

MANAGEMENTUL DATORIEI PUBLICE ÎN PERIOADA 2008-2010

Lector universitar doctor Carmen CRETU
Lector universitar doctor Carmen SÎRBU
Universitatea „Danubius” din Galati

Abstract: *Public debt management is a process closely linked and dependent on monetary policy and budget. In this context, analysis of government debt portfolio should be made taking into account the macroeconomic developments and projections (economic growth, inflation rates, monetary policy, budgetary revenues and the budget deficit, structural reforms - reform of pensions) and efficient domestic capital market, and the evolution of the economy worldwide. An important component of government debt management is a risk associated with debt portfolio, which involve activities identification, assessment and insurance against various categories of risk.*

Managementul datoriei publice 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 în 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 în dobanda variabila în total datorie. In acest sens se va avea în 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 în avans (buy back) sau preschimbarea titlurilor anticipat în 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 în valuta urmare deprecierii monedei nationale fata de euro si USD, în conditiile în care veniturile statului se incaseaza în 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 în vedere ca activele (incasarile din venituri) sunt denominate în moneda locala, pentru evitarea riscului valutar cea mai recomandata strategie ar fi cea conform careia ponderea datoriei guvernamentale în lei în total creste. Exceptia este data de estimarile privind aderarea la Romania la euro (2012-2014) care, ar face ca, în perioada postaderare la moneda euro, activele statului (veniturile bugetare) sa fie denominate în euro, fapt care creste oportunitatea contractarii imprumuturilor pe termene lungi, denominate în euro, în orizontul de timp analizat (2008-2010). Acest tip de strategie se

poate implementa prin contractarea împrumuturilor noi preponderent în lei și creșterea graduală a ponderii datoriei în lei în totalul datoriei, dublată de un management activ asupra portofoliului deja existent, în funcție de oportunitățile existente pe piețele financiare prin utilizarea instrumentelor financiare derivate (swap valutar, contracte forward de valută). De asemenea, în privința finanțării externe, contractarea împrumuturilor în euro pe termene lungi și foarte lungi, în condițiile utilizării unor instrumente de tip bullet (emisiuni de euroobligțiuni) este oportună, în funcție și de condițiile de piață existente;

- riscul de rată de dobândă (creșteri ale ratelor de dobândă pe piața internă sau externă de capital) - care este influențat de volatilitatea ratelor de dobândă, politica monetară și bugetară, evoluțiile piețelor financiare internaționale, și poate fi compensat prin utilizarea derivatelor financiare: swap pe rată de dobândă, swaptions (combinație între swap pe rată de dobândă și opțiuni), contracte futures.

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

Având în vedere că pentru administrarea riscului de credit nu se utilizează în prezent instrumente financiare derivate iar managementul lichidităților neimplicând deschiderea de poziții față de contrapartide, putem spune că acest risc trebuie avut în vedere în viitorul apropiat, în momentul în care Ministerul Economiei și Finanțelor va începe să aibă un management activ atât al riscurilor asociate portofoliului existent, prin utilizarea instrumentelor derivate, cât și în ceea ce privește operațiunile de cash management, prin efectuarea de plasamente pe piața monetară.

În acest sens, Ministerul Economiei și Finanțelor va avea în vedere emiterea unor norme privind riscul de credit/riscul contrapartidei prin care va limita expunerea pe o contrapartidă și va menționa criteriile minime pe care trebuie să le satisfacă o contraparte astfel încât Ministerul Economiei și Finanțelor să fie expus la riscul de credit aferent contrapartidei respective, va încheia cu instituțiile financiare acorduri/contracte ISDA în baza cărora va putea utiliza instrumente financiare derivate și va încheia convenții cu instituțiile financiare românești pentru operațiunile de efectuare de plasamente (plasare de depozite la termen sau operațiuni de tip repo). De asemenea, se vor avea în vedere norme speciale privind riscul de contrapartidă pentru derularea operațiunilor de încasări și plăți în valută prin conturile corespondente deschise de către Ministerul Economiei și Finanțelor cu instituții financiare românești și străine, pentru derularea fondurilor europene cât și pentru efectuarea tragerilor din împrumuturile în valută și efectuarea plăților aferente serviciului datoriei în valută de către Ministerul Economiei și Finanțelor.

Pentru administrarea riscului de plată și al celui operational trebuie avute în vedere trei perspective:

- prima provine din prevederile noii legislații privind datoria publică, conform căreia, începând cu anul 2009, Ministerul Economiei și Finanțelor va prelua operațiunile de natură datoriei guvernamentale efectuate actualmente de ministere de linie și/sau companii pentru împrumuturile contractate de către acestea și garantate de stat și pentru împrumuturile contractate de Ministerul Economiei și Finanțelor și subîmprumutate acestora, care au ca unică sursă de rambursare bugetul general consolidat. Acest procedură impune modificarea contractelor și acordurilor cu instituțiile finanțatoare, modificarea cadrului legislativ de aprobare/ratificare a acestor contracte/acorduri, precum și predarea/primirea obligațiilor de tragere și de rambursare la nivelul Ministerului Economiei și Finanțelor prin încheierea unor protocoale cu ordonatorii principali de credite, toate aceste operațiuni fiind necesare a se realiza în anul 2008.

- a doua are ca sursă de proveniență actualizarea/îmbunătățirea infrastructurii IT la nivelul direcției generale de trezorerie și datoriei publice, atât prin implementarea deplină a sistemului de management al datoriei guvernamentale (FTI STAR) cât și prin implementarea aplicației de licitație electronică, dezvoltată de către Reuters (Reuters Auction System), care, pe de o parte are în vedere reducerea riscului operational și eficientizarea modalității de efectuare a operațiunilor prin reducerea timpilor necesari efectuării acestora, dar, trebuie avută în vedere finalizarea și testarea riguroasă a acestor sisteme astfel încât să se asigure că facilitățile și funcționalitățile acestora sunt oferite cu maximă acuratețe, cu promptitudine și în

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, în special a operatiunilor de incasari si plati în valuta prin deschiderea de conturi corespondente cu institutii financiare romanesti si/sau straine care vor presupune atat asumarea unui risc de credit suplimentar (în momentul de fata aceste operatiuni se efectueaza prin BNR) cat si a unei responsabilitati crescute, avand în vedere utilizarea mesajelor specifice operatiunilor în valuta aferente sistemului electronic de plati.

Principalele obiective privind managementul datoriei publice guvernamentale în România în perioada 2008-2010 sunt urmatoarele:

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

În procesul de administrare a datoriei publice guvernamentale se va avea în vedere mentinerea indicatorilor datoriei publice guvernamentale la nivele sustenabile, cu încadrarea acestora în 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 împrumuturilor de pe piata interna prin lansarea de emisiuni de titluri de stat, în scopul dezvoltarii pietei interne a titlurilor de stat. Ca o optiune suplimentara, în cazul în care conditiile sunt avantajoase si în functie de oportunitatile de finantare si, în special în vederea refinantarii unor împrumuturi în valuta sau rascumparare anticipata a unor astfel de împrumuturi, se va apela la finantare în 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 în instrumente de piata (datorie negociabila).

O astfel de strategie care acorda o atentie din ce în ce mai mare pietei interne ca sursa de finantare prezinta avantajul adoptarii unei combinatii optimale a politicilor macroeconomice în conditiile existentei unui exces de lichiditate în sistem, în contextul unor eventuale intrari semnificative de capital strain în 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 în 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. În scopul asigurarii unor instrumente care sa asigure o protectie fata de inflatie fondurilor de pensii private si nu numai, se va avea în vedere relansarea obligatiunilor indexate la indicii preturilor de consum (inflatie) pe baza unor analize privind senzitivitatea 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 în conditiile cresterii lichiditatii acestora pe o plaja cat mai larga de maturitati creeaza referinte pentru mediile investitionale si pentru emitentii corporatisti si suverani în lei.

Totodata, se va mentine o consultare periodica cu participantii pe piata interna (dealeri primari, investitori etc) pentru asigurarea transparentei si predictibilitatii modului de contractare si administrare a datoriei publice guvernamentale în lei cat si pentru evaluarea regulata a necesitatilor investitionale la nivelul pietei precum si a asteptarilor referitoare la conditiile de piata.

În scopul coordonarii obiectivelor cuprinse în strategia fiscala, strategia privind managementul datoriei publice si a celor de politica monetara se vor organiza intalniri periodice între 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 subîmprumuturi,

În perioada 2008-2010 costul datoriei publice guvernamentale în PIB se va reduce treptat de la 0,6 % în PIB în 2006 la 0,3 % în anul 2010, în principal prin îmbunătățirea condițiilor de finanțarea pe piața internă și contractarea de datorie publică guvernamentală la randamente tot mai scăzute care vor urma trendul descendent al inflației, dar și datorită reducerii ponderii datoriei contractate de agenții economici cu garanția statului sau subîmprumutate acestora având în vedere că în conformitate cu Ordonanța de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 aceste garanții de stat /subîmprumuturi se vor acorda doar unei legi speciale emise în acest scop.

Pentru îmbunătățirea structurii portofoliului de datorie publică guvernamentală se vor avea în vedere următoarele măsuri:

a) creșterea ponderii datoriei publice guvernamentale denominate în lei în totalul datoriei publice guvernamentale.

Astfel, se va urmări limitarea riscului valutar și dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat. Ținând cont de faptul că încasarea veniturilor bugetare se realizează în lei, contractarea datoriei publice guvernamentale în aceeași monedă va elimina riscul valutar.

b) creșterea ponderii datoriei publice guvernamentale denominate în EUR în totalul datoriei publice guvernamentale în valută.

Creșterea ponderii finanțării în euro va avea în vedere, pe de o parte, minimizarea costurilor aferente noilor împrumuturi externe, având în vedere condițiile de care beneficiază România pe piețele financiare europene, și, pe de altă parte, limitarea riscului valutar, ținând cont de structura rezervei valutare administrată de Banca Națională a României și structura pe valute a exporturilor și importurilor.

c) reducerea gradului de refinanțare pentru datoria publică guvernamentală, denominată în lei și a celei denominate în euro. Astfel, se va urmări limitarea riscului de refinanțare la niveluri ridicate ale ratei dobânzii. Prin contractarea unor împrumuturi pe termen lung, riscul de refinanțare la un nivel ridicat al ratelor de dobândă pe piața europeană va fi limitat.

d) creșterea ponderii datoriei cu dobândă fixă în totalul datoriei publice guvernamentale. Prin creșterea ponderii datoriei cu dobândă fixă se va avea în vedere, pe de o parte, limitarea riscului aferent creșterii ratelor dobânzilor de referință în special pentru datoria publică guvernamentală în valută. Creșterea ponderii datoriei cu dobândă fixă în lei are în vedere în emiterea de obligațiuni de titluri de stat de tip benchmark, cu scadențe pe termen scurt și mediu în perioada imediat următoare, dar în contextul așteptărilor de reducere a inflației pe termen mediu și a interesului investitorilor pentru scadențe pe termen lung aceste obligațiuni se vor emite pe scadențe de 10 și 15 ani.

e) contractarea datoriei denominate în valută în principal prin lansarea de emisiuni de obligațiuni pe piețele internaționale de capital concomitent cu reducerea împrumuturilor contractate de la instituțiile financiare internaționale în totalul datoriei publice guvernamentale în valută. Se va avea în vedere creșterea ponderii datoriei publice guvernamentale în valută contractată prin emiterea instrumentelor de piață, respectiv a emisiunilor de obligațiuni pe piețele internaționale de capital. Ministerul Economiei și Finanțelor are în vedere diversificarea bazei investiționale și consolidarea și extinderea curbelor de randament a titlurilor de stat pe piețele externe de capital, cu efecte pozitive asupra costurilor asociate datoriei publice guvernamentale în valută.

Obligațiunile emise pe piețele internaționale sunt tranzactionabile pe piețele secundare internaționale, foarte lichide, având un impact pozitiv asupra costurilor ulterioare de finanțare precum și asupra finanțării prin lansarea de euroobligațiuni de către alți emitenți români. Emiterea de obligațiuni pe piețele externe va asigura o diversificare a bazei investiționale și va crește flexibilitatea restructurării portofoliului de datorie, având în vedere că aceste instrumente sunt tranzactionate permanent pe piețele internaționale secundare.

f) distribuirea cât mai uniformă a serviciului datoriei publice guvernamentale, prin stabilirea scadențelor noilor împrumuturi se va evita formarea de varfuri de plată pentru a nu majora riscul de lichiditate și de refinanțare.

g) recuperarea sumelor plătite de Ministerul Economiei și Finanțelor în contul garanțiilor sau subîmprumuturilor, prin furnizarea de către direcția de specialitate din Ministerul Economiei și Finanțelor a înscrisurilor necesare actualizării debitelor provenind din garanții sau subîmprumuturi, care constituie titluri executorii în baza cărora ANAF va acționa pentru recuperare, în conformitate cu Codul de procedură fiscală.

Instrumentele de datorie publica guvernamentala ce se vor utiliza în 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 în competitie cu certificate emise de BNR cu aceasta scadenta. De asemenea, pe masura dezvoltarii segmentului investitorilor institutionali si cresterii necesitatilor investitionale ale acestorase are în vedere extinderea maturitatii titlurilor de stat care vor fi emise în 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, în functie de evolutia conditiilor financiare de pe aceste pietele si a necesitatilor de finantare a deficitului bugetar;

c) **imprumuturi de la institutiile financiare internationale destinate finantarii deficitului bugetar**, numai în baza analizei comparative a costurilor instrumentelor oferite de institutiile financiare internationale (BEI, BIRD, BERD, BDCE si FIDA) si avandu-se în vedere potentialele beneficii în cresterea absorbției fondurilor europene (finantare si asistenta tehnica). Nu se vor mai contracta imprumuturi suverane de la institutiile financiare internationale în 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 într-un anumit context, fiind vorba despre proiecte strategice de importanta foarte mare la nivel national, în baza acordarii unei legi speciale în acest scop, cu respectarea cerintelor privind acordarea de ajutor de stat prevazute de legislatia în materie si urmare a unei analize de risc riguroase conform legii.

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

- în scopul atingerii unei structuri valutare considerate optime pentru portofoliul de datorie guvernamentala, pentru mentinerea în limite rezonabile a riscului de rata de dobanda si refinantare cat si pentru diminuarea/relaxarea serviciului datoriei guvernamentale, vor fi efectuate în mod regulat analize de scenarii si de senzitivitate si va fi mentinut un dialog permanent cu institutiile financiare, astfel incat în 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) în baza unor contracte ISDA care urmeaza sa fie incheiate cu diferite institutii financiare în perioada urmatoare. De asemenea, în conditiile în care astfel de operatiuni se dovedesc eficiente din punct de vedere al atingerii obiectivelor de administrare a datoriei guvernamentale mentionate se are în vedere posibilitatea rambursarii anticipate a unor

imprumuturi existente în portofoliul (incercandu-se reducerea fragmentarii portofoliului si aducerea costurilor aferente portofoliului la nivelele actuale) prin emiterea de titluri de stat în 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 în titluri cu scadente pe termen lung) sau a **tranzactiilor de tip buyback** (rascumpararea în avans a titlurilor de stat).

Bibliografie:

1. Călin, M., Văcărel, I., *Datoria publică internă și externă a României. Strategii de conectare, rambursare și utilizare a împrumuturilor de stat*, București, Editura ASE, 2005;
2. Baghina, D., Văcărel, I., *Controlul angajării și utilizării resurselor financiare la instituțiile publice*, București, Editura ASE, 2006;
3. *** Ministerul Economiei și Finanțelor, *Strategia privind managementul datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2008 – 2010*.