

**MINISTERUL FINANTELOR**

**STRATEGIA DE ADMINISTRARE A  
DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE**

**2024-2026**

**Direcția Generală Trezorerie și Datorie Publică**

București 2024

## Cuprins

1. *Introducere*
  2. *Obiective și sfera de cuprindere*
  3. *Descrierea portofoliului de datorie publică guvernamentală*
    - Evoluția datoriei publice guvernamentale
    - Riscuri asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2023
  4. *Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în perioada 2023-mai 2024, așteptările pe termen mediu*
    - Piața internă
    - Piața externă
    - Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2024 - 2026
  5. *Cadrul macroeconomic în România*
    - Riscuri aferente proiecțiilor inițiale
    - Implicații de politică la nivel macroeconomic
  6. *Analiză și linii directoare strategice*
    - Implicațiile analizei portofoliului existent de datorie publică guvernamentală, a cadrului macroeconomic și contextului de piață asupra managementului datoriei publice guvernamentale
    - Rezultatele analizei cu privire la strategiile alternative de administrare a datoriei
    - Linii directoare strategice
- Anexe*
1. *Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat*
  2. *Politica de îmbunătățire a administrării lichidităților și măsurile ce urmează a fi luate*

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

## 1. Introducere

Prezenta Strategie de administrare a datoriei publice guvernamentale aferentă perioadei 2024-2026 (denumită în continuare „Strategie”) reprezintă o continuare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2023-2025 și a fost realizată în conformitate cu bunele practici internaționale definite în Liniile directoare ale Băncii Mondiale și FMI referitoare la elaborarea strategiilor de datorie publică<sup>1</sup> și în consultare cu BNR.

Ca și în cazul edițiilor anterioare, Strategia revizuită pentru orizontul de timp 2024-2026 este în concordanță cu indicatorii bugetari prevăzuți în Strategia Fiscal-Bugetară 2024-2026 și se axează exclusiv pe structura portofoliului datoriei publice guvernamentale, cu precădere pe acele aspecte care intră în competența și responsabilitatea administratorului de datorie publică guvernamentală<sup>2</sup>. Prin urmare, Strategia prevede direcția în care autoritățile intenționează să acționeze pentru asigurarea finanțării și pentru îmbunătățirea structurii portofoliului de datorie în vederea îndeplinirii *obiectivelor Ministerului Finanțelor pentru administrarea datoriei publice guvernamentale*, respectiv:

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

### **Implementarea Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale în anul 2023 și în primele 3 luni ale anului 2024**

#### **Indicatorii de risc**

Evoluția indicatorilor de risc arată că pe parcursul anului 2023 și primul trimestru al anului 2024<sup>3</sup>, indicatorii de risc s-au încadrat în țintele indicative stabilite conform Strategiei 2023-2025.

**Tabel 1: Indicatori de risc**

Indicatori *	31/12/2023	30/03/2024	Ținte indicative conform Strategiei 2023-2025
<b>A. Riscul Valutar</b>			
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	49,2%	48,3%	45 % (minim) – 60 %
Ponderea datoriei publice guvernamentale în EUR în total datorie în valuta (% din total)	83,0%	80,8%	75 % (minim) – 90 %
<b>B. Riscul de refinanțare</b>			
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	11%	11%	10 % - 20 % (maxim)
Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total)	15%	18%	15 % - 25 % (maxim)
Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani)	7,4	7,3	6,5 ani (minim) – 8,0 ani
Maturitatea medie rămasă a datoriei în lei (ani)	5,1	4,9	4,0 ani (minim) – 6,0 ani
<b>C. Riscul de rată de dobândă</b>			
Ponderea datoriei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	11%	12%	10 % - 20 % (maxim)
Ponderea datoriei în lei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	13%	16%	15 % - 25% (maxim)
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	7,3	7,2	6,5 ani (minim) – 8,0 ani
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	5,1	4,9	4,0 ani (minim) – 6,0 ani

\* nu includ împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului și nici instrumentele de cash management Sursa: MF

<sup>1</sup> A se vedea “Elaborarea strategiei de datorie publică pe termen mediu ”— ghidul actualizat pentru autoritățile guvernamentale, întocmit de Banca Mondială și Fondul Monetar internațional, februarie 2019.

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

<sup>3</sup> Pentru scopul prezentei strategii au fost analizate informațiile și datele disponibile în anul 2023 și la sfârșitul trim. I 2024.

## *Liniile directoare strategice avute în vedere pentru perioada 2024-2026*

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2024 - 2026:

1. Asigurarea finanțării în principal în moneda națională, care să faciliteze în continuare dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și totodată să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar, ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne, precum și de necesitățile diversificării bazei de investitori în titlurile de stat prin lărgirea canalelor de distribuție a titlurilor de stat pentru populație precum și a emiterii de obligațiuni pe piața interbancară care să se plieze pe cererea investitorilor instituționali rezidenți și nerezidenți. Emisiunile în EUR pe piața internă vor fi avute în vedere în contextul cererii specifice exprimate de investitorii locali, pe maturități medii, în funcție de condițiile de piață și de apetitul manifestat de către mediul investițional, în condițiile unui raport maturitate/cost avantajos.
2. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, inclusiv prin utilizarea de operațiunilor de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate sau preschimbări de titluri de stat).
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută<sup>4</sup>.
4. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în EUR și USD, alte valute vor fi luate în considerare în funcție de oportunitățile identificate și de raportul cost/risc, precum și de contribuția acestora la diversificarea bazei investiționale, inclusiv prin plasamentele private cât și alte tipuri de instrumente care pot conduce la diversificarea geografică și a tipologiei de investitori. Emisiunile de obligațiuni verzi se vor emite în baza Cadrelui general pentru obligațiuni verzi la nivel suveran aprobat la începutul anului 2024 în funcție de estimările privind cheltuielile eligibile cărora le pot fi alocate sumele obținute din emiterea de obligațiuni verzi.
5. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin limitarea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an și menținerea unei perioade medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie în parametri rezonabili.
6. Utilizarea instrumentelor de finanțare oferite de către instituțiile financiare internaționale (BIRD, BEI, BDCE, BERD etc.), inclusiv a celor instituite la nivelul Uniunii Europene pentru susținerea procesului de redresare și reziliență la nivelul statelor membre, avându-se în vedere termenii și condițiile avantajoase oferite de acestea.

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

---

<sup>4</sup> Rezerva în valută va acoperi până la 4 luni aferente necesarului brut de finanțare.

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

Indicatorii de risc pentru perioada 2024-2026 se prezintă astfel:

Indicatori *	Ținte indicative Strategia 2024-2026
<b>A. Riscul Valutar</b>	
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	45 % (minim) – 55 %
Ponderea datoriei publice guvernamentale în EUR în total datorie în valuta (% din total)	80 % (minim) – 90%
<b>B. Riscul de refinanțare</b>	
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	10 % - 20 % (maxim)
Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total)	15 % - 25 % (maxim)
Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani)	7,0 ani (minim) – 8,0 ani
Maturitatea medie rămasă a datoriei în lei (ani)	4,5 ani (minim) – 5,5 ani
<b>C. Riscul de rată de dobândă</b>	
Ponderea datoriei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	10 % - 20 % (maxim)
Ponderea datoriei în lei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	15% - 25% (maxim)
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	7,0 ani (minim) – 8,0 ani
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	4,5 ani (minim) – 5,5 ani

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

## 2. Obiective și sfera de cuprindere

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

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

Primele două obiective sunt prevăzute în OUG nr. 64/2007 și sunt completate cu obiectivul dezvoltării pieței interne a titlurilor de stat, care a fost prevăzut și în strategiile anterioare. Dezvoltarea unei piețe lichide a titlurilor de stat și construirea și consolidarea unei curbe de randamente în moneda națională sunt obiective importante atât în atingerea primelor două obiective ale Strategiei, cât și pentru susținerea dezvoltării în continuare a pieței financiare interne, care rămâne piața principală prin care sunt atrase fondurile financiare necesare, destinate acoperirii necesităților de finanțare.

Sfera de cuprindere a Strategiei se limitează la datoria contractată direct sau garantată de Guvern, prin intermediul MF, însă nu include împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului („finanțarea temporară”) și nici instrumentele de cash management. Finanțarea temporară, precum și instrumentele de cash management reprezintă instrumente de administrare a lichidităților și nu sunt considerate instrumente de finanțare pe termen mediu. Totuși, având în vedere importanța coordonării Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale cu politica de administrare a lichidităților, inclusiv privind

finanțarea temporară, cât și dependența dintre acestea, Anexa 2<sup>6</sup> acoperă strategia de administrare a lichidităților.

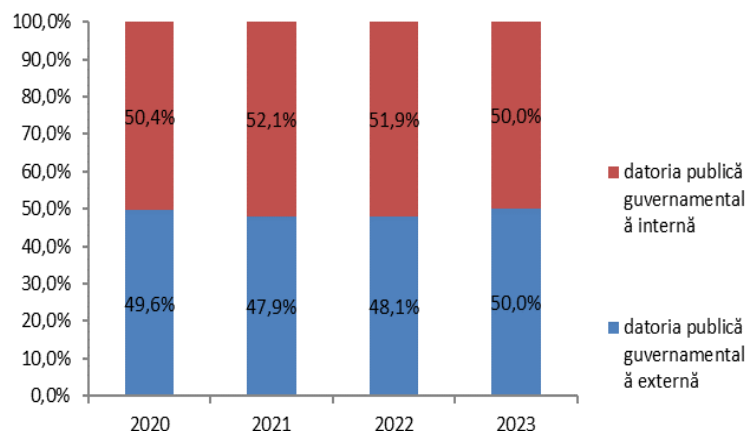
## Descrierea portofoliului datoriei publice guvernamentale la sfârșitul anului 2023<sup>7</sup>

### *Evoluția datoriei publice guvernamentale*

La sfârșitul anului 2023, datoria publică guvernamentală a fost de 794,9 mld. lei, reprezentând 49,5% din PIB, pe fondul unei creșteri economice de 2,1%<sup>8</sup> și în condițiile unui deficit al bugetului general consolidat de 5,7% din PIB<sup>9</sup>.

În anul 2023, pe fondul menținerii necesităților de finanțare ridicate, strategia avută în vedere în ceea ce privește finanțarea deficitului bugetar a fost de prin atragerea unui volum semnificativ de emisiuni de euroobligațiuni pe piețele externe, coroborat cu tragerile și finanțările în cadrul împrumuturilor contractate de la IFIs (inclusiv sumele atrase în cadrul componentei de împrumut pentru implementarea PNRR). Totodată, s-a înregistrat o creștere semnificativă a cererii investitorilor nerezidenți pentru titlurile de stat emise pe piața internă, materializată în creșterea ponderii acestora în totalul pieței titlurilor de stat de la 19,3% la sfârșitul anului 2022 la 26,4% la sfârșitul anului 2023. În aceste condiții, structura datoriei guvernamentale după criteriul rezidenței arată că ponderea datoriei guvernamentale interne în total datorie guvernamentală s-a redus ușor la cca 50% la sfârșitul anului 2023, în comparație cu anii anteriori.

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



Sursa: MF

Datoria publică guvernamentală în funcție de tipul de instrumente utilizate, este alcătuită în principal din instrumente de datorie tranzacționabile (cca 80%). Astfel, titlurile de stat emise pe piața internă au reprezentat 42,3% din totalul instrumentelor de datorie, cele emise pe piața

<sup>6</sup> Este important de menționat faptul că, modificările majore în nivelul finanțării temporare pot avea impact asupra emisiunilor de titluri de stat și pot afecta planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat.

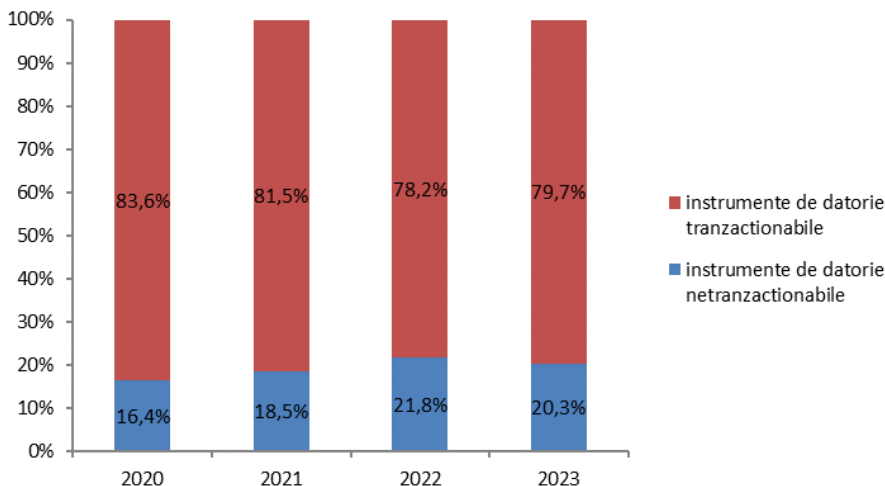
<sup>7</sup> Nu include finanțarea temporară și instrumentele de cash management și nici garanțiile acordate în numele și contul statului de Eximbank preluate în evidență începând cu anul 2022 conform Deciziei Curții de Conturi nr.3/11.01.2023.

<sup>8</sup> CNSP - Prognoza de primăvară a principalilor indicatori macroeconomici – 30 aprilie 2024

<sup>9</sup> Deficitul bugetului general consolidat conform execuției operative la sfârșitul anului 2023 a fost în valoare nominală de 89,9 mld. lei reprezentând 5,7% din PIB.

externă 37,4%, în timp ce ponderea împrumuturilor de stat, instrumente netranzaționabile, a fost de 20,3% (a se vedea graficul 2).

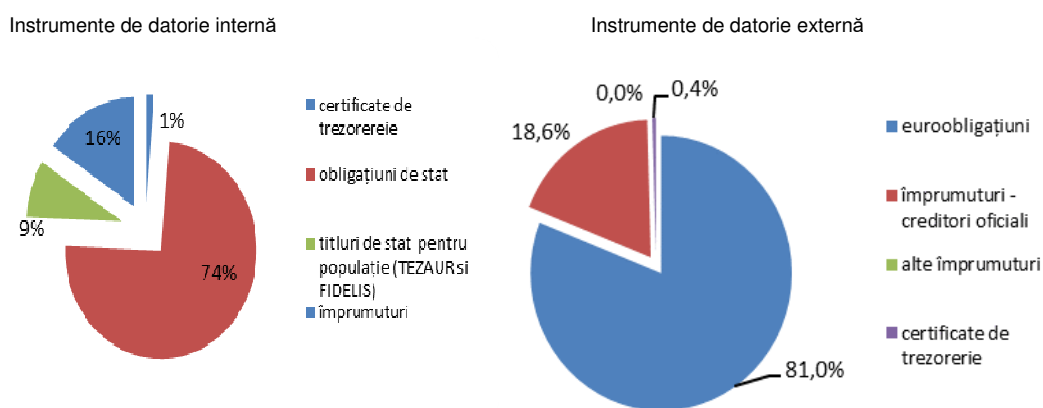
**Grafic 2 : Instrumente de datorie tranzaționabile vs. instrumente de datorie netranzaționabile (% în total datorie guvernamentală)**



Sursa : MFP

Așa cum reiese din graficul 3, în structura datoriei interne, titlurile de stat reprezintă instrumentul majoritar, constând în certificate de trezorerie și obligațiuni de stat; în mod similar, datoria externă este alcătuită în principal din obligațiuni emise pe piețele financiare internaționale și în completare din împrumuturi contractate de la instituții financiare internaționale, de la Uniunea Europeană, inclusiv prin componenta de împrumut pentru implementarea Planului național de redresare și reziliență (PNRR) și alți creditori. În structura datoriei externe se regăsesc și titlurile de stat emise pe piața internă deținute de nerezidenți, în timp ce în structura datoriei interne se regăsesc euroobligațiunile deținute de către rezidenți.

**Grafic 3: Structura datoriei după criteriul rezidenței creditorului și instrumente de datorie la 31 decembrie 2023**



Sursa : MF

În anul 2023, costurile cu dobânzile, exprimate ca rate medii ale dobânzii<sup>10</sup>, au înregistrat creșteri ușoare, ca urmare a creșterii ratelor de dobândă, în special a celor aferente datoriei interne începând cu anul 2022, dar și volumelor ridicate de datorie nou contractată pentru finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice. La sfârșitul anului 2023, datoria în monedă națională rămâne mai costisitoare decât datoria în valută<sup>11</sup>, așa cum reiese din tabelul 2.

**Tabel 2: Costul datoriei contractate direct de Guvern, prin MF, pe tipuri de instrumente<sup>12</sup>**

	31.12.2022	31.12.2023
Rata medie de dobândă a datoriei publice guvernamentale (%)	3,3	4,2
<i>1. în moneda națională, din care</i>	5,3	5,8
a. Certificate de trezorerie cu maturitatea de 1 an	7,1	6,7
b. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 1 și 5 ani	4,1	5,1
c. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 5 și 10 ani	4,8	5,5
<i>2. în valute, din care:</i>	2,6	3,4
a. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 10 ani	2,8	3,0
b. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 5 ani	2,2	4,0
c. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 30 ani	3,3	3,3
d. Obligațiuni în USD cu maturitatea de 30 ani	4,8	4,3
e. EUR multilateral	1,1	1,5
f. USD multilateral	1,3	1,3

Sursa : MF

Ponderea împrumuturilor de la instituțiile financiare internaționale și Uniunea Europeană, contractate la rate de dobândă favorabile explică în parte nivelul mai scăzut al costului finanțării externe. În plus, obligațiunile pe piețele financiare internaționale denumite în EUR au fost emise cu randamente nominale mai reduse în comparație cu cele aferente titlurilor de stat emise în moneda națională și în USD (fără luarea în considerare a impactului riscului valutar asupra costurilor), după cum reiese din graficul 4.

În perioada ianuarie 2023 – mai 2024, costurile aferente finanțării în lei de pe piața internă s-au menținut peste nivelurile finanțării în USD și EUR pentru maturități similare, diferențialul de dobândă diminuându-se până la un nivel minim atins în luna septembrie 2023. În anul 2023, în contextul menținerii nivelului ridicat la nivel global al ratelor de dobândă și a constrângerilor manifestate pe piețele internaționale în contextul conflictului Rusia-Ucraina, resursele de pe piața externă au fost atrase atât în EUR cât și în USD, acestea fiind absolut necesare în condițiile unei cereri limitate pe piața internă, oferind astfel flexibilitatea necesară în realizarea planului de finanțare de pe piețele externe, precum și asigurarea diversificării bazei de investitori în instrumentele de datorie emise de România. Prin majorarea succesivă a planului de finanțare s-a avut în vedere adoptarea unei politici prudentiale în condițiile majorării deficitului bugetar la cca 5,7% din PIB, față de nivelul de 4,4% din PIB anunțat la începutul anului, fiind astfel asigurată și prefinanțarea nevoilor aferente anului 2024 cât și consolidarea rezervei în valută a Trezoreriei Statului avându-se în vedere presiunile fiscale anticipate pentru acest an. Dinamica cererii de titluri de stat a

<sup>10</sup> S-au calculat ca raport între plățile preconizate de dobânzi pentru anul 2024 și soldul existent la finele anului 2023 pentru fiecare instrument de datorie în parte.

<sup>11</sup> Excluzând influențele datorate riscului valutar care pot schimba în cazul unei deprecieri a monedei naționale costul datoriei în valută (dobânzile aferente datoriei în valută) în mod semnificativ.

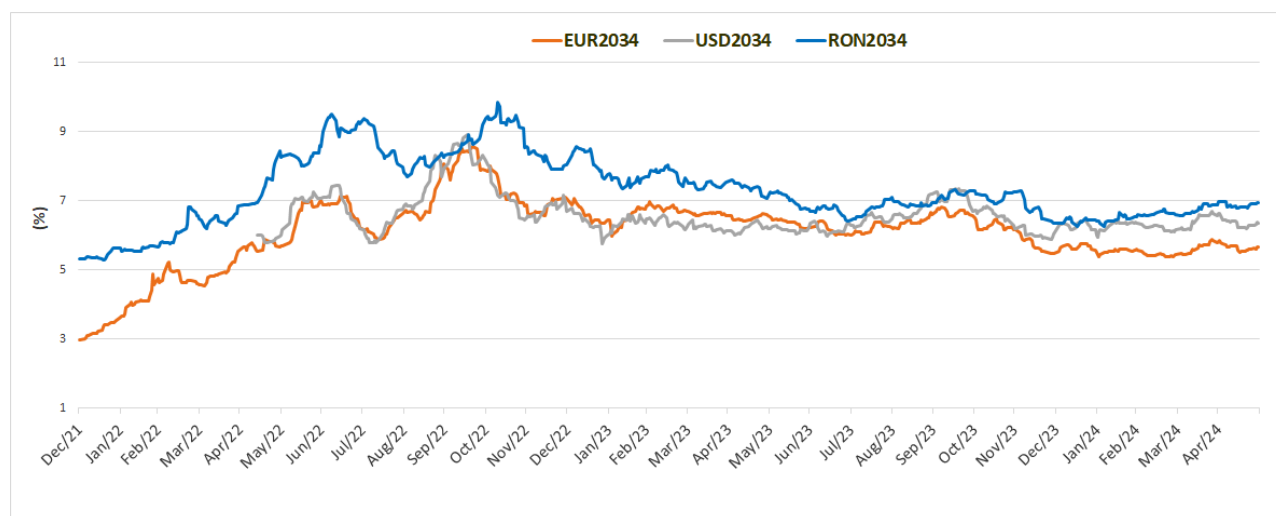
<sup>12</sup> Tabelul prezintă ratele medii ale dobânzii pentru instrumentele de datorie selectate, agregate din toate instrumentele de datorie ce formează portofoliul de datorie publică guvernamentală.



fost influențată de așteptările privind încheierea ciclului de întărire a politicilor monetare atât la nivel global (FED și BCE), cât și la nivel local de către BNR.

În anul 2024, MF a adoptat o strategie prudentă de finanțare, similară cu cea din anul 2023, atrăgând în primele luni ale anului o parte semnificativă din necesarul de finanțare planificat, în linie cu practicile și politicile de finanțare adoptate și de alți emitenți suverani din regiune (Polonia, Ungaria etc.). Astfel, în primele 5 luni ale anului 2024, cca 65% din necesarul brut de finanțare anunțat pentru anul 2024 a fost deja acoperit, resursele fiind atrase în mod egal de pe piața internă și externă, prin emiterea de titluri de stat cu un volum de 59,3 mld. RON (nu include titlurile de stat emise și scadente în anul curent) și emisiuni de euroobligațiuni și plasamente private realizate pe piețele externe în sumă de cca 11 mld. echivalent EUR. Resursele atrase de pe piața externă la începutul anului au fost denuminate preponderent în EUR, având în vedere cererea consistentă manifestată de investitori, cerere impluionată și de realizarea primei emisiuni de euroobligațiuni verzi.

**Grafic 4: Randamentul obligațiunilor de tip benchmark de pe piața internă vs. randamentele euroobligațiunilor emise pe piața externă (EUR și USD) cu maturități de 10 ani**



Sursa: Bloomberg

În cursul anului 2023 randamentele titlurilor de stat emise pe piețele internă și externe și-au menținut nivelul ridicat, dar cu o tendință de reducere, în special pe piața internă, deși s-a înregistrat un volum record de împrumuturi. Debutul anului 2024 a consemnat evoluții mixte ale randamentelor titlurilor de stat emise de România, trendul fiind însă de creștere moderată a acestora pe fondul menținerii incertitudinilor legate de încheierea politicilor monetare restrictive adoptate atât pe piețele externe de referință cât și pe piața internă, așteptările de reducere a ratelor de politică monetară fiind temperate și reducerea ratelor fiind estimată pentru a doua parte a anului.

### *Riscurile asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2023*

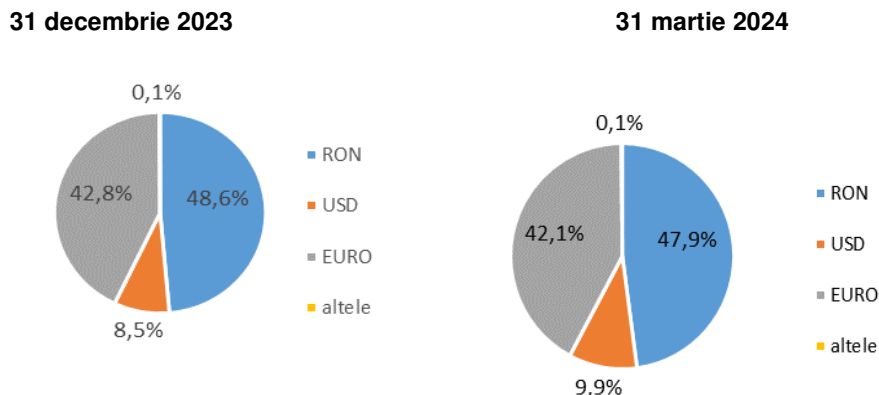
#### *Riscul valutar*

La sfârșitul anului 2023, respectiv în luna martie 2024, peste 50%<sup>13</sup> din portofoliul datoriei publice guvernamentale era denominat în valută, un nivel ridicat atât comparativ cu alte state

<sup>13</sup> În decembrie 2023 ponderea datoriei în valută reprezintă 51,4 % din total datorie guvernamentală, iar în luna aprilie 2024 ponderea este de 52,1%

membre UE care nu au adoptat moneda unică europeană, cât și cu alte state din aceeași categorie de rating cu România. Expunerea semnificativă la riscul valutar poate fi gestionată luând în considerare volatilitatea relativ scăzută a cursului de schimb leu/EUR și ca urmare a datoriei în valută emisă predominant în EUR<sup>14</sup> pe termen lung (grafic 5) dar și politica de menținere a unei rezerve în valută la dispoziția Trezoreriei Statului.

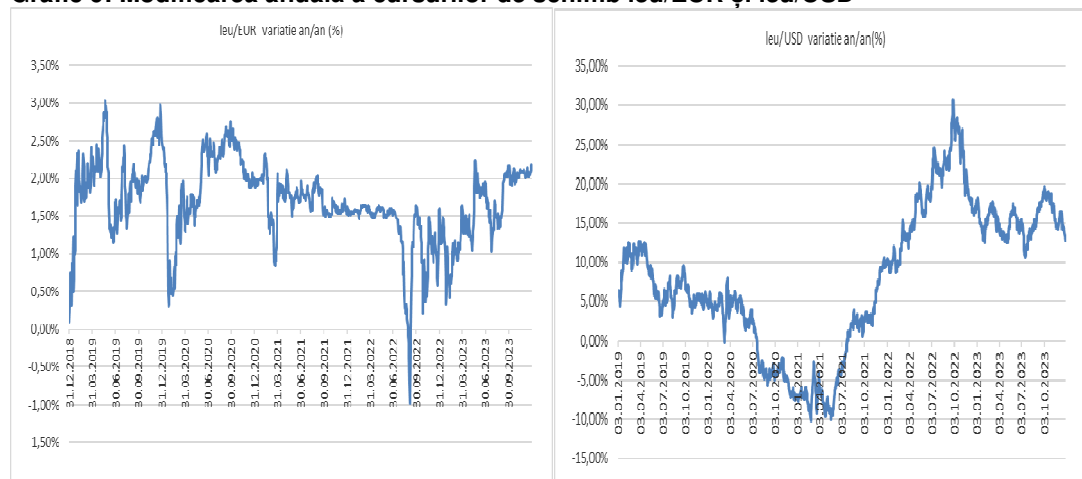
**Grafic 5: Structura datoriei pe tipuri de valute**



Sursa: MF

La sfârșitul lunii martie 2024, cca 10% din portofoliul de datorie este denominat în USD, în creștere ușoară față de nivelul de 9% înregistrat la sfârșitul anului 2023. Luând în considerare volatilitatea mult mai ridicată a cursului de schimb leu/USD<sup>15</sup> față de cea a cursului de schimb leu/EUR, rezultă că datoria contractată în USD prezintă un grad de risc mult mai ridicat decât cea contractată în EUR, așa cum reiese și din graficul 6.

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



Sursa: BNR

În cazul materializării unor scenarii pesimiste în anul 2024, de exemplu deprecierea monedei naționale cu 5% față de EUR și cu 15% față de USD, stocul datoriei ar crește cu 25,8 mld. lei, respectiv cu 1,5% din PIB, iar plățile în contul serviciului datoriei (reprezentând rambursări de

<sup>14</sup> Datoria denominată în EUR emisă pe termen lung și foarte lung (în prezent cu maturități de până la 30 de ani pentru euroobligațiuni) cu rambursare într-o singură tranșă (de tip bullet) presupune o rambursare a finanțării într-un interval de timp în care adoptarea monedei EUR este fezabilă și, prin urmare, un risc valutar implicit redus.

<sup>15</sup> Calculată pe baza Deviației standard absolute. Variația an/an determinată pe baza variațiilor medii zilnice.

rate de capital/ refinanțări de titluri de stat și plăți de dobânzi) ar crește cu cca. 2,8 mld. lei, respectiv cu 0,6% în veniturile administrației publice centrale<sup>16</sup>.

În consecință, expunerea la riscul valutar poate fi considerată una moderată. Mai mult, politica menținerii unei rezerve în valută la dispoziția Trezoreriei Statului are în vedere limitarea riscului valutar aferent rambursărilor datoriei în valută, această rezervă fiind utilizată în mod direct pentru efectuarea plăților serviciului datoriei publice guvernamentale în valută.

### *Riscul de refinanțare*

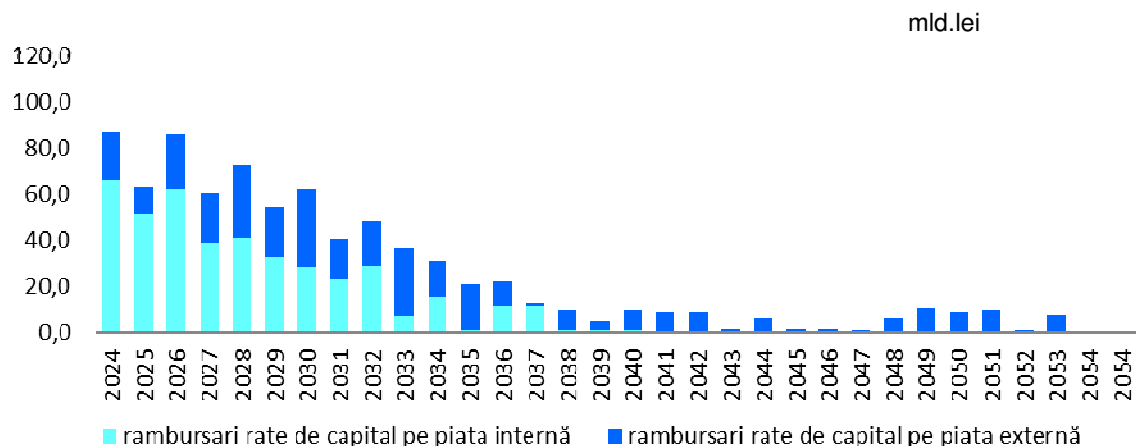
Volumul rambursărilor de rate de capital și a refinanțărilor de titluri de stat, prezentată în graficul 7, este în creștere și indică o acumulare a rambursărilor în următorii 7 ani, cu tendința de diminuare a riscului de refinanțare pe termen mediu și lung, ceea ce determină o atenție constantă și monitorizare permanentă. Concentrarea rambursărilor în perioada 2023-2030, se observă mai ales la nivelul datoriei interne<sup>17</sup> reflectând preferința din anii trecuți a investitorilor pentru titluri de stat cu maturitatea medie rămasă de până la 5 ani, deși se observă o schimbare pozitivă în cererea acestora, începând cu a doua parte a anului 2022, prin emiterea preponderent de titluri de stat cu maturități reziduale de peste 5 ani pe piața interbancară internă. Riscul de refinanțare rezultat din continuarea politicii de construire a unor serii lichide de obligațiuni de tip benchmark, cu volume cumulate de până la cca 2,5-3 mld. echivalent EUR pentru fiecare serie de titluri de stat, pe segmentul maturităților medii și lungi, este diminuat prin utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor (buy-back și bond-exchange), în anul 2023 fiind preschimbate volume de cca 4 mld. lei. Aceste măsuri vor sprijini consolidarea și extinderea curbei randamentelor în lei și vor asigura diminuarea expunerii portofoliului de datorie la riscul de refinanțare și de lichiditate, dar și posibilitatea acumulării în avans a resurselor pentru acoperirea necesităților de finanțare din anii următori de pe piața internă, în măsura în care condițiile de piață o vor permite. De asemenea, politica de menținere a unei rezerve în valută (buffer) are în vedere asigurarea sursei refinanțării seriilor benchmark scadente, fără a fi necesară rostogolirea acestora la momentul scadentei, prin efectuarea de vânzări parțiale de valută din buffer. Așteptările privind cererea de titluri de stat pe parcursul anului 2024 și pe termen mediu sunt influențate de conjunctura economică globală care se menține complexă atât ca urmare a procesului de redresare post-COVID, cât și urmare a crizei geopolitice generată de conflictul din Ucraina, precum și menținerea inflației peste nivelurile țintite de către băncile centrale. Menținerea unui climat dificil la nivel geopolitic poate amplifica incertitudinile în rândul investitorilor și poate genera fluctuații semnificative ale cererii de titluri de stat din partea acestora, într-un mediu economic global caracterizat prin rate de dobândă crescute și condiții volatile de piață. Din această perspectivă, diversificarea bazei investiționale, prin consolidarea segmentului de retail pentru titlurile de stat, coroborată cu creșterea ponderii fondurilor de pensii private, precum și diversificarea bazei investitorilor nerezidenți rămâne un obiectiv foarte important în administrarea datoriei publice.

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

<sup>16</sup> Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

<sup>17</sup> După piața emisiunii.

**Grafic 7: Rambursările de rate de capital aferente datoriei publice guvernamentale pe orizontul de timp 2024 - 2054**



Sursa: MF

Profilul rambursării datoriei determină o durată medie rămasă (ATM)<sup>18</sup> de 7,4 ani la sfârșitul anului 2023, respectiv de 5,1 ani pentru datoria denominată în moneda națională și de 9,8 ani pentru datoria denominată în valută.

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

Indicatori	2022			2023		
	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	21	9	14	15,0	8	11
Maturitatea medie rămasă (ani)	4,5	9,6	7,3	5,1	9,8	7,4

Sursa: MF

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

**Riscul de rată de dobândă**

Având în vedere că numai o mică parte a datoriei este contractată cu rate variabile (vezi tabelul 4), precum și strategia de extindere a duratei portofoliului de datorie, riscul de rată a dobânzii și cel de refinanțare sunt moderate, prezentând caracteristici diferite prin prisma indicatorilor specifici acestor riscuri, dacă se au în vedere în mod distinct portofoliile de datorie în lei și în valută. Expunerea la riscul de rată de dobândă este diminuată pentru portofoliul de datorie în valută, urmare a faptului că emisiunile de euroobligațiuni și împrumuturile de la instituțiile financiare internaționale, inclusiv cele de la Uniunea Europeană, cu scadențe pe termen lung și foarte lung și cu rate fixe de dobânzi au reprezentat partea majoritară a datoriei externe la sfârșitul anului 2023.

<sup>18</sup> Average time to maturity

În condițiile creșterii cu 1 punct procentual a ratelor de dobândă în 2024, aceasta va conduce la creșterea plăților în contul serviciului datoriei cu cca 3,8 mld. lei, respectiv cu 0,8% din veniturile administrației publice centrale<sup>19</sup> pentru datoria în moneda națională, și cu cca 4,2 mld. lei, respectiv cu cca 0,9% din veniturile administrației publice centrale pentru datoria în valută.

**Tabel 4: Indicatori privind riscul ratei de dobândă**

Indicatori	2022			2023		
	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total
Ponderea datoriei cu rată fixă de dobândă (% din total)	81,9	95,3	88,1	83,6	95,9	89,3
Ponderea datoriei care își modifică dobânda într-un an (% din total)	19,0	4,0	15,0	13	3,0	11
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani)	4,5	9,5	7,2	5,1	9,2	7,3

Sursa: MF

*Fată de cele prezentate*, se poate concluziona că riscul de refinanțare și cel al ratei dobânzii aferente datoriei denumite în moneda națională, sunt indicatori cărora trebuie să li se acorde o atenție sporită, iar evaluarea acestora trebuie corelată cu al treilea obiectiv al Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pe termen mediu, respectiv cel de dezvoltare a pieței interne de titluri de stat. În același timp, riscul valutar cu tendință de creștere impune o monitorizare și administrare continuă, prin dezvoltarea pieței interne și diversificarea instrumentelor de datorie (de exemplu, cele destinate investitorilor de tip retail, obligațiuni verzi etc.), dar și a canalelor de distribuție. În vederea limitării riscului de refinanțare și de lichiditate se va continua politica de menținere a unei rezerve financiare în valută la dispoziția Trezoreriei Statului care să acopere până la 4 luni din necesarul brut de finanțare, politică care va trebui corelată cu necesitățile de finanțare și cu măsurile care se vor lua de către autoritățile române pentru corectarea deficitului bugetar excesiv, dar și a celor pentru sprijinirea dezvoltării economiei.

#### **4. Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în perioada 2023 – mai 2024 și așteptări pe termen mediu**

##### *Piața internă*

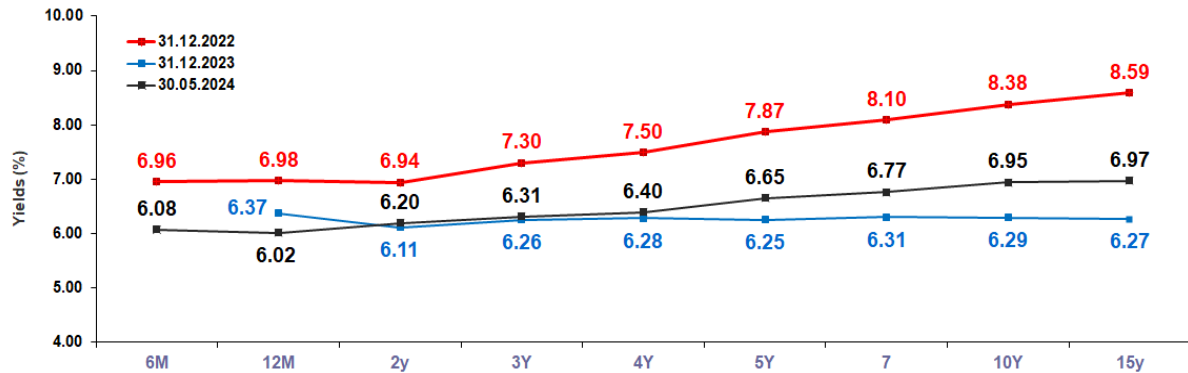
În luna ianuarie 2023, BNR a majorat cu încă 0,25 puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 7,0%, precum și ratele dobânzilor pentru facilitatea de creditare și cea de depozit, la 8,0%, respectiv 6,0%. Ratele dobânzilor reprezentative au fost menținute apoi neschimbate pe parcursul anului 2023 și în prima jumătate a anului 2024. Totodată, BNR a menținut pe parcursul întregii perioade nivelurile în vigoare ale ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

După nivelurile extrem de ridicate, de două cifre, înregistrate în 2022 dar și în prima jumătate a anului 2023, rata anuală a inflației IPC a înregistrat o tendință de scădere, întreruptă doar temporar de o creștere în luna ianuarie, ajungând la nivelul lunii mai la 5,1%.

<sup>19</sup> Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

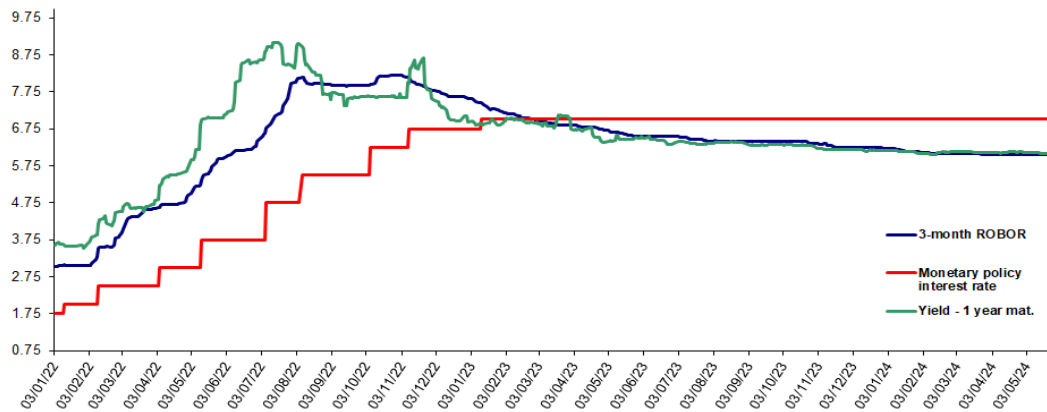
La finalul anului 2023, curba de randamente aferentă obligațiunilor suverane emise de statul român pe piața internă relevă o scădere anuală semnificativă de cca 50 – 220 puncte de bază manifestată pe toate palierele de maturități, în special pentru segmentul celor de peste 5 ani. În primele 5 luni ale anului 2024 comparativ cu decembrie 2023 randamentele au cunoscut o tendință crescătoare, în prezent înregistrându-se o creștere cu cca 10-70 puncte de bază, în special pentru segmentul lung de maturități, în condițiile reducerii semnificative a cererii pentru acest segment, pe fondul unei reduceri a cererii din partea investitorilor nerezidenți comparativ cu perioada similară a anului trecut.

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



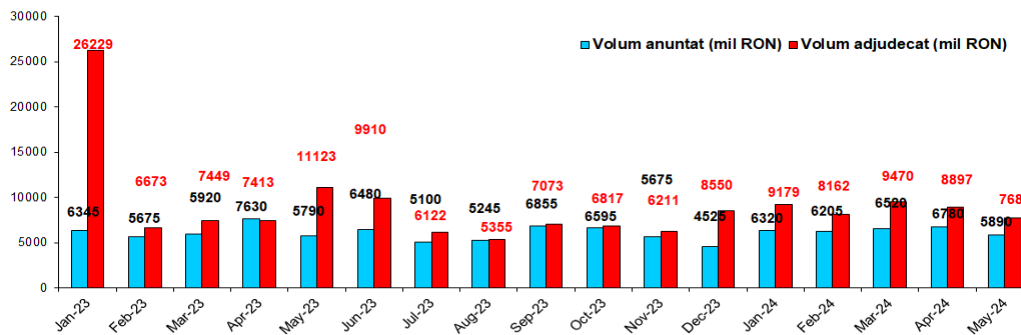
Sursă : Bloomberg

**Grafic 9: Evoluția ratei dobânzii de politică monetară vs ROBOR la 3 luni și a randamentelor titlurilor de stat cu maturitate de 1 an**



Sursa: MF, BNR

**Grafic 10: Volum anunțat vs volum adjudecat în perioada ianuarie 2023- mai 2024**

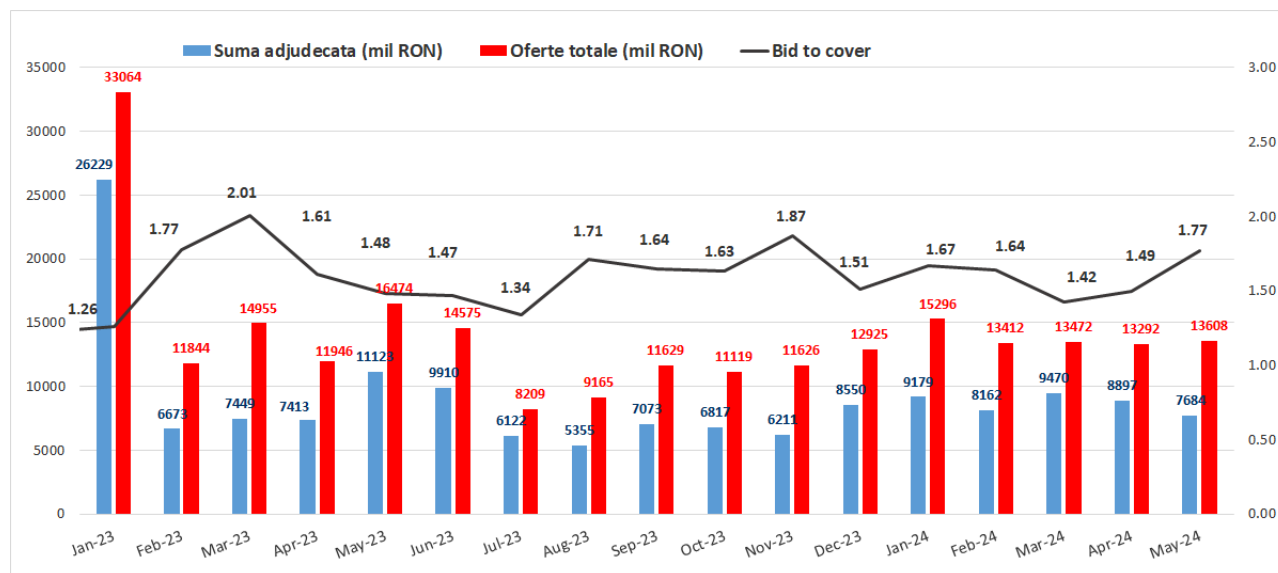


Sursa: MF

Pe aproape tot parcursul anului 2023, sumele adjudecate la licitațiile de titluri de stat s-au situat peste nivelul anunțat pe fondul unei cereri ridicate din partea investitorilor, în special a celor nerezidenți.

De altfel, și în primele 5 luni din anul 2024 cererea din partea investitorilor a rămas consistentă, deși s-a redus comparativ cu perioada similară a anului precedent, procesul de finanțare pe piața internă fiind susținut în principal de investitorii locali. Interesul nerezidenților s-a moderat, fiind influențat și de achizițiile substanțiale realizate în cursul anului 2023.

**Grafic 11: Cererea și oferta de titluri de stat pe piața primară în perioada ianuarie 2023 – mai 2024**



Sursa: MF

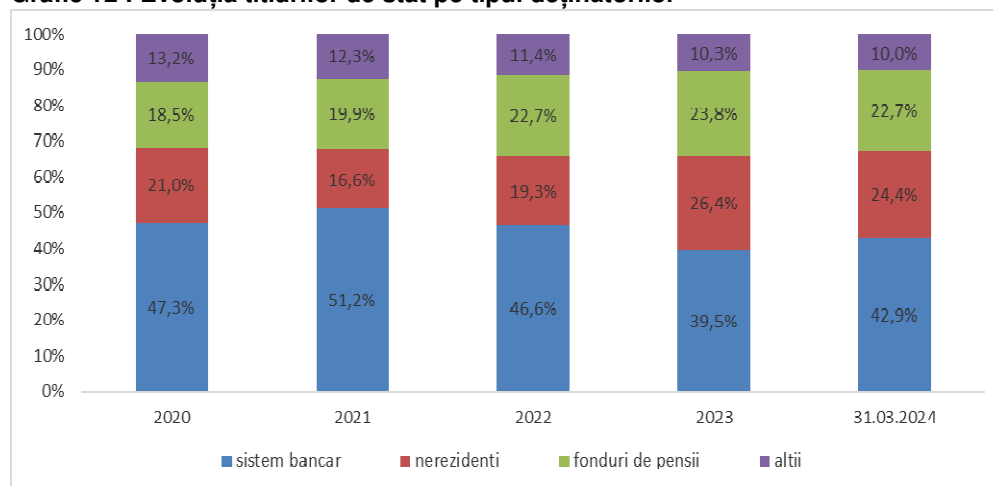
Cererea investitorilor pentru titlurile de stat pe piața internă, exprimată prin raportul între oferta investitorilor și volumul adjudecat (Bid-to-cover ratio), s-a menținut relativ constantă, iar perioadele în care investitorii nerezidenții au achiziționat titluri de stat (primul și ultimul trimestru al anului 2023) au semnalat o revigorare a pieței.

### *Baza de investitori*

Băncile comerciale au continuat să fie principalii investitori pe piața internă a titlurilor de stat, deținând în portofoliu la sfârșitul anului 2023, cca 39,5% din volumul total al titlurilor de stat emise pe piața internă, în scădere față de sfârșitul anului 2022 (46%), fiind urmate de fondurile de pensii care au înregistrat o creștere ușoară a deținerilor la 23,8%, la sfârșitul anului 2023, față de cca 22,7% la sfârșitul anului 2022. Deținerile de titluri de stat ale băncilor comerciale sunt în scădere, deși titlurile de stat reprezintă o pondere semnificativă în bilanțul instituțiilor de credit din România, țara noastră ocupând sistematic prima poziție în rândul statelor din SEE cu privire la acest indicator.

În cadrul segmentului de investitori instituționali, fondurile locale de administrare de active și fondurile de pensii private, deși dețin încă o cotă relativ redusă pe piața titlurilor de stat, au reprezentat un participant stabil în procesul de finanțare la nivel guvernamental. Structura investițională a fondurilor de pensii private arată menținerea unei proporții importante alocate în titluri de stat din activul total.

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



Sursa: BNR

La finalul lunii decembrie 2023<sup>20</sup>, ponderea titlurilor de stat în structura investițională a fondurilor de pensii private era de cca 66%, în o creștere față de finalul anului 2022 (62%).

Investitorii nerezidenți reprezintă în continuare un segment important al pieței titlurilor de stat, asigurând o cerere complementară investitorilor locali, prin interesul manifestat în special pe maturități lungi, conducând la diversificarea bazei de investitori. Deținerile nerezidenților au crescut accentuat în anul 2023 și 2024 situându-se la cca 24,4% în luna martie 2024, față de nivelul de 19,3% înregistrat la sfârșitul anului 2022, în condițiile unui apetit foarte mare pentru titlurile de stat, preponderent pe maturități lungi în primele luni ale anului. Efectele deținerilor în creștere ale nerezidenților trebuie monitorizate atent în perioadele de volatilitate, atunci când investitorii au tendința de a-și lichida sau reduce expunerile pe țările emergente.

Creșterea prezenței investitorilor nerezidenți a fost influențată de contextul așteptărilor de încheiere a ciclului de întărire a politicii monetare a BNR, de traiectoria curbei randamentelor în lei, comparativ cu cele ale statelor din regiune (curbele Ungariei și Poloniei au fost fie inversate fie aplatizate), cât și de volatilitatea scăzută a cursului de schimb, dar și de factori interni, cum ar fi creșterea lichidității titlurilor de stat pe toate segmentele, introducerea operațiunilor de administrare a pasivelor, creșterea ponderii titlurilor de stat românești în indicii internaționali (EMBIG - JP Morgan/Barclays), având în vedere că mare parte dintre investitorii instituționali au o politică investițională raportată la structura acestor indici.

Prezența titlurilor de stat românești în indicii regionali JPMorgan și Barclays continuă să aibă o influență pozitivă asupra evoluției achiziției de titluri de stat locale. La sfârșitul lunii mai 2024, 23 serii de obligațiuni de stat românești erau incluse în indexul GBI-EM Global Diversified Investment Grade, cu o pondere de 4,35%, și 25 de serii în indexul Barclays EM Local Currency Government Index, cu o pondere de 1,07% la finalul lunii martie 2024.

### *Piața secundară*

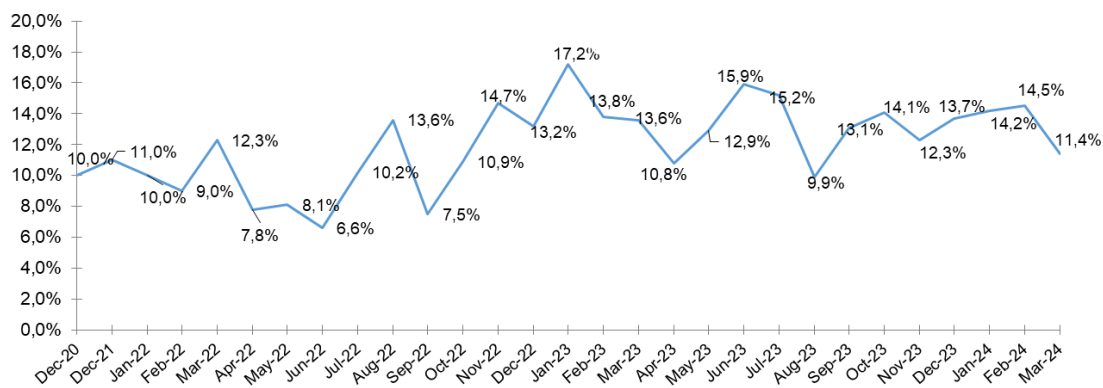
Lichiditatea titlurilor de stat pe piața secundară reprezintă un indicator important în ceea ce privește nivelul de dezvoltare al pieței titlurilor de stat. Pe parcursul anului 2023 gradul de lichiditate, calculat ca raport între volumul total al tranzacțiilor lunare de pe piața secundară și volumul total al titlurilor de stat, a avut o evoluție oscilantă, atingând valori mai mari în lunile

<sup>20</sup> Sursa: Raport ASF lunar de monitorizare a tendințelor pe piețele financiare nebancale, decembrie 2023



ianuarie (17,2%), iunie (15,9%), iulie (15,2%) și octombrie (14,1%) și niveluri minime în lunile aprilie (10,8%), august (9,9%) și noiembrie (12,3%), fiind corelate cu volumele emise pe piața primară. Primele luni ale anului 2024 au marcat o menținere a lichidității titlurilor de stat denumite în lei comparativ cu finalul anului 2023 în condițiile unor volume importante emise pe piața primară.

**Grafic 13: Evoluția gradului de lichiditate al titlurilor de stat în lei active în perioada 2021 - Martie 2024**



Sursa: MF

La sfârșitul celui de-al șaptelea an de funcționare al platformei electronice de cotare și tranzacționare a titlurilor de stat românești (platforma E-bond – furnizată de Bloomberg) se observă impactul pozitiv al acesteia asupra pieței titlurilor de stat. Raportat la obligațiile minime de cotare zilnică pe platforma electronică de cotare și tranzacționare<sup>21</sup>, dealerii primari au cotațat mai multe serii de titluri de stat, pe o perioadă mai îndelungată pe parcursul unei zile, la o marjă mai redusă dintre cotațiile de vânzare și cumpărare, perioadele de volatilitate ridicată generând o restrângere a cotațiilor oferite de bănci în cadrul acestei platforme.

### *Implementarea planului de finanțare de pe piața internă*

Pe parcursul anului 2023, MF a menținut o politică de emisiuni predictibilă și flexibilă adaptată la cerințele mediului investițional, mai ales pe fondul creșterii nevoilor de finanțare în cursul anului planul de finanțare fiind crescut în mod succesiv de la un volum inițial de 160 mld. lei până la nivelul de 203 mld. lei concretizat la sfârșitul anului. Cererea a fost oscilantă, dar în general a fost foarte bună, atât pe piețele interne cât și externe, în condițiile unui an marcat de incertitudini mari induse atât de contextul geopolitic și de războiul din Ucraina, cât și de criza energetică și de politicile monetare restrictive adoptate de băncile centrale.

În anul 2023 s-au emis titluri de stat și împrumuturi pe piața internă în valoare totală de cca 140,7 mld. echivalent lei, din care 3,57 mld. EUR și 123,1 mld. lei, prin:

<sup>21</sup> Obligațiile minime de cotare zilnică pe platforma electronică de cotare și tranzacționare prevăzute la art. 28 din Ordinul ministrului finanțelor publice nr. 318/2022 pentru aprobarea Regulamentului-cadru privind operațiunile de piață cu titluri de stat pe piața internă ce trebuie îndeplinite cumulativ, sunt următoarele: a) furnizarea de cotații de vânzare și cumpărare pentru seriile de titluri de stat specificate la lit. d), timp de minimum 5 ore zilnic, în intervalul 9:00 - 17:30; b) marja maximă între cotațiile de vânzare și cumpărare să fie de 25 de puncte de bază; c) volumul minim pentru fiecare serie de titluri de stat cotațată să fie de 10 milioane de lei, atât pentru cotația de vânzare, cât și pentru cotația de cumpărare; d) cotarea a minimum 4 serii de titluri de stat dintre cele stabilite periodic de Comitetul de piață, astfel: două serii cu maturitatea reziduală mai mică de 5 ani și două serii cu maturitatea reziduală mai mare sau egală cu 5 ani.

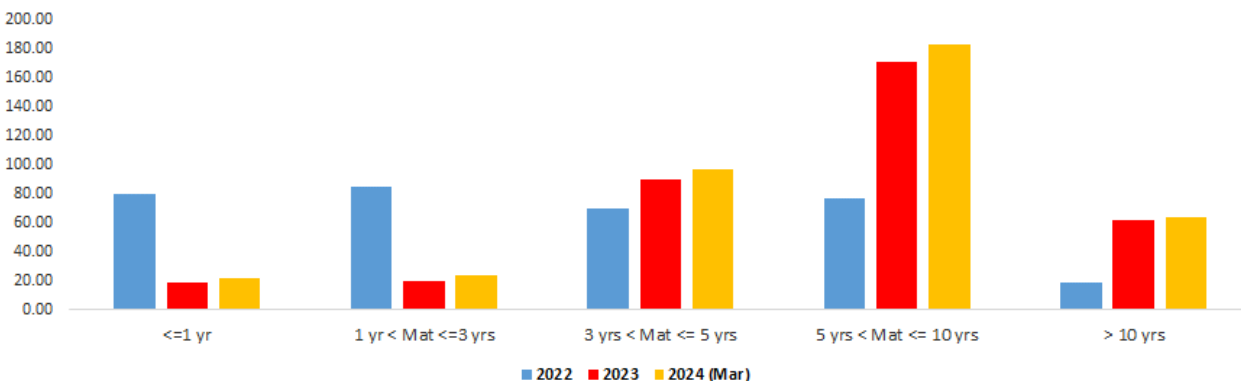
- Licității de titluri de stat pe piața interbancară și împrumuturi: 105,1 mld. lei și 1 mld. EUR, cu următoarea structură de maturități (maturitate reziduală):
  - 6,3% reprezintă emisiuni de certificate de trezorerie cu discount cu maturitate de până la 12 luni și emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale până la 1 an;
  - 28,4% reprezintă emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 1 și 5 ani;
  - 65,3% reprezintă emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 5 și 15 ani.
- Operațiuni de preschimbare: titluri de stat emise pe piața internă scadente în 2023 și 2024 cu titluri de stat cu maturități mai lungi în sumă de 4 mld. lei
- Titluri de stat pentru populație: 21,5 mld. echivalent lei (respectiv 15,1 mld. lei și 1,3 mld. EUR), prin intermediul programelor TEZAUR și FIDELIS.

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

În anul 2023 au continuat emisiunile destinate populației prin cele două programe TEZAUR și FIDELIS. În cadrul Programului TEZAUR derulat prin intermediul unităților operative ale Trezoreriei Statului, precum și prin subunitățile poștale ale Companiei Naționale Poșta Română S.A., au fost lansate 12 emisiuni cu maturități cuprinse între 1 și 3 ani, în care peste 286.000 de persoane fizice au investit aproximativ 12,1 mld. lei. În cadrul Programului FIDELIS derulat prin intermediul sindicatului de bănci selectat format din Banca Transilvania/BT Capital Partners, BCR, BRD și AlphaBank, au fost lansate 4 emisiuni, atât în lei (maturități cuprinse între 1 și 3 ani), cât și în EUR (maturități cuprinse între 1 și 5 ani), cu o valoare atrasă de cca 9,4 mld. echivalent lei. Suplimentar, în cursul anului 2023 în cadrul Programului Fidelis au fost incluse tranșe dedicate donatorilor de sânge prin aceste tranșe fiind atrasă suma de 641 mil. lei. Astfel, anul 2023 a adus un nivel record de peste 21,5 mld. echivalent lei al volumului de titluri de stat pentru populație emise prin intermediul celor 2 programe.

**În primele cinci luni ale anului 2024** a fost contractată datorie de pe piața internă în valoare totală de 59,3 mld. echivalent lei care include și suma de 11,1 mld. echivalent lei reprezentând emisiuni de titluri de stat pentru populație atrase în cadrul programelor TEZAUR și FIDELIS.

**Grafic 14 : Structura stocului de titluri de stat pe scadențe (maturitate inițială, mld. lei) 2022 – mar 2024**



Sursa: MF

Grupul dealerilor primari pe piața internă, este format din 8 bănci - Banca Comercială Română S.A., Banca Română pentru Dezvoltare – Groupe Société Générale S.A., Banca Transilvania S.A., Citibank Europe Plc. Dublin – Sucursala România, CEC Bank, ING Bank N.V. Amsterdam - Sucursala București, Raiffeisen Bank S.A., UniCredit Bank S.A..

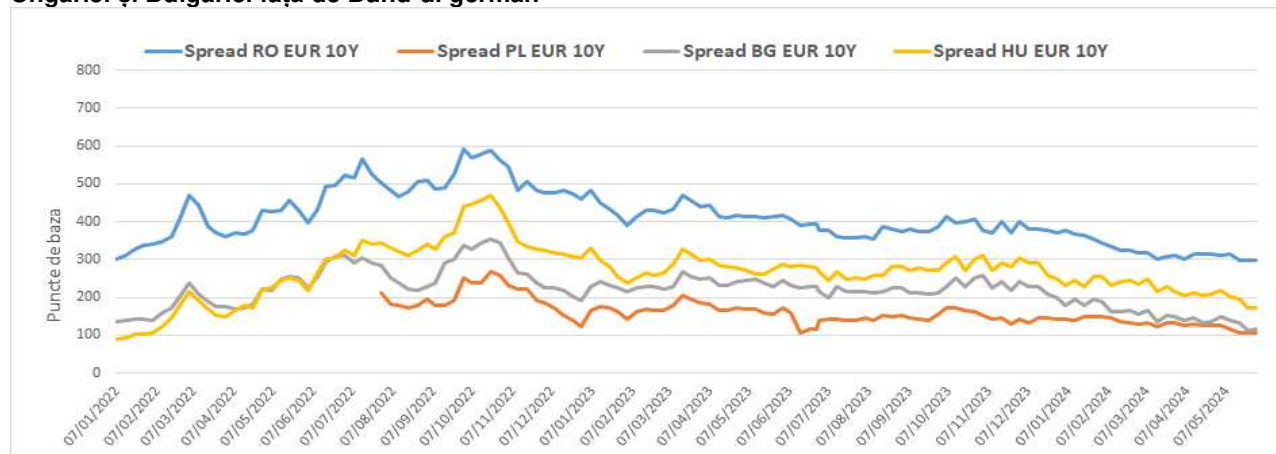
### *Piața externă*

#### *Evoluțiile piețelor externe și a euroobligațiunilor românești*

Evoluția euroobligațiunilor românești denumite în EUR a înregistrat variații în scădere în cursul anului 2023 cu valori cuprinse între 20 și 154 puncte de bază cu o scădere medie de 94 puncte de bază. Pe parcursul anului au existat două perioade de creștere susținută în lunile martie și octombrie, dar acestea au fost corectate în ultimele două luni ale anului. Instrumentele denumite în dolari au înregistrat variații în scădere cu valori cuprinse între 15 și 38 puncte de bază. Și aceste instrumente au fost afectate de corecțiile din lunile martie și octombrie, având un comportament asemănător cu titlurile denumite în EUR.

Pe parcursul anului 2023 spread-ul euroobligațiunilor emise de România a avut variații în jurul valorii de 400 puncte de bază, primele 5 luni ale anului curent înregistrând o evoluție pozitivă de aproximativ 100 puncte de bază.

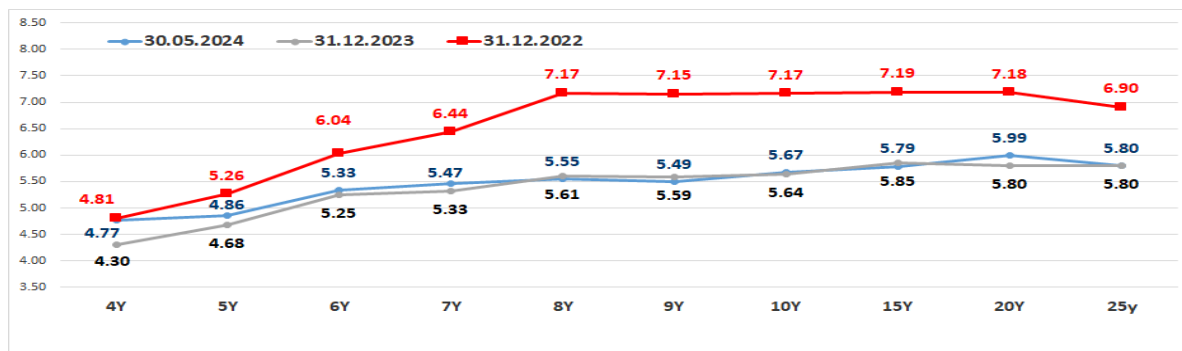
**Grafic 15: Evoluția spread-urilor euroobligațiunilor în EUR cu maturitate la 10 ani ale României, Poloniei, Ungariei și Bulgariei față de Bund-ul german**



Sursă: MF

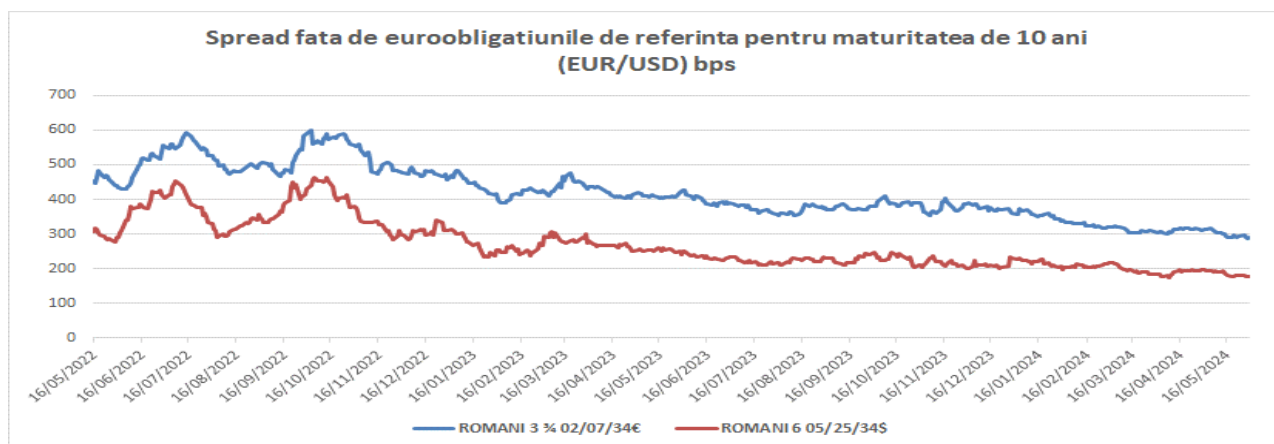
Randamentele euroobligațiunilor de stat denumite în EUR au înregistrat scăderi semnificative în cursul anului 2023 de aproximativ 70-160 puncte de bază ca urmare a îmbunătățirii percepției investitorilor cu privire la evoluția ratei inflației și a politicilor ce vor fi abordate de băncile centrale, pe parcursul anului 2023 fiind înregistrată o tendință de aplatizare a curbei de randamente. În primele 5 luni ale anului 2024 nu au fost înregistrate variații majore ale randamentelor euroobligațiunilor denumite în EUR, incertitudinile cu privire la politicile monetare ce vor fi adoptate în zona euro, cumulat cu programul de emisiuni din această perioadă, determinând o volatilitate redusă a randamentelor în jurul valorilor înregistrate la sfârșitul anului 2023.

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



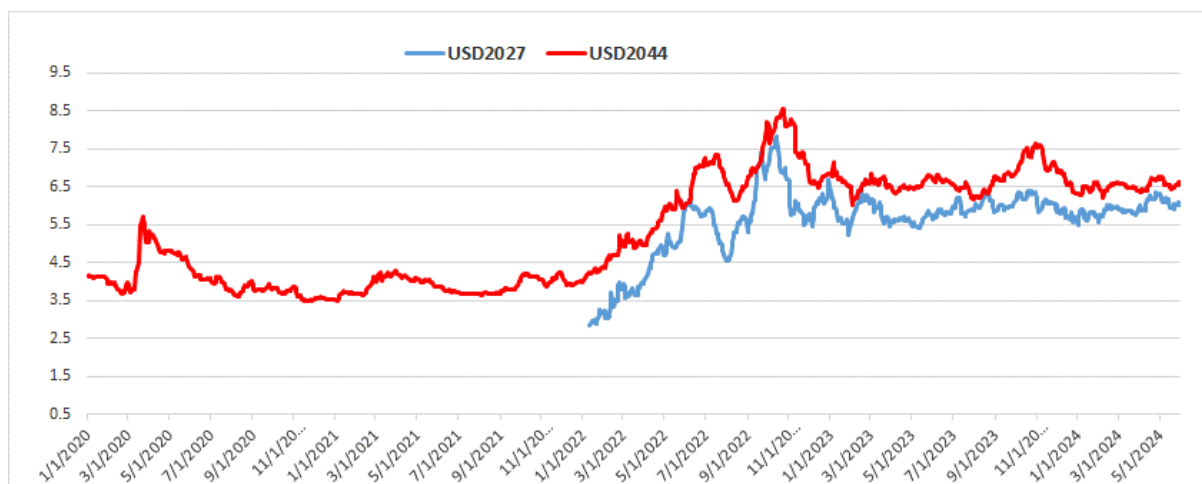
Sursă: MF

La sfârșitul anului 2023 s-a înregistrat o creștere a randamentelor euroobligațiunilor denumite în USD, revenirea la nivelurile anterioare fiind realizată printr-o corecție rapidă, primele cinci luni ale anului 2024 înregistrând variații minime cu o ușoară tendință de creștere.



Începând cu sfârșitul anului 2022 spread-urile euroobligațiunilor emise de România au cunoscut o scădere constantă (în medie 120-150 bps), pe tot parcursul perioadei fiind înregistrat un spread mai ridicat pentru emisiunile denumite în moneda europeană, fapt generat în principal de emisiunea netă mult mai ridicată în moneda unică comparativ cu moneda americană.

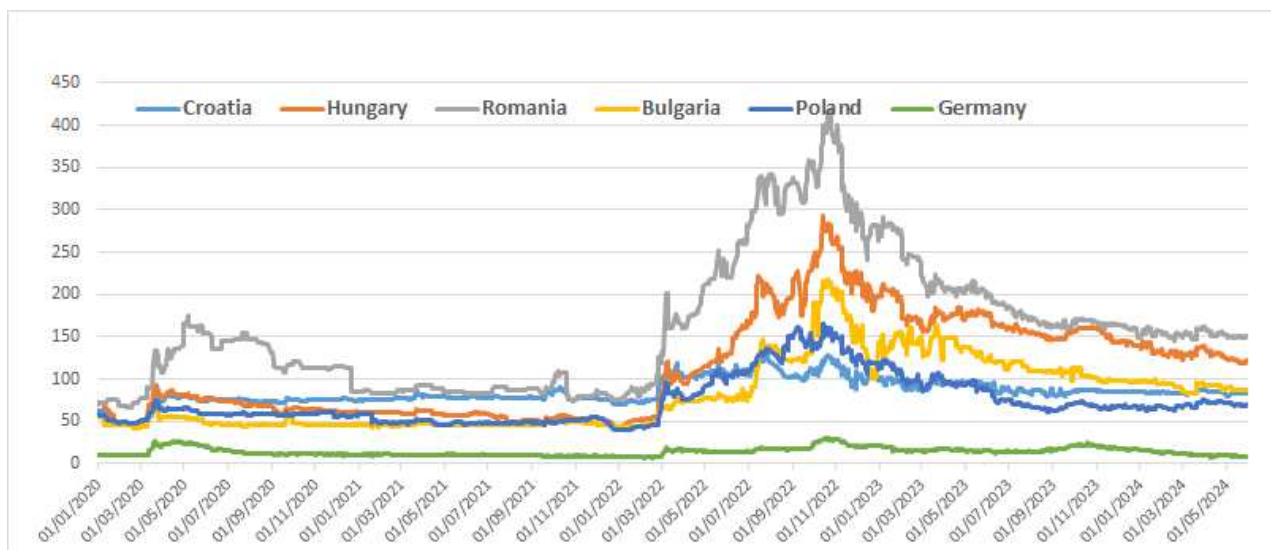
**Grafic 17: Randamentele euroobligațiunilor României emise în USD pe piața externă cu scadență 2027 și 2044**



Sursă: Bloomberg

Cotațiile CDS (credit default swap)<sup>22</sup> ale României, care reprezintă prețul asigurării contra riscului de neplată, au înregistrat scăderi accentuate până în luna septembrie 2023, ulterior nivelurile menținându-se la un nivel constant.

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



Sursă: Bloomberg

### Implementarea planului de finanțare de pe piețele externe

**În anul 2023 s-a avut în vedere asigurarea unei prezențe constante pe piețele financiare externe** în condiții de cost avantajoase pentru România, precum și diversificarea bazei de investitori și consolidarea rezervei financiare în valută la dispoziția Trezoreriei Statului la un nivel care să acopere până la aproximativ 4 luni din necesarul brut de finanțare. A fost atrasă suma de 10,6 mld. EUR echivalent, prin 3 emisiuni de euroobligațiuni și 13 plasamente private. Termenii și condițiile titlurilor de stat lansate pe piețele externe, se prezintă astfel:

Luna	Valoare totala	Maturitate	Valoare	Cupon	Maturitate	Valoare	Cupon	Maturitate	Valoare	Cupon
Ianuarie 2023	<b>3,99 mld. USD</b>	5 ani	1,24 mld. USD	6,625%	10 ani	1,5 mld. USD	7,125%	30 ani	1,25 mld. USD	7,625%
Februarie 2023	<b>2 mld. EUR</b>	3 ani (reziduală)	0,6 mld. EUR	5,000%	6 ani (reziduală)	1,4 mld. EUR	6,625%	-	-	-
Septembrie 2023	<b>3,25 mld. EUR</b>	5 ani	1,5 mld. EUR	5,500%	10 ani	1,75 mld. EUR	6,375%	-	-	-

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

În cursul anului 2023, diferit față de anii anteriori, a fost contractată sumă de 1,3 mld. EUR echivalent prin intermediul plasamentelor private, ca urmare a unei cereri consistente manifestate de mediul investițional, tranzacții realizate prin redeschiderea unor serii de euroobligațiuni deja emise. Chiar dacă sumele atrase prin acest instrument au un rol marginal în implementarea planului de finanțare și nu reprezintă un obiectiv principal al MF, utilitatea lor constă în eficiența prețului la care sunt realizate (fără primă de emisiune comparativ cu randamentele înregistrate în piața secundară) și posibilitatea capturării unor momente de piață diferite de-a lungul întregului an față de momentele de piață în care sunt lansate emisiunile publice. Suplimentar, modalitatea rapidă și facilă de utilizare a acestor instrumente oferă MF posibilitatea de implementare în condiții optime a planului de finanțare.

**În primele cinci luni ale anului 2024** a fost atrasă suma de 11,1 mld. EUR echivalent, prin 3 emisiuni de euroobligațiuni și un plasament privat. Termenii și condițiile titlurilor de stat lansate pe piețele externe se prezintă astfel:

Luna	Valoare totala	Maturitate	Valoare	Cupon	Maturitate	Valoare	Cupon
Ianuarie 2024	<b>4 mld. USD</b>	5 ani	2 mld. USD	5,875%	10 ani	2 mld. USD	6,375%
Februarie 2024	<b>4 mld. EUR</b>	7 ani	2 mld. EUR	5,375%	12 ani	2 mld. EUR	5,625%
Mai 2024	<b>3,24 mld. EUR</b>	8 ani	1,842 mld. EUR	5,250%	13 ani	1,4 mld. EUR	5,625%

Emisiunea din februarie 2024 a inclus prima tranșă de euroobligațiuni verzi emisă de România, interesul investitorilor pentru acest instrument fiind foarte ridicat ce a condus la obținerea unor costuri de împrumut foarte avantajoase comparativ cu randamentele înregistrate în piața secundară (s-a obținut o primă de emisiune negativă – greenium de 10 puncte de bază în contextul unei suprasubscrieri de peste 5 ori pentru tranșa verde), fiind astfel indusă o reprețuire a întregii curbe de randament denominată în EUR.

Prin utilizarea unor împrumuturi sub forma plasamentelor private s-a avut în vedere completarea finanțării de pe piețele financiare internaționale și optimizarea costurilor aferente finanțării prin aceste instrumente.

Operațiunile de pe piața externă în anul 2023 și în primele 5 luni ale anului 2024 au inclus și trageri în valoare totală de cca. 1,27 mld. EUR, respectiv 0,86 mld. EUR aferente împrumuturilor contractate de la instituții financiare internaționale (BEI, BIRD, BDCE etc.) iar sumele disponibilizate în anul 2023 din cadrul componentei de împrumut pentru implementarea Planului Național de Redresare și Reziliență (PNRR) au fost în valoare de 893 mil. EUR.

### **Ratingul suveran**

Pe parcursul anului 2023, agențiile de rating Standard & Poor's și Moody's au menținut evaluarea României în categoria recomandată investițiilor (Standard & Poor's – BBB-/A-3 și Moody's – Baa3/P-3). Deciziile au luat în considerare perspectiva pozitivă a creșterii economice

susținută de fondurile din Next Generation EU și angajamentul autorităților române privind consolidarea fiscală în cadrul procedurii de deficit excesiv, dar au semnalat o serie de riscuri care ar putea afecta în perioada următoare ratingul suveran, cum ar fi nerealizarea unei reduceri susținute a dezechilibrelor fiscale sau deteriorarea structurală a finanțelor publice, precum și adâncirea deficitului de cont curent sau o creștere a riscului geopolitic ca urmare a invaziei ruse în Ucraina.

În cursul lunii martie 2024, Fitch a confirmat ratingul de țară la BBB-/F-3 precum și perspectiva stabilă. Decizia reconfirmării ratingului suveran și a menținerii perspectivei stabile este susținută, în opinia agenției, de statutul de membru al Uniunii Europene și de fluxurile de capital ale Uniunii Europene care sprijină investițiile și stabilitatea macroeconomică a țării, precum și de evoluția pozitivă a PIB-ului pe cap de locuitor și a indicatorilor de guvernanță și dezvoltare umană, care se situează la niveluri superioare față de țările din aceeași categorie de rating.

Agențiile de rating Standard & Poor's și Moody's au menținut la rândul lor în primele patru luni ale anului 2024 ratingul României în categoria recomandată investițiilor (Standard & Poor's – BBB-/A-3 și Moody's – Baa3/P-3), precum și perspectiva stabilă.

### ***Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2024-2026***

Măsurile de combatere a inflației și riscurile geopolitice situate la niveluri ridicate urmare a conflictului militar din Ucraina reprezintă provocări pe termen mediu și lung și vor concentra eforturile guvernamentale la nivel global. Proiecțiile BNR ale inflației<sup>23</sup> indică niveluri descrescătoare ale ratei anuale a inflației IPC de la 6,6 % la sfârșitul anului 2023, la 4,9 la sută la sfârșitul anului 2024 și la 3,4 la sută în martie 2026. Totodată, așteptările privind reducerea ratei de politică monetară ar putea avea efecte benefice asupra randamentelor titlurilor de stat în lei, în special în a doua parte a anului 2024.

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

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

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

Pe termen mediu, MF va continua să mențină o abordare flexibilă în realizarea procesului de finanțare, atât din perspectiva accesării piețelor internă și externe, cât și a instrumentelor de datorie utilizate, urmărind asigurarea caracterului predictibil și transparent al ofertei de titluri de stat, pentru a putea reacționa prompt și adecvat la potențialele modificări în tendințele pieței și comportamentului investitorilor.

În funcție de condițiile și ferestrele de oportunitate de pe piețele financiare externe, MF are în vedere pre-finanțarea parțială a necesităților de finanțare în cursul anului, politică pe care intenționează să o continue și în anii următori. Aceasta este o practică comună de asigurare a necesităților de finanțare a agențiilor de management a datoriei la nivelul UE, diminuând în acest fel presiunea privind asigurarea surselor de acoperire a necesităților de finanțare pe parcursul anului curent.

---

<sup>23</sup> BNR - Raport asupra inflației - mai 2024

Pe piața internă, pentru a reduce costurile de finanțare și pentru a promova o mai bună funcționare a pieței secundare, MF intenționează să continue politica de construire a unor serii de obligațiuni de stat de tip benchmark lichide de-a lungul întregii curbe de randament, concomitent cu o politică transparentă de emitere a titlurilor de stat, urmărind atingerea unor volume pe emisiune în valoare echivalentă de aproximativ 3 mld. EUR (se poate depăși acest nivel în special pentru emisiunile cu scadențe dincolo de anul 2028 având în vedere creșterea volumelor operațiunilor de preschimbare/switch, precum și creșterea pieței titlurilor de stat), cu informarea în prealabil a pieței în ceea ce privește volumele, frecvența lansării/redeschiderii anumitor categorii de maturități. MF poate emite titluri de stat denumite în EUR pe piața internă în contextul identificării unei cereri pentru astfel de instrumente din partea investitorilor locali, în lipsa unor instrumente alternative, fiind astfel create premisele unui raport maturitate/cost avantajos.

De asemenea, MF va continua utilizarea operațiunilor specifice de administrare a pasivelor<sup>24</sup>, de tipul răscumpărărilor anticipate sau preschimbărilor de titluri de stat, în scopul facilitării procesului de refinanțare a seriilor cu volume mari acumulate, care devin scadente și accelerării procesului de creare a unor serii de titluri de stat de tip benchmark lichide.

Corelat cu volumele atrase, în procesul de finanțare se va avea în vedere o structură flexibilă a maturităților, care să asigure acoperirea nevoilor de finanțare ale statului și să permită extinderea duratei portofoliului de datorie și reducerea riscului de refinanțare pe termen mediu. În acest sens, este importantă diversificarea bazei investiționale locale, având în vedere că băncile comerciale dețin încă în portofolii o pondere importantă a titlurilor de stat, deși tendința este de scădere.

De asemenea, trebuie avut în vedere că, în ipoteza/scenariul creșterii ratelor de dobândă, chiar și temporară, deținerile/portofoliile de titluri de stat ale băncilor pot avea un efect negativ asupra profitabilității și capitalizării băncilor, ca urmare a recunoașterii de pierderi din marcarea la piață a instrumentelor cu venit fix deținute, ceea ce ar putea afecta cererea la licitațiile de titluri de stat din partea sectorului bancar care este, încă cel mai important segment investițional pe piața internă.

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

În acest context, în implementarea planului de finanțare pe termen mediu, MF are în vedere măsuri de diversificare a deținerilor de titluri de stat cu efect asupra diminuării riscului de concentrare și reducerii presiunii asupra randamentelor pe piața primară. Pentru acest scop, MF are în vedere emiterea de obligațiuni verzi în funcție de evoluția condițiilor pe piața internă dar mai ales în funcție de potențialul de realizare a unor astfel de emisiuni prin prisma volumelor estimate de cheltuieli eligibile cărora le pot fi alocate sume din astfel de emisiuni. În vederea creșterii accesibilității persoanelor fizice și a diversificării canalelor de vânzare a titlurilor de stat, ca instrumente de economisire, MF va menține oferta de titluri de stat dedicate persoanelor fizice, prin continuarea emisiunilor de titluri de stat pentru populație în cadrul celor două programe dedicate Tezaur și FIDELIS fiind avută în vedere posibilitatea distribuirii acestor titluri de stat în format online prin utilizarea conturilor de card, instrument care ar putea avea o adresabilitate foarte bună și pentru cetățenii români din diaspora.

În ceea ce privește accesarea *pieței externe*, MF intenționează să mențină o prezență constantă pe piețele financiare internaționale, inclusiv prin emisiuni de obligațiuni verzi, și de continuare a

---

<sup>24</sup> Licitațiile aferente operațiunilor de răscumpărare anticipată (buy-back) și de preschimbare a titlurilor de stat (switch) pe piața internă se realizează prin utilizarea platformei electronice dezvoltată de către BNR pentru licitațiile aferente pieței primare.



operațiunilor de administrare a pasivelor (răscumpărare anticipată/preschimbare) pentru diminuarea riscului de refinanțare în funcție de condițiile de piață, care să permită obținerea unor costuri avantajoase pentru statul român.

MF va păstra flexibilitatea în ceea ce privește momentul accesării piețelor internaționale, volumul și valuta emisiunilor externe, ținând cont de costurile asociate, de considerentele de risc, precum și de evoluția cererii și a termenilor și condițiilor de emisie pe piața internă și va utiliza și plasamentele private având în vedere flexibilitatea oferită de acestea și condițiile avantajoase din punct de vedere al costurilor de finanțare.

MF intenționează și utilizarea de instrumente în afara Programului MTN atât prin accesarea piețelor specifice, cum este cazul pieței japoneze prin lansarea de emisiuni Samurai, cât și a altor tipuri de plasamente care pot adresa investitori specifici având în vedere beneficiul diversificării bazei investiționale.

Cadrul operațional aferent instrumentelor financiare derivate este estimat să fie finalizat până în anul 2025, astfel încât acestea să poată fi utilizate pentru administrarea riscurilor asociate riscului valutar și de rată a dobânzii (se au în vedere în special operațiunile de hedging prin utilizarea de cross currency swap).

Totodată, pe termen mediu, pachetul financiar de sprijin al UE, de care beneficiază și România, prin Mecanismul de Redresare și Reziliență va juca un rol important atât în realizarea corecției bugetare, cât și în realizarea unor programe și investiții esențiale, care să sprijine reziliența și capacitatea de adaptare a economiei în contextul recuperării după criza COVID-19, precum și potențialul de creștere prin reforme majore și investiții cheie pentru facilitarea tranziției verze și digitale. Pentru implementarea PNRR, România beneficiază de fonduri în valoare de 28,5<sup>25</sup> mld. EUR, din care 13,6 mld. EUR sunt finanțări nerambursabile, iar 14,9 mld. EUR reprezintă sprijin sub formă de împrumut (suma trasă până la sfârșitul sem. I 2024 fiind de 3,8 mld. EUR). Utilizarea componentei de împrumut va avea un impact pozitiv în reducerea costurilor de finanțare la nivel suveran, ținând cont de costurile foarte avantajoase aferente împrumutului (respectiv în termenii financiari la care CE se împrumută în numele UE de pe piețele financiare, la care se adaugă costurile suportate de CE pentru obținerea și gestionarea finanțării respective), ceea ce va influența pozitiv cheltuielile cu dobânzile aferente datoriei publice și implicit asupra deficitului bugetar în anii următori utilizării tragerilor din acest împrumut.

Pe termen mediu, MF intenționează să continue parteneriatul cu instituțiile financiare internaționale, inclusiv cu Uniunea Europeană, pentru a beneficia de avantajele financiare aferente produselor acestora în limitarea costurilor și extinderea maturității portofoliului de datorie prin condițiile de cost și maturitate oferite, în scopul finanțării deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice guvernamentale, disponibilizarea fondurilor având la bază realizarea unor măsuri și/sau alte acțiuni necesare în domeniul reformelor sectoriale.

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

Surse de finanțare	Maturitatea (ani)	Valoare (mld.)		
		2024	2025	2026
<b>Piața internă</b>				
1. Certificate de Trezorerie (mld. lei)	până la 1 an	10	10	10
2. Obligațiuni tip benchmark în lei și EUR (mld. lei)	peste 1 an	83,6	59,2	75,9
1. Titluri de stat pentru populație (mld. lei)	1 – 5 ani	20	20	20
<b>Piața externă</b>				
1. Emisiuni de euroobligațiuni în cadrul Programului MTN (echiv. mld. EUR)				

<sup>25</sup> În data de 21 noiembrie 2023 Comisia Europeană a evaluat pozitiv PNRR revizuit, noua valoare a acestuia fiind de 28.511,58 mil. EUR.

EUR/USD	3-30 ani	11,0	8,5	6,5
2. Împrumuturi de la instituții financiare internaționale (mld. EUR):				
a) Împrumuturi BEI (incl. SPL), BIRD, BDCE, etc	în medie 15-20 ani, din care 4-5 ani perioada de gratie; maturitatea variază în funcție de finanțator și de stadiul împrumutului <sup>26</sup>	1,7	1,0	1,1
b) Împrumuturi de la Uniunea Europeană în cadrul componentei de împrumut din cadrul PNRR de cca 14,94 mld. EUR	In medie de cca 20 ani	0,7	4,9	7,6

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

## 5. Cadrul macroeconomic<sup>27</sup> în România

**În anul 2023 România a înregistrat o creștere economică de 2,1%, într-un context geopolitic dificil și a unor provocări fără precedent la nivelul economiei europene privind lanțurile de aprovizionare și piețele de energie**, care au afectat în principal industria, a cărei valoare adăugată brută s-a redus cu 2,3%. Celelalte sectoare au avut dinamici pozitive.

Prioritatea specială acordată de Guvern proiectelor de investiții (finanțate atât din fonduri naționale cât și prin PNRR) a făcut ca valoarea adăugată brută din construcții să se majoreze cu 11,0%, iar în corespondență, pe partea cererii formarea brută de capital fix să crească cu 14,4%. Consumul final total s-a majorat cu 3,5% fiind influențat de unele efecte remanente ale șocului inflaționist din anul precedent, iar cererea externă a avut o contribuție neutră la creștere, în condițiile în care atât exportul cât și importul de bunuri și servicii s-au redus cu 1,4%.

Pentru intervalul de timp aferent Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale (2024-2026), prognozele Comisiei Naționale de Strategie și Prognoză au în vedere o **creștere economică robustă** care se îmbunătățește de la 3,4% în anul 2024 la 4,4% în anul 2026, ușor peste potențial. Pe partea ofertei se au în vedere: (i) redresarea sectorului industrial odată cu îmbunătățirea climatului economic și atenuarea șocurilor, (ii) impactul finanțărilor europene pentru proiectele de infrastructură asupra lucrărilor de construcții, și (iii) dezvoltarea serviciilor cu valoare adăugată ridicată. Pe partea cererii, investițiile (formarea brută de capital fix) vor reprezenta factorul determinant al creșterii economice, susținute de intrările de fonduri europene și alocările din mecanismul de redresare și reziliență, urmate de consumul privat în timp ce exportul net va avea o contribuție ușor negativă.

După creșterile semnificative de **prețuri** din anul 2022, care au avut efecte negative puternice în economie atât în rândul firmelor, cât și al gospodăriilor populației, se observă începutul unui trend de atenuare a presiunilor inflaționiste, astfel că **rata anuală a inflației** s-a situat la 6,6% în luna decembrie 2023 (de la 16,4% în decembrie 2022). Ca medie anuală, inflația s-a situat la un nivel de 10,4%.

Conform previziunilor realizate de către Comisia Națională de Strategie și Prognoză se estimează că procesul dezinflaționist va continua, astfel că în decembrie 2024 rata anuală a inflației va ajunge la 4,6%. În perioada 2025-2026, se preconizează o tendință descendentă a inflației, pe măsură ce efectele șocurilor exercitate asupra ofertei se vor diminua, astfel încât rata prognozată la sfârșitul anului 2026 va ajunge la 2,6%, rată aproximativ egală cu punctul central al țintei de 2,5% ± 1 punct procentual a Băncii Naționale a României. O traiectorie similară va urma și rata medie anuală a inflației care se va atenua, de la 10,4% în 2023 la 2,9% în 2026.

<sup>26</sup> O parte din împrumuturi sunt deja în perioada de rambursare, iar pentru altele termenii financiari se stabilesc cu ocazia fiecărei trageri,

<sup>27</sup> Capitolul este elaborat pe baza proiecției indicatorilor macroeconomici publicați de CNSP- Prognoza de primăvară, 30 aprilie 2024

În anul 2023, **piața forței de muncă** s-a dovedit rezilientă, în ciuda încetirii creșterii economice. Rata șomajului BIM a fost de 5,6%, similară celei din anul precedent, iar câștigul salarial mediu brut s-a majorat cu 13,8%. În condițiile în care câștigul salarial mediu net a crescut cu 14,5% a rezultat o creștere a puterii de cumpărare a salariaților cu 3,7%. Conform prognozelor, aceste evoluții vor continua pe termen mediu în sensul în care: (i) rata șomajului după metodologia BIM se va reduce de la 5,5% în 2024 la 4,9% în anul 2026, iar (ii) puterea de cumpărare salariaților își va accelera creșterea la 5,1% în 2024 și va reveni la 3,5% și 4,0% în 2025 și respectiv 2026. Mai mult, creșterea economică ridicată pe termen mediu va genera noi locuri de muncă, astfel că la nivelul anului 2026 numărul de salariați, conform definiției BIM, va ajunge la 6811,0 mii persoane depășind nivelul din 2023 cu 213,7 mii persoane (+3,2%).

În anul 2023, **deficitul contului curent** s-a restrâns semnificativ la 7,0% din PIB, de la 9,2% din PIB în anul 2022, fenomen determinat aproape în totalitate de ajustarea deficitului comercial. Pentru anul 2024, se previzionează o ușoară lărgire a deficitului de cont curent al balanței de plăți la 24,7 mld. EUR (de la 22,6 mld. euro în 2023), în linie cu accelerarea creșterii economice, însă în termeni relativi se menține la 7,0% din PIB. Pe termen mediu, deficitul de cont curent nu va depăși în valoare absolută pragul de 26,0 mld. EUR, în timp ce în termeni relativi ponderea în PIB a acestuia se va reduce la 6,3% în 2026.

Cadrul macroeconomic aferent Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale, configurat pentru perioada 2024-2026, este cel elaborat de Comisia Națională de Strategie și Prognoză în contextul actualului climat geopolitic dificil și al incertitudinilor derivate din multitudinea șocurilor manifestate în ultimii ani, ținând cont de rezultatele anului 2023 și de evoluțiile economice și sociale din primele luni ale anului 2024.

**Contextul internațional**, așa cum este anticipat de către principalele organizații internaționale, este în proces de redresare pe termen mediu, însă cu divergențe majore din punct de vedere al creșterii economice între economiile dezvoltate și cele emergente. În ceea ce privește rata inflației, una din provocările cele mai acute ale acestei perioade, se prognozează o traiectorie de încetinire a creșterii prețurilor în următorii ani, însă mai rapidă în cazul economiilor dezvoltate.

**Fondul Monetar Internațional (FMI)** prevede o menținere a creșterii economice globale din 2023, respectiv de 3,2% și în anii 2024 și 2025<sup>28</sup>. Redresarea economică nu este uniformă întrucât se prevăd creșteri ale PIB de 1,7% și 1,8% în 2024 și, respectiv, în 2025 pentru economiile dezvoltate în ansamblu, în timp ce în cazul economiilor emergente dinamica activității va fi mai mult decât dublă, respectiv 4,2% în fiecare dintre cei doi ani de prognoză. Pentru zona euro, perspectivele sunt ușor mai negative decât în cazul grupului economiilor dezvoltate, fiind așteptată o creștere economică de doar 0,8% în 2024 și de 1,5% în 2025. Pentru principalele economii din zona euro și în același timp cei mai importanți parteneri comerciali ai României, se prevăd dinamici ale PIB care se situează în teritoriu pozitiv în 2024, dar cu magnitudine redusă (Germania cu 0,2% iar Italia și Franța cu 0,7%) și care accelerează în 2025 în cazul Germaniei (1,3%) și Franței (1,4%) și se menține la același nivel în cazul Italiei. Rata inflației la nivel global va încetini de la 6,8% în 2023 la 5,9% în 2024 și 4,5% în 2025, de asemenea cu un grad ridicat de divergență, în sensul că în economiile avansate dezinflația va fi mai accentuată.

Și în viziunea **Organizației pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE)**<sup>29</sup> economia globală evoluează pozitiv și va crește cu 3,1% în 2024 și cu 3,2% în 2025, menținându-se ca și în accepțiunea FMI un grad de diferențiere între economiile dezvoltate și cele emergente. În cazul zonei euro, OCDE anticipează o creștere economică de 0,8% în 2024 care accelerează la 1,5% în anul 2025. Pentru economiile mari ale blocului monetar, se întrevide o redresare a

---

<sup>28</sup> Raport Fondul Monetar internațional - [World Economic Outlook, April 2024: Steady but Slow: Resilience amid Divergence](#), aprilie 2024

<sup>29</sup> Raport OECD - OECD Economic Outlook, mai 2024

activității economice, chiar dacă la niveluri semnificativ inferioare economiei globale, după cum urmează: Germania de la 0,2% în 2024 la 1,1% în 2025, Franța de la 0,7% la 1,3% și Italia de la 0,7% la 1,2%. Procesul de dezinflație va continua la nivel global însă diferențiat ca și în cazul prognozelor FMI. Rata inflației va atinge ținta de politică monetară în cazul zonei euro în anul 2025, în timp ce în cazul statelor UE mai mici acesta va fi ușor mai ridicată.

În ceea ce privește **politicile fiscal-bugetare** pe termen mediu, conform prevederilor *Strategiei fiscal-bugetare pentru perioada 2024-2026*, acestea se subsumează obiectivului general de continuare a consolidării fiscale graduale, realizată în condițiile unui echilibru între necesitatea de ajustare fiscală și nevoia de sprijinire a recuperării economice, a sistemului de sănătate, a infrastructurii, a măsurilor privind atenuarea schimbărilor climatice și implementării digitalizării precum și realizării tranziției verde care rămân prioritare în circumstanțele dificile actuale. Ritmul consolidării ține seama de faptul că în anul 2024 trebuie implementate reforme importante din PNRR, cum ar fi noua lege a pensiilor, precum și realizarea unor proiecte de investiții din granturi și împrumuturi din PNRR care trebuie finalizate până la sfârșitul anului 2026 și care reclamă sume bugetare importante. La construcția bugetului pentru anul 2024 s-au avut în vedere reintrarea pe traiectoria de ajustare a deficitului bugetar, sprijinirea economiei și a categoriilor vulnerabile, alături de majorarea alocărilor pentru investiții. În plus, obiectivele pe termen mediu ale politicii fiscal-bugetare includ reforma investițiilor publice, simplificarea fiscalității și perfecționarea legislației în domeniu, menținerea datoriei publice la un nivel sustenabil, majorarea și îmbunătățirea structurii veniturilor fiscale, creșterea performanței administrației fiscale și vamale, eliminarea distorsiunilor și a lacunelor, toate acestea având rolul de a institui un sistem fiscal mai corect, mai eficient, mai simplu și mai transparent.

În contextul intern și internațional dificil, execuția bugetară pentru anul 2023 s-a finalizat cu un deficit bugetar cash de 5,7% din PIB, nivel superior țintei de 4,4% din PIB, pe care fusese construit inițial bugetul și care era conform cu Recomandarea Consiliului European din 18 iunie 2021 pentru a pune capăt situației de deficit public excesiv din România.

Pe termen mediu (2024–2026), în condiții de consolidare fiscală reducerea deficitului bugetar va determina reducerea necesarului de finanțare la nivel guvernamental și implicit menținerea datoriei publice la un nivel sustenabil.

**Tabel 8: Prognoza necesităților de finanțare**

Indicator	2023 execuție operativă	2024 prog.	2025 prog.	2026 prog.
Veniturile administrației publice centrale (mld. lei) <sup>30</sup>	419,8	497,8	520,8	563,3
Cheltuielile administrației publice centrale (mld. lei) <sup>31</sup>	510,4	583,7	610,6	648,9
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale (I) (mld. lei) <sup>32</sup>	90,6	85,9	89,9	85,6
Refinanțarea datoriei publice guvernamentale <sup>33</sup> (II) (mld. lei)	95,8	94,6	71,3	71,9
Necesar brut de finanțare (I+II) (mld. lei)	186,4	180,5	161,2	157,5

Sursa: MF

<sup>30</sup> Calculat pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

<sup>31</sup> Idem 27

<sup>32</sup> Idem 27

<sup>33</sup> Volumul rambursărilor de rate de capital și de refinanțări de titluri de stat în contul datoriei publice guvernamentale, conform legislației naționale, calculată pe baza soldului datoriei la sfârșitul anului 2023 (include garanțiile de stat, dar nu include finanțarea temporară).

Ipotezele macroeconomice ale Strategiei pentru perioada 2024-2026 sunt prezentate în tabelul de mai jos.

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

Indicatori	2023	2024prog.	2025prog.	2026prog.
PIB nominal (mld. lei)	1.605,6	1.767,3	1.922,4	2.077,6
Creștere PIB (%)	2,1	3,4	4,0	4,4
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale <sup>34</sup> (% din PIB)	-5,7*)	-4,9	-4,7	-4,1
Deficitul contului curent (% din PIB)	-7,0	-7,0	-6,6	-6,3
Inflația (sfârșitul anului %)	6,6	4,6	3,4	2,6
Inflația (medie anuală %)	10,4	5,6	4,0	2,9
Cursul de schimb mediu lei/EUR	4,95	5,00	5,06	5,12
Cursul de schimb mediu lei/USD	4,57	4,63	4,68	4,74

Sursa: CNSP prognoza de primăvară, 30 Aprilie 2024

\*) execuția operativă la 31 decembrie 2023

### Modificarea cadrului de guvernantă fiscală începând cu anul 2024

În luna februarie 2024, la nivelul UE a fost aprobat un pachet legislativ de reformă a cadrului de guvernantă economică pentru statele membre. Obiectivele noului cadru sunt de a consolida sustenabilitatea datoriei statelor membre și de a promova o creștere durabilă și favorabilă incluziunii în toate statele membre prin reforme și investiții care stimulează creșterea. Noul cadru de guvernantă fiscală ia în considerare diferitele provocări fiscal-bugetare și introduce supravegherea bazată pe risc, care diferențiază statele membre în funcție de pozițiile lor fiscal-bugetare individuale. Pentru statele membre cu un deficit bugetar de peste 3% din PIB sau cu o datorie publică mai mare de 60% din PIB, Comisia va emite o „traietorie de referință” care oferă statelor membre îndrumări în pregătirea planurilor bugetar-structurale naționale care vor asigura că datoria este plasată pe o traiectorie plauzibilă descendentă sau se menține la niveluri prudente, iar deficitul bugetar este adus și menținut sub 3% din PIB pe termen mediu, inclusiv pentru România aflată în Procedura de deficit excesiv. Planurile vor fi evaluate de Comisie și aprobate de Consiliu, pe baza criteriilor comune ale UE, în timp ce un singur indicator operațional – cheltuielile primare nete – va servi drept bază pentru monitorizarea și evaluarea conformității.

La sfârșitul anului 2023, ponderea datoriei guvernamentale, calculată conform metodologiei UE, s-a situat la un nivel de 48,8%<sup>35</sup> din PIB inferior plafonului de 60% stabilit prin Tratatul de la Maastricht, iar conform datelor preliminate de la sfârșitul lunii aprilie 2024 se situează la nivelul de 52,1% din PIB. Datoria publică include sumele disponibilizate pentru implementarea Planului Național de Redresare și Reziliență (PNRR) dar și datoria contractată pentru finanțarea deficitului bugetar aprobat pentru anul 2024, precum și refinanțarea datoriei publice scadente.

Creșterea necesarului de finanțare la nivel guvernamental, îndeosebi ca urmare a deficitelor bugetare excesive (peste limita de 3% din PIB) va avea impact asupra datoriei guvernamentale calculate conform metodologiei UE și în acest scop trebuie să se aibă în vedere măsurile prevăzute de Legea responsabilității fiscale nr.69/2000 pentru menținerea la un nivel sustenabil al datoriei guvernamentale.

<sup>34</sup> Calculat pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

<sup>35</sup> Conform Comunicatului EUROSTAT - Iulie 2024

## *Riscurile aferente proiecțiilor inițiale*

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

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

Deși pe o traiectorie în scădere, combaterea inflației rămâne o provocare importantă pentru băncile centrale. Pe parcursul anului 2023, marile bănci centrale (FED<sup>36</sup> și BCE<sup>37</sup>) au majorat succesiv ratele de referință menținându-și politica restrictivă și în prima parte a anului 2024. În luna iunie 2024, după nouă luni de menținere a ratelor constante BCE a decis să reducă cele trei rate cheie ale dobânzilor cu 25 de puncte de bază, luând în considerare perspectivele pozitive ale evoluției inflației și a puterii transmisiei politicii monetare.

În ceea ce privește piața internă, aceasta va fi influențată de anticipările privind evoluția deficitului bugetar, care este supus unor presiuni suplimentare în condițiile unui an electoral. Noul rezultat al alegerilor Parlamentului european, care include o pondere importantă a partidelor de extremă dreapta, poate influența majoritatea pro-europeană și genera impredictibilitate a mediului economic și politic la nivel internațional, care vor influența și evoluțiile pe plan intern.

În condițiile menținerii deficitelor bugetare excesive ca urmare a Procedurii de deficit excesiv, dar și a aplicării noului cadru de guvernare economică și fiscală începând cu anul 2024, emiterea de datorie nouă necesară acoperirii unor necesități de finanțare ridicate de pe piața internă trebuie să țină cont de capacitatea de absorbție a pieței interne și de caracteristicile deținătorilor de titluri de stat emise pe această piață (sectorul bancar fiind încă principalul deținător). Acest factor de risc poate fi diminuat pe termen lung prin creșterea cererii din partea investitorilor instituționali, cum ar fi fondurile de pensii sau alți participanți de pe piața de capital, precum fondurile locale de administrare de active și societățile de asigurări, dar și prin emiterea de noi instrumente de datorie, inclusiv obligațiuni verzi. În ultimii ani, valoarea nominală a deținerilor de titluri de stat în portofoliul fondurilor de pensii administrate privat și al fondurilor de pensii facultative a înregistrat un trend crescător, în timp ce ponderea acestora în totalul activelor a înregistrat o creștere cu aproximativ 4% în aceeași perioadă. MF va continua dialogul cu investitorii instituționali din România sau străini, în vederea consolidării deținerilor titlurilor de stat emise de România în portofoliul acestora.

### *Implicații de politică la nivel macroeconomic*

Proiecțiile macroeconomice din scenariul de bază indică o diminuare a necesarului de finanțare al administrației publice centrale în anul 2024 față de anul 2023 și o diminuare graduală în anii următori pe măsura reducerii graduale a deficitului bugetar. Astfel, strategiile de finanțare vor trebui implementate luând în considerare volumul refinanțării datoriei și al deficitelor bugetare, în scădere pe termen mediu, în paralel cu creșterea toleranței la riscurile financiare. În procesul de finanțare pe termen mediu, MF va avea în vedere atingerea obiectivelor sale specifice, însă, va ține cont de contextul macroeconomic și de modificările cererii la nivelul bazei investiționale atât pe plan intern, cât și pe plan extern.

<sup>36</sup> FED a majorat ratele de dobândă de 4 ori în anul 2023 până la nivelul de 5,25% – 5,50%, cel mai ridicat nivel din ultimii 22 de ani

<sup>37</sup> BCE a majorat ratele de dobândă de 6 ori în anul 2023 - rata la operațiunile principale de refinanțare la 4,5%, rata la facilitatea de creditare marginală la 4,75% și cea la facilitatea de depozit la nivelul de 4,00%

**În concluzie**, principalele riscuri asociate ipotezelor macroeconomice din scenariul de bază arată că, prin prisma deciziilor de politică monetară anticipate/estimate atât pe plan intern, cât și extern, se anticipează menținerea unui context de piață volatil, cel puțin pentru anul 2024. Un impact major asupra politicii de finanțare o va avea implementarea noului cadru de guvernare economică și fiscală la nivelul UE începând cu anul 2024 și traiectoria stabilită de CE pentru menținerea la un nivel sustenabil a datoriei publice.

## 6. Analiză și linii directoare strategice

Liniile directoare strategice privind administrarea datoriei publice guvernamentale a României reflectă relația cost-risc asociată portofoliului actual de datorie publică guvernamentală<sup>38</sup>, planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat și cadrul macroeconomic pe termen mediu.

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

Deși în scădere comparativ cu anii anteriori, expunerea la **riscul de refinanțare și implicit la riscul de rată de dobândă a datoriei emise pe piața internă continuă să reprezinte principalele surse de risc pentru portofoliul actual de datorie publică guvernamentală.**

**Riscul valutar, în contextul necesităților de finanțare ridicate, capătă o importanță din ce în ce mai mare**, fiind atenuat de ponderea datoriei în valută emisă pe termen lung (denominată în EUR și USD), cât și de menținerea rezervei financiare în valută la dispoziția Trezoreriei Statului. Contractarea datoriei pe maturități lungi și foarte lungi și diversificarea bazei de investitori justifică în continuare și opțiunea emiterii de euroobligațiuni denominate în USD cât și a altor valute, în condițiile limitării acestora în totalul finanțării externe, a existenței politicii de buffer și mai ales în condițiile începerii utilizării instrumentelor financiare derivate. Actualmente, analiza efectuată arată că în lipsa cadrului necesar utilizării instrumentelor financiare derivate pentru administrarea riscurilor aferente finanțării în alte monede, finanțarea în USD pe termen mediu și lung rămâne mai costisitoare și mai riscantă decât finanțarea în EUR<sup>39</sup>. Cu toate acestea, în condițiile utilizării swap-urilor valutare, analiza trebuie să se aibă în vedere costul asociat utilizării instrumentelor de hedging pe termen lung și foarte lung perceput de contrapartidă.

Pentru limitarea riscului de refinanțare, MF va continua să utilizeze operațiuni specifice de administrare a pasivelor, de tipul răscumpărărilor anticipate sau preschimbărilor de titluri de stat.

În baza acestor considerații, MF a evaluat alternativele de finanțare care facilitează limitarea expunerii la riscul de refinanțare și la cel de rată de dobândă, precum și modificarea structurii valutare a finanțării în valută.

Pentru analiza riscului de refinanțare au fost utilizate două abordări: i) emiterea titlurilor de stat în monedă națională pe maturități cât mai lungi, și ii) înlocuirea finanțării prin titluri de stat denominate în lei pe piața internă, cu finanțarea prin obligațiuni de stat denominate în EUR emise pe termen lung. În plus, pentru a examina relația cost-risc ca urmare a emisiunilor de obligațiuni pe termen lung în USD, au fost simulate mai multe strategii de finanțare cu structuri diferite de valute (EUR versus USD).

<sup>38</sup> S-a luat în considerare portofoliul de datorie publică guvernamentală la finele anului 2023.

<sup>39</sup> Randamentele actuale (la data de 4 iunie 2024) aferente euroobligațiunilor denominate în EUR sunt de 5,626% pentru scadența pe 10 ani și de 5,765% pentru 25 ani în condițiile în care cele aferente emisiunilor de euroobligațiuni în USD pe aceleași scadente sunt de 6,389%, respectiv 6,421%.

Strategiile alternative de finanțare au fost comparate pe baza proiecției serviciului datoriei având la bază diferite scenarii alternative pentru cursul de schimb și ratele de dobândă. Scenariul de bază, determinat ca fiind cel mai probabil, a fost folosit pentru a calcula costul estimat al diferitelor strategii. Riscul a fost calculat prin raportarea creșterii costului rezultat, ca urmare a aplicării șocurilor la ratele de piață utilizate<sup>40</sup> în scenariul de bază, la costul din scenariul de bază. S-au folosit doi indicatori de cost și risc: ponderea datoriei în PIB și ponderea plăților de dobânzi în PIB, ambii indicatori fiind calculați pentru finele celui de-al treilea an de analiză, respectiv 2026. Rezultatele analizei cost-risc sunt completate de considerațiile macroeconomice, de cele legate de dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat, precum și de tendințele recente ale piețelor financiare externe, așa cum se prezintă mai jos.

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

Extinderea duratei medii rămase (ATM) pentru datoria în moneda națională: Gestionarea expunerilor față de riscul de refinanțare ce caracterizează datoria în moneda națională folosind mai mult instrumente denominate în lei cu maturități pe termen mediu și lung a devenit mai fezabilă, deși depinde în continuare de apetitul și poziționarea investitorilor nerezidenți pe curba de randamente cât și de sensibilitatea investitorilor instituționali locali la riscul de rată a dobânzii. În aceste condiții, costul aferent extinderii duratei medii rămase este aproape similar din perspectiva ponderii datoriei în PIB și relativ scăzut din perspectiva ponderii plăților de dobânzi în PIB. Prin urmare, analiza scenariului susține politica MF de refinanțare a datoriei emisă pe piața internă pe maturități cât mai lungi, în funcție de apetitul investitorilor care va conduce la creșterea duratei medii rămase, deoarece majorarea de cost este relativ mică comparativ cu îmbunătățirea profilului rambursărilor/răscumpărărilor de datorie și protecția pe care o oferă față de o eventuală creștere neașteptată și susținută a ratelor de dobândă pe termen scurt.

O astfel de strategie, contribuie în același timp la dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat, prin creșterea lichidității titlurilor de stat emise pe termen mediu și lung, cu impact asupra dezvoltării pieței secundare. Îmbunătățirea lichidității se poate realiza atât prin creșterea ponderii titlurilor de stat românești în indicii regionali de referință, utilizarea platformei electronice de tranzacționare pe piața secundară (E-bond) și utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate și preschimbări de titluri). Totuși, trebuie să se aibă în vedere o creștere rezonabilă a volumului net de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu și lung pe piața internă, luând în considerare constrângerile determinate de capacitatea limitată de absorbție a pieței interne a unui volum majorat de titluri de stat pe termen mediu și lung, corelat în același timp cu menținerea expunerii ridicate a sectorului bancar pe titluri de stat, deși în anul 2023 volumele adjudecate pentru maturități reziduale mai lungi de 5 ani au fost de peste 60% din totalul titlurilor de stat emise pe piața interbancară și în primele 5 luni ale anului 2024 de peste 45%.

Reducerea riscului de refinanțare prin refinanțarea datoriei în lei scadente pe piața internă prin titluri de stat denominate în EUR pe 10 ani: Gestionarea expunerilor față de riscul de refinanțare a datoriei în monedă națională prin finanțare în EUR este avantajoasă din perspectiva costului datoriei, însă dacă analiza se axează pe stocuri, riscul valutar predomină, iar majorarea ponderii datoriei în EUR amplifică expunerea portofoliului la o posibilă depreciere a monedei naționale. În cazul utilizării ca indicator de cost ponderea plăților de dobândă în PIB, strategiile cu o finanțare preponderentă în EUR au un cost mai scăzut, și un risc asociat mai redus comparabil cu finanțarea preponderent în monedă națională. Analiza din perspectiva diferențialului de cost este determinată de faptul că ratele dobânzilor de pe piața internă se mențin în continuare peste nivelul celor în EUR cu cca 1,3% (grafic nr. 8 și 16) pentru maturitatea de 10 ani, deși

<sup>40</sup> Pentru analiză, au fost utilizate ratele de referință forward pentru EUR și USD preluate din Bloomberg la data de 17 mai 2024



diferențialul de cost s-a redus accentuat de la nivelul de 2,5% înregistrat în anul 2021. Se recomandă utilizarea finanțării în EUR pentru acoperirea necesităților de finanțare ridicate însă limitat, având în vedere impactul unei eventuale depreciere a leului și ponderea ridicată a datoriei în EUR în comparație cu țările din aceeași categorie de rating, conform evaluărilor agențiilor de rating.

Structura portofoliului în valută: Rezultatele simulării conduc la preferința pe termen mediu pentru finanțarea în EUR față de cea în USD. Analiza cantitativă arată faptul că, din perspectiva curbelor de randament curentă și forward, finanțarea în USD presupune creșterea costului, în comparație cu finanțarea în EUR. Acest fapt reflectă estimările privind ratele dobânzilor mai mari în USD, precum și un curs de schimb leu/USD semnificativ mai volatil decât cel leu/EUR, în condițiile aprecierii monedei americane comparativ cu EUR.

Întrucât piața în USD este mult mai lichidă, cu o bază diversificată de investitori care a permis României să se împrumute cu maturități lungi, în condițiile menținerii unor nevoi de finanțare ridicate de pe piețele externe, finanțarea în USD va fi utilizată în completarea sumelor atrase de pe piețele externe contribuind la extinderea maturității rămase a datoriei în condițiile unor volume ridicate de emisiuni de titluri de stat ale României denumite în EURO aflate deja în portofoliile investitorilor. Deși pe termen mediu intenția este de a menține expunerea datoriei externe preponderent în EUR, totuși, în situația existenței unor oportunități prin prisma raportului cost/maturitate și ținând cont de beneficiile diversificării bazei investiționale, cu impact asupra capacității și termenilor și condițiilor de finanțare pe termen mediu și lung, se va avea în vedere în continuare atât emiterea de datorie în USD, cât și în alte valute, cum ar fi accesarea pieței japoneze prin emiterea de obligațiuni.

În acest sens, pentru reducerea expunerii la riscul valutar și de rată de dobândă asociate portofoliului de datorie publică guvernamentală, după finalizarea cadrului operațional și procedural, MF are în vedere utilizarea instrumentelor financiare derivate (îndeosebi swap pe valute încrucișate), în acest sens fiind încheiate în anul 2022 acorduri-cadru ISDA Master Agreement cu o serie de contrapartide, iar în prezent se fac demersuri pentru extinderea numărului acestora.

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

**În concluzie**, în condițiile unor deficite bugetare ridicate, România încadrându-se în Procedura de deficit excesiv, MF are în vedere asigurarea finanțării deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice în principal în monedă națională pentru a continua procesul de dezvoltare a pieței interne, corelat cu capacitatea de absorbție a pieței interne a titlurilor de stat în lei, în paralel cu accesarea piețelor externe de capital funcție de oportunitățile oferite pe aceste piețe, cu scopul extinderii maturității medii pentru total datorie și diversificării bazei investiționale. Totodată, se va continua politica de contractare a împrumuturilor de la IFI-uri în vederea asigurării unor surse robuste de finanțare și asigurării minimizării costurilor pe termen mediu și lung.

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

## *Linii directoare strategice*

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2024 - 2026:

1. Asigurarea finanțării în principal în moneda națională, care să faciliteze în continuare dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și totodată să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar, ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne, precum și de necesitățile diversificării bazei de investitori în titlurile de stat prin lărgirea canalelor de distribuție a titlurilor de stat pentru populație precum și a emiterii de obligațiuni pe piața interbancară care să se plieze pe cererea investitorilor instituționali rezidenți și nerezidenți. Emisiunile în EUR pe piața internă vor fi avute în vedere în contextul cererii specifice exprimate de investitorii locali, pe maturități medii, în funcție de condițiile de piață și de apetitul manifestat de către mediul investițional, în condițiile unui raport maturitate/cost avantajos.
2. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, inclusiv prin utilizarea de operațiunilor de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate sau preschimbări de titluri de stat).
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută .
4. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în EUR și USD, alte valute vor fi luate în considerare în funcție de oportunitățile identificate și de raportul cost/risc, precum și de contribuția acestora la diversificarea bazei investiționale, inclusiv prin plasamentele private cât și alte tipuri de instrumente care pot conduce la diversificarea geografică și a tipologiei de investitori. Emisiunile de obligațiuni verzi se vor emite în baza Cadrului general pentru obligațiuni verzi la nivel suveran aprobat la începutul anului 2024 în funcție de estimările privind cheltuielile eligibile cărora le pot fi alocate sumele obținute din emiterea de obligațiuni verzi.
5. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin limitarea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an și menținerea unei perioade medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie în parametrii rezonabili.
6. Utilizarea instrumentelor de finanțare oferite de către instituțiile financiare internaționale (BIRD, BEI, BDCE, BERD etc.), inclusiv a celor instituite la nivelul Uniunii Europene pentru susținerea procesului de redresare și reziliență la nivelul statelor membre, avându-se în vedere termenii și condițiile avantajoase oferite de acestea.

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

### *Riscul valutar:*

1. Asigurarea unei finanțări nete într-o pondere mai mare din surse interne începând cu anul 2024 și menținerea ponderii datoriei denominate în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 45% (minim) - 55%.
2. Menținerea ponderii datoriei denominate în EUR în total datorie denominată în valută în intervalul 80%(minim) – 90%. Odată cu utilizarea instrumentelor financiare derivate, acest indicator se va calcula după evaluarea datoriei ca urmare a utilizării swap-urilor valutare.

### *Riscul de refinanțare*

1. Menținerea ponderii datoriei scadente în termen de 1 an în intervalul 15% și 25% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.

2. Menținerea maturității medii rămase în intervalul de 4,5 ani (minim) și 5,5 ani pentru datoria în moneda națională și între 7,0 ani (minim) și 8,0 ani pentru datoria totală.
3. Menținerea unei rezerve financiare în valută la un nivel confortabil, astfel încât să fie diminuate riscurile aferente perioadelor caracterizate de o volatilitate ridicată pe piețele financiare.

#### *Riscul ratei dobânzii*

1. Menținerea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an în intervalul de 15% și 25% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.
2. Menținerea perioadei medii până la următoarea modificare a ratei dobânzii în intervalul de 4,5 ani (minim) și 5,5 ani pentru datoria în moneda națională și între 7,0 ani (minim) și 8,0 ani pentru datoria totală.

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

<b>Expunerea la risc</b>	<b>Indicator</b>	<b>Ținte indicative pentru perioada 2024-2026</b>
Riscul valutar	Ponderea datoriei în moneda națională din total datorie (% din total)	45% (minim) - 55%
	Ponderea datoriei denuminate în EUR în total datorie în valută (% din total)	80% (minim) - 90 %
Riscul de refinanțare	Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	10% - 20% (maxim)
	Ponderea datoriei în monedă națională scadentă în termen de 1 an (% din total)	15% - 25% (maxim)
	Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani)	7,0 ani (minim) - 8,0 ani
	Maturitatea medie rămasă pentru datoria în moneda națională (ani)	4,5 ani (minim) - 5,5 ani
Riscul ratei dobânzii	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	10% - 20% (maxim)
	Ponderea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	15% - 25% (maxim)
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	7,0 ani (minim) – 8,0 ani
	Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	4,5 ani (minim) – 5,5 ani

Sursa: MF

Implementarea Strategiei pentru perioada 2024 - 2026 se va monitoriza lunar, prin urmărirea încadrării indicatorilor de datorie în țintele stabilite și publicarea acestora în Buletinul lunar privind datoria publică disponibil pe site-ul Ministerului Finanțelor. Potrivit Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare, strategia este revizibilă anual sau ori de câte ori condițiile de piață și/sau necesitățile de finanțare o impun.

**Marcel – Ioan BOLOȘ**

**MINISTRUL FINANTELOR**

**SECRETAR DE STAT**  
**Alin Marius ANDRIEȘ**

Director general : Ștefan Nanu

Director general adjunct: Diana Popescu  
Șef serviciu : Bogdan Zinca

Director general adjunct: Marian Mușuroi  
Șef serviciu : Adrian George Constantinescu

Director general adjunct: Mihaela Ene  
Șef serviciu: Mihaela Demetriuc  
Consilieri: Alina Oprea, Rodica Moroșanu, Simona Damian

## Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat

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

1. *Creșterea eficienței pe piața titlurilor de stat, prin consolidarea și extinderea curbei de randamente pe piața internă a titlurilor de stat:*
  - 1.1. Menținerea politicii privind crearea și menținerea titlurilor de stat de tip benchmark lichide, în valoare de aprox. 3 mld. EUR echivalent, ca principal instrument de finanțare pe piața internă;
  - 1.2. Continuarea utilizării operațiunilor de administrare a pasivelor în scopul accelerării procesului de creare a titlurilor de stat de tip benchmark lichide, în paralel cu administrarea riscului de refinanțare și lichiditate;
  - 1.3. Emiterea certificatelor de trezorerie pe termen scurt în scopul administrării lichidităților, în funcție de cererea investitorilor.
2. *Dezvoltarea programelor de titluri de stat pentru populație*
  - 2.1. Continuarea emisiunilor de titluri de stat pentru populație în cadrul programelor TEZAUR și „FIDELIS” și distribuirea acestora prin diverse canale de distribuție, respectiv prin intermediul unităților teritoriale ale Trezoreriei Statului, ale Poștei Române și ale instituțiilor de credit.
  - 2.2. Explorarea posibilității unui canal de distribuție online eficient ce vizează segmentul românilor ce locuiesc în străinătate
  - 2.3. Măsuri de creștere a atractivității acestor instrumente care să faciliteze realizarea în mediul online a subscrierilor și rambursărilor la scadență a sumelor datorate investitorilor.
3. *Diversificarea și lărgirea bazei de investitori prin:*
  - 3.1. Emiterea unei palete cât mai largi de instrumente, cu scadențe diferite ținând cont de apetitul investițional diferit ale mediilor investiționale locale și internaționale, incluzând plasamentele private; suplimentar emiterii de obligațiuni verzi, se are în vedere emiterea de obligațiuni Samurai pe piața japoneză;
  - 3.2. Echilibrarea drepturilor și obligațiilor dealerilor primari și creșterea competiției între dealerii primari prin atragerea unor dealeri primari noi și/sau creșterea activității celor existenți, care să conducă la creșterea distribuției, intermedierei și tranzacționării titlurilor de stat concomitent cu creșterea transparenței în formarea prețului;
  - 3.3. Analizarea oportunității de emiterie a unor noi instrumente de datorie solicitate de participanții din piață (cum ar fi, obligațiuni indexate sau cu dobândă variabilă), pe măsura dezvoltării pieței titlurilor de stat, însă cu evitarea fragmentării portofoliului de datorie;
  - 3.4. Continuarea organizării de turnee de promovare pentru investitori, de tip „non-deal roadshow”.

4. *Măsurile de creștere a lichidității pieței titlurilor de stat:*
  - 4.1. Monitorizarea și promovarea de îmbunătățiri ale platformei electronice de cotare și tranzacționare a titlurilor de stat de către dealerii primari (E-Bond), în vederea îmbunătățirii lichidității și transparenței prețurilor titlurilor de stat și reducerea riscurilor asociate activităților de tranzacționare,
  - 4.2. Concentrarea lichidității titlurilor de stat într-un număr redus de titluri de stat de tip benchmark, de valoare echivalentă de aprox. 3 mld. EUR pe emisiune;
  - 4.3. Utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor (de tip răscumpărare anticipată sau preschimbare) pentru reducerea riscului de refinanțare, constituirii obligațiunilor de stat de tip benchmark lichide, pentru creșterea lichidității titlurilor de stat;
  
5. *Măsurile luate în considerare pentru creșterea transparenței și predictibilității pieței titlurilor de stat includ:*
  - 5.1. O politică transparentă de emisiuni de titluri de stat prin publicarea calendarului anual de emisiuni de titluri de stat, a anunțurilor trimestriale și a prospectelor lunare, precum și, când este cazul, prezentarea într-o manieră flexibilă și în timp util a modificărilor datorate schimbării condițiilor de piață;
  - 5.2. Dialogul continuu cu participanții din piața internă, pentru a asigura comunicarea în timp util a acțiunilor luate în considerare de către MF;
  - 5.3. Publicarea regulată pe pagina instituției la secțiunea Datorie Publică a informațiilor relevante pentru investitori în ceea ce privește valoarea și structura datoriei publice;
  - 5.4. Gestionarea paginii Bloomberg dedicate MF, ținând cont de utilizarea acesteia la scară largă de către investitori autohtoni și internaționali.

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

În vederea optimizării administrării lichidităților, MF urmărește implementarea următoarelor măsuri:

1. Menținerea în continuare a obiectivului de îmbunătățire a prognozei soldului contului curent general al Trezoreriei Statului, prin creșterea cooperării cu alte entități în scopul furnizării de către acestea a informațiilor previzionate.
2. Adoptarea unei gestiuni active a lichidităților pentru reducerea fluctuațiilor soldurilor, atât prin emiterea unor certificate de trezorerie și/sau prin contractarea de împrumuturi pe termen scurt, funcție de execuția bugetară și evoluția deficitului bugetar, cât și prin gestionarea activă a soldurilor excedentare curente.

Utilizarea certificatelor de trezorerie și a împrumuturilor pe termen scurt se va realiza într-o manieră care să nu afecteze obiectivul cheie privind dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat în ceea ce privește extinderea maturității medii a portofoliului de datorie publică guvernamentală. Totodată, se va explora posibilitatea adoptării unei conduite mai active în ceea ce privește plasarea disponibilităților (dacă prognoza soldului contului curent general al Trezoreriei Statului o va permite), în baza consultărilor prealabile cu BNR.

3. În vederea consolidării cadrului instituțional, pentru asigurarea unei mai bune coordonări a procesului de finanțare a deficitului bugetar, de administrare a datoriei publice guvernamentale și de administrare a lichidităților statului, vor fi organizate în continuare ședințe lunare ale Comisiei de planificare a fluxurilor financiare ale Trezoreriei Statului, cu participarea reprezentanților MF, ANAF și BNR<sup>41</sup>.
4. Ca urmare a decalajului între încasările și plățile bugetare realizate în cursul unei luni, Trezoreria Statului va continua să apeleze la operațiunile de cash management, prin atragerea de depozite pe termen foarte scurt de la instituțiile de credit, în scopul acoperirii golurilor temporare de casă, funcție de evoluția execuției bugetare.
5. Un alt instrument de finanțare pe termen scurt a deficitului bugetului de stat este reprezentat de împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului (în valoare de cca 118 mld. lei la finele lunii decembrie 2023), contractate în conformitate cu prevederile Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 146/2002 privind formarea și utilizarea resurselor derulate prin Trezoreria Statului, cu modificările ulterioare, ce prevede utilizarea fondurilor disponibile din contul curent general al Trezoreriei Statului pentru a finanța, prin intermediul împrumuturilor temporare, deficitele bugetare din anii precedenți și curent.

Deși există avantajul utilizării acestui instrument, pentru finanțarea la costuri scăzute a deficitului bugetului de stat (rata medie a dobânzii la aceste împrumuturi a fost de 0,54% în anul 2023), totuși acest instrument prezintă dezavantajul că, depinde de fondurile disponibile în cont. În cazul în care fondurile disponibile în Contul Curent General al Trezoreriei Statului sunt reduse, Trezoreria Statului va apela la atragerea de depozite în condiții de piață de la instituțiile de credit pe baza bi/multilaterală sau vânzarea disponibilităților în valută existente în rezerva în valută la dispoziția MF.

Prin urmare, utilizarea acestui instrument de datorie presupune incertitudine și risc de refinanțare (chiar dacă nu este stabilit niciun termen limită de rambursare a împrumutului), cu

<sup>41</sup> Având calitatea de invitat

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

#### 6. Rezerva în valută la dispoziția Trezoreriei Statului

Pentru îmbunătățirea managementului datoriei publice și evitarea presiunilor temporare în asigurarea surselor de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale, în vederea reducerii riscului de refinanțare și de lichiditate, MF va continua politica de menținere a unei rezerve financiare (buffer) în valută la dispoziția Trezoreriei Statului, în valoare echivalentă acoperirii necesităților de finanțare a deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice care să acopere până la 4 luni din necesarul brut de finanțare.