

MINISTERUL FINANTELOR

**STRATEGIA DE ADMINISTRARE A
DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE**

2023-2025

Direcția Generală Trezorerie și Datorie Publică

București 2023

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 2022
4. *Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în perioada 2022-mai 2023, așteptările pe termen mediu*
 - Piața internă
 - Piața externă
 - Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2023 - 2025
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 2023-2025 (denumită în continuare „Strategie”) reprezintă o continuare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2022-2024 și a fost realizată în conformitate cu bunele practici internaționale definite în Liniile directoare ale Băncii Mondiale și FMI referitoare la elaborarea strategiilor de datorie publică¹ și în consultare cu BNR.

Ca și în cazul edițiilor anterioare, Strategia revizuită pentru orizontul de timp 2023-2025 este în concordanță cu indicatorii bugetari prevăzuți în Strategia Fiscal-Bugetară 2023-2025 și se axează exclusiv pe structura portofoliului datoriei publice guvernamentale, cu precădere pe acele aspecte care intră în competența și responsabilitatea administratorului de datorie publică guvernamentală². Prin urmare, Strategia prevede direcția în care autoritățile intenționează să acționeze pentru asigurarea finanțării și pentru îmbunătățirea structurii portofoliului de datorie în vederea îndeplinirii *obiectivelor Ministerului Finanțelor pentru administrarea datoriei publice guvernamentale*, respectiv:

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

Implementarea Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale în anul 2022 și în primele 5 luni ale anului 2023

Indicatorii de risc

Evoluția indicatorilor de risc arată că, de la începutul anului 2022 și până în luna septembrie, indicatorii de risc s-au încadrat în țintele indicative stabilite conform Strategiei 2022-2024. Începând cu luna octombrie 2022, în contextul creșterii volumului de resurse atrase pe termen scurt pentru implementarea planului de finanțare aferent anului 2022, în special a titlurilor de stat pentru populație, indicatorii privind riscul de refinanțare și cei privind rata de dobândă *”Pondere datorie în lei scadente în termen de 1 an (% din total)”* și *”Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)”* au depășit temporar țintele indicative stabilite conform Strategiei 2022-2024, însă urmare a emiterii preponderent pe maturități de peste 5 ani în primul trimestru al anului 2023, evoluția acestora s-a normalizat, în direcția încadrării în țintele stabilite conform Strategiei.

¹ A se vedea “Elaborarea strategiilor de datorie publică pe termen mediu”— ghid dedicat autorităților guvernamentale, întocmit de Banca Mondială și Fondul Monetar internațional, 24 februarie 2009.

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

Tabel 1: Indicatori de risc

Indicatori *	31/12/2022	30/05/2023	Ținte indicative conform Strategiei 2022-2024
A. Riscul Valutar			
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	48,3%	49,1%	45 % (minim) – 60 %
Ponderea datoriei publice guvernamentale în EUR în total datorie în valuta (% din total)	83,9%	80,4%	80 % (minim) – 95 %
B. Riscul de refinanțare			
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	14%	15%	10 % - 20 % (maxim)
Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total)	21%	18%	10 % - 20 % (maxim)
Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani)	7,3	7,4	7,0 ani (minim) – 8,5 ani
Maturitatea medie rămasă a datoriei în lei (ani)	4,5	4,9	4,0 ani (minim) – 6,0 ani
C. Riscul de rată de dobândă			
Ponderea datoriei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	15%	15%	10 % - 20 % (maxim)
Ponderea datoriei în lei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	19%	16%	10 % - 20% (maxim)
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	7,2	7,4	7,5 ani (minim) – 8,5 ani
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	4,5	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

Liniile directoare strategice avute în vedere pentru perioada 2023-2025

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2023 - 2025:

1. Asigurarea finanțării preponderent 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. Emisiunile în EUR pe piața internă vor fi avute în vedere în contextul cererii specifice exprimate de investitorii locali, pe maturități medii, în funcție de condițiile de piață și de apetitul manifestat de către mediul investițional, în condițiile unui raport maturitate/cost avantajos.
2. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, inclusiv prin utilizarea de operațiunilor de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate sau preschimbări de titluri de stat).
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută³.
4. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în EUR și USD, dar și în alte valute funcție de oportunitățile identificate, luând în considerare raportul cost/risc, precum și contribuția la diversificarea bazei investiționale. Introducerea emisiunilor de obligațiuni verzi, prin crearea Cadrului general pentru obligațiuni verzi la nivel suveran.
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 a perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie.

³ Rezerva în valută va acoperi până la 4 luni aferente necesarului brut de finanțare.

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

Indicatorii de risc în perioada 2023-2025 se prezintă astfel:

Indicatori *	Ținte indicative Strategia 2023-2025
A. Riscul Valutar	
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	45 % (minim) – 60 %
Ponderea datoriei publice guvernamentale în EUR în total datorie în valuta (% din total)	75 % (minim) – 90%
B. Riscul de refinanțare	
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	10 % - 20 % (maxim)
Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total)	15 % - 25 % (maxim)
Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani)	6,5 ani (minim) – 8,0 ani
Maturitatea medie rămasă a datoriei în lei (ani)	4,0 ani (minim) – 6,0 ani
C. Riscul de rată de dobândă	
Ponderea datoriei care își modifica rata dobânzii într-un an (% din total)	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)	6,5 ani (minim) – 8,0 ani
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	4,0 ani (minim) – 6,0 ani

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

2. Obiective și sfera de cuprindere

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

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

Primele două obiective sunt prevăzute în OUG nr. 64/2007 și sunt completate cu obiectivul dezvoltării pieței interne a titlurilor de stat, care a fost prevăzut și în Strategiile anterioare. Dezvoltarea unei piețe lichide a titlurilor de stat și construirea și consolidarea unei curbe de

⁴ Limita menționată ca minimă sau maximă nu poate fi depășită în perioada acoperită de strategie (hard bound), în timp ce cealaltă limită reprezintă limita către care se tinde și care poate fi depășită (soft bound).

randamente în moneda națională sunt obiective importante atât în atingerea primelor două obiective ale Strategiei, cât și pentru dezvoltarea pieței financiare românești care să susțină asigurarea resurselor financiare necesare acoperirii necesităților de finanțare în perioadele de criză economică și financiară sau în perioade marcate de volatilitate ridicată pe piețele internaționale.

Sfera de cuprindere a Strategiei se limitează la datoria contractată direct sau garantată de Guvern, prin intermediul MF, însă nu include împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului („finanțarea temporară”) și nici instrumentele de cash management. Finanțarea temporară, precum și instrumentele de cash management reprezintă instrumente de administrare a lichidităților și nu pot fi considerate instrumente de finanțare pe termen mediu. Totuși, având în vedere importanța coordonării Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale cu politica de administrare a lichidităților, inclusiv privind finanțarea temporară, cât și dependența dintre acestea, Anexa 2⁵ acoperă strategia de administrare a lichidităților.

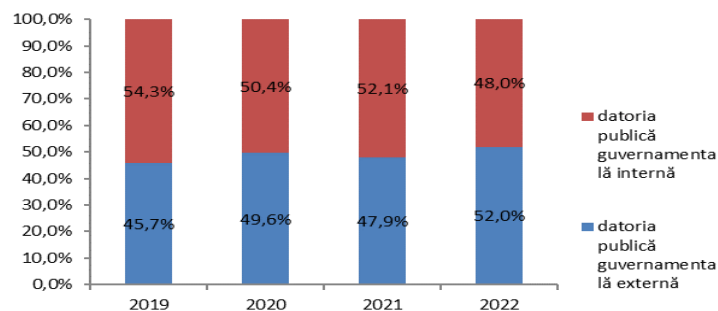
Descrierea portofoliului datoriei publice guvernamentale la sfârșitul anului 2022 ⁶

Evoluția datoriei publice guvernamentale

La sfârșitul anului 2022, datoria publică guvernamentală a fost de 682,9 miliarde lei, reprezentând 48,4% din PIB, pe fondul unei creșteri economice de 4,7%⁷ și în condițiile unui deficit al bugetului general consolidat de 5,7% din PIB⁸.

Ca urmare a strategiei adoptate în ceea ce privește finanțarea deficitului bugetar prin menținerea unui volum important de emisiuni de euroobligațiuni pe piețele externe, coroborat cu finanțări de la IFIs (inclusiv sumele atrase în cadrul componentei de împrumut pentru implementarea PNRR), în condițiile înregistrării unor costuri de împrumut semnificative pe piața internă, dar și a creșterii cererii investitorilor nerezidenți pentru titlurile de stat emise pe piața internă în a doua parte a anului, pe fondul necesităților de finanțare ridicate, structura datoriei guvernamentale după criteriul rezidenței arată că datoria guvernamentală internă a înregistrat un nivel mai scăzut la sfârșitul anului 2022 în comparație cu anii anteriori, cca 48% fiind contractată de la creditorii rezidenți și 52% de la creditorii nerezidenți.

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



Sursa: MF

⁵ Se observă totuși faptul că modificările majore ale nivelului finanțării temporare pot avea impact asupra emisiunilor de titluri de stat și pot afecta planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat.

⁶ 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.

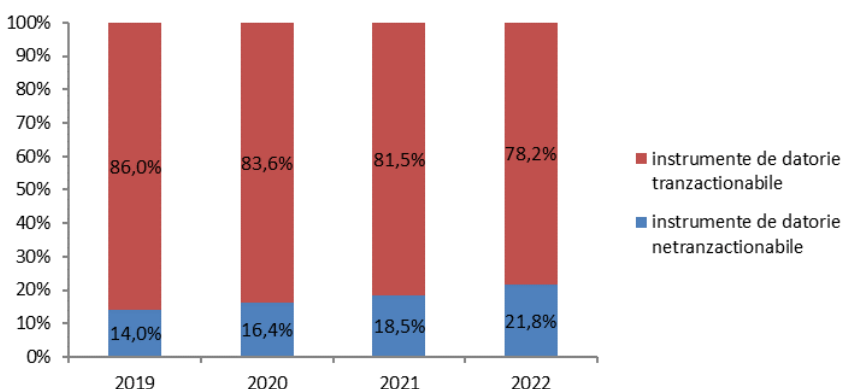
⁷ CNSP- Prognostica de primăvară a principalilor indicatori macroeconomici – 5 mai 2023

⁸ Deficitul bugetului general consolidat conform execuției operative la sfârșitul anului 2022 a fost în valoare nominală de 81,0 miliarde lei reprezentând 5,7% din PIB.

Ca structură după tipul de instrumente, datoria publică guvernamentală este alcătuită în principal din instrumente de datorie tranzacționabile. Astfel, titlurile de stat emise pe piața internă au reprezentat 41,3% din totalul instrumentelor de datorie tranzacționabile, cele emise pe piața externă, 36,9%, iar ponderea împrumuturilor de stat, instrumente netranzacționabile, a fost de 21,8% (a se vedea graficul 2).

Creșterea ponderii împrumuturilor în anul 2022 se datorează efectuării prefinanțării și a primei trageri din componenta de împrumut PNRR, împrumut cu condiții financiare foarte atractive, dar a cărui disponibilizare este condiționată de îndeplinirea unui set de reforme.

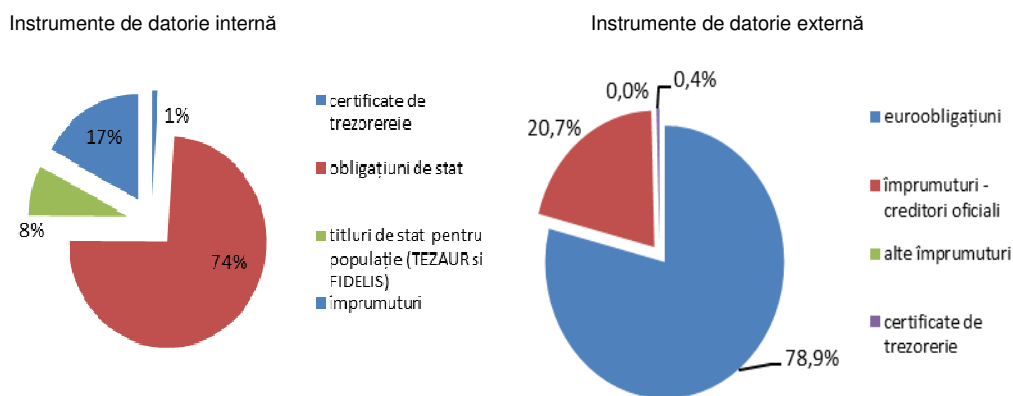
Grafic 2 : Instrumente de datorie tranzacționabile vs. instrumente de datorie netranzacționabile (% în total datorie guvernamentală)



Sursa : MFP

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

Grafic 3: Structura datoriei după criteriul rezidenței creditorului și instrumente de datorie



Sursa : MF

În anul 2022, costurile cu dobânzile, exprimate ca rate medii ale dobânzii⁹, au înregistrat creșteri ușoare, ca urmare a creșterii ratelor de dobândă, în special a celor aferente datoriei interne. La sfârșitul anului 2022, datoria în monedă națională rămâne mai costisitoare decât datoria în valută¹⁰ așa cum reiese din tabelul 2.

Tabel 2: Costul datoriei contractate direct de Guvern, prin MF, pe tipuri de instrumente¹¹

	31.12.2022	31.12.2021
Rata medie de dobândă a datoriei publice guvernamentale (%)	3,3	3,1
<i>1. în moneda națională, din care</i>	5,3	3,8
a. Certificate de trezorerie cu maturitatea de 1 an	7,1	2,7
b. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 1 și 5 ani	4,1	3,9
c. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 5 și 10 ani	4,8	4,8
<i>2. în valute, din care:</i>	2,6	2,4
a. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 10 ani	2,8	2,7
b. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 5 ani	2,2	1,2
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 nivelul mai scăzut al costului finanțării externe. În plus, obligațiunile emise pe piețele financiare internaționale denominate 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 anul 2022 și primele 5 luni din anul 2023, 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 octombrie 2022, iar începând cu anul 2023 ecartul înregistrând o scădere constantă. În anul 2022, în contextul creșterii la nivel global a ratelor de dobândă și a constrângerilor manifestate pe piețele internaționale în contextul conflictului Rusia-Ucraina, resursele de pe piața externă au fost atrase atât în EUR cât și în USD, 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. Ținând cont de provocările semnificative în implementarea planului de finanțare din anul 2022, coroborat cu un necesar brut de finanțare mai mare datorat creșterii semnificative a datoriei de refinanțat, strategia de implementare a planului de finanțare anunțat pentru anul 2023 se concentrează pe realizarea unei prefinanțări semnificative a nevoilor de finanțare în condițiile manifestării puternice atât pe piețele interne, cât și externe. Dinamica cererii este influențată de așteptările privind încheierea ciclului de întărire a politicilor monetare atât la nivel global (FED și BCE), cât și la nivel local (BNR). Astfel, în

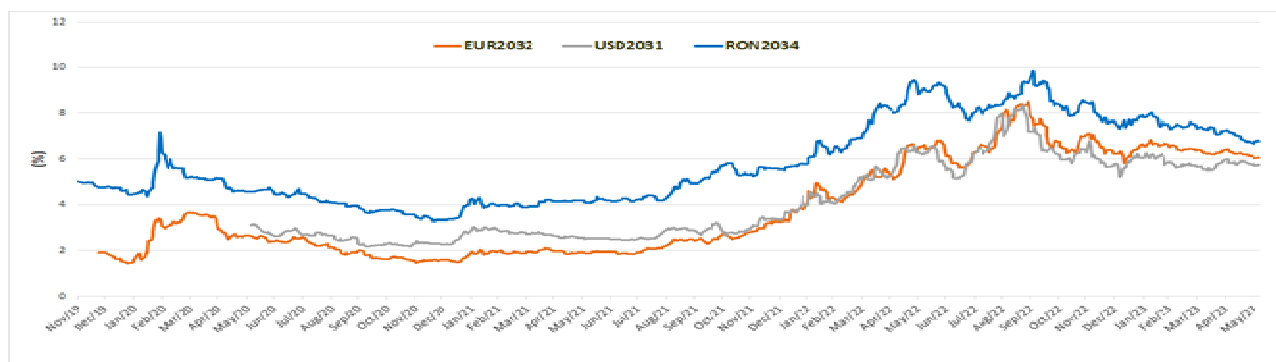
⁹ S-au calculat ca raport între plățile preconizate de dobânzi pentru anul 2023 și soldul existent la finele anului 2022 pentru fiecare instrument de datorie în parte.

¹⁰ Excluzând influențele datorate riscului valutar care pot schimba în cazul unei depreciere a monedei naționale costul datoriei în valută (dobânzile aferente datoriei în valută) în mod semnificativ.

¹¹ Tabelul prezintă ratele medii ale dobânzii pentru instrumentele de datorie selectate, agregate din toate instrumentele de datorie ce formează portofoliul de datorie publică guvernamentală.

primele 5 luni ale anului 2023 deja cca 60% din necesarul brut de finanțare anunțat pentru anul 2023a fost acoperit, resursele fiind atrase preponderent de pe piața internă, prin emiterea de titluri de stat cu un volum de 61,0 mld RON (nu include titlurile de stat emise și scadente în anul curent). Resursele atrase de pe piața externă la începutul anului au fost denuminate preponderent în USD, având în vedere adâncimea acestei piețe și cererea consistentă manifestată de investitori, dar și marjele de risc de credit semnificativ mai mari aferente euroobligațiunilor în EUR comparativ cu cele în USD, în condițiile unor volume substanțiale de emisiuni ale României denuminate în EUR lansate în anii precedenți, aflate în portofoliile investitorilor.

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: MF

Începând cu ultimul trimestru al anului 2021 randamentele titlurilor de stat emise pe piețele internă și externe au revenit pe un trend crescător, tendință care s-a accentuat puternic în anul 2022 pe fondul accelerării contextului inflaționist și conflictului Rusia-Ucraina, urmat de o scădere puternică în ultimul trimestru al anului și de o stabilizare în cursul anului 2023.

Riscurile asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2022

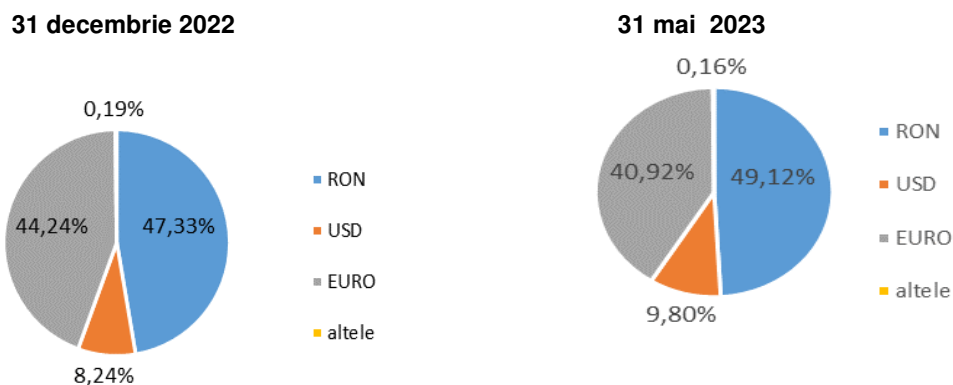
Riscul valutar

La sfârșitul anului 2022, respectiv în luna mai 2023, peste 50%¹² din portofoliul datoriei publice guvernamentale era denominat în valută, un nivel ridicat atât comparativ cu alte state membre UE care nu au adoptat moneda unică europeană, cât și cu alte state din aceeași categorie de rating cu România. Expunerea semnificativă la riscul valutar poate fi gestionată luând în considerare volatilitatea relativ scăzută a cursului de schimb leu/EUR și ca urmare a datoriei în valută emisă predominant în EUR¹³ pe termen lung (grafic 5).

¹² În decembrie 2022 ponderea datoriei în valută reprezintă 52,7% din total datorie guvernamentală și respectiv 50,9% în luna mai 2023

¹³ 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.

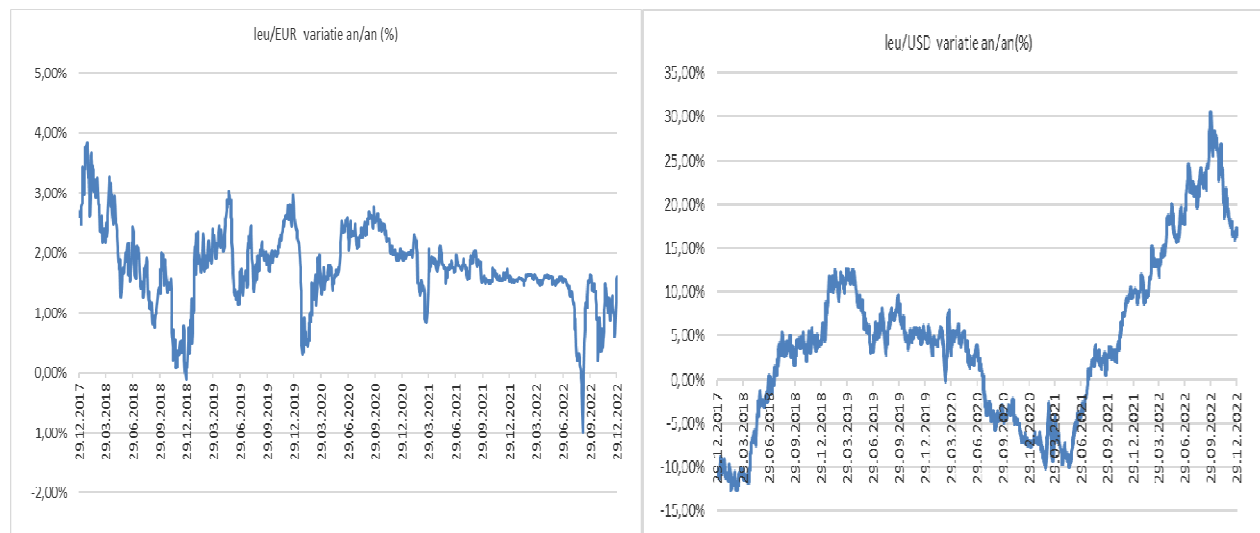
Grafic 5: Structura datoriei pe tipuri de valute



Sursa: MF

Având în vedere că la sfârșitul lunii mai 2023 cca 10% din portofoliul de datorie este denominat în USD, în creștere față de sfârșitul anului 2022 când a reprezentat cca 8% din portofoliul de datorie, iar volatilitatea cursului de schimb leu/USD¹⁴ a fost în ultimii trei ani de circa cinci ori mai mare față de cea a cursului de schimb leu/EUR, datoria contractată în USD prezintă un grad de risc mult mai ridicat decât cea contractată în EUR, așa cum reiese și din graficul 6.

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



Sursa: BNR

În cazul manifestării unor scenarii pesimiste în anul 2023, de exemplu deprecierea monedei naționale cu 5% față de EUR și cu 15% față de USD, stocul datoriei ar crește cu 21,3 miliarde lei, respectiv cu 1,3% din PIB, iar plățile în contul serviciului datoriei (reprezentând rambursări de rate de capital/ refinanțări de titluri de stat și plăți de dobânzi) ar crește cu cca. 3 miliarde lei, respectiv cu 0,7% în veniturile administrației publice centrale¹⁵.

¹⁴ Calculată pe baza Deviației standard absolute. Variația an/an determinată pe baza variațiilor medii zilnice.

¹⁵ Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

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

Riscul de refinanțare

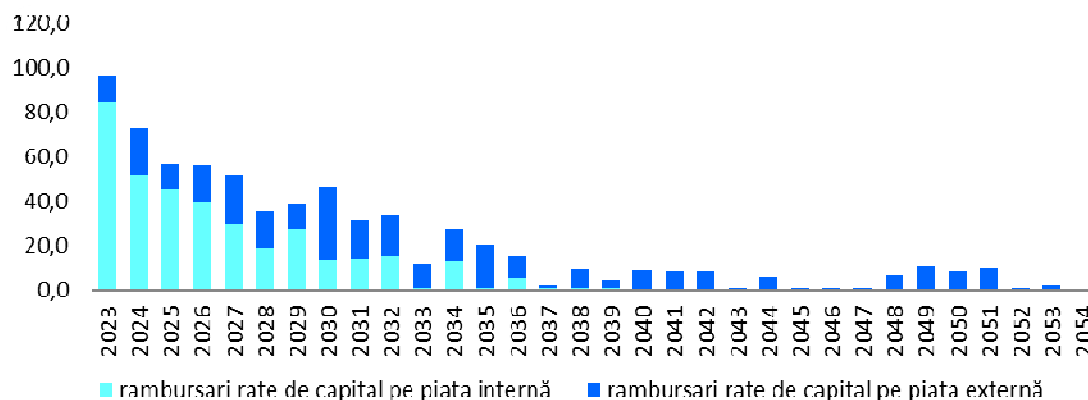
Structura rambursărilor de rate de capital și a refinanțărilor de titluri de stat, prezentată în graficul 7, indică o acumulare a rambursărilor în următorii 5 ani, cu tendința de diminuare a riscului de refinanțare pe termen mediu și lung. Concentrarea rambursărilor în perioada 2023-2030, se observă mai ales la nivelul datoriei interne¹⁶ reflectând preferința investitorilor din anii trecuți pentru titluri de stat cu maturitatea medie rămasă de până la 5 ani, deși se observă o schimbare pozitivă în cererea investitorilor 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 miliarde 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), măsuri care vor sprijini consolidarea și extinderea curbei randamentelor în lei și vor asigura diminuarea expunerii portofoliului de datorie la riscul de refinanțare și de lichiditate, dar și posibilitatea 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 permit. 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 2023 și pe termen mediu sunt influențate de conjunctura economică globală extrem de complicată atât ca urmare a procesului de redresare post-COVID, cât și urmare a crizei geopolitice generată de conflictul din Ucraina care a alimentat creșterea costurilor combustibililor și materiilor prime, perturbări în lanțurile logistice de aprovizionare și creșterea pe această cale a inflației. 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 și a investitorilor nerezidenți și diversificarea acestora din urmă rămâne un obiectiv foarte important în administrarea datoriei.

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

¹⁶ După piața emisiunii.

Grafic 7: Rambursările de rate de capital aferente datoriei publice guvernamentale pe orizontul de timp 2023 - 2054

mld.lei



Sursa: MF

Profilul rambursării datoriei determină o durată medie rămasă (ATM)¹⁷ de 7,3 ani la sfârșitul anului 2022, respectiv de 4,5 ani pentru datoria denominată în moneda națională și de 9,6 ani pentru datoria denominată în valută.

Tabel 3: Indicatori privind riscul de refinanțare

Indicatori	2021			2022		
	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)	18	5,0	12	21	9,0	14
Maturitatea medie rămasă (ani)	4,2	10,2	7,5	4,5	9,6	7,3

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 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

¹⁷ Average time to maturity

și cu rate fixe de dobânzi au reprezentat partea majoritară a datoriei externe la sfârșitul anului 2022. Astfel, o creștere cu 1 punct procentual a ratelor de dobândă în 2023 va conduce la creșterea plăților în contul serviciului datoriei cu cca 2,8 miliarde lei, respectiv cu 0,8% din veniturile administrației publice centrale¹⁸ pentru datoria în moneda națională, și cu cca 3,1 miliarde lei, respectiv cu cca 0,9% din veniturile administrației publice centrale pentru datoria în valută.

Tabel 4: Indicatori privind riscul ratei de dobândă

Indicatori	2021			2022		
	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total
Pondere datorii cu rată fixă de dobândă (% din total)	79,3	95,3	87,6	81,9	95,3	88,1
Pondere datorii care își modifică dobânda într-un an (% din total)	18,0	4,0	14,0	19,0	4,0	15,0
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani)	4,2	10,4	7,5	4,5	9,5	7,2

Sursa: MF

Fată de cele prezentate, se poate concluziona că riscul de refinanțare și cel al ratei dobânzii aferente datoriei denominate 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 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 2022 – mai 2023 și așteptări pe termen mediu

Piața internă

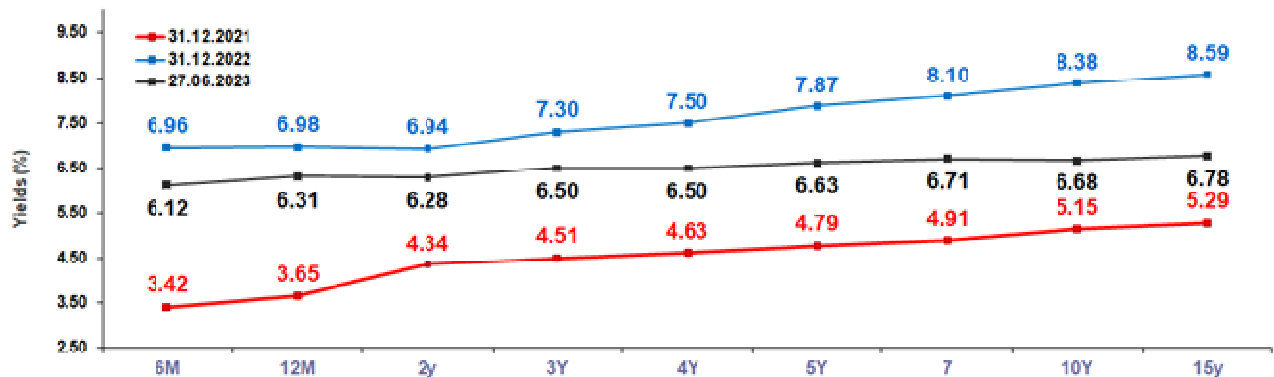
Începând cu anul 2022, în condițiile creșterii presiunilor inflaționiste într-un ritm mai accelerat decât țintele stabilite de către băncile centrale, au fost inițiate reacții ferme ale autorităților monetare ale marilor economii (SUA-FED, UE-BCE, UK-Banca Angliei, ș.a.) dar și din regiunea centrală și est europeană, care au luat măsuri în vederea încheierii programelor de achiziții nete de active promovate în timpul pandemiei și au inițiat cicluri de creștere a ratelor de referință.

În acest context, pe fondul unor proiecții de inflație ridicate, BNR a mărit rata dobânzii-cheie de 9 ori consecutiv în intervalul ianuarie 2022-ianuarie 2023, cu un total de 5,25 puncte procentuale, până la nivelul de 7,0%, în timp ce rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost majorată până la 8,0%, iar cea aferentă facilității de depozit până la 6,0%. Astfel, BNR a păstrat controlul ferm asupra lichidității de pe piața monetară și a menținut nivelurile în vigoare ale ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

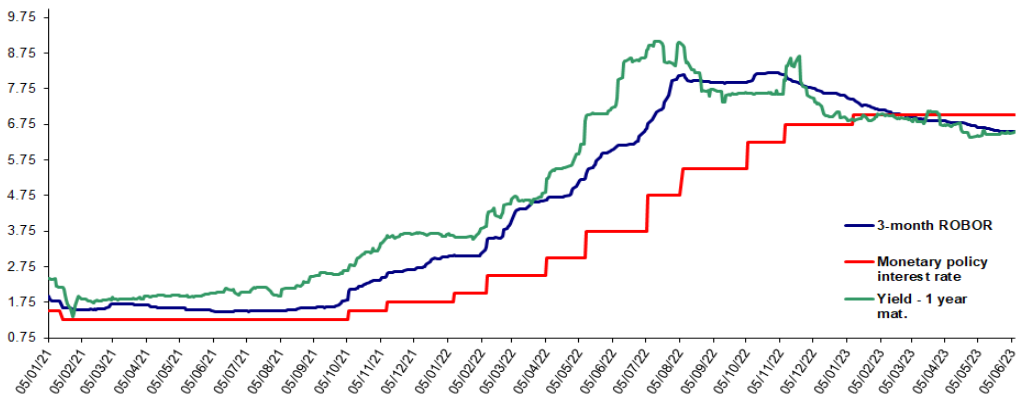
¹⁸ Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

La finalul anului 2022, curba de randamente aferentă obligațiunilor suverane emise de statul român pe piața internă relevă o creștere anuală semnificativă de cca 250 – 330 puncte de bază manifestată pe toate palierele de maturități, în special pentru segmentul maturităților de peste 5 ani. Începând cu ultimul trimestru din anul 2022 randamentele au cunoscut o tendință descrescătoare, în prezent înregistrându-se o scădere cu cca 50 – 150 puncte de bază față de începutul anului, în special pentru segmentul lung de maturități.

Grafic 8 : Evoluția randamentelor pe piața secundară internă

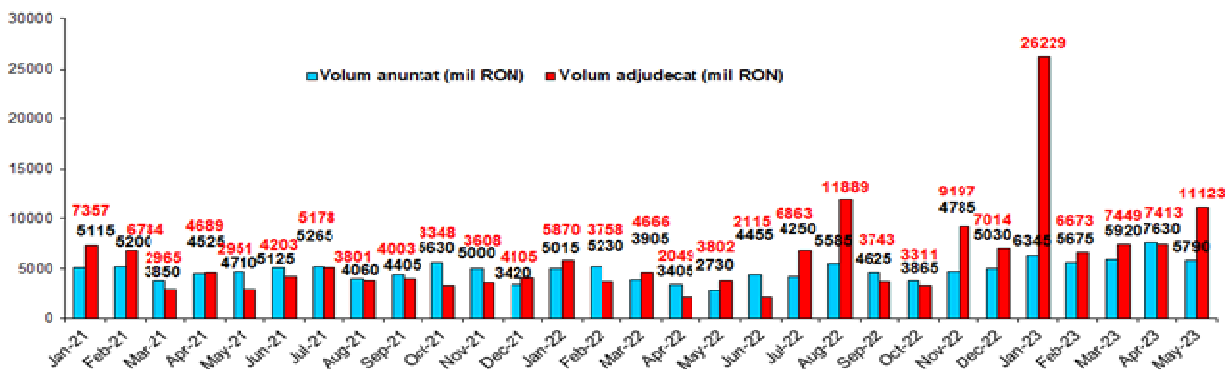


Grafic 9: Evoluția ratei dobânzii de politică monetară vs ROBOR la 3 luni și a randamentelor titlurilor de stat cu maturitate de 1 an



Sursa: MF, BNR

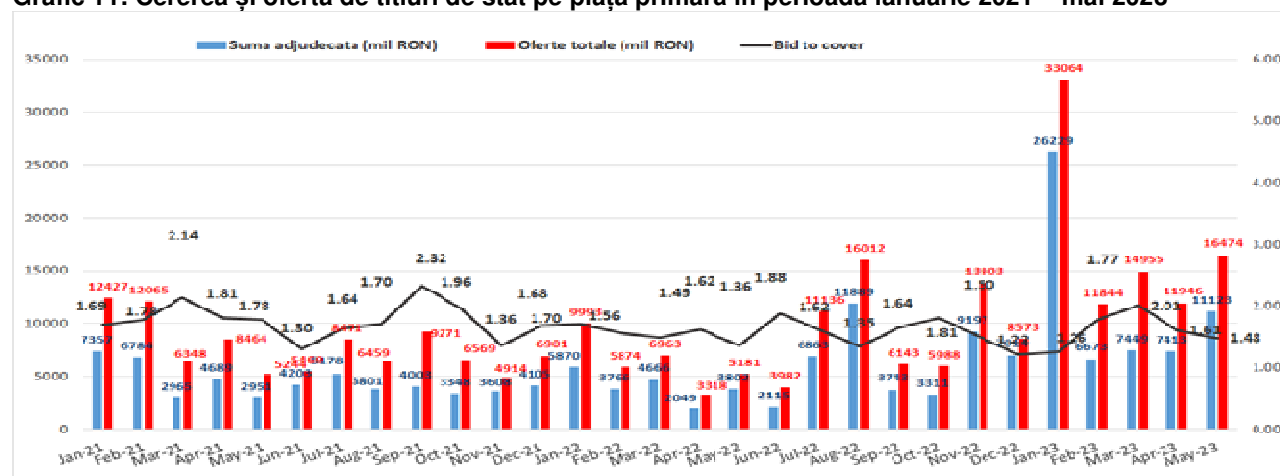
Grafic 10: Volum anunțat vs volum adjudecat în perioada ianuarie 2021- mai 2023



Sursa: MF

Anul 2022 a debutat cu un nivel inferior al valorilor adjudecate raportat la perioada anterioară (ianuarie 2021), ulterior evoluțiile în cadrul licitațiilor de titluri de stat au fost ajustate în raport cu nivelul lichidității pe o piață internă sensibilă la evoluțiile geopolitice și economice internaționale fiind înregistrată o cerere consistentă la sfârșitul anului. Primele 5 luni ale anului 2023 au înregistrat o creștere semnificativă a interesului manifestat de investitori, sumele adjudecate fiind peste nivelul anunțat pe fondul unei cereri foarte bune atât din partea nerezidenților, cât și a investitorilor locali.

Grafic 11: Cererea și oferta de titluri de stat pe piața primară în perioada ianuarie 2021 – mai 2023



Sursa: MF

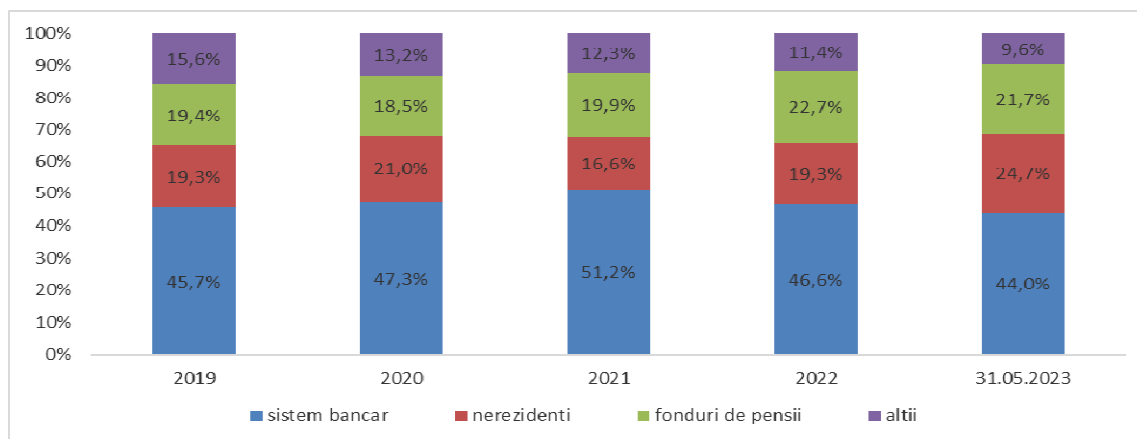
Cererea investitorilor pentru titlurile de stat pe piața internă, relevată grafic prin oferta totală și prin raportul între oferta investitorilor și volumul anunțat (Bid-to-cover ratio), a scăzut semnificativ pe parcursul anului 2021 comparativ cu anul anterior, iar începutul anului 2022 nu a adus modificări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

Baza de investitori

Băncile comerciale au continuat să fie principalii investitori pe piața internă a titlurilor de stat, deținând în portofoliu la sfârșitul anului 2022, cca 46% din volumul total al titlurilor de stat emise pe piața internă, în scădere față de sfârșitul anului 2021 (51,2%), fiind urmate de fondurile de pensii care au înregistrat o creștere a deținerilor la 22,7% la sfârșitul anului 2022 față de cca 20% la sfârșitul anului 2021.

În cadrul segmentului de investitori instituționali, fondurile locale de administrare de active și fondurile de pensii private, deși dețin încă o cotă relativ redusă pe piața titlurilor de stat, au reprezentat un participant stabil în procesul de finanțare la nivel guvernamental. Structura investițională a fondurilor private de pensii s-a menținut în continuare cu o proporție majoritară în titluri de stat din activul total.

Grafic 12 : Evoluția titlurilor de stat pe tipul deținătorilor



Sursa: BNR

La finalul lunii mai 2023¹⁹, ponderea titlurilor de stat în structura investițională a fondurilor de pensii private era de cca 65%, 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. La sfârșitul anului 2022 deținerile se situau în jurul valorii de 19,3%, în creștere față de nivelul de 16,6% înregistrat la sfârșitul anului 2021, la sfârșitul lunii mai 2023 situându-se la 24,7% 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 forma curbei randamentelor în lei comparativ cu cele 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.

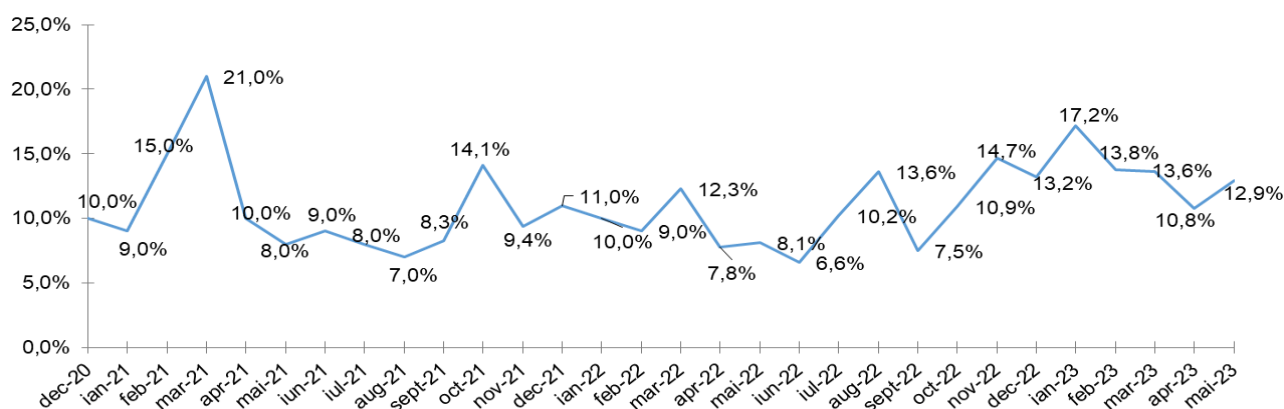
Prezența titlurilor de stat românești în indicii regionali JPMorgan și Barclays continuă să aibă o influență pozitivă asupra pieței locale. La sfârșitul lunii mai 2023, 20 serii de obligațiuni de stat românești erau incluse în indexul GBI-EM Global Diversified Investment Grade, cu o pondere de aproximativ 3,66%, și 23 serii în indexul Barclays EM Local Currency Government Index, cu o pondere de 0,99%.

¹⁹ Sursa: Raport ASF lunar de monitorizare a tendințelor pe piețele financiare nebancaire, mai 2023

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 2022 gradul de lichiditate, calculat ca raport între volumul total al tranzacțiilor lunare de pe piața secundară și volumul total al titlurilor de stat, a avut o evoluție oscilantă, atingând valori mai mari în lunile martie (12,3%), august (13,6%), noiembrie (14,7%) și decembrie (13,2%) și niveluri minime în lunile aprilie (7,8%) iunie (6,6%) și septembrie (7,5%), când interesul investitorilor s-a direcționat în special pe piața primară ca urmare a necesităților de finanțare guvernamentale ridicate. Prima parte a anului 2023 a marcat o creștere a lichidității titlurilor de stat denumite în lei în condițiile unor volume importante emise pe piața primară, nivelul lichidității titlurilor de stat denumite în lei pe piața internă fiind superior celui înregistrat în cursul anului 2022.

Grafic 13: Evoluția gradului de lichiditate al titlurilor de stat în lei active în perioada 2020 - Mai 2023



Sursa: MF

La sfârșitul celui de-al cincilea 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 tranzacționare²⁰, dealerii primari au cotat mai multe serii de titluri de stat, pe o perioadă mai îndelungată pe parcursul unei zile, la o marjă mai redusă dintre cotațiile de vânzare și cumpărare.

Implementarea planului de finanțare de pe piața internă

Pe parcursul anului 2022, MF a menținut o politică de emisiuni predictibilă și flexibilă adaptată la cerințele mediului investițional, mai ales pe fondul creșterii nevoilor de finanțare în contextul pandemiei și al evoluției condițiilor de pe piața internă care au fluctuat considerabil. Cererea a

²⁰ 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 cotată 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.

fost oscilantă 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 2022 s-au emis titluri de stat și împrumuturi pe piața internă în valoare totală de cca 90 mld. echivalent lei, incluzând obligațiunile de stat denumite în EUR în valoare de 1,0 mld. EUR și titluri de stat destinate populației în valoare de 18,2 mld. lei.

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

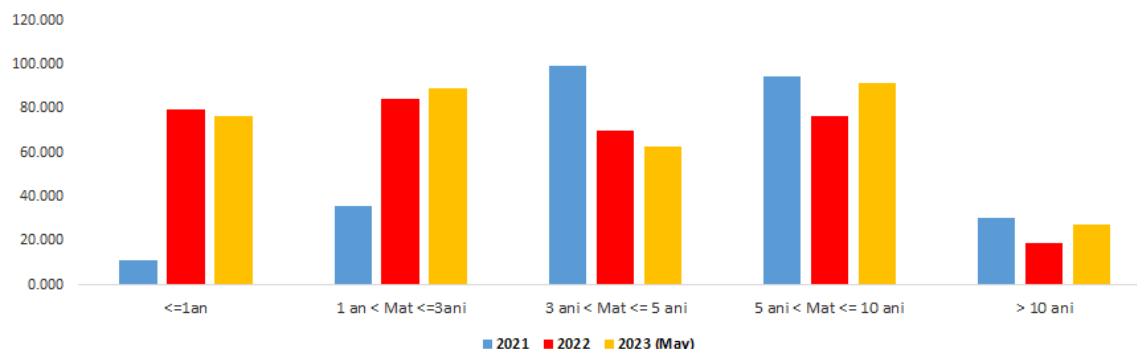
- 9,2% reprezintă emisiuni de certificate de trezorerie cu discount și emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale până la 1 an;
- 28,3% reprezintă emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 1 și 5 ani; și
- 62,5% reprezintă emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 5 și 14 ani.

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 Ministerului Finanțelor a urmărit extinderea maturității medii rămase a titlurilor de stat, mare parte din emisiuni fiind emise pe segmentul maturităților medii și lungi.

În anul 2022 au continuat emisiunile destinate populației prin cele două programe TEZAUR și FIDELIS. În cadrul Programului TEZAUR derulat prin intermediul unităților operative ale Trezoreriei Statului, precum și prin subunitățile poștale ale Companiei Naționale Poșta Română S.A., au fost lansate 11 emisiuni cu maturități cuprinse între 1 și 5 ani, în care peste 114.000 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 patru emisiuni, atât în lei (maturități cuprinse între 1 și 3 ani), cât și în EUR (maturități cuprinse între 1 și 2 ani), cu o valoare atrasă de cca 6 mld. echivalent lei. Astfel, anul 2022 a adus un nivel record de peste 18 miliarde echivalent lei al volumului de titluri de stat pentru populație emise prin intermediul celor 2 programe, randamentele titlurilor de stat depășind ratele depozitelor bancare în contextul unei creșteri constante a dobânzilor în piața monetară.

În primele cinci luni ale anului 2023 a fost contractată datorie de pe piața internă în valoare totală de 65,7 miliarde echivalent lei care include și suma de 6,8 miliarde echivalent lei reprezentând emisiuni de titluri de stat pentru populație atrase în cadrul programelor TEZAUR și FIDELIS.

Grafic 14 : Structura emisiunilor de titluri de stat pe scadențe (maturitate inițială, miliarde lei) 2021 – mai 2023



Sursa: MF

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

Piața externă

Evoluțiile piețelor externe și a euroobligațiilor românești

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

Băncile centrale din Europa Centrală și de Est (CEE) au reacționat cel mai rapid la fenomenul inflaționist, procedând la creșterea dobânzilor de referință încă din iunie 2021. Astfel, Banca centrală a Ungariei a majorat rata dobânzii de referință de la un minim de 0,6% în iunie 2021 la nivelul de 13% în luna septembrie 2022, Banca centrală a Poloniei de la 0,5% în octombrie 2021 la 6,75% în septembrie 2022, Banca centrală a Cehiei de la 0,5% la 7% în iunie 2022, iar Banca Națională a României de la 1,25% în septembrie 2021 la 7% în luna ianuarie 2023.

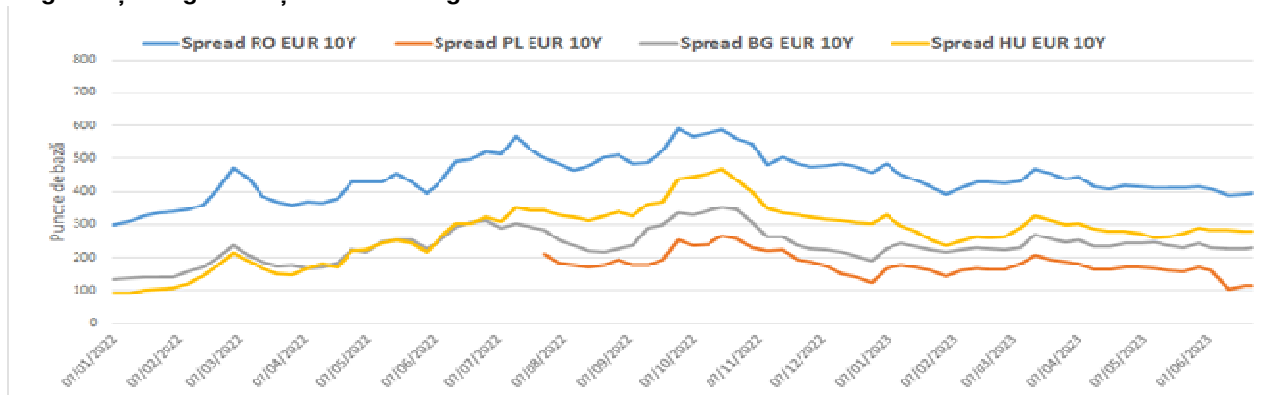
Perspectiva creșterii dobânzilor de referință ca instrument central al politicii monetare în scopul combaterii inflației a generat un trend crescător al dobânzilor la nivel global care a continuat și în cursul anului 2022. Conflictul militar din Ucraina care a debutat la finalul lunii februarie 2022 a adăugat mai multă volatilitate dinamicii dobânzilor, țările din regiunea CEE3²¹ înregistrând accelerarea creșterii dobânzilor ca efect al proximității zonei de conflict în condițiile în care investitorii și-au direcționat portofoliile către active de refugiu (safe heaven) în anticiparea creșterii ratelor de dobândă de referință. Astfel, curbele de randament ale statelor din zona CEE3 au conturat tendințe de inversare ca urmare a creșterii accelerate a randamentelor pe maturități scurte și medii care au depășit randamentele pe termene lungi.

În perioada următoare șocului izbucnirii epidemiei COVID-19 spread-ul (ecartul) euroobligațiilor românești față de Bund-ul german a intrat pe o tendință descrescătoare, ușor mai pronunțată comparativ cu cea a euroobligațiilor similare emise în regiune. Debutul conflictului din Ucraina a generat o creștere a spread-urilor euroobligațiilor denominate în Euro, maximul fiind atins în cursul lunii octombrie 2022, de la aceea dată fiind înregistrate scăderi consistente²² de aproximativ 100 puncte de bază.

²¹ Polonia, Ungaria, Cehia

²² La data de 28 iunie 2023

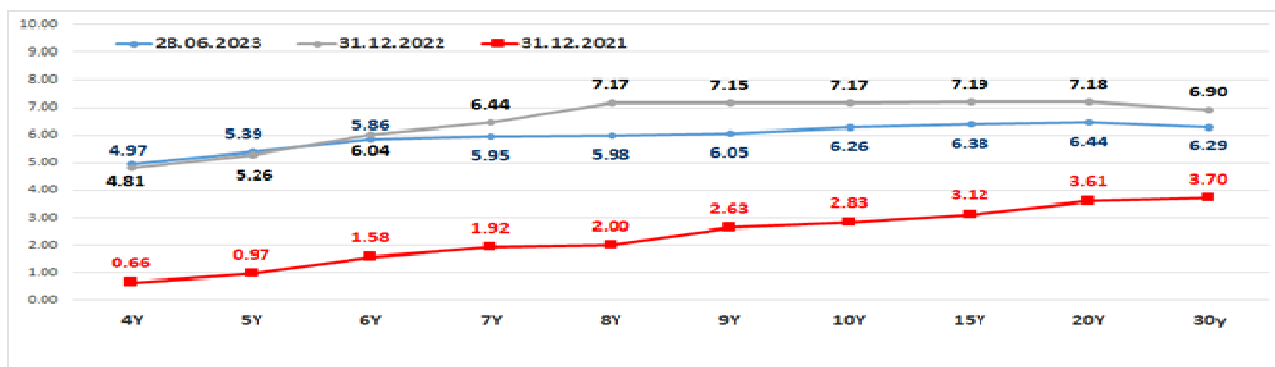
Grafic 15: Evoluția spread-urilor euroobligațiunilor în EUR cu maturitate la 10 ani ale României, Poloniei, Ungariei și Bulgariei față de Bund-ul german



Sursă: MF

Randamentele euroobligațiunilor de stat denumite în Euro au înregistrat avansuri semnificative în cursul anului 2022 de aproximativ 400-450 puncte de bază ca urmare a conflictului din Ucraina și evoluției inflației din zona Euro, pe parcursul anului 2023 fiind înregistrată o tendință de aplatizare a curbei de randamente, respectiv creșteri de 20-30 puncte de bază pentru segmentul maturităților de până la 5 ani și scăderi de 40-90 puncte de bază pentru maturitățile mai lungi de 5 ani.

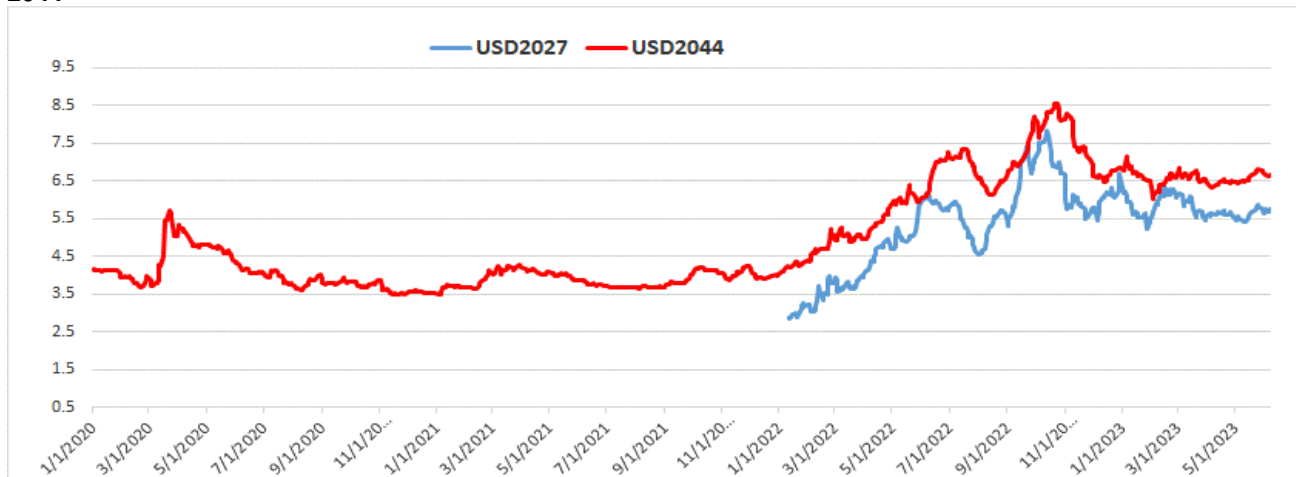
Grafic 16 : Evoluția curbei randamentelor euroobligațiunilor României emise în EUR pe piața externă



Sursă: MF

Deși randamentele euroobligațiunilor României emise în USD pe piața externă au fost relativ stabile pe parcursul anului 2021, debutul conflictului din Ucraina a generat creșteri semnificative, un maxim fiind înregistrat în cursul lunii noiembrie 2022, iar față de începutul anului, înregistrând scăderi de aproximativ 150-200 puncte de bază.

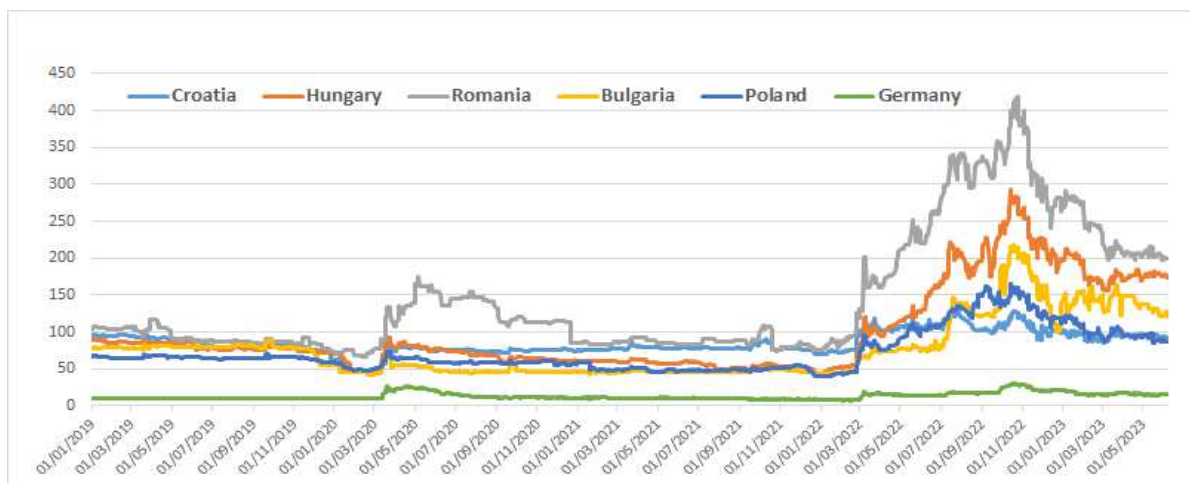
Grafic 17: Randamentele euroobligațiunilor României emise în USD pe piața externă cu scadență 2027 și 2044



Sursă: Bloomberg

Cotațiile CDS (credit default swap)²³ ale României, care reprezintă prețul asigurării contra riscului de neplată, au înregistrat majorări în perioada februarie – octombrie 2022, reflectând cel mai ridicat nivel din regiune urmare a amplificării percepției generale de risc a investitorilor în contextul conflictului Rusia - Ucraina, precum și a creșterii ratei inflației. Începând cu ultimul trimestru al anului 2022 au fost înregistrate scăderi accentuate, perioada ianuarie – iunie 2023 consemnând o evoluție constantă.

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



Sursă: Bloomberg

Implementarea planului de finanțare de pe piețele externe

În anul 2022 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, prin 4

²³ Evoluția CDS-urilor reflectă percepția investitorilor asupra riscului de țară și impactează costurile de finanțare a țării respective.

emisiuni și 4 plasamente private, suma de 8,5 mld. EUR echivalent. Termenii și condițiile titlurilor de stat lansate pe piețele externe se prezintă astfel:

Luna	Valoare totala	Maturitate	Valoare	Cupon	Maturitate	Valoare	Cupon
Ianuarie 2022	2,44 mld. USD	5 ani	1,35 mld. USD	3,000%	10 ani	1,09 mld. USD	3,625%
Februarie 2022	2,5 mld. EUR	6 ani	1,25 mld. EUR	2,125%	12 ani	1,25 mld. EUR	3,750%
Mai 2022	1,75 mld. USD	5 ani	1 mld. USD	5,250%	12 ani	0,75 mld. USD	6,000%
Septembrie 2022	1,35 mld. EUR	4 ani	0,600 mld. EUR	5,000%	7 ani	0,750 mld. EUR	6,625%

În prima jumătate a anului 2023 a fost atrasă suma de 6,2 mld. EUR echivalent, prin 2 emisiuni și 4 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	3,99 mld. USD	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	2 mld. EUR	3 ani (reziduală)	0,6 mld. EUR	5,000%	6 ani (reziduală)	1,4 mld. EUR	6,625%	-	-	-

Prin utilizarea unor împrumuturi sub forma plasamentelor private s-a avut în vedere completarea finanțării de pe piețele financiare internaționale.

Operațiunile de pe piața externă în anul 2022 au inclus și trageri în valoare totală de cca. 4 miliarde EUR aferente împrumuturilor contractate de la instituții financiare internaționale (BEI, BIRD, etc.) precum și împrumuturilor de la Uniunea Europeană (UE) în cadrul instrumentelor de finanțare instituite la nivelul UE începând cu anul 2020.

Ratingul suveran

Pe parcursul anului 2022, 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 luna octombrie 2022, Fitch a confirmat ratingul de țară la BBB-/F-3 și perspectiva negativă, ținând cont de apartenența României la UE și fluxurile de capital ale UE care sprijină stabilitatea externă și macrostabilitatea internă, precum și de evoluția PIB-ului pe cap de locuitor și a indicatorilor de guvernanță și de dezvoltare umană care sunt peste cei înregistrați de țări vecine.

În cursul lunii martie 2023, Fitch a confirmat ratingul de țară la BBB-/F-3 și a îmbunătățit perspectiva de la negativă la stabilă. Decizia revizuirii perspectivei ratingului României a fost susținută, în opinia Fitch, de stabilizarea datoriei publice și implementarea unor politici menite să asigure o consolidare fiscală graduală precum și de stabilitatea politică din țara noastră și reducerea riscurilor privind războiul din Ucraina și criza energetică subsecventă.

Standard & Poor's și Moody's au menținut în primele cinci luni ale anului 2023 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 2023-2025

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. În acest context, cel mai probabil ratele de dobândă se vor menține la niveluri ridicate atât pe plan global, cât și intern, proiecțiile BNR ale inflației²⁴ indicând niveluri descrescătoare ale ratei anuale a inflației IPC de 7,1 % la sfârșitul anului 2023, urmând să coboare la 4,2 la sută la sfârșitul anului 2024 și la 3,9 la sută în martie 2025.

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

În contextul 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 din piață, 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 în funcție de condițiile și ferestrele de oportunitate de pe piețele financiare externe. Aceasta este o practică comună de asigurare a necesităților de finanțare a agențiilor de management a

²⁴ BNR - Raport asupra inflației - mai 2023

datoriilor la nivelul UE, diminuând în acest fel presiunea privind asigurarea surselor de acoperire a necesităților de finanțare pe parcursul anului curent.

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 2,5-3 miliarde EUR, cu informarea în prealabil a pieței în ceea ce privește volumele, frecvența lansării/redeschiderii anumitor categorii de maturități. MF poate emite titluri de stat denominate în euro 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, urmare a finalizării cadrului procedural și operațional împreună cu BNR²⁵, începând cu anul 2022 se utilizează operațiuni specifice de administrare a pasivelor, de tipul răscumpărilor 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, în care ponderea deținerilor de titluri de stat ale băncilor comerciale se menține încă la un nivel ridicat, deși cu o tendință de scădere.

În situația creșterii ratelor de dobândă pentru piețele emergente în care se încadrează și România, chiar și temporar deținerile de titluri de stat au efect negativ asupra profitabilității și capitalizării băncilor ca urmare a recunoașterii de pierderi din marcarea la piață a instrumentelor cu venit fix deținute, ceea ce afectează cererea la licitațiile de titluri de stat.

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

În acest context, în implementarea planului de finanțare pe termen mediu, MF are în vedere măsuri de diversificare a deținerilor de titluri de stat cu efect asupra diminuării riscului de concentrare și reducerii presiunii asupra randamentelor pe piața primară. În acest scop, dar și în vederea creșterii accesibilității persoanelor fizice și a diversificării canalelor de vânzare a titlurilor de stat, ca instrumente de economisire, MF va menține oferta de titluri de stat dedicate persoanelor fizice, prin continuarea emisiunilor de titluri de stat pentru populație în cadrul celor două programe dedicate Tezaur și FIDELIS.

În ceea ce privește accesarea *pieței externe*, MF intenționează să mențină o prezență constantă pe piețele financiare internaționale și de continuare a operațiunilor de administrare a pasivelor (răscumpărare anticipată/preschimbare) 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 emitere pe piața internă.

²⁵ 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.

Suplimentar, în cursul anului 2023 Ministerul Finanțelor intenționează lansarea primei emisiuni de euroobligațiuni verzi/sociale/de sustenabilitate, în condițiile finalizării Cadrului suveran de obligațiuni verzi, precum și accesarea pieței japoneze prin lansarea unei emisiuni Samurai.

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 verde și digitală. Pentru implementarea PNRR, România beneficiază de fonduri în valoare de 27 miliarde EUR, din care 12,1 miliarde EUR²⁶ sunt finanțări nerambursabile, iar 14,94 miliarde EUR reprezintă sprijin sub formă de împrumut. Utilizarea componentei de împrumut va avea un impact pozitiv în reducerea costurilor de finanțare la nivel suveran, ținând cont de costurile 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 avea un impact pozitiv asupra cheltuielilor cu dobânzile aferente datoriei publice și implicit asupra deficitului bugetar în anii următori utilizării tragerilor din acest împrumut.

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

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

Surse de finanțare	Maturitatea (ani)	Valoare (miliarde)		
		2023	2024	2025
Piața internă				
1. Certificate de Trezorerie (miliarde lei)	până la 1 an	6	6	6
2. Obligațiuni tip benchmark în lei și EUR (miliarde lei)	peste 1 an	77	71	68
1. Titluri de stat pentru populație (miliarde lei)	1 – 5 ani	15	15	15
Piața externă				
1. Emisiuni de euroobligațiuni în cadrul Programului MTN (echiv. miliarde EUR)				
EURO/USD	Peste 10 ani	8,5	7,0	3,0
2. Împrumuturi de la instituții financiare internaționale (miliarde 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 ²⁷	0,8	0,8	0,6
b) Împrumuturi de la Uniunea Europeană în cadrul componentei de împrumut din cadrul PNRR de cca 14,94 mld EURO ²⁸	In medie de cca 20 ani	0,9	1,9	4,6

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

²⁶ Valoarea a fost revizuită de la nivelul de 14,2 miliarde EURO de către CE conform art.11(2) din Regulamentul UE (2021)/241

²⁷ O parte din împrumuturi sunt deja în perioada de rambursare, iar pentru altele termenii financiari se stabilesc cu ocazia fiecărei trageri,

²⁸ Planul de finanțare pentru anul 2023 include din rațiuni conservatoare sumele estimate a fi disponibilizate în anul 2023 în cadrul transei a 2-a din cadrul componentei de împrumut aferente PNRR. În situația în care tranșa a 3-a va fi disponibilizată în cursul anului 2023, aceasta va contribui la consolidarea buffer-ului în valută și va asigura prefinanțarea nevoilor de finanțare din anul 2024.

5. Cadrul macroeconomic²⁹ în România

În 2022 economia României a revenit la nivelul pre-pandemie mai devreme decât se anticipa. Măsurile economice și fiscale active au fost eficiente în susținerea activității economice: creșterea economică de 4,7% în 2022 reflectă o redresare economică completă, determinată, pe partea de cerere, cu precădere de consumul privat și investiții, pentru perioada 2023-2025 fiind prognozat un ritm mediu anual de creștere de cca 4,2%.

România a încheiat anul 2022 cu o rată anuală a inflației de 16,4%, fiind cea mai mare creștere din ultimii 20 ani. Presiunile inflaționiste interne au fost generate, în principal, de creșterile de preț survenite la bunurile energetice dar și de majorările prețurilor mărfurilor alimentare. Ca medie anuală, inflația s-a situat la un nivel de 13,8%. Creșteri peste medie s-au remarcat la prețurile mărfurilor alimentare (15,7%), fiind urmate de mărfurile nealimentare (14,7%), în timp ce tarifele pentru servicii s-au majorat într-un ritm mai lent, cu 7,8%.

Începând cu anul 2023 inflația a înregistrat o evoluție descendentă și potrivit prognozelor Comisiei Naționale de Strategie și Prognoză se estimează că inflația va încheia anul 2023 la un nivel de 7,4%. În perioada 2024-2025, se preconizează o tendință descendentă a inflației, pe măsură ce efectele șocurilor exercitate asupra ofertei se vor diminua, astfel încât inflația prognozată la sfârșitul anului 2025 va ajunge la 2,9%, respectiv 3,2%, ca medie anuală.

România a reușit să păstreze un echilibru economic relativ stabil, inclusiv în ceea ce privește piața forței de muncă care a fost susținută de instituirea unor măsuri de sprijin destinate salariaților și angajatorilor, îmbunătățirea flexibilității la locul de muncă, precum și redirecționarea resurselor umane către sectoarele mai puțin afectate de criză și cu perspectivă de creștere în următorii ani. În aceste condiții, în 2022, față de anul anterior, s-a înregistrat o creștere atât a populației ocupate, cât și a numărului de salariați (cu 0,7%, respectiv cu 1,1%), în timp ce rata șomajului BIM s-a menținut constantă (la 5,6%). Pe termen mediu este estimată o traiectorie descrescătoare a ratei șomajului, pentru finele anului 2023 fiind prognozat un nivel de 5,4%, 4,9% pentru anul 2024, respectiv de 4,5% în 2025.

În anul 2022, deficitul de cont curent a crescut la 9,3% din PIB, comparativ cu 7,3% în anul 2021. Pe ansamblul anului 2023, deficitul de cont curent al balanței de plăți se așteaptă să atingă o valoare de 26,2 miliarde euro, reprezentând 8,1% din PIB. Pe termen mediu, nivelul deficitului de cont curent se va menține la o valoare medie anuală de 27,3 miliarde euro cu o pondere în PIB de 7,2% pentru 2025.

Cadrul macroeconomic configurat pentru perioada 2023-2025 are la bază considerente precum evoluțiile economice ale anului 2022, reevaluarea evoluțiilor indicatorilor macroeconomici în contextul conflictului declanșat între Rusia și Ucraina și a sancțiunilor internaționale impuse, efectele crizei energetice și ale perturbărilor în lanțurile de aprovizionare, manifestate încă din partea a doua a anului 2021, care s-au amplificat odată cu izbucnirea războiului, precum și atragerea fondurilor europene prin Planul Național de Redresare și Reziliență și din Cadrul Financiar Multianual.

De altfel, **FMI (aprilie 2023)** estimează o creștere economică la nivel global de 2,8% pentru anul 2023 și de 3,0% pentru 2024. Economiiile avansate se așteaptă să înregistreze în medie o încetinire a creșterii economice de 1,3% în acest an și, respectiv, 1,4% în 2024, în timp ce în țările în curs de dezvoltare se preconizează să se materializeze creșteri mai pronunțate, de 3,9% în 2023 și 4,2% în 2024. Pentru statele din zona Euro, se estimează un avans de 0,8% în 2023 (cu 0,1 p.p. peste estimările din iarnă și cu 0,3 p.p. peste estimările din toamna anului trecut), ca urmare în special a ajustării prognozelor de creștere economică pentru Spania (+0,4

²⁹ Capitolul este elaborat pe baza proiecției indicatorilor macroeconomici publicați de CNSP- Prognoza de primăvară, 5 mai 2023

p.p. până la 1,5%) și Italia (0,1 p.p., până la 0,7%). Pentru economia Germaniei se estimează o ușoară recesiune în acest an (-0,1%) urmată de un avans de 1,1% în 2024. În 2024, economiile zonei Euro ar putea avansa cu 1,4%.

Conform celor mai recente date publicate de **Banca Mondială (aprilie 2023)**, cu excepția Rusiei și a Ucrainei, se estimează o decelerare a creșterii economice în economiile ce formează regiunea Europa și Asia centrală până la 2,4% în 2023 de la 4,7% în anul anterior, reflectând impactul condițiilor financiare mai stricte, al inflației persistente și al cererii externe reduse. Creșterea în 2023 ar putea fi și mai slabă în condițiile escaladării războiului în Ucraina, dacă politica monetară la nivel global și regional se înăsprește accelerat sau dacă are loc o inversare bruscă a fluxurilor de capital în regiune. Pentru anul 2024 se așteaptă o creștere economică de 2,7% la nivelul regiunii. Față de proiecțiile din luna ianuarie pentru acest an, perspectiva de creștere a regiunii s-a îmbunătățit cu 1,3 p.p., în timp ce pentru 2024 creșterea economică a fost revizuită ușor în jos cu 0,1 p.p. Pentru statele ce formează regiunea Europa Centrală (Bulgaria, Croația, Ungaria, Polonia și România) creșterea economică pentru 2023, comparativ cu prognoza anterioară, a fost menținută la 1,1% și ajustată în sus cu 0,2 p.p. pentru anul 2024 (2,9%).

Estimările OCDE (iunie 2023) indică o proiecție de creștere medie a PIB-ului la nivel global de 2,7% în 2023 și de 2,9% în 2024. Se preconizează că avansul economiei globale va rămâne sub tendințe în perioada 2023-2024, deși nivelul se va îmbunătăți în anul 2024 pe măsură ce inflația se va tempera treptat și veniturile reale se vor consolida. Creșterea în zona euro este estimată la cca 0,9% în 2023 și de 1,5% în 2024, dar beneficiile prețurilor mai scăzute la energie și alimente vor veni în sprijinul reducerii inflației în anul 2023, deși inflația de bază va rămâne la un nivel ridicat.

Planificarea bugetară pentru anii 2023 - 2025 a avut la bază măsurile întreprinse de Guvernul României în anii 2021 și 2022 în vederea redresării economiei și stopării efectelor negative ale pandemiei, la care se adaugă măsurile noi întreprinse pe parcursul anului 2023, care vor influența cadrul macroeconomic și indicatorii bugetari pe orizontul 2023-2025, dar și prioritățile de finanțare din bugetul național, precum și așteptările unei creșteri reale a PIB de 2,8% pentru anul 2023.

Planul bugetar pentru 2023 este influențat de politica fiscal-bugetară orientată spre adoptarea unor măsuri fiscale de dezvoltare economică și de pregătire pentru provocările și oportunitățile oferite de tranziția către o economie verde și digitală. Pachetul financiar al UE finanțează proiecte în domeniul digitalizării, combaterii poluării, infrastructurii, sănătății, educației, reforme structurale, guvernanta mai bună a sectorului public, dezvoltarea unor avantaje competitive care au ca efect mărirea PIB-ului potențial. Angajamentul autorităților române de implementare a Planului Național de Redresare și Reziliență (PNRR) al României, reprezintă o oportunitate economică și financiară pentru a atenua impactul economic și social al pandemiei de COVID-19 și pentru a se pregăti pentru provocările și oportunitățile oferite de tranziția către o economie verde și tranziția digitală.

Începând cu anul 2021, România s-a înscris pe o traiectorie de ajustare graduală a deficitului către ținta recomandată de Comisia Europeană, însă cu asigurarea unei creșteri economice sustenabile pe întreg orizontul de prognoză, deficitul bugetar reducându-se de la 6,7% în PIB în anul 2021 la 5,7% în PIB în anul 2022.

Politica fiscal-bugetară pe anul 2023 și pe termen mediu asigură reducerea graduală a deficitului bugetar fără a afecta capacitatea de sprijin a economiei și de promovare a investițiilor. Bugetul aprobat pentru anul 2023 și estimările pe termen mediu reflectă un deficit bugetar ESA de 4,4% din PIB în acest an, urmând ca deficitul să ajungă în anul 2024 sub 3,0% din PIB, încadrându-se până la finalul orizontului de prognoză în prevederile Tratatului de la Maastricht, ceea ce va permite ieșirea de sub incidența Procedurii de Deficit Excesiv.

Consolidarea bugetară pe termen mediu se va realiza în principal pe baza ajustării ponderii cheltuielilor permanente în PIB, pe fondul menținerii unei politici salariale prudente în sectorul bugetar (ca și în anii precedenți), în timp ce se proiectează o creștere semnificativă a investițiilor, oferind baza pentru o creștere economică sustenabilă pe termen mediu și lung, pe seama efectului multiplicator în economie. În același timp, creșterea ponderii veniturilor bugetare va fi susținută de absorbția accelerată a fondurilor europene, respectiv de îmbunătățirea colectării veniturilor curente, pe fondul unei elasticități supraunitare a acestor încasări raportate la dinamica PIB nominal, în contextul implementării reformelor și investițiilor cuprinse în Planul Național de Redresare și Reziliență.

Pe termen mediu (2023–2025), în condiții de consolidare fiscală reducerea deficitului bugetar va determina reducerea necesităților de finanțare la nivel guvernamental și implicit menținerea datoriei publice la un nivel sustenabil.

Tabel 8: Prognoza necesităților de finanțare

Indicator	2022 execuție operativă	2023 prog.	2024 prog.	2025 prog.
Veniturile administrației publice centrale (miliarde lei) ³⁰	376,4	432,2	455,1	495,2
Cheltuielile administrației publice centrale (miliarde lei) ³¹	458,1	499,7	505,2	548,6
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale (I) (miliarde lei) ³²	81,7	67,6	50,0	53,4
Refinanțarea datoriei publice guvernamentale ³³ (II) (miliarde lei)	69,2	92,5	90,7	69,4
Necesar brut de finanțare (I+II) (miliarde lei)	150,9	160,0	140,7	122,8

Sursa: MF

La sfârșitul anului 2022, ponderea datoriei guvernamentale, calculată conform metodologiei UE, s-a situat la un nivel de **47,3%**³⁴ din PIB inferior plafonului de 60% stabilit prin Tratatul de la Maastricht.

Conform Strategiei fiscal bugetare, pe termen mediu (2023 – 2025) și Programului de Convergență (2023-2026), în condiții de consolidare fiscală, estimările privind evoluția datoriei guvernamentale brute, conform metodologiei UE sunt de încadrare a acestui indicator la un nivel sustenabil sub 50% din PIB

Indicatorul datorie guvernamentală calculat în conformitate cu metodologia Uniunii Europene, pe baza datelor preliminate, exprimat ca procent în PIB, se situează la nivelul de 50,1% din PIB, la sfârșitul lunii mai 2023 și include pre-finanțarea componentei de împrumut pentru implementarea PNRR dar și datoria contractată pentru finanțarea deficitului bugetar aprobat pentru anul 2022 și refinanțarea datoriei publice scadente. **Pentru sfârșitul anului 2023, prognoza datoriei guvernamentale ca procent în PIB este de 47,1 % din PIB**³⁵, calculat pe baza creșterii economice de 2,8% prognozate pentru anul 2023³⁶ și nivelului deficitului bugetului general consolidat de 4,4% din PIB.

³⁰ Calculat pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

³¹ Idem 27

³² Idem 27

³³ 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 2022 (include garanțiile de stat, dar nu include finanțarea temporară).

³⁴ Conform Comunicatului EUROSTAT nr.47 – 21 Aprilie 2023

³⁵ Conform Programului de Convergență 2023-2026 – Secțiunea 4. Evoluțiile și nivelul datoriei datoriei guvernamentale

³⁶ CNSP prognoza de primăvară, 5 Mai 2023

Ipotezele macroeconomice ale Strategiei pentru perioada 2023-2025 sunt prezentate în tabelul de mai jos.

Tabel 9: Scenariul de bază al proiecțiilor macroeconomice

Indicatori	2021	2022	2023prog.	2024prog.	2025prog
PIB nominal (miliarde lei)	1.187,4	1.409,8	1.591,0	1.758,5	1.913,8
Creștere PIB (%)	5,8	4,7	2,8	4,8	5,0
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale ³⁷ (% din PIB)	-7,0	-5,7 [*])	-4,4	-2,95	-2,9
Deficitul contului curent (% din PIB)	-7,3	-9,3	-8,1	-7,7	-7,2
Inflația (sfârșitul anului %)	8,2	16,4	7,4	3,9	2,9
Inflația (medie anuală %)	5,1	13,8	10,7	5,4	3,2
Cursul de schimb mediu lei/EUR	4,92	4,93	4,94	5,0	5,06
Cursul de schimb mediu lei/USD	4,16	4,69	4,58	4,63	4,69

Sursa: CNSP prognoza de primăvară, 5 Mai 2023

^{*}) execuția operativă la 31 decembrie 2022

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 conduce la volatilitate afectând apetitul investițional pentru activele financiare emise de economiile emergente.

Combaterea inflației va rămâne o provocare importantă pentru băncile centrale. În cursul anului 2023 FED a crescut de 3 ori ratele de dobândă până la 5,00%-5,25 conform comunicatelor oficiale. Pentru implementarea unei politici monetare suficient de restrictivă pentru a readuce inflația la 2%, FED va ține cont de înăsprirea cumulativă a politicii monetare, de decalajele cu care politica monetară afectează activitatea economică și inflația, precum și de evoluțiile economice și financiare, în special efectele creșterilor de dobânzi asupra situației financiare a băncilor, mai ales în contextul problemelor recente cu care s-a confruntat sistemul bancar american, ce au culminat cu falimentul a 3 bănci. În plus, FED va continua să își reducă deținerile de titluri de stat.

De asemenea, Banca Angliei a procedat la majorări succesive a dobânzii de referință a lirei sterline și în cursul anului 2023 până la valoarea de 5,0% efectuată în luna iunie 2023. De asemenea, și BCE a crescut rata dobânzii la operațiunile principale de refinanțare la 4%, ratele dobânzilor la facilitatea de creditare marginală la 4,25% și cea la facilitatea de depozit la nivelul de 3,25%.

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

În condițiile unor deficite bugetare prognozate de 4,4% în 2023 și de sub 3% din PIB în 2024-2025 emiterea de datorie nouă necesară acoperirii unor necesități de finanțare încă 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

³⁷ Calculat pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

principalul deținător). Acest factor de risc poate fi diminuat pe termen lung prin creșterea cererii din partea investitorilor instituționali, cum ar fi fondurile de pensii sau alți participanți de pe piața de capital, precum fondurile locale de administrare de active și societățile de asigurări. De la începutul anului 2022, valoarea nominală a deținerilor de titluri de stat în portofoliul fondurilor de pensii administrate privat și al fondurilor de pensii facultative a înregistrat un trend crescător, în timp ce ponderea acestora în totalul activelor a înregistrat o scădere marginală în aceeași perioadă. 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 creștere a necesarului de finanțare al administrației publice centrale în anul 2023 față de anul 2022 și o diminuare graduală în anii următori pe măsura reducerii graduale a deficitului bugetar până la 2,9% din PIB în anul 2025. Astfel, strategiile de finanțare vor trebui implementate luând în considerare volumul refinanțării datoriei și al deficitelor bugetare de peste 3% din PIB în anul 2023, dar în scădere pe termen mediu, în paralel cu creșterea toleranței la riscurile financiare. În procesul de finanțare pe termen mediu, MF va avea în vedere atingerea obiectivelor sale specifice, însă, va ține cont de contextul macroeconomic și de modificările cererii la nivelul bazei investiționale atât pe plan intern, cât și pe plan extern.

În concluzie, principalele riscuri asociate ipotezelor macroeconomice din scenariul de bază arată că, prin prisma deciziilor de politică monetară anticipate/estimate atât pe plan intern, cât și extern, se anticipează menținerea unui context de piață volatil, cel puțin pentru anul 2023.

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 guvernamentală³⁸, planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat și cadrul macroeconomic pe termen mediu.

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

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

Riscul valutar este unul moderat, fiind atenuat de ponderea datoriei în valută emisă pe termen lung (denominată în 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, îndeosebi în condițiile utilizării swap-urilor valutare, ca urmare a încheierii documentației ISDA cu o serie de contrapartide. Actualmente, analiza efectuată arată că în lipsa cadrului necesar utilizării instrumentelor financiare derivate pentru administrarea riscurilor aferente finanțării în alte monede, finanțarea în USD pentru maturități de până în 5 ani și pe

³⁸ S-a luat în considerare portofoliul de datorie publică guvernamentală la finele anului 2022.

termen foarte lung (30 ani) rămâne mai costisitoare și mai riscantă decât finanțarea în EUR³⁹. Cu toate acestea, 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, operațiuni demarate începând cu luna iunie 2022 ca urmare a finalizării, în colaborare cu BNR, a cadrului legal aplicabil.

În baza acestor considerații, MF a evaluat alternativele de finanțare care facilitează limitarea expunerii la riscul de refinanțare și la cel de rată de dobândă.

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

Strategiile alternative de finanțare au fost comparate pe baza proiecției serviciului datoriei având la bază diferite scenarii alternative pentru cursul de schimb și ratele de dobândă. Scenariul de bază, determinat ca fiind cel mai probabil, a fost folosit pentru a calcula costul estimat al diferitelor strategii. Riscul a fost calculat prin raportarea creșterii costului rezultat, ca urmare a aplicării șocurilor la ratele de piață utilizate⁴⁰ 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 2025. 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 este tot mai favorabilă. În aceste condiții, costul aferent extinderii duratei medii rămase este 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, corespunzător apetitului 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 poate veni atât prin creșterea ponderii titlurilor de stat românești în indicii regionali de referință, prin utilizarea platformei electronice de tranzacționare pe piața secundară (E-bond), cât și pentru utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate și preschimbări de titluri). Totuși, trebuie să se aibă în vedere o creștere rezonabilă a volumului net de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu și

³⁹ Randamentele actuale (la data de 28 iunie 2023) aferente euroobligațiunilor denominate în EUR sunt de 6,25% pentru scadența pe 10 ani și de 6,28% pentru 30 ani în condițiile în care cele aferente emisiunilor de euroobligațiuni în USD pe aceleași scadențe sunt de 6,18%, respectiv 6,77%.

⁴⁰ Pentru analiza, au fost utilizate ratele de referință forward pentru Euro și USD preluate din Bloomberg la data de 18 mai 2023

lung pe piață 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 expunerea ridicată a sectorului bancar pe titluri de stat, deși în anul 2022 și în primele 5 luni ale anului 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.

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 prezent peste nivelul celor în EUR cu cca 0,5% pentru maturitatea de 10 ani, deși 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 deprecierei cursului valutar 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 arată preferință pe termen mediu pentru finanțarea în EUR față de cea în USD. Analiza cantitativă arată faptul că, din perspectiva curbelor de randament curentă și forward, finanțarea în USD presupune creșterea costului, în comparație cu finanțarea în EUR. Acest fapt reflectă estimările privind ratele dobânzilor mai mari în USD, precum și un curs de schimb leu/USD semnificativ mai volatil decât cel leu/EUR, în condițiile aprecierii monedei americane comparativ cu EUR.

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 denominate 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 Samurai. Administrarea riscului derivat din expunerea în alte valute se va realiza prin utilizarea instrumentelor de swap pe valute, luând în considerare costul asociat utilizării instrumentelor de hedging pe termen lung și foarte lung.

În acest sens, pentru reducerea expunerii la riscul valutar și de rată de dobândă asociate portofoliului de datorie publică guvernamentală, 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, fiind de asemenea efectuate o serie de modificări legislative necesare utilizării instrumentelor financiare derivate.

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 prognozate de 4,4% în anul 2023 și de până la 3% din PIB în perioada 2024 – 2025, MF are în vedere asigurarea finanțării deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice preponderent în monedă națională pentru a continua procesul de dezvoltare a pieței interne, corelat cu capacitatea de absorbție a pieței interne a titlurilor de stat în lei, în paralel cu accesarea piețelor externe de capital în EUR dar și în USD și în alte valute, în 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 2023 - 2025:

1. Finanțarea preponderent în monedă națională pe termen mediu, care să faciliteze în continuare dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și totodată să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar ținând cont de cererea pentru instrumentele de datorie în lei⁴¹, precum și de necesitățile diversificării bazei de investitori în titlurile de stat. Emisiunile în EUR pe piața internă vor fi avute în vedere doar în contextul cererii specifice exprimate de investitorii locali, pe maturități medii, în funcție de condițiile de piață și de apetitul manifestat de către mediul investițional, în condițiile unui raport maturitate/cost avantajos.
2. Realizarea unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, limitând concentrarea rambursărilor de rate de capital/refinanțărilor de titluri de stat pe termen scurt, inclusiv prin efectuarea de operațiuni de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate sau preschimbări de titluri de stat).
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută la dispoziția Trezoreriei Statului⁴² care să asigure protecția necesară în cazul perioadelor de volatilitate de pe piețele financiare.
4. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere: contractarea de datorie preponderent în EUR și USD, dar și în alte valute funcție de oportunitățile identificate, luând în considerare raportul cost/risc asociat acestora și contribuția la diversificarea bazei investiționale; extinderea numărului de contrapartide cu care se va încheia acorduri-cadru ISDA care va permite și utilizarea instrumentelor financiare derivate de tipul swap-urilor valutare pentru o mai bună gestionare a expunerii la riscul valutar; introducerea emisiunilor de obligațiuni verzi/sociale/de sustenabilitate în condițiile finalizării Cadrului suveran de obligațiuni verzi, în scopul diversificării bazei investiționale.
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 a perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie.
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

⁴¹ Pe lângă cererea internă pentru titlurile de stat în lei, nerezidenții pot juca un rol important atât în ceea ce privește volumele plasate pe piața internă, cât și structura pe maturități în procesul de finanțare, având în vedere apetitul ridicat al acestora pentru titlurile de stat cu maturități pe termen mediu și lung.

⁴² Rezerva în valută trebuie să acopere un număr de luni aferent necesarului brut de finanțare.

susținerea procesului de redresare și reziliență la nivelul statelor membre, avându-se în vedere termenii și condițiile avantajoase oferite de acestea.

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

Riscul valutar:

1. Asigurarea unei finanțări nete într-o pondere mai mare din surse interne începând cu anul 2024 și menținerea ponderii datoriei denominate în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 45% (minim) - 60%.
2. Menținerea ponderii datoriei denominate în EUR în total datorie denominată în valută în intervalul 75%(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 4,0 ani (minim) și 6,0 ani pentru datoria în moneda națională și între 6,5 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 4,0 ani (minim) și 6,0 ani pentru datoria în moneda națională și între 6,5 ani (minim) și 8,0 ani pentru datoria totală.

Tabel 10: Ținte pentru principalii indicatorii de risc

Expunerea la risc	Indicator	Ținte indicative pentru perioada 2023-2025
Riscul valutar	Ponderea datoriei în moneda națională din total datorie (% din total) Ponderea datoriei denominate în EUR în total datorie în valută (% din total)	45% (minim) - 60% 75% (minim) - 90 %
Riscul de refinanțare	Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total) Ponderea datoriei în monedă națională scadentă în termen de 1 an (% din total) Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani) Maturitatea medie rămasă pentru datoria în moneda națională (ani)	10% - 20% (maxim) 15% - 25% (maxim) 6,5 ani (minim) - 8,0 ani 4,0 ani (minim) - 6,0 ani
Riscul ratei dobânzii	Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total) Ponderea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total) Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani) Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	10% - 20% (maxim) 15% - 25% (maxim) 6,5 ani (minim) – 8,0 ani 4,0 ani (minim) – 6,0 ani

Sursa: MF

Implementarea Strategiei pentru perioada 2023 - 2025 se va monitoriza lunar, prin urmărirea încadrării indicatorilor de datorie în țintele stabilite și publicarea acestora în Buletinul lunar privind datoria publică disponibil pe site-ul Ministerului Finanțelor. Potrivit Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare, strategia este revizuiabilă anual sau ori de câte ori condițiile de piață și/sau necesitățile de finanțare o impun.

Marcel – Ioan BOLOȘ

MINISTRUL FINANTELOR

Dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat

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

1. *Creșterea eficienței pe piață titlurilor de stat, prin consolidarea și extinderea curbei de randamente pe piața internă a titlurilor de stat:*
 - 1.1. Definierea unei politici privind crearea și menținerea titlurilor de stat de tip benchmark lichide, în valoare de până la 2,5-3 miliarde 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 susținerea implementării Strategiei.
 - 1.3. Emiterea certificatelor de trezorerie pe termen scurt în scopul administrării lichidităților, în funcție de cererea investitorilor.
2. *Dezvoltarea programelor de titluri de stat pentru populație*
 - 2.1. Continuarea emisiunilor de titluri de stat pentru populație în cadrul programelor TEZAUR și „FIDELIS” și distribuirea acestora prin diverse canale de distribuție, respectiv prin intermediul unităților teritoriale ale Trezoreriei Statului, ale Poștei Române și ale instituțiilor de credit.
 - 2.2. Măsurile de creștere a atractivității acestor instrumente care să faciliteze realizarea în mediul online a subscrierilor și rambursărilor la scadență a sumelor datorate investitorilor.
3. *Diversificarea și lărgirea bazei de investitori prin:*
 - 3.1. Emiterea unei palete cât mai largi de instrumente, cu scadențe diferite ținând cont de necesitățile investiționale diferite ale mediilor investiționale locale și internaționale; în acest sens se are în vedere emiterea de obligațiuni verzi/sustenabile/sociale și 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 care să conducă la creșterea distribuției, intermedierei și tranzacționării titlurilor de stat concomitent cu creșterea transparenței în formarea prețului;
 - 3.3. Analizarea oportunității de emitere a unor noi instrumente de datorie solicitate de participanții din piață (cum ar fi, obligațiuni indexate sau cu dobândă variabilă), pe măsura dezvoltării pieței titlurilor de stat și în scopul evitării fragmentării acestei piețe;
 - 3.4. Continuarea organizării de turnee de promovare pentru investitori de tip „non-deal roadshow”.

4. *Măsurile de creștere a lichidității pieței titlurilor de stat:*
 - 4.1. Monitorizarea platformei electronice de cotație și tranzacționare a titlurilor de stat de către dealerii primari (E-Bond), în vederea îmbunătățirii lichidității și transparenței prețurilor titlurilor de stat și reducerea riscurilor asociate activităților de tranzacționare, precum și promovarea de îmbunătățiri în sensul acordării posibilității investitorilor de a obține cotații prin intermediul acesteia de la fiecare dealer primar;
 - 4.2. Concentrarea lichidității titlurilor de stat într-un număr redus de titluri de stat de tip benchmark, de valoare echivalentă de până la 2,5-3 miliarde EUR pe emisiune;
 - 4.3. Utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor (de tip răscumpărare anticipată sau preschimbare) pentru reducerea riscului de refinanțare, constituirii obligațiunilor de stat de tip benchmark lichide, creșterii lichidității și sprijinirea demersurilor MF de implementare a Strategiei;

5. *Măsurile luate în considerare pentru creșterea transparenței și predictibilității pieței titlurilor de stat includ:*
 - 5.1. O politică transparentă de emisiuni de titluri de stat prin publicarea calendarului anual de emisiuni de titluri de stat, a anunțurilor trimestriale și a prospectelor lunare, precum și, când este cazul, prezentarea într-o manieră flexibilă și în timp util a modificărilor datorate schimbării condițiilor de piață;
 - 5.2. Dialogul continuu cu participanții din piața internă, pentru a asigura comunicarea în timp util a acțiunilor luate în considerare de către MF;
 - 5.3. Publicarea regulată pe pagina instituției la secțiunea Datorie Publică a informațiilor relevante pentru investitori în ceea ce privește valoarea și structura datoriei publice;
 - 5.4. Gestionarea paginii Bloomberg dedicate MF, ținând cont de utilizarea acesteia la scară largă de către investitori autohtoni și internaționali.

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

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

1. Menținerea în continuare a obiectivului 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 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.

Astfel, în funcție de evoluția execuției bugetare, precum și de cererea venita din partea dealerilor primari, intenția Trezoreriei Statului este de a emite certificate de trezorerie sau să contacteze împrumuturi pe termen scurt⁴³.

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 prezentat în Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pe termen mediu. Totodată se va analiza posibilitatea adoptării unei conduite mai active în ceea ce privește plasarea disponibilităților (dacă prognoza soldului contului curent general al Trezoreriei Statului o va permite), 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 BNR⁴⁴.
4. Datorită decalajului între încasările și plățile bugetare realizate în cursul unei luni, Trezoreria Statului va continua să apeleze la operațiunile de cash management, prin atragerea de depozite pe termen foarte scurt de la instituțiile de credit, în scopul acoperirii golurilor temporare de casă, funcție de evoluția execuției bugetare.
5. Un alt instrument de finanțare pe termen scurt a deficitului bugetului de stat este reprezentat de împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului, în valoare de 105,019 miliarde lei la finele lunii decembrie 2022, contractate în conformitate cu prevederile Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 146/2002 privind formarea și utilizarea resurselor derulate prin Trezoreria Statului, cu modificările ulterioare, ordonanță ce prevede utilizarea fondurilor disponibile din contul curent general al Trezoreriei Statului pentru a finanța, prin intermediul împrumuturilor temporare, deficitul bugetar din anii precedenți și curent.

Deși există avantajul utilizării acestui instrument, pentru finanțarea la costuri scăzute a deficitului bugetului de stat, întrucât rata medie a dobânzii la aceste împrumuturi a fost de 0,27% în anul 2022, 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, se utilizează alte soluții, cum ar fi atragerea de depozite în condiții de piață

⁴³ Cu maturitate sub 1 an

⁴⁴ Având calitatea de invitat

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), având un impact negativ asupra administrării datoriei publice guvernamentale. Astfel, intenția MF este aceea de a refinanța treptat, pe termen lung acest instrument de datorie prin emisiuni de titluri de stat, dar numai în condițiile reducerii necesarului brut de finanțare ca urmare a consolidării fiscal-bugetare și reducerii deficitului bugetar sub 3% din PIB pe termen mediu.

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

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 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.