

MODALITĂȚI DE DIVERSIFICARE A PORTOFOLIULUI DE TITLURI DE STAT

Lect. univ. dr. Magdalena CĂLIN - Facultatea de Finanțe, Asigurări, Bănci și Burse de Valori, Academia de Studii Economii, București

Lect. univ. dr. Claudiu CĂLIN - Economist, BRD Groupe Societe Generale

Rezumat:

Long-term evolution of the state titles had needed some solutions for defining the interest rate in a more flexible manner. Considering that the state titles market is continuously developing, like the other titles markets, solutions have been found for increasing attractively. In the first part of this paperwork we will see that have been introduced state titles for which the interest rate is tied either to the official interest rate, either the price index of which attractive depends on the expressing rate of the interest rate: variable or fixed.

Evoluția titlurilor de stat pe termen lung a necesitat găsirea unor soluții pentru definirea ratei dobânzii de o manieră cât mai flexibilă. Cum piața titlurilor de stat este în continuă dezvoltare, ca de altfel a tuturor celorlalte instrumente financiare, s-au găsit soluții pentru creșterea atractivității acestora. În prima parte a acestei lucrări vom vedea că au fost introduse titluri de stat pentru care rata dobânzii este legată fie de rata oficială a dobânzii, fie de indicii prețurilor sau de cursul de schimb, iar în cea de-a doua parte ne ocupăm de titluri de stat a căror atractivitate depinde de modul de exprimare a ratei dobânzii: variabilă sau fixă.

1. Utilizarea titlurilor de stat indexate la inflație

Titlurile de stat indexate la inflație sunt considerate, pe de o parte, ca fiind produse inovatoare, deoarece majoritatea titlurilor de pe piața obligatară mondială sunt titluri nominale¹. Pe de altă parte, tehnica indexării se utilizează de foarte multă vreme: primul titlu de stat indexat a fost emis în 1782 în statul american Virginia și a fost indexat la prețul terenurilor și al sclavilor².

O serie de țări au recurs la utilizarea unor astfel de emisiuni începând din anii '70 – țările sud-americane, 1981 – Marea Britanie, Norvegia – 1982, Italia – 1983, Australia – 1985, Canada – 1991, USA – 1997³.

Suedia, de exemplu, a apelat la emisiunea de obligațiuni indexate la inflație începând din anul 1994. Această țară este cunoscută în prezent ca fiind una dintre cele mai importante din lume care apelează la o astfel de tehnică pentru ajustarea ratei dobânzii. Conform unui studiu⁴ al Băncii Mondiale, la nivelul anului 2002, aproximativ 8 % din datoria totală a acestei țări era reprezentată de obligațiuni cu rată a dobânzii indexată la inflație. Existau 7 serii de astfel de obligațiuni cu scadență variind între 2 și 26 de ani. O altă țară care a apelat la o astfel de tehnică, începând din 1997, este Slovenia.

¹ Christian Esters, *La gestion de la dette publique en France*, ENA, 2000, p. 18.

² E. Barone, R. S. Masera, *Index-linked bonds from an academic, market and policy-making standpoint*, Managing Public Debt, 1997, p.143.

³ G. F. Broker, *Gouvernement securities and debt management in the 1990s*, OECD, Paris, 1993, p. 23 – 30; S. Fisher, *Indexing and inflation*, Journal of Monetary Economics 12, 1983, p. 535.

⁴ Banque mondiale et Fonds monétaire international, *Directives pour la gestion de la dette publique: document d'accompagnement*, novembre 2002.

Utilizarea tehnicii de indexare a ratei dobânzii la inflație s-a dezvoltat la titlurile de stat pe termen mediu și lung, respectiv la obligațiuni. Obligațiunile indexate la inflație oferă o multitudine de avantaje investitorilor⁵:

- posibilitatea de a investi ținând cont de rata reală a dobânzii;
- instrument util de diversificare a portofoliului de titluri;
- înregistrarea unor performanțe bune de la crearea acestui instrument și până în prezent;
- posibilitatea realizării unor previziuni în funcție de previziunile pieței privind nivelul viitor al inflației.

Franța a realizat o serie de emisiuni pe termen lung utilizând legarea ratei dobânzii de nivelul inflației. Cu titlu de exemplu menționăm că, între 1998 și 2003, au fost lansate patru serii de obligațiuni cu scadențe la 10, 15 și 30 de ani, suma totală atrasă ridicându-se la 70 miliarde de Euro⁶:

- 1998 – lansarea unei emisiuni cu scadență la 10 ani indexată la inflația franceză OATi 2009, fiind prima emisiune indexată în Euro;
- 1999 – emisiune cu scadență la 30 de ani indexată la inflația franceză OATi 2029;
- 2001 – emisiune cu scadență la 10 ani indexată la inflația înregistrată în zona euro OAT€i 2012, fiind prima emisiune indexată la inflația din zona euro;
- 2002 – emisiune cu scadență la 30 de ani indexată la inflația din zona euro OAT€i 2032;
- 2003 – emisiune cu scadență la 10 ani indexată la inflația franceză OATi 2013;
- 2004 – emisiune cu scadență la 15 ani indexată la inflația franceză OATi 2020.

Franța a fost prima țară din zona euro care a emis titluri de stat indexate la inflație⁷. De la apariția Euro, în general țările care au adoptat moneda unică europeană fac emisiuni de obligațiuni fie indexate la inflația înregistrată în țara care le emite, fie legate de inflația înregistrată în euroland. Riscul de a face previziuni eronate cu privire la beneficiile scontate este foarte mic, deoarece principalul obiectiv fixat de Banca Centrală Europeană este axat pe menținerea inflației în zona euro într-un interval variind între 0 și 2 %.

Începând din anul 2000, România a realizat șapte emisiuni de euroobligațiuni, suma totală atrasă ridicându-se la 2.600 milioane Euro. Diferența caracteristicilor emisiunilor lansate de țara noastră este dată de rata dobânzii care este fixă. Rata dobânzii negociată este stabilită în funcție de rating-ul de țară atribuit țării noastre, rating fixat în funcție de performanțele înregistrate de economie. Pe măsură ce indicatorii economico-financiari ai țării noastre s-au îmbunătățit, am reușit să atragem capital prin emisiunea de obligațiuni la un nivel al ratei dobânzii din ce în ce mai favorabil, respectiv mai scăzut. Ecartul de rată a dobânzii este deosebit de ridicat între emisiunile realizate în anul 2000, când nivelul ratei dobânzii a variat în jurul cifrei de 11 % și anul 2003, când am reușit să plasăm o emisiune la o rată a dobânzii de 5,75 % pe an.

2. Utilizarea titlurilor de stat cu rată variabilă sau fixă a dobânzii

În vederea realizării obiectivului de creștere a vânzărilor titlurilor de rentă (obligațiuni de stat pe termen mediu sau lung) și în scopul diminuării exprimării preferinței exclusive a investitorilor pentru titlurile pe termen scurt, gestionarii datoriei publice trebuie să folosească diverse modalități de exprimare a ratei dobânzii în vederea cointeressării investitorilor.

Creșterea atractivității titlurilor de stat se poate realiza prin oferirea unor hârtii de valoare cu *rată variabilă* sau *rată flotantă*. În condițiile unei piețe instabile caracterizată printr-o mare variație a prețurilor sau a ratei dobânzii pe piața financiară se impun două justificări în susținerea unei rate variabile:

- investitorii își reduc riscul de pierdere contabilă dacă cursul titlurilor înregistrează o evoluție descendentă;

⁵ Agence France Trésor, Site internet : <http://www.aft.gouv.fr>.

⁶ *Ibidem*.

⁷ Christian Esters, *La gestion de la dette publique en France*, 2000, p. 18.

- există posibilitatea obținerii unui profit superior celui sperat în momentul realizării investiției dacă rata dobânzii înregistrează o evoluție în creștere.

Factori⁸ prin care o *rată variabilă* a dobânzii unui titlu îndeplinește rolul de protejare contra riscului de depreciere:

- modul în care s-a realizat implementarea tehnică a legăturii cu rata dobânzii pe termen scurt;
- dacă rata de referință este calculată ca o medie a unei perioade specificate, ce precede data la care s-a făcut ajustarea ratei dobânzii;
- dacă ratele reale la cursul pieței financiare în momentul ajustării servesc ca rate de referință;
- dimensionarea intervalului în care este ajustabilă rata dobânzii purtată de un titlu cu *rată a dobânzii variabilă*. Cu cât sunt mai lungi aceste intervale, cu atât prețul oferit de instrumentele cu *rată variabilă* va fi mai îndepărtat de valoarea paritală (nominală) și vor fi mai mici șansele investitorilor de a beneficia de o creștere rapidă pe termen scurt a ratelor dobânzii.

Am putea crede că obținerea unor împrumuturi la o rată fixă a dobânzii reprezintă o favoare făcută de țările dezvoltate. Experiența țărilor care s-au confruntat cu crize ale datoriei externe în anii '80 relevă faptul că acestea s-au împrumutat pe piețele externe la rate variabile ale dobânzii. În momentul în care țările dezvoltate au crescut rata dobânzii⁹, țările îndatorate s-au trezit, peste noapte, cu creșteri importante ale serviciului datoriei lor externe până la un nivel considerat ca insuportabil.

Cele mai grave probleme generate de gestionarea datoriei publice în multiple țări îndatorate au fost cauzate de nivelul și felul ratei dobânzii. Creșterea nivelului ratei dobânzii pe plan internațional în anii '80 a antrenat creșterea poverii datoriei publice externe a țărilor care s-au împrumutat la o rată variabilă a dobânzii.

Politica anti-inflaționistă a țărilor industrializate de la începutul anilor '80 s-a concretizat în creșterea ratei dobânzii, ceea ce a prejudiciat puternic interesele țărilor îndatorate. Pentru a ilustra cât de mare a fost creșterea ratei dobânzii, arătăm că Libor la 3 luni a ajuns de la 11 % la începutul lui 1979, la aproximativ 20 % la mijlocul anului 1981¹⁰. Această creștere a afectat grav serviciul datoriei externe în țările în care datorie era aproape exclusiv contractată la o rată variabilă a dobânzii. În intervalul 1968 -1980, datoria țărilor în curs de dezvoltare a crescut de 12 ori. Situația nu a încetat să se agraveze nici după 1982. Banca Mondială a estimat în 2001 datoria țărilor în curs de dezvoltare la 2.450 miliarde de dolari, în timp ce la nivelul anului 1980 atingea 560 miliarde de dolari. Între 1980 și 2001, aceste țări au rambursat 3.400 miliarde de dolari, dar datoria lor nu a încetat să crească, fiind la nivelul anului 2001 de patru ori mai îndatorate decât în 1980.

Evitând greșelile cu care s-au confruntat țările îndatorate, România s-a împrumutat la rate fixe ale dobânzii. Cât de favorabile i-au fost aceste împrumuturi? În realitate, țara noastră a evitat riscul de rată a dobânzii, dar capitalurile au fost atrase de pe piața internațională la un nivel al ratei dobânzii foarte ridicat. Cu cât o țară este în dificultate și are nevoie stringentă de fonduri, cu atât împrumuturile obținute de pe piețele financiare internaționale au dobânzi mai ridicate. Primele de risc percepute asupra împrumuturilor acordate unor astfel de țări ating niveluri inimaginabile: 40 % pentru Argentina în 2001 și 150 % pentru Rusia în 1998¹¹.

Aceste împrumuturi, în loc să ajute economiile țărilor aflate în dificultate, nu fac decât să le înrăutățească situația financiară în viitor, ca urmare a creșterii nevoii de finanțare pentru rambursarea împrumuturilor și plata dobânzilor.

⁸ Conform propunerilor Fondului Monetar Internațional din lucrarea *Instrumentele datoriei publice*.

⁹ Rata dobânzii a crescut, ajungând să atingă de patru ori nivelul la care se îndatoraseră țările.

¹⁰ P. d'Arvisenet, *La gestion de la dette: des restructurations à la mise en œuvre du plan Brady*, S.E.D.E.I.S. 9, 1989.

¹¹ Eric Toussaint, Arnaud Zacharie, *Sortir de l'impasse – Dette et ajustement*, 2002, p. 37.

Împrumuturile cu rată fixă a dobânzii prezintă dezavantajul că atunci când rata dobânzii evoluează pe piața internațională în sensul reducerii ei, obligația de plată a dobânzii rămâne la nivelul stabilit în momentul lansării emisiunii. Astfel, țara împrumutată rămâne cu un volum al serviciului datoriei ridicat.

Împrumuturile contractate de pe piețele externe la rate fixe ridicate ale dobânzii, pentru a fi favorabile țărilor debitoare, ar trebui să fie contractate pe termene foarte scurte, astfel încât în viitor, în condițiile îmbunătățirii mediului economic, acestea să fie capabile să negocieze împrumuturi în termeni mai favorabili, respectiv la un nivel al ratei dobânzii mai scăzut.

Strategia de îndatorare pe care o stabilește fiecare stat trebuie să fie flexibilă pentru a nu împovăra în mod nejustificat serviciul datoriei externe pe termen foarte lung. În realitate, țările debitoare nu au posibilitatea de a-și fixa singure astfel de obiective, termenii în care obțin împrumuturile fiind împuși de țările creditoare.

Poate singurul avantaj pe care l-a obținut România în plasarea unor obligațiuni pe piața internațională la nivelul anului 2000 a fost că aceste emisiuni au fost plasate pe termen mediu, respectiv pe 3 ani și 5 ani. Cu toate acestea, au fost plasate obligațiuni și în condiții mai împovărătoare. În anul 2001, au fost plasate obligațiuni cu rată fixă de 10,625 %¹² pe termen de 7 ani, respectiv în anul 2002 cu rată fixă de 8,50 % pe termen de 10 ani.

Titlurile de rentă pot fi făcute mai atractive decât în cazul utilizării unei *rate flotante* competitive cu rata dobânzii pe termen scurt dacă se utilizează o rată minimă a dobânzii relativ ridicată, sub care rata dobânzii purtată de cupon nu poate să coboare. Totuși, o astfel de caracteristică nu poate să împiedice pierderea atractivității instrumentelor cu rata variabilă a dobânzii pe perioadele în care ratele dobânzilor pe piețele financiare înregistrează scăderi importante, în timp ce hârtiile de valoare pe termen lung cu rată a dobânzii fixă oferă șanse sporite de câștig de capital.

Gestionarii datoriei publice vor apela într-o măsură mai mare sau mai mică la emisiuni de titluri cu dobândă variabilă în funcție de anumite circumstanțe¹³:

- când aceste instrumente sunt deosebit de atractive pentru băncile comerciale, într-un anumit context economic, gestionarii datoriei pot fi înclinați să le utilizeze în mică măsură, deoarece datoria guvernamentală de mari proporții în sistemul bancar poate să împietzeze asupra politicii monetare;
- percepția autorităților că folosirea pe scară largă a acestor instrumente poate să contribuie la mărirea volatilității ratelor dobânzilor, va conduce la diminuarea utilizării lor;
- dacă managerul datoriei publice ține seama de faptul că o mai mare flexibilitate a ratei dobânzii contribuie la menținerea dinamismului vânzărilor titlurilor de rentă în perioadele de criză ale piețelor financiare, el va trebui să acționeze astfel încât să dispună, cel puțin pentru utilizare ocazională, de aceste instrumente. În astfel de situații, instrumentele cu rata flotantă pot să constituie o alternativă atractivă față de apelarea pe scară largă la instrumentele de gestiune a datoriei pe termen scurt și în acest mod se pot evita efectele negative referitoare la lichiditate pe care le-ar induce scurtarea termenului mediu de rambursare a datoriei publice corespunzătoare folosirii titlurilor pe termen scurt.

Gestionarii datoriei publice sunt permanent confrunțați cu problema atragerii resurselor de finanțare. Ei sunt singurii responsabili de alegerea tipului de instrument plasat pe piață și de definirea caracteristicilor acestuia astfel încât plasamentul să constituie un succes. Sperăm că propunerile din această lucrare, dar și exemplele extrase din experiența unor țări dezvoltate pot constitui sugestii utile pentru managerii portofoliului de titluri publice din țara noastră.

¹² În condițiile în care pe piața internațională, țările dezvoltate plasau la mai puțin de jumătate din acest nivel.

¹³ Sugestii ale Fondului Monetar Internațional din lucrarea *Instrumente ale datoriei publice*.