamentale o reprezinta managementul riscurilor asociate portofoliului datoriei, care implica activitatile de identificare, evaluare si asigurare impotriva diferitelor categorii de risc.

Principalele categorii de risc identificate sunt:

a) riscul de refinantare (incapacitatea refinantarii datoriei sau refinantarea acesteia la un cost foarte ridicat) - care depinde de nivelul de dezvoltare al pietei interne de capital (lichiditate si evolutiile ratelor dobanzilor in lei, care depind de evolutiile macroeconomice si implicit, de asteptarile pietei cu privire la aceste evolutii), de evolutiile pietelor financiare internationale, si poate fi redus prin evitarea unor varfuri de plata a serviciului generat de aglomerarea scadentelor unor imprumuturi foarte mari sau a unei ponderi mari a datoriei guvernamentale pe termen scurt sau exprimate in dobanda variabila in total datorie. In acest sens se va avea in vedere o distribuire uniforma a serviciului datoriei guvernamentale, precum si o durata adecvata a portofoliului de datorie guvernamentala, utilizandu-se operatiuni financiare specifice, inclusiv, rascumparari in avans (buy back) sau preschimbarea titlurilor anticipat in alte titluri cu scadenta mai mare (bond exchanges) precum si management activ al pasivelor si lichiditatilor, incluzand aici si instrumentele financiare derivate (swap-uri de rata a dobanzii, forward rate agreement sau contracte futures)

b) riscurile de piata cu doua componente:

- riscul valutar (aprecierea datoriei in valuta urmare deprecierii monedei nationale fata de euro si USD, in conditiile in care veniturile statului se incaseaza in moneda locala)- care este influentat de volatilitatea cursurilor valutare urmare evolutiilor pe pietele internationale, dar si de aspecte care tin de piata interna, cum ar fi politica monetara. Avand in vedere ca activele (incasarile din venituri) sunt denominate in moneda locala, pentru evitarea riscului valutar cea mai recomandata strategie ar fi cea conform careia ponderea datoriei guvernamentale in lei in total creste. Exceptia este data de estimarile privind aderarea la Romania la euro (2012-2014) care, ar face ca, in perioada postaderare la moneda euro, activele statului (veniturile bugetare) sa fie denominate in euro, fapt care creste oportunitatea contractarii imprumuturilor pe termene lungi, denominate in euro, in orizontul de timp analizat (2008-2010). Acest tip de strategie se poate implementa prin contractarea imprumuturilor noi preponderent in lei si cresterea graduala a ponderii datoriei in lei in totalul datoriei, dublata de un management activ asupra portofoliului deja existent, in functie de oportunitatile existente pe pietele financiare prin utilizarea instrumentelor financiare derivate (swap valutar, contracte forward de valuta). De asemenea, in privinta finantarii externe, contractarea imprumuturilor in euro pe termene lungi si foarte lungi, in conditiile utilizarii unor instrumente de tip bullet (emisiuni de euroobligatiuni) este oportuna, in functie si de conditiile de piata existente;

- riscul de rata de dobanda (cresteri ale ratelor de dobanda pe piata interna sau externa de capital) - care este influentat de volatilitatea ratelor de dobanda, politica monetara si bugetara, evolutiile pietelor financiare internationale, si poate fi compensat prin utilizarea derivatelor financiare: swap pe rata de dobanda, swaptions (combinatie intre swap pe rata de dobanda si optiuni), contracte futures.

Alte categorii de risc asociate portofoliului de datoriei sunt: riscul de credit (falimentul contrapartidelor), riscul de plata (erori in sistemul de plati), riscul operational (erori ale sistemului de administrare a datoriei sau erori umane, lipsa procedurilor de lucru, lipsa de personal), precum si riscul legislativ (interpretarea legii).

Avand in vedere ca pentru administrarea riscului de credit nu se utilizeaza in prezent instrumente financiare derivate iar managementul lichiditatilor neimplicand deschiderea de pozitii fata de contrapartide, putem spune ca acest risc trebuie avut in vedere in viitorul apropiat, in momentul in care MEF va incepe sa aiba un management activ atat al riscurilor asociate portofoliului existent, prin utilizarea instrumentelor derivate, cat si in ceea ce priveste operatiunile de cash management, prin efectuarea de plasamente pe piata monetara. In acest sens, MEF va avea in vedere emiterea unor norme privind riscul de credit/riscul contrapartidei prin care va limita expunerea pe o contrapartida si va mentiona criteriile minime pe care trebuie sa le satisfaca o contraparte astfel incat MEF sa fie expus la riscul de credit aferent contrapartidei respective, va incheia cu institutiile financiare acorduri/contracte ISDA in baza carora va putea utiliza instrumente financiare derivate si va incheia conventii cu institutiile financiare romanesti pentru operatiunile de efectuare de plasamente (plasare de depozite la termen sau operatiuni de tip repo). De asemenea, se vor avea in vedere norme speciale privind riscul de contrapartida pentru derularea operatiunilor de incasari si plati in valuta prin conturile corespondente deschise de catre MEF cu institutiile financiare romanesti si straine, pentru derularea fondurilor europene cat si pentru efectuarea tragerilor din imprumuturile in valuta si efectuarea platilor aferente serviciului datoriei in valuta de catre MEF.

Pentru administrarea riscului de plata si al celui operational trebuie avute in vedere trei perspective:

- prima provine din prevederile noii legislatii privind datoria publica, conform careia, incepand cu anul 2009, MEF va prelua operatiunile de natura datoriei guvernamentale efectuate actualmente de ministere de linie si/sau companii pentru imprumuturile contractate de catre acestea si garantate de stat si pentru imprumuturile contractate de MEF si subimprumutate acestora, care au ca unica sursa de rambursare bugetul general consolidat. Acesta procedura impune modificarea contractelor si acordurilor cu institutiile finantatoare, modificarea cadrului legislativ de aprobare/ratificare a acestor contracte/acorduri, precum si predarea/primirea obligatiilor de tragere si de rambursare la nivelul MEF prin incheierea unor protocoale cu ordonatorii principali de credite, toate aceste operatiuni fiind necesare a se realiza in anul 2008.
- a doua are ca sursa de provenienta actualizarea/imbunatatirea infrastructurii IT la nivelul directiei generale de trezorerie si datorie publica, atat prin implementarea deplina a sistemului de management al datoriei guvernamentale (FTI STAR) cat si prin implementarea aplicatiei de licitatie electronica, dezvoltata de catre Reuters (Reuters Auction System), care, pe de o parte au in vedere reducerea riscului operational si eficientizarea modalitatii de efectuare a operatiunilor prin reducerea timpilor necesari efectuarii acestora, dar, trebuie avuta in vedere finalizarea si testarea riguroasa a acestor sisteme astfel incat sa se asigure ca facilitatile si functionalitatile acestora sunt oferite cu maxima acuratete, cu promptitudine si in conditii de siguranta. De asemenea, se va asigura instruirea corespunzatoare personalului care va utiliza aplicatiile electronice mentionate.
- a treia este generata de operatiunile noi care urmeaza a fi realizate incepand cu anul 2008, in special a operatiunilor de incasari si plati in valuta prin deschiderea de conturi corespondente cu institutiile financiare romanesti si/sau straine care vor presupune atat asumarea unui risc de credit suplimentar (in momentul de fata aceste operatiuni se efectueaza prin BNR) cat si a unei responsabilitati crescute,

avand in vedere utilizarea mesajelor specifice operatiunilor in valuta aferente sistemului electronic de plati.

Pentru analiza riscurilor principale asociate portofoliului datoriei s-au avut in vedere urmatoorii indicatori:

- **pentru riscul de refinantare**, determinat de graficul de rambursare, de valoarea absoluta si de perioada de rambursare/rascumparare a datoriei, indicatorul de analiza folosit fiind procentul datoriei publice guvernamentale scadente intr-un orizont de timp (gradul de refinantare la 1an si la 5 ani);
- **pentru riscul valutar**, determinat de valoarea absoluta si de ponderea datoriei in valuta, indicatorul de analiza folosit este ponderea datoriei in valuta fata de datoria in moneda nationala, datoria in valuta fiind detaliata pe fiecare valuta;
- **pentru riscul de rata de dobanda**, indicatorii utilizati sunt:
  - ponderea datoriei cu rata de dobanda variabila in total datorie guvernamentala versus ponderea datoriei cu rata fixa de dobanda;
  - procentul de refixing , respectiv procentul de datorie guvernamentala pentru care rata de dobanda se schimba intr-un orizont de timp ales (indicatorul de refixing la 1 an si la 5 ani);
  - maturitatea medie pana la urmatoarea schimbare a ratei de dobanda variabila, respectiv durata medie pana cand rata de dobanda variabila se schimba (average time to next refixing).

Analiza de risc a fost realizata prin utilizarea proiectiei serviciului datoriei in cadrul analizei de tip "Cost la risc" (CaR)/"Buget la risc" (BaR) - impactul fluctuatiei variabilelor financiare asupra costului datoriei (platile de dobanzi la datoria publica guvernamentala).

La stabilirea strategiei pentru evaluarea riscurilor principale a fost utilizat modelul furnizat de dl. Bruno Debergh, expert angajat in cadrul programului Phare EUROPEAID/119860/C/SV/multi, lot 11, request no Rosu 62, "Government debt management system". Modelul, utilizat pentru evaluarea riscului asociat datoriei publice a Belgiei, a fost adaptat astfel incat sa raspunda cerintelor portofoliului de datorie guvernamentala al Romaniei, care cuprinde datorie denominata in mai multe valute si este format preponderent din imprumuturi, dar si in ceea ce priveste finantarea deficitului bugetar atat in lei dar si in alte valute.

Pentru evaluarea riscului au fost necesare informatii privind: deficitul bugetar si surplusul/deficitul primar, proiectii ale serviciului datoriei publice guvernamentale (detaliat pe rate de capital si plati de dobanda, precum si pe tipul de rata de dobanda - fixa sau variabila), scenarii de finantare a deficitului si refinantarea datoriei (programul emisiunilor de titluri) pentru orizontul ales de analiza (3 ani - ca si in cazul elaborarii bugetului de stat), proiectii ale variabilelor financiare (cursurile valutare si rate de dobanda pe piata interna si internationala) precum si date privind ratele dobanzilor de referinta aferente imprumuturilor in lei, euro, USD si CAD, precum si ratele de schimb valutar, pentru calculul volatilitatilor acestora in vederea extrapolarii acestor variabile pentru perioada de analiza.

Ipotezele si constrangerile avute in vedere sunt, in principal, urmatoarele:

Ipoteze	Constrangeri
<p>- fluxurile de datorie au fost preluate din programul DMFAS si din alte sistemele pe care le avem in prezent, intrucat baza de date a sistemul FTI este in stadiul final de verificare si actualizare;</p>	
<p>- pentru imprumuturile din disponibilitatile contului curent general al trezoreriei statului (cca 29.4 mld. lei la 31.12.2007) s-a considerat ca aceasta datorie va fi refinantata prin emisiuni de titluri de cca 3 mld. lei anual pe o perioada de 10 ani, incepand cu anul 2009, iar platile de dobanda s-au calculat la un procent de dobanda de 1 % ;</p>	
<p>- pentru garantiile de stat acordate in baza legilor speciale s-au facut urmatoarele ipoteze:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- rambursarea ratelor de capital in lei de 23,7 mil. in 2008;</li> <li>- cele in USD rambursate in perioada 2008-2012 (5 ani) cate 101,04 mil. anual;</li> <li>- cele in EUR rambursare in perioada 2008-2012 cate 6,8 mil anual.</li> </ul>	
<p>- intrucat mare parte din portofoliul de datorie publica guvernamentala este formata din imprumuturi (cca 75 %), la calculul fluxurilor viitoare de datorie (rate de capital, plati de dobanzi) au fost avute in vedere tragerile estimate a se efectua pana la data finala de tragere conform acordurilor de imprumut/contractelor de finantare;</p>	
<p>- proiectiile de cursuri valutare pentru perioada urmatoare sunt derivate din cursurile valutare spot (forward) si ratele de dobanda ale curbelor de randament pentru fiecare valuta;</p>	<p>- cursurile valutare spot utilizate sunt cele valabile la 31.12.2007;</p>
<p>- curbele de randament pentru valute sunt derivate din ratele de dobanda publicate pe Reuters, cu exceptia curbei pentru RON, caz in care au fost utilizate randamentele pentru emisiunile lansate de MEF;</p>	<p>- s-a utilizat procedeul de intrapolare si extrapolare pentru scadentele pentru care nu se publica ratele de dobanda pe Reuters;</p>
<p>- volatilitatea pentru cursurile valutare si pentru ratele de dobanda se calculeaza in model pentru ultimele 85 de luni;</p>	<p>- pentru volatilitate au fost introduse in model cursurile valutare si ratele de dobanda valabile in ultima zi a Lunii;</p>
<p>- scenariile au avut in vedere finantarea</p>	<p>- modelul nu permite evidentierea</p>

deficitului bugetar in lei sau in lei si in EUR.	finantarii pe perioade mai mici de 1 an (1, 3, sau 6 luni) si efectueaza refinantarea ratelor de capital scadente in fiecare an, inclusiv pentru datoria operatorilor economici rambursata din surse proprii.
--	---

Pentru analiza riscului de refinantare si a celor de piata (riscul valutar si de rata de dobanda) asociat portofoliului de datorie publica guvernamentala s-au utilizat mai multe scenarii, prin care refinantarea datoriei publice guvernamentale in lei se realizeaza prin contractarea de datorie denominata in lei iar datoria scadenta in diferite valute se refinanteaza cu datorie denominata in EUR, in timp ce finantarea deficitului bugetar se realizeaza in proportii diferite prin datorie denominata in lei in lei si in EUR. Datoria nou contractata are urmatoarele caracteristici: in lei - 30% certificate de trezorerie cu scadenta 1 an, 20% obligatiuni cu scadenta 3 ani, 25 % la 5 ani, 20 % la 10 ani, 5% la 15 ani, si in EUR - 80% datorie cu dobanda fixa si scadenta la 10 ani si 20% datorie flotanta la 15 ani.

Din analiza rezultatelor scenariilor privind evolutia portofoliului datoriei publice guvernamentale si a fluxurilor de datorie aferente perioadei urmatoare au reiesit urmatoarele:

a) atat pentru reducerea riscului valutar cat si pentru dezvoltarea pietei titlurilor de stat este necesar sa se contracteze datorie denominata in lei astfel incat ponderea datoriei in lei in total datorie publica guvernamentala la cel putin 50 % la sfarsit de perioada;

b) datoria in valuta sa fie refinantata prin contractarea de datorie in EUR astfel incat in perspectiva aderarii la moneda unica sa se reduca riscul valutar - datoria denominata in EUR sa reprezinte cca 35 % din total datorie guvernamentala. In functie de conditiile pietei sa se utilizeze swap valutar pentru conversia datoriei in alte valute in EUR;

c) chiar daca in primele luni ale anului 2008 s-a inregistrat o deteriorare a conditiilor financiare la nivel international, avand in vedere diferenta redusa intre marja aferenta imprumuturilor cu scadente pe termen mediu si cele pe termen lung si interesul investitorilor pentru titluri emise pe termen lung cu scadente de 10 si 15 ani, cea mai mare parte a datoriei denominate in valuta sa fie refinantata sau emisa cu scadente pe termen mediu si lung astfel incat sa se reduca riscul de refinantare. In ceea ce priveste datoriei in lei, in conditiile deteriorarii conditiilor de creditare pe piata interna ceea ce a condus la o crestere a cuponului obligatiunilor de tip benchmark cu 1,75 – 2 % fata de titlurile emise anul trecut, se vor emite titluri de stat pe piata interna in perioada imediat urmatoare cu scadente pe termen scurt si mediu, dar luand in considerare asteptarile de reducere a inflatiei pe termen mediu (corespunzator orizontului de timp pentru care s-a elaborat strategia) , titlurile de stat pe piata interna se vor emite si pe termen lung, respectiv cu scadente la 10 si 15 ani daca conditiile de piata care vor permite contractarea acestora la un nivel rezonabil al costurilor;

d) datoria in moneda locala si in EUR sa fie emisa in cea mai mare parte cu rata fixa de dobanda, dar corelat cu evolutia conditiilor financiare pe piata interna si externa a titlurilor si la un nivel rezonabil al costurilor datoriei, dupa cum s-a precizat si la pct c). Constrangerea este data de faptul ca ratele de dobanda de pe piata interbancara sunt volatile, iar pentru cunoasterea valorii orientative pe diferite scadente BNR a lansat proiectul introducerii unor rate de referinta ROBOR/ROBID;

e) avand in vedere obiectivele de dezvoltare a pietei titlurilor de stat, de crestere a lichiditatii instrumentelor de datorie emise de statul roman, a flexibilitatii in administrarea activa a datoriei guvernamentale precum si a schimbarii in conditii de piata a caracteristicilor asociate datoriei guvernamentale, datoria guvernamentala nou contractata va fi preponderent datorie negociabila (emisiuni de titluri de stat pe pietele interne si internationale). Urmare inceperii procesului de graduare a Romaniei de la BERD si BIRD, strategia de contractare a noilor imprumuturi prevede diminuarea semnificativa a imprumuturilor suverane contractate de la institutiile financiare internationale, singurele care urmeaza sa ramana parteneri din perspectiva relatiei de imprumutat/creditor la nivel suveran fiind BEI si, marginal BDCE (avand in vedere avantajul comparativ al acestora din punct de vedere al costurilor cat si rolul important in asistenta pentru intarirea capacitatii de absorbtie a fondurilor europene);

f) intrucat imprumuturile din disponibilitatile contului curent general al trezoreriei statului destinate finantarii temporare a deficitelor din anii anteriori ai bugetului de stat si ai bugetului asigurarilor sociale de stat reprezinta la sfarsitul anului 2007 cca 30 miliarde lei, este necesar ca intr-o perioada determinata (de ex. 10 ani, incepand cu anul 2009) sa fie emise titluri de stat pentru acoperirea acestor deficite astfel incat la sfarsitul perioadei sa se finanteze doar deficitul bugetar din anul curent, iar pentru lichiditatile din contul curent general al trezoreriei statului sa se practice un management activ prin plasarea acestora la termen. Utilizarea acestui instrument de datorie determina cresterea riscului de refinantare (intrucat se angajeaza pe termen scurt si se refinanteaza prin titluri de stat) si are impact negativ asupra managementului datoriei publice guvernamentale, in conditiile actuale de reducere a increderii investitorilor in lei si a cresterii aversiunii fata de risc pe plan international. Deosebit de important este faptul ca in prezent in disponibilitatile contului curent al trezoreriei statului sunt incluse veniturile din activitatea de privatizare in lei, iar pe masura ce aceste venituri vor fi utilizate disponibilitatile din acest cont se vor reduce semnificativ. Acesta constituie inca un element pentru care finantarea temporara trebuie refinantata prin titluri de stat gradual, pe o perioada indelungata de timp, pentru a reduce impactul pe piata interna si a nu afecta major costul acestor finantari;

g) acordarea cu prudenta a garantiilor de stat si a subimprumuturilor, din doua perspective: pe de o parte, in conditiile lipsei de lichiditati a beneficiarilor MEF trebuie sa efectueze plata in contul acestora din fondul de risc, ceea ce conduce la cresterea cheltuielilor bugetare si a deficitului bugetar, iar pe de alta parte, intrucat beneficiarii garantiilor de stat si a subimprumuturilor sunt operatori economici si autoritati ale administratiei publice locale se limiteaza interventia MEF in administrarea portofoliului datoriei publice guvernamentale si a riscurilor asociate acestuia;

h) Pe baza datelor istorice privind platile efectuate de MEF din fondul de risc in contul beneficiarilor de garantii de stat si subimprumuturi, au fost estimate pentru perioada 2008-2010 pierderile posibile, care reprezinta valoarea serviciului datoriei pentru aceste imprumuturi ponderata cu procentul mediu al platilor efectuate de MEF din fondul de risc, si care au fost estimate la o valoare medie anuala de 251,5 mil. lei.

In concluzie, in urma analizei indicatorilor de risc pentru scenariilor utilizate si a cuantificarii importantei fiecarui indicator de risc, a rezultat ca scenariu optime cele in care finantarea deficitului bugetar se realizeaza numai din surse interne si in care finantarea deficitului se realizeaza in proportie de 85 % din surse interne si diferenta se acopera din surse externe, dar avand in vedere deteriorarea conditiilor de creditare pe piata interna in prima parte a anului 2008 consideram ca scenariu optim este scenariu in care finantarea deficitului se realizeza si din surse externe.

#### **IV. Obiectivele strategiei privind managementul datoriei publice guvernamentale si instrumentele care se au in vedere pentru implementarea acesteia.**

In concluzie urmare analizelor efectuate principalele obiective privind managementul datoriei publice guvernamentale in perioada 2008-2010 sunt urmatoarele:

##### **1. Cresterea controlata a datoriei publice guvernamentale, astfel incat nivelul acesteia sa se mentina rezonabil in limita prevazuta prin Tratatul de la Maastricht.**

In procesul de administrare a datoriei publice guvernamentale se va avea in vedere mentinerea indicatorilor datoriei publice guvernamentale la nivele sustenabile, cu incadrarea acestora in limitele stabilite prin Tratatul de la Maastricht.

##### **2. Dezvoltarea pietei titlurilor de stat**

Strategia de finantare a deficitului bugetar si de refinantare a datoriei publice se va axa pe contractarea imprumuturilor de pe piata interna prin lansarea de emisiuni de titluri de stat, in scopul dezvoltarii pietei interne a titlurilor de stat. Ca o optiune suplimentara, in cazul in care conditiile sunt avantajoase si in functie de oportunitatile de finantare si, in special in vederea refinantarii unor imprumuturi in valuta sau rascumparare anticipata a unor astfel de imprumuturi, se va apela la finantare in valuta, prin emiterea de euroobligatiuni, tinandu-se cont de conditiile de lichiditate ale acestor pieti secundare si a beneficiilor oferite de consolidarea si extinderea curbei de randament pentru euroobligatiunile romanesti precum si de obiectivul cresterii datoriei exprimate in instrumente de piata (datorie negociabila).

O astfel de strategie care acorda o atentie din ce in ce mai mare pietei interne ca sursa de finantare prezinta avantajul adoptarii unei combinatii optimale a politicilor macroeconomice in conditiile existentei unui exces de lichiditate in sistem, in contextul unor eventuale intrari semnificative de capital strain in Romania precum si cel al reducerii riscului valutar, a cresterii datoriei negociabile si a reducerii numarului de operatiuni aferente datoriei guvernamentale.

Obiectivul de dezvoltare a pietei titlurilor de stat tine cont si de aparitia pe piata financiara romaneasca a celor mai importanti investitori institutionali, fondurile de pensii private, urmare a reformei sistemului pensiilor, prin introducerea sistemului privat de pensii Astfel, se va avea in vedere posibilitatea finantarii deficitului bugetar suplimentar creat de introducerea pilonului doi al sistemului de pensii private (incepand cu anul 2008), prin lansarea de emisiuni de titluri de stat pe termen lung si foarte lung pe piata interna.. In scopul asigurarii unor instrumente care sa asigure o protectie fata de inflatie fondurilor de pensii private si nu numai, se va avea in vedere relansarea obligatiunilor indexate la indicile preturilor de consum (inflatie) pe baza unor analize privind sensibilitatea veniturilor bugetare la inflatie precum si a unor scenarii privind inflatia.

Unul din obiectivele conexe dezvoltarii pietei titlurilor de stat este acela al consolidarii curbei de randament si al extinderii acesteia, fiind stiut faptul ca, randamentele titlurilor suverane in conditiile cresterii lichiditatii acestora pe o plaja cat mai larga de maturitati creeaza referinte pentru mediile investitionale si pentru emitentii corporatisti si suverani in lei.

Totodata, se va mentine o consultare periodica cu participantii pe piata interna (dealeri primari, investitori, etc) pentru asigurarea transparente si predictibilitatii modului de contractare si administrare a datoriei publice guvernamentale in lei cat si pentru



evaluarea regulata a necesitatilor investitionale la nivelul pietei precum si a asteptarilor referitoare la conditiile de piata.

In scopul coordonarii obiectivelor cuprinse in strategia fiscala, strategia privind managementul datoriei publice si a celor de politica monetara se vor organiza intalniri periodice intre reprezentantii Ministerului Economiei si Finantelor si cei ai Bancii Nationale a Romaniei, cadrul formal fiind deja creat prin Comitetul de coordonare a politicii monetare si fiscale.

### **3. Reducerea costurilor cu datoria publica guvernamentala si a riscului bugetar cauzat de acordarea de garantii de stat si subimprumuturi,**

In perioada 2008-2010 costul datoriei publice guvernamentale in PIB se va reduce treptat de la 0.6 % in PIB in 2006 la 0.3 % in anul 2010, in principal prin imbunatatirea conditiilor de finantarea pe piata interna si contractarea de datorie publica guvernamentala la randamente tot mai scazute care vor urma trendul descendent al inflatiei, dar si datorita reducerii ponderii datoriei contractate de agentii economici cu garantia statului sau subimprumutate acestora avand in vedere ca in conformitate cu Ordonanta de Urgenta Guvernului nr. 64/2007 aceste garantii de stat /subimprumuturi se vor acorda doar unei legi speciale emise in acest scop.

**Pentru imbunatatirea structurii portofoliului de datorie publica guvernamentala se vor avea in vedere urmatoarele masuri:**

#### **a) cresterea ponderii datoriei publice guvernamentale denominate in lei in totalul datoriei publice guvernamentale.**

Astfel, se va urmari limitarea riscului valutar si dezvoltarea pietei interne a titlurilor de stat. Tinand cont de faptul ca incasarea veniturilor bugetare se realizeaza in lei, contractarea datoriei publice guvernamentale in aceeasi moneda va elimina riscul valutar.

#### **b) cresterea ponderii datoriei publice guvernamentale denominate in EUR in totalul datoriei publice guvernamentale in valuta.**

Cresterea ponderii finantarii in euro va avea in vedere, pe de o parte, minimizarea costurilor aferente noilor imprumuturi externe, avand in vedere conditiile de care beneficiaza Romania pe pietele financiare europene, si, pe de alta parte, limitarea riscului valutar, tinand cont de structura rezervei valutare administrata de Banca Nationala a Romaniei si structura pe valute a exporturilor si importurilor.

**c) reducerea gradului de refinantare pentru datoria publica guvernamentala, denominata in lei si a celei denominate in euro.** Astfel, se va urmari limitarea riscului de refinantare la niveluri ridicate ale ratei dobanzii. Prin contractarea unor imprumuturi pe termen lung, riscul de refinantare la un nivel ridicat al ratelor de dobanda pe piata europeana va fi limitat.

**d) cresterea ponderii datoriei cu dobanda fixa in totalul datoriei publice guvernamentale.** Prin cresterea ponderii datoriei cu dobanda fixa se va avea in vedere, pe de o parte, limitarea riscului aferent cresterii ratelor dobanzilor de referinta in special pentru datoria publica guvernamentala in valuta. Cresterea ponderii datoriei cu dobanda fixa in lei are in vedere in emiterea de obligatiuni de titluri de stat de tip benchmark, cu scadente pe termen scurt si mediu in perioada imediat urmatoare, dar in contextul asteptarilor de reducere a inflatiei pe termen mediu si a interesului investitorilor pentru scadente pe termen lung aceste obligatiuni se vor emite pe scadente de 10 si 15 ani.

**e) contractarea datoriei denominate in valuta in principal prin lansarea de emisiuni de obligatiuni pe pietele internationale de capital concomitent cu reducerea imprumuturilor contractate de la institutiile financiare internationale in**

**totalul datoriei publice guvernamentale in valuta.** Se va avea in vedere cresterea ponderii datoriei publice guvernamentale in valuta contractata prin emiterea instrumentelor de piata, respectiv a emisiunilor de obligatiuni pe pietele internationale de capital. MEF are in vedere diversificarea bazei investitionale si consolidarea si extinderea curbelor de randament a titlurilor de stat pe pietele externe de capital, cu efecte pozitive asupra costurilor asociate datoriei publice guvernamentale in valuta. Obligatiunile emise pe pietele internationale sunt tranzactionabile pe pietele secundare internationale, foarte lichide, avand un impact pozitiv asupra costurilor ulterioare de finantare precum si asupra finantarii prin lansarea de euroobligatiuni de catre alti emitenti romani. Emiterea de obligatiuni pe pietele externe va asigura o diversificare a bazei investitionale si va creste flexibilitatea restructurarii portofoliului de datorie, avand in vedere ca aceste instrumente sunt tranzactionate permanent pe pietele internationale secundare.

f) **distribuirea cat mai uniforma a serviciului datoriei publice guvernamentale**, prin stabilirea scadentelor noilor imprumuturi se va evita formarea de varfuri de plata pentru a nu majora riscul de lichiditate si de refinantare.

g) **recuperarea sumelor platite de MEF in contul garantiilor sau subimprumuturilor**, prin furnizarea de catre directia de specialitate din MEF a inscrisurilor necesare actualizarii debitelor provenind din garantii sau subimprumuturi, care constituie titluri executorii in baza carora ANAF va actiona pentru recuperare, in conformitate cu Codul de procedura fiscala.

#### **Instrumentele de datorie publica guvernamentala ce se vor utiliza in perioada 2008-2010:**

- a) **emisiunile de titluri de stat pe piata interna**, respectiv emisiuni de titluri de tip benchmark emise cu scadente la 3, 5, 10 si 15 ani, iar emisiunile de certificate de trezorerie vor fi emise cu scadente la 6 luni si la 1 an (364 de zile), evitandu-se emisiunile cu scadente la 3 luni pentru a nu intra in competitie cu certificate emise de BNR cu aceasta scadenta. De asemenea, pe masura dezvoltarii segmentului investitorilor institutionali si cresterii necesitatilor investitionale ale acestorase are in vedere extinderea maturitatii titlurilor de stat care vor fi emise in aceasta perioada, precum si posibilitatea lansarii unor serii de titluri de stat indexate la indicele preturilor de consum;
- b) **emisiunile de titluri de stat pe piata externa de capital**, respectiv emisiuni de titluri cu scadente pe termen lung de 10 ani si chiar 15 ani, in functie de evolutia conditiilor financiare de pe aceste pieti si a necesitatilor de finantare a deficitului bugetar;
- c) **imprumuturi de la institutiile financiare internationale destinate finantarii deficitului bugetar**, numai in baza analizei comparative a costurilor instrumentelor oferite de institutiile financiare internationale (BEI, BIRD, BERD, BDCE si FIDA) si avandu-se in vedere potentialele beneficii in cresterea absorbtiei fondurilor europene (finantare si asistenta tehnica). Nu se vor mai contracta imprumuturi suverane de la institutiile financiare internationale in contextul demararii procesului de graduare a Romaniei;
- d) **acordarea de garantii de stat si subimprumuturi pentru proiecte de interes national**, numai pentru care acest tip de instrument este absolut necesar intr-un anumit context, fiind vorba despre proiecte strategice de importanta foarte mare la nivel national, in baza acordarii unei legi speciale in acest scop, cu respectarea

cerintelor privind acordarea de ajutor de stat prevazute de legislatia in materie si urmare a unei analize de risc riguroase conform legii.

**Instrumentele financiare utilizate pentru administrarea portofoliului datoriei publice guvernamentale sunt urmatoarele:**

- in scopul atingerii unei structuri valutare considerate optime pentru portofoliul de datorie guvernamentala, pentru mentinerea in limite rezonabile a riscului de rata de dobanda si refinantare cat si pentru diminuarea/relaxarea serviciului datoriei guvernamentale, vor fi efectuate in mod regulat analize de scenarii si de senzitivitate si va fi mentinut un dialog permanent cu institutiile financiare, astfel incat in functie de oportunitatile oferite de evolutiile pietelor financiare internationale sa fie utilizate **instrumente financiare derivate** (swap valutar si de rata a dobanzii) si a altor instrumente specifice managementului riscului (contracte futures, optiuni) in baza unor contracte ISDA care urmeaza sa fie incheiate cu diferite institutii financiare in perioada urmatoare. De asemenea, in conditiile in care astfel de operatiuni se dovedesc eficiente din punct de vedere al atingerii obiectivelor de administrare a datoriei guvernamentale mentionate se are in vedere posibilitatea rambursarii anticipate a unor imprumuturi existente in portofoliul (incercandu-se reducerea fragmentarii portofoliului si aducerea costurilor aferente portofoliului la nivelele actuale) prin emiterea de titluri de stat in conditii de piata;
- pentru reducerea riscului de refinantare, pe termen mediu va fi analizata oportunitatea utilizarii **tranzactiilor de bond exchange** (preschimbarea titlurilor de stat cu durata ramasa pe termen mediu in titluri cu scadente pe termen lung) sau a **tranzactiilor de tip buyback** (rascumpararea in avans a titlurilor de stat).

**Pentru monitorizarea riscurilor de refinantare si a celor piata asociati portofoliului de datorie publica guvernamentala propunem ca limite** fata de care se va evalua periodic performanta portofoliului real urmatorii indicatori:

Indicator	Limite minime	Limite maxime
Ponderea datoriei guvernamentale in Lei in total datorie	45%	
Ponderea datoriei guvernamentale in EUR in total datorie		45%
Gradul de refinantare la 1 an		15%
Gradul de refinantare la 5 ani		55%
Procentul de refixing la 1 an		30%
Procentul de refixing la 5 ani		65%

## Anexa nr. 1

Indicatori	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIB nominal (mld. lei)	151.5	197.6	246.4	288.0	342.4	404.7	475.0	546.8	618.3
Crestere PIB (%)	5.1	5.2	8.4	4.1	7.7	6.0	6.5	6.1	5.8
Inflatie (dec/dec - %)	17.8	14.1	9.3	8.6	4.9	6.6	5.4	4.0	3.5
Deficit buget general consolidat (% in PIB)	-2.4	-2.0	-1.5	-0.8	-1.5	-2.3	-2.2	-2.3	-2.1
Deficit/Surplus primar	0.8	-0.3	-0.2	0.4	-0.7	-1.7	-1.3	-1.5	-1.3
Datoria publica guvernamentala (mld. lei) *	43.6	51.1	55.1	56.4	59.9	76.2	87.6	101.8	114.2
Ponderea datoriei guvernamentale in PIB	28.8	25.9	22.4	19.6	17.5	18.8	18.4	18.6	18.5
Exp de bunuri si servicii (mld. EUR)	17.1	19.3	21.8	26.4	31.4	36.9	35.1	40.5	46.4
Serviciul datoriei publice guvernamentale (mld. lei)	14.6	16.2	13.2	13.4	8.5	10.4	15.7	11.7	16.5
Serviciul datoriei publice guvernamentale externe (mld. EUR)	2.0	1.8	1.8	1.9	1.8	1.7	2.2	1.5	2.2
Ponderea serviciului datoriei publice guvernamentale externe in Exporturi (%)	11.4	9.1	8.3	7.3	5.7	4.5	6.2	3.7	4.7
Ponderea serviciului datoriei publice guvernamentale in PIB (%)	9.6	8.2	5.3	4.7	2.5	2.6	3.4	2.4	3.1

Rate de dobanda medii BUBID BUBOR la 6 luni	24.4	19.3	19.7	9.6	8.8	7.8	n.a	n.a	n.a
Cursuri de schimb medii EUR USD	3.1255 3.3055	3.7556 3.3200	4.0532 3.2637	3.6234 2.9137	3.5245 2.8090	3.3373 2.4383	3.55 2.41	3.45 2.35	3.38 2.30

Nota: datele pentru 2008-2010 sunt estimate, iar prognoza de Exporturi de bunuri si servicii in aceasta perioada se refera doar la Exporturile de bunuri.

\*) proiectia de datorie pentru 2008-2010 nu include refinantarea ratelor de capital scadente in an, care a fost luata in considerare in modelul utilizat pentru administrarea riscurilor.

## Anexa nr. 2

mil. lei

Indicatori	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Datoria publică guvernamentală	43,632.7	51,137.0	55,147.3	56,381.9	59,868.4	76,161.2
Din care:						
1. după tip						
- directă	35,553.0	41,922.1	42,636.7	42,720.7	49,829.9	66,794.8
- garantată	8,079.8	9,214.9	12,510.6	13,661.2	10,038.5	9,366.4
2. după creditor	43,632.7	51,137.0	55,147.3	56,381.9	59,868.4	76,161.2
- multilaterali	15,249.9	17,708.0	17,646.0	17,767.9	16,372.4	16,132.2
- bilaterali	2,622.0	2,213.2	1,867.0	1,360.0	703.1	414.8
- bănci private și alții	25,760.8	31,215.8	35,634.3	37,254.0	42,792.9	59,614.2
3. după tipul de instrumente	43,632.7	51,137.0	55,147.3	56,381.9	59,868.4	76,161.2
- certificate de trezorerie						
- interbancare în lei și valută	6,899.6	4,325.9	6,027.6	1,339.0	1,086.0	2,514.2
- obligațiuni de stat în lei și valută	1,586.2	2,774.7	2,494.6	4,482.0	3,137.8	7,649.9
- eurobonduri	6,634.7	10,073.6	9,122.4	7,309.8	6,763.3	7,220.4
- împrumuturi de stat	26,340.8	30,349.0	33,873.2	35,206.5	29,042.1	29,368.9
- alte resurse - conturi guvernamentale	2,171.4	3,613.8	3,629.5	8,044.6	19,839.2	29,407.8
4. după valută	43,632.7	51,137.0	55,147.3	56,381.8	59,868.4	76,161.2
- RON	9,109.6	9,245.1	11,188.2	13,057.4	24,461.7	40,508.2
- USD	16,921.8	16,234.7	17,890.2	17,232.7	10,919.0	9,145.4
- DEM	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
- EURO	14,989.2	21,565.7	22,049.8	21,930.9	21,211.1	23,591.9
- SDR	1,425.8	1,951.9	1,287.7	806.3	265.8	0.0
- CHF	499.3	526.7	483.4	464.5	361.9	322.8
- FRF	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
- CAD	0.0	415.4	705.5	839.2	802.8	887.4
- ITL	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
- JPY	497.2	838.9	961.0	1,319.1	1,282.3	1,283.1
- NLG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
- DKK	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
- WON	187.0	181.2	179.3	186.4	161.0	153.4
- ATS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

- GBP	0.0	177.5	402.3	545.3	402.8	269.0
- RUBLE	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>5. după scadențe</i>	<i>43,632.7</i>	<i>51,137.0</i>	<i>55,147.3</i>	<i>56,381.9</i>	<i>59,868.4</i>	<i>76,161.2</i>
- termen scurt	9,071.0	7,939.7	9,680.5	9,382.6	20,949.8	31,922.0
- termen mediu	8,547.4	9,358.5	10,914.9	10,395.7	5,849.3	9,064.5
- termen lung	26,014.4	33,838.8	34,551.9	36,603.7	33,069.3	35,174.7
<i>6. după rata</i>	<i>43,632.7</i>	<i>51,137.0</i>	<i>55,147.3</i>	<i>56,381.9</i>	<i>59,868.4</i>	<i>76,161.2</i>
<i>dobânzii</i>						
- fixă	16,292.3	21,969.8	22,565.3	22,749.4	19,336.4	23,360.5
- variabilă	27,340.4	29,167.2	32,582.0	33,632.6	40,532.0	52,800.7