

MINISTERUL FINANTELOR

**STRATEGIA DE ADMINISTRARE A
DATORIEI PUBLICE GUVERNAMENTALE**

2025-2027

Direcția Generală de Management al Datoriei Publice și Fluxurilor de Trezorerie

București 2025

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 2024
 4. *Finanțarea internă și externă în contextul evoluțiilor piețelor financiare interne și internaționale în perioada 2024-iulie 2025, așteptările pe termen mediu*
 - Piața internă
 - Piața externă
 - Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2025 - 2027
 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 2025-2027 (denumită în continuare „Strategie”) reprezintă o continuare a Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru perioada 2024-2026 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 2025-2027 este în concordanță cu indicatorii bugetari prevăzuți în Strategia Fiscal-Bugetară 2025-2027 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 2024 și în primele 7 luni ale anului 2025

Indicatorii de risc

Evoluția indicatorilor de risc arată că pe parcursul anului 2024 și în primele 7 luni din anul 2025³, indicatorii de risc s-au încadrat în țintele indicative stabilite conform Strategiei 2024 - 2026, cu excepția indicatorilor: *Maturitatea medie rămasă pentru total datorie, Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani), Maturitatea medie rămasă a datoriei în lei și Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)*. Aceștia se situează sub limita minimă, având în vedere apetitul investitorilor pentru maturități mai scurte din prima parte a anului pentru datoria emisă pe piață internă, în contextul incertitudinilor generate de alegerile prezidențiale și a celor privind angajamentul autorităților de implementare a măsurilor de consolidare fiscal-bugetară.

Tabel 1: Indicatori de risc

Indicatori *	31/12/2024	31/07/2025	Ținte indicative conform Strategiei 2024-2026
A. Riscul Valutar			
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	48,5%	48,1%	45 % (minim) – 55 %
Ponderea datoriei publice guvernamentale în EUR în total datorie în valuta (% din total)	79,7%	79,2%	80 % (minim) – 90 %
B. Riscul de refinanțare			
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	10%	13%	10 % - 20 % (maxim)
Ponderea datoriei în lei scadente în termen de 1 an (% din total)	17%	21%	15 % - 25 % (maxim)
Maturitatea medie rămasă pentru total datorie (ani)	6,9	6,6	7,0 ani (minim) – 8,0 ani
Maturitatea medie rămasă a datoriei în lei (ani)	4,6	4,4	4,5 ani (minim) – 5,5 ani

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

² Strategia nu include asumarea unor ținte de politică fiscală, cum ar fi ponderea datoriei 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.

³ Pentru scopul prezentei strategii au fost analizate informațiile și datele disponibile privind datoria publică în anul 2024 și în primele 7 luni ale anului 2025.

C. Riscul de rată de dobândă			
Pondere datorii care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	12%	14%	10 % - 20 % (maxim)
Pondere datorii în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	15%	20%	15 % - 25% (maxim)
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	6,7	6,4	7,0 ani (minim) – 8,0 ani
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	4,6	4,4	4,5 ani (minim) – 5,5 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 2025-2027

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2025 - 2027:

1. Asigurarea finanțării în principal în moneda națională, care să faciliteze în continuare dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și totodată să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar, ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne, precum și de necesitățile diversificării bazei de investitori în titlurile de stat, prin lărgirea canalelor de distribuție a titlurilor de stat pentru populație precum și a emiterii de obligațiuni pe piața interbancară care să se plieze pe cererea investitorilor instituționali rezidenți și nerezidenți. Emisiunile în EUR pe piața internă vor fi avute în vedere doar în contextul cererii specifice exprimate de investitorii locali, și în contextul emisiunilor de titluri de stat pentru populație, pe termen scurt și mediu, 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 operațiunilor de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate sau preschimbări de titluri de stat) pentru titlurile de stat scadente într-un orizont de timp mai lung de un an pentru reducerea riscului de refinanțare.
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută⁴.
4. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin limitarea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an și menținerea în parametri rezonabili a perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie.
5. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere contractarea de datorie preponderent în EUR și USD, dar și alte valute, cum ar fi yenii japonezi, în funcție de oportunitățile identificate și de raportul cost/risc, precum și de contribuția acestora la diversificarea bazei investiționale, inclusiv prin plasamentele private cât și alte tipuri de instrumente care pot conduce la diversificarea geografică și a tipologiei de investitori.
6. Emisiunile de obligațiuni verzi se vor emite în baza Cadrului general pentru obligațiuni verzi la nivel suveran aprobat la începutul anului 2024 în funcție de estimările privind cheltuielile eligibile cărora le pot fi alocate sumele obținute din emiterea de obligațiuni verzi.
7. 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.

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

Aceste principii sunt exprimate ca intervale⁵ 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 propuși pentru perioada 2025-2027 se prezintă astfel:

Indicatori *	Ținte indicative Strategia 2025-2027
A. Riscul Valutar	
Ponderea datoriei în lei în total datorie (% din total)	45% (minim) – 55 %
Ponderea datoriei publice guvernamentale în EUR în total datorie în valută (% din total)	80% (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)	6,0 ani (minim) - 7,0 ani
Maturitatea medie rămasă a datoriei în lei (ani)	4,0 ani (minim) - 5,0 ani
C. Riscul de rată de dobândă	
Ponderea datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	10% - 20% (maxim)
Ponderea datoriei în lei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total)	15% - 25% (maxim)
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria totală (ani)	6,0 ani (minim) – 7,0 ani
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii pentru datoria în moneda națională (ani)	4,0 ani (minim) – 5,0 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 randamente în moneda națională sunt obiective importante atât în atingerea primelor două obiective ale Strategiei, cât și pentru susținerea dezvoltării în continuare a pieței financiare

⁵ 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).

interne, care va rămâne principala sursă de atragere a fondurilor financiare necesare destinate acoperirii necesităților de finanțare.

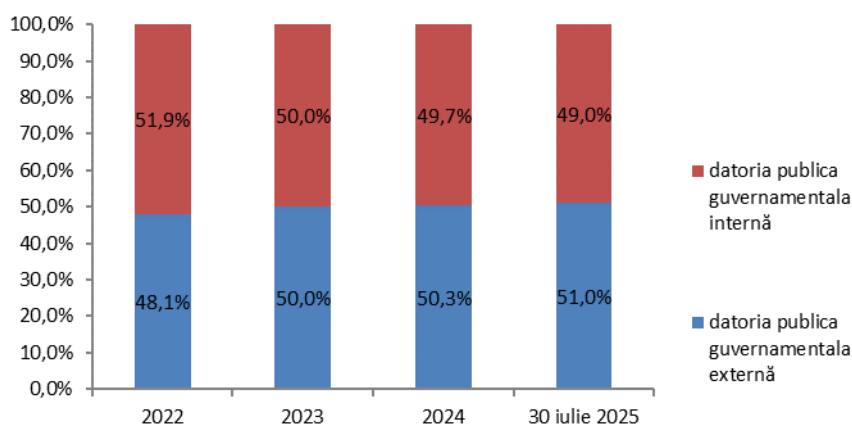
Sfera de cuprindere a Strategiei se limitează la datoria contractată direct sau garantată de Guvern, prin intermediul MF, însă nu include împrumuturile din disponibilitățile contului curent general al Trezoreriei Statului („finanțarea temporară”) și nici instrumentele de cash management. Finanțarea temporară, precum și instrumentele de cash management reprezintă instrumente de administrare a lichidităților și nu sunt considerate instrumente de finanțare pe termen mediu. Totuși, având în vedere importanța coordonării Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale cu politica de administrare a lichidităților, inclusiv privind finanțarea temporară, cât și dependența dintre acestea, Anexa 2⁶ acoperă strategia de administrare a lichidităților.

Descrierea portofoliului datoriei publice guvernamentale la sfârșitul anului 2024⁷

Evoluția datoriei publice guvernamentale

La sfârșitul anului 2024, datoria publică guvernamentală a fost de 961,0 miliarde lei, reprezentând 54,6% din PIB, pe fondul unei creșteri economice de 0,8%⁸ și în condițiile unui deficit al bugetului general consolidat, în termeni cash, de 8,65% din PIB⁹.

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



Sursa: MF

Structura pe instrumente de datorie s-a menținut relativ similară cu anul 2023, înregistrând o ușoară creștere în favoarea instrumentelor de datorie tranzacționabile (cca 80%), respectiv titluri de stat emise pe piața internă și externă (a se vedea graficul 2).

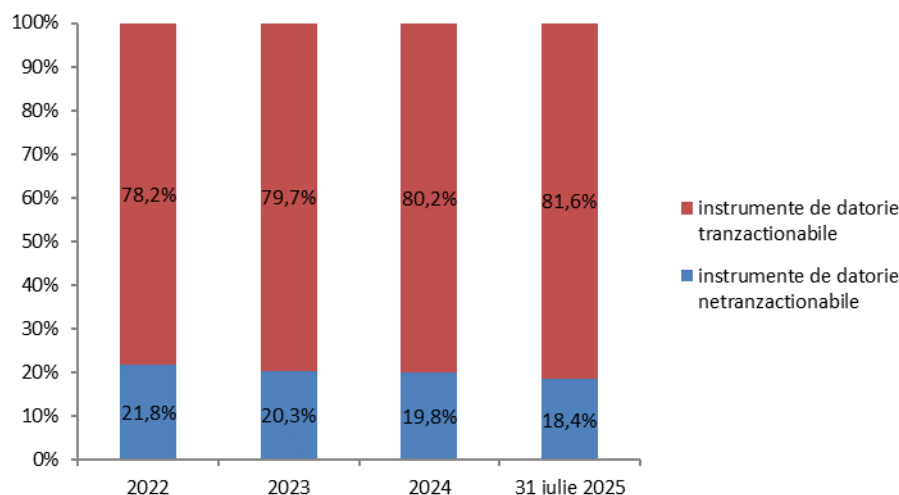
⁶ Este important de menționat faptul că modificările majore în nivelul finanțării temporare pot avea impact asupra emisiunilor de titluri de stat și pot afecta planurile de dezvoltare a pieței interne a titlurilor de stat.

⁷ 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.

⁸ CNSP - Prognoza de vară a principalilor indicatori macroeconomici – septembrie 2025

⁹ Deficitul bugetului general consolidat conform execuției operative la sfârșitul anului 2024 a fost în valoare nominală de 152,7 miliarde lei reprezentând 8,7% din PIB.

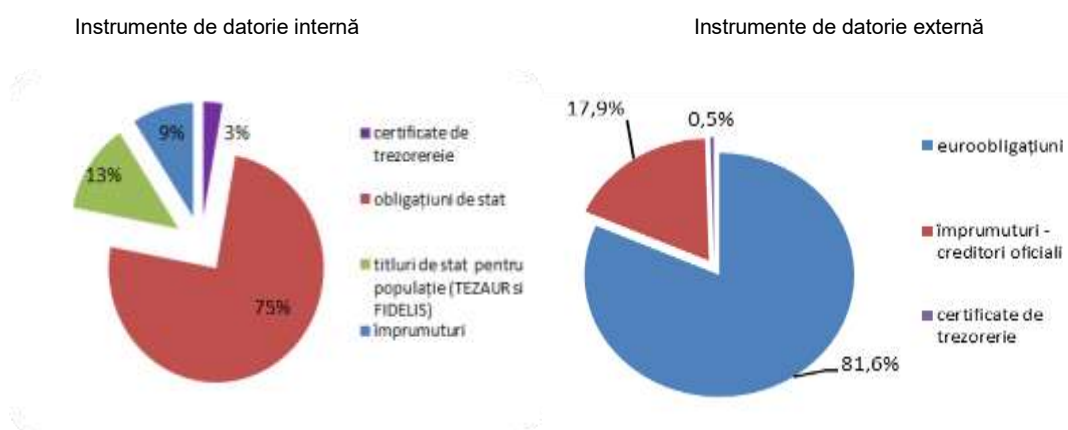
Grafic 2 : Instrumente de datorie tranzacționabile vs. instrumente de datorie netranzacționabile (% în total datorie guvernamentală)



Sursa : MFP

În cadrul datoriei interne, titlurile de stat, precum certificatele de trezorerie și obligațiunile de stat, reprezintă principalele instrumente de finanțare. Similar, datoria externă este formată în principal din obligațiuni emise pe piețele financiare internaționale și, în completare, din împrumuturi contractate de la instituții financiare internaționale, inclusiv de la Uniunea Europeană, precum și fonduri atrase în cadrul componentei de împrumut pentru implementarea Planului național de redresare și reziliență (PNRR). În structura datoriei externe se regăsesc și titlurile de stat emise pe piața internă și deținute de nerezidenți, în timp ce în structura datoriei interne se află euroobligațiunile deținute de către rezidenți.

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



Sursa : MF

În anul 2024, costurile cu dobânzile, exprimate ca rate medii ale dobânzii¹⁰, au înregistrat creșteri, ca urmare a creșterii ratelor de dobândă dar și volumelor ridicate de datorie nou

¹⁰ S-au calculat ca raport între plățile preconizate de dobânzi pentru anul 2025 și soldul existent la finele anului 2024 pentru fiecare instrument de datorie în parte.

contractată pentru finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice, în special a celor aferente datoriei interne. La sfârșitul anului 2024, datoria în monedă națională rămâne mai costisitoare decât datoria în valută¹¹, așa cum reiese din tabelul 2.

Tabel 2: Costul datoriei contractate direct de Guvern, prin MF, pe tipuri de instrumente¹²

	31.12.2024	31.12.2023
Rata medie de dobândă a datoriei publice guvernamentale (%)	4,9	4,2
1. în moneda națională, din care:	5,9	5,8
a. Certificate de trezorerie cu maturitatea de 1 an	6,0	6,7
b. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 1 și 5 ani	5,8	5,1
c. Obligațiuni de stat cu rată fixă și maturitatea între 5 și 10 ani	5,9	5,5
2. în valute, din care:	3,9	3,4
a. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 10 ani	3,4	3,0
b. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 5 ani	4,7	4,0
c. Obligațiuni în EUR cu maturitatea de 30 ani	3,7	3,3
d. Obligațiuni în USD cu maturitatea de 30 ani	5,8	4,3
e. EUR creditorilor multilaterali	1,9	1,5

Sursa : MF

În anul 2024, costurile aferente finanțării în lei de pe piața internă s-au menținut peste nivelurile finanțării în USD și EUR pentru maturități similare. Dobânzile favorabile la care au fost contractate împrumuturile de la instituțiile financiare internaționale și Uniunea Europeană, au contribuit la reducerea costului finanțării externe. În plus, obligațiunile 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 condițiile menținerii unor nevoi de finanțare ridicate, și a unei capacități limitate de absorbție a pieței interne, în anul 2024 au fost atrase volume importante de cca 18 mld. echivalent EUR pe piața externă, prin emisiuni denominate în EUR, USD și JPY. Deși acestea au oferit flexibilitatea necesară în realizarea planului de finanțare, precum și asigurarea diversificării bazei de investitori în instrumentele de datorie emise de România, în condițiile înregistrării unor deficite bugetare peste țintele aprobate, randamentele emisiunilor pe piața externă au fost mai mari decât cele ale stocului existent de datorie, ceea ce a majorat costul mediu la nivelul întregului portofoliu de datorie.

Similar cu anii precedenți, în anul 2024, MF a adoptat o strategie prudentă de finanțare, atrăgând în primele luni ale anului o parte semnificativă din necesarul de finanțare planificat, în linie cu practicile și politicile de finanțare adoptate și de alți emitenți suverani (Polonia, Ungaria etc.). Astfel, cca 65% din necesarul brut de finanțare anunțat pentru anul 2024 a fost acoperit în primele 5 luni ale anului 2024, resursele fiind atrase echilibrat atât de pe piața internă (cca 59 miliarde RON¹³), cât și externă, prin emisiuni de euroobligațiuni și plasamente private în sumă de cca 11 mld. echivalent EUR. Resursele atrase de pe piața externă au fost denominate preponderent în EUR, având în vedere cererea consistentă

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

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

¹³ Nu include titlurile de stat emise și scadente în același an.

manifestată de investitori, cerere impulsionată și de realizarea primei emisiuni de euroobligațiuni verzi.

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



Sursa: MF

Randamentele titlurilor de stat emise pe piețele internă și externă și-au menținut nivelul ridicat, cu o tendință de creștere și perioade de volatilitate spre sfârșitul anului 2024 și începutul anului 2025, în special pe piața internă, în contextul incertitudinilor generate de rezultatul alegerilor prezidențiale. Numirea noului Guvern¹⁴ și adoptarea pachetelor de măsuri pentru consolidarea fiscală au avut un impact pozitiv asupra evoluției titlurilor de stat și au condus la înscrierea costurilor de împrumut ale statului pe o traiectorie descendentă.

Riscurile asociate portofoliului datoriei publice guvernamentale la finele anului 2024

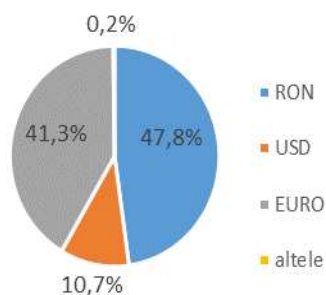
Riscul valutar

La sfârșitul anului 2024 cca 51,9% din portofoliul datoriei publice guvernamentale era denominat în valută, care s-a majorat la 52,2% la sfârșitul lunii iulie 2025, 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 EUR¹⁵ pe termen lung (grafic 5) dar și continuarea politicii de menținere a unei rezerve în valută la dispoziția Trezoreriei Statului.

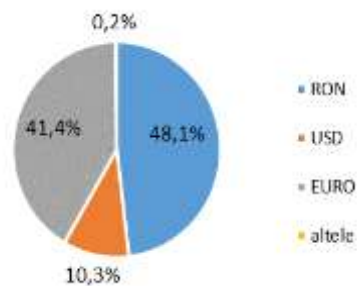
¹⁴ 23 iunie 2025

¹⁵ 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
30 iulie 2025



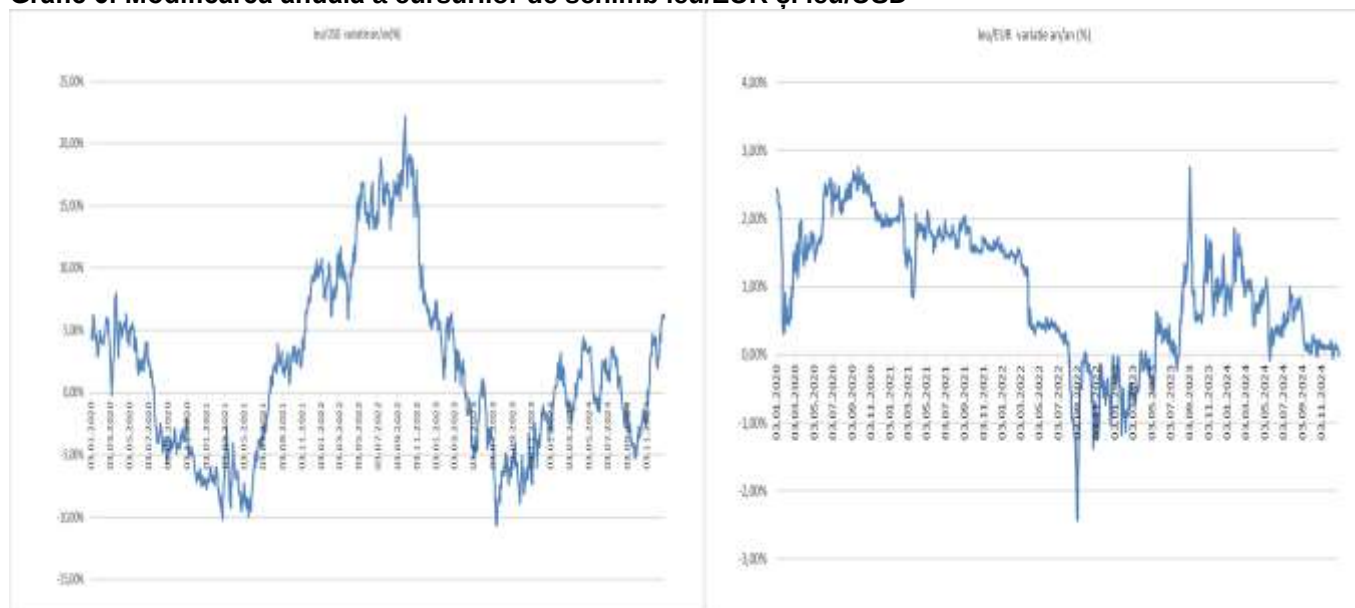
31 decembrie 2024



Sursa: MF

Cca 10,7% din portofoliul de datorie este denominat în USD, în creștere ușoară față de nivelul de 10,3% înregistrat la sfârșitul anului 2024. Luând în considerare volatilitatea mult mai ridicată a cursului de schimb leu/USD¹⁶ față de cea a cursului de schimb leu/EUR, rezultă că datoria contractată în USD prezintă un grad de risc mult mai ridicat decât cea contractată în EUR, așa cum reiese și din graficul 6.

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



Sursa: BNR

În cazul materializării unor scenarii pesimiste în anul 2025, de exemplu deprecierea monedei naționale cu 5% față de EUR și cu 15% față de USD, stocul datoriei ar crește cu 34,5 miliarde lei, respectiv cu 1,8% 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. 2,8 miliarde lei, respectiv cu 0,5% în veniturile administrației publice centrale¹⁷.

¹⁶ Calculată pe baza Deviației standard absolute. Variația an/an determinată pe baza variațiilor medii zilnice.

¹⁷ Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

În consecință, expunerea la riscul valutar poate fi considerată una semnificativă, inclusiv din perspectiva agențiilor de rating, drept urmare necesită monitorizare și administrare atentă permanentă. Mai mult, politica menținerii unei rezerve în valută la dispoziția Trezoreriei Statului are în vedere limitarea riscului valutar aferent rambursărilor datoriei în valută, această rezervă fiind utilizată în mod direct pentru efectuarea plăților serviciului datoriei publice guvernamentale în valută.

Riscul de refinanțare

În perioada următoare, riscul de refinanțare se va menține la un nivel semnificativ, pe fondul menținerii cererii pentru maturitățile mai scurte, luând în considerare extinderea volumului datoriei emise prin instrumente de retail, cu un volum de aproximativ 33 mld. lei emis în 2024 și estimat la cca 45–50 mld. lei în anul 2025, având în vedere că aceste instrumente au preponderent maturități de 1–2 ani, ceea ce concentrează și majorează volumul aferent scadențelor pe termen scurt și amplifică nevoia de rostogolire. În plus, perioadele prelungite de incertitudine și volatilitate (noiembrie 2024 – iulie 2025) au orientat cererea către scadențe medii, în timp ce eforturile de limitare a cheltuielilor cu dobânzile, în contextul majorării stocului de datorie, a determinat restrângerea emisiunilor pe termen lung, în condițiile menținerii unor randamente ridicate pe segmentul lung al curbei de randamente.

Volumul rambursărilor de rate de capital și a refinanțărilor de titluri de stat, prezentat în graficul 7, este în creștere și indică o acumulare a rambursărilor în următorii 7 ani, cu tendința de diminuare a riscului de refinanțare ulterior pe termen lung, care de asemenea necesită o atenție constantă și monitorizare permanentă. Concentrarea rambursărilor în perioada 2025-2031, se observă mai ales la nivelul datoriei interne¹⁸ reflectând preferința investitorilor din perioadele anterioare pentru titluri de stat cu maturități pe termen mediu. 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 ¹⁹ pentru fiecare serie de titluri de stat, pe segmentul maturităților medii și lungi, este diminuat prin utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor (buy-back și bond-exchange). În anul 2024 au fost preschimbate volume de titluri de stat de cca 6 mld. lei. Continuarea acestor operațiuni va 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 de titluri de stat de tip benchmark scadente, fără a fi necesară rostogolirea acestora la momentul scadenței, prin efectuarea de vânzări parțiale de valută din buffer. Așteptările privind cererea de titluri de stat pe parcursul anului 2025 și pe termen mediu sunt influențate atât de dinamica contextului economic intern (menținerea unui nivel ridicat al deficitului bugetar) și angajamentul autorităților privind implementarea măsurilor de consolidare fiscală, cât și de conjunctura economică globală care se menține una complexă, în contextul existenței conflictului geopolitic dificil Rusia – Ucraina și a politicii tarifare restrictive a SUA, care pot amplifica incertitudinile și genera fluctuații semnificative ale cererii de titluri de stat din partea investitorilor. 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 se menține ca obiectiv foarte important în administrarea datoriei.

Și în privința datoriei externe, riscul de refinanțare este unul semnificativ, cu o concentrare a scadențelor în perioada 2028-2035, având în vedere emiterea, în ultimii ani, de titluri de stat cu

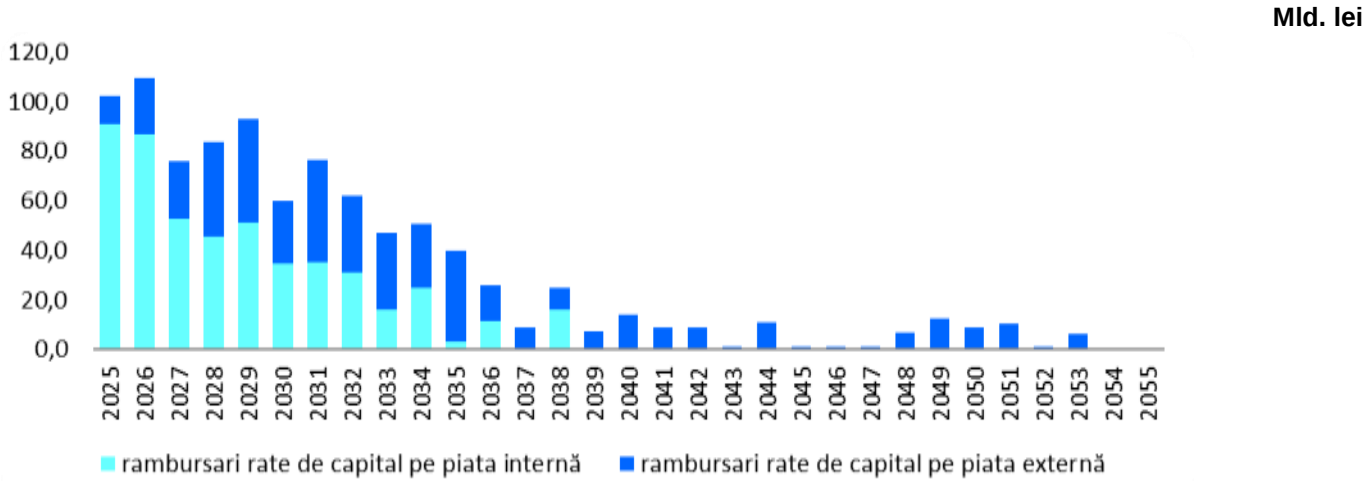
¹⁸ După piața emisiunii.

¹⁹ Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale 2024-2026

maturității mai reduse de până la 10-15 ani, dar care este parțial echilibrat de structura de rambursare a împrumuturilor contractate atât de pe piețele financiare internaționale și de la Uniunea Europeană (maturitate într-o singură tranșă, cu scadențe lungi și foarte lungi), ceea ce conduce la menținerea indicatorului maturitate medie rămasă pentru portofoliul de datorie publică externă către pragul de 10 ani față de cea aferentă titlurilor de stat emise pe piața internă.

Riscul de refinanțare se amplifică deoarece stocul datoriei s-a majorat într-un ritm alert, pe fondul deficitelor bugetare foarte ridicate din ultimii ani, în special în anul 2024, iar volume ridicate de refinanțare a datoriei sunt anticipate și în perioada următoare. Acesta implică menținerea unei ponderi relativ ridicate a scadențelor scurte și medii în finanțarea anuală netă, peste un volum de roll-over deja semnificativ. În aceste condiții, extinderea finanțării pe termen lung la randamentele actuale, ridicate, nu este oportună în raport cu angajamentele de ajustare fiscală. Pe măsură ce consolidarea bugetară se materializează, este de așteptat o comprimare graduală a marjelor de credit și a costurilor pe termen lung, moment în care devine oportună creșterea finanțării pe termene lungi și fixarea acestor costuri pe durate mai mari.

Grafic 7: Rambursările de rate de capital aferente datoriei publice guvernamentale pe orizontul de timp 2025 - 2055



Începând cu anul 2024 durata medie rămasă (ATM)²⁰ a portofoliului de datorie este în scădere, de la 7,4 ani la sfârșitul anului 2023 la 6,6 ani la sfârșitul lunii iulie 2025, situându-se sub nivelul țintă de 7 ani stabilit în strategia anterioară.

Tabel 3: Indicatori privind riscul de refinanțare

Indicatori	30 iulie 2025			2024			2023		
	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total	Datoria denominată în monedă națională	Datoria denominată în valută	Total
Ponderea datoriei scadente în termen de 1 an (% din total)	21	7	13	17	6	10	15,0	8	11
Maturitatea medie rămasă (ani)	4,4	8,4	6,6	4,6	8,9	6,9	5,1	9,8	7,4

Sursa: MF

În anul 2024 au crescut volumele operațiunilor de preschimbare care s-au ridicat la cca 6 mld. lei pe piața internă, iar în anul 2025 până în prezent ²¹ aceste operațiuni au însumat cca 4,8

²⁰ Average time to maturity

mld. lei, astfel un volum important de obligațiuni scadente în cursul anului 2024 și în 2025 au fost preschimbate cu maturități mai lungi.

Începând cu 2025, s-a intensificat utilizarea operațiunilor de preschimbare, cu o frecvență de cca două preschimbări pe lună. Având în vedere particularitățile acestor operațiuni, în prezent, acestea se realizează exclusiv pentru titluri de stat emise pe piața internă denumite în moneda națională cu scadența în următorul an. În vederea diversificării aplicării acestui instrument de administrare, la nivelul BNR este în dezvoltare o ajustare a aplicațiilor IT pentru titlurile de stat, fapt ce va permite extinderea preschimbărilor și dincolo de orizontul de un an, ceea ce va oferi flexibilitatea necesară pentru a adresa și vârfurile de plată pe un orizont mai lung de scadențe, îmbunătățind astfel profilul de rambursare a datoriei.

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, deși riscul de refinanțare este în creștere, prezentând caracteristici diferite prin prisma indicatorilor specifici acestor riscuri, dacă se au în vedere în mod distinct portofoliile de datorie în lei și în valută. Expunerea la riscul de rată de dobândă este diminuată pentru portofoliul de datorie în valută, urmare a faptului că emisiunile de euroobligațiuni și împrumuturile de la instituțiile financiare internaționale, inclusiv cele de la Uniunea Europeană, cu scadențe pe termen lung și foarte lung cu rate fixe de dobânzi au reprezentat partea majoritară a datoriei externe la sfârșitul anului 2024.

În condițiile creșterii cu 1 punct procentual a ratelor de dobândă în 2025, aceasta va conduce la creșterea plăților în contul serviciului datoriei cu cca 4,7 miliarde lei, respectiv cu 0,8% din veniturile administrației publice centrale²² pentru datoria în moneda națională, și cu cca 5,0 miliarde lei, respectiv cu cca 1,0% din veniturile administrației publice centrale pentru datoria în valută.

Tabel 4: Indicatori privind riscul ratei de dobândă

Indicatori	30 iulie 2025			2024			2023		
	Datoria denominată în moneda națională	Datoria denominată în valută	Total	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)	85,1	95,3	90,7	82,7	96,0	89,4	83,6	95,9	89,3
Pondere datorii care își modifică dobânda într-un an (% din total)	20,0	6,0	9,3	15,0	4,0	12,0	13	3,0	11
Perioada medie până la următoarea modificare a ratei de dobândă (ani)	4,4	8,0	6,4	4,6	6,2	7,3	5,1	9,2	7,3

Sursa: MF

Fată de cele prezentate, se poate concluziona că riscul de refinanțare și cel al ratei dobânzii aferente datoriei denumite în moneda națională, sunt indicatori în creștere cărora trebuie să

²¹ 31 octombrie 2025

²² Venituri bugetare calculate pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE.

li se acorde o atenție sporită, iar evaluarea acestora trebuie corelată cu al treilea obiectiv al Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale pe termen mediu, respectiv cel de dezvoltare a pieței interne de titluri de stat. În același timp, riscul valutar este unul semnificativ înregistrând o tendință de creștere ceea ce impune o monitorizare și administrare continuă, prin dezvoltarea pieței interne și diversificarea instrumentelor de datorie (de exemplu, cele destinate investitorilor de tip retail, obligațiuni verzi etc.) și a canalelor de distribuție. În vederea limitării riscului de refinanțare și de lichiditate se va continua politica de menținere a unei rezerve financiare în valută la dispoziția Trezoreriei Statului care să acopere până la 4 luni din necesarul brut de finanțare, dar și utilizarea regulată a instrumentelor specifice de administrare a pasivelor (preschimbări atât pentru titlurile emise pe piața internă, cât și pe cea externă - switches și tenders), politică care va trebui corelată cu necesitățile de finanțare și cu măsurile care se vor lua 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 2024 – octombrie 2025 și așteptări pe termen mediu

În anul 2024, strategia de finanțare a fost calibrată în mod dinamic, în concordanță cu modificările de percepție și de cerere din partea mediilor investiționale și cu evoluția necesităților de finanțare a deficitului bugetului general consolidat, cauzata de majorarea semnificativa a deficitului bugetar față de estimările inițiale, precum și de evoluțiile manifestate în plan intern, marcate de desfășurarea alegerilor la nivel local, parlamentar și prezidențial, care au generat perioade de volatilitate a condițiilor din piețele financiare, îndeosebi în piața internă.

În acest context, planul anual de finanțare a fost ajustat gradual pe parcursul anului, de la nivelul inițial de 181 miliarde lei până la un volum final de 252,3 miliarde lei, realizat la finele exercițiului bugetar. O astfel de abordare, determinată de înrăutățirea situației fiscale (deficit bugetar peste nivelul aprobat), generează dificultăți majore atât în procesul de finanțare și în termenii/condițiile acesteia, cât și în capacitatea de administrare a riscurilor. Pe de o parte, deteriorarea percepției investitorilor afectează cererea și crește costurile de finanțare, iar pe de altă parte, se reduce flexibilitatea în gestionarea riscului de lichiditate și de refinanțare, precum și a riscurilor de tip „event risk”. Un exemplu îl constituie episodul de incertitudine și volatilitate accentuată de la finele lui 2024 și începutul lui 2025, alimentat de alegerile prezidențiale și amânarea acestora, în contextul global marcat de politici privind tarifele comerciale și tensiuni geopolitice.

Aceste evoluții au condus la deteriorarea anumitor indicatori ai strategiei de administrare a datoriei, îndeosebi cei legați de riscul de refinanțare (ex: maturitatea medie rămasă), dar și a costurilor de finanțare, atât marjele de risc, cât și randamentele menținându-se ridicate, afectând astfel semnificativ cheltuielile cu dobânzile aferente anului 2025 și din anii viitori, într-un context în care alți emitenți suverani din regiune au beneficiat de reduceri ale acestor costuri (ex: Ungaria, Polonia, Bulgaria, Croația).

Piața internă

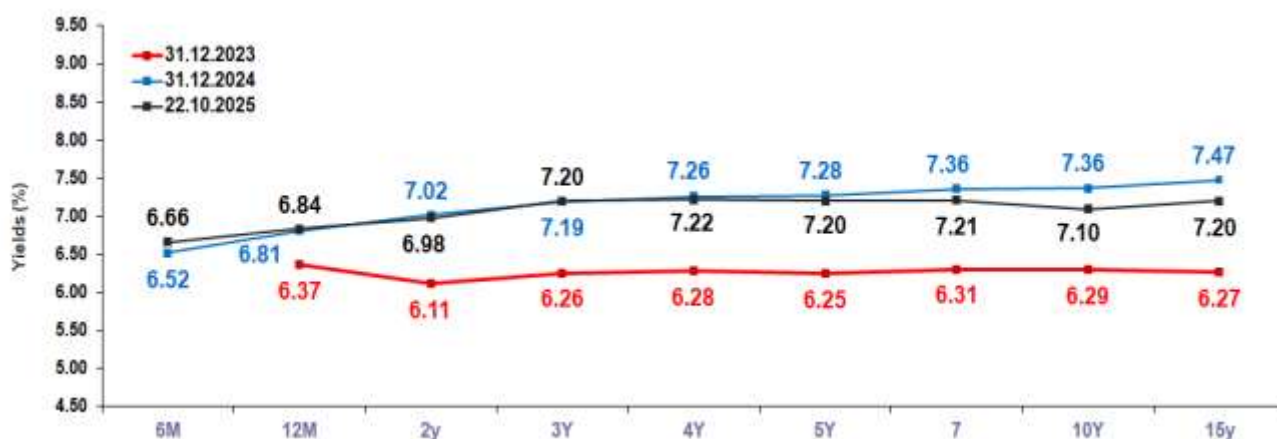
În primul semestru al anului 2024, Banca Națională a României (BNR) a menținut neschimbată rata dobânzii de politică monetară și a redus-o în doi pași a câte 0,25 puncte procentuale în iulie și august, iar ulterior a păstrat-o la nivelul 6,50%, inclusiv în contextul celei mai recente decizii a Consiliului de administrație, din luna octombrie 2025. Ratele dobânzilor aferente facilității de creditare și celei de depozit au fost de asemenea reduse cu câte 0,25 puncte procentuale în iulie și august 2024, iar apoi au fost menținute la 7,5%, respectiv 5,5%.

În ceea ce privește evoluția inflației, rata anuală a inflației IPC, deși a înregistrat o tendință graduală de scădere pe parcursul anului 2024 (cu excepția ultimului trimestru) și în primul trimestru al anului 2025, atingând un nivel de 4,86 % în luna martie, ulterior și-a reluat tendința de creștere atingând 5,66% în luna iunie. Conform previziunilor²³ recente ale Băncii Naționale a României se estimează că procesul inflaționist va cunoaște reconfigurări substanțiale, în contextul încheierii schemei de plafonare a prețurilor energiei electrice și al implementării pachetului de consolidare fiscală astfel că în decembrie 2025 rata anuală a inflației va ajunge la 8,8%.

Pe parcursul anului 2024, curba randamentelor titlurilor de stat emise pe piața internă a înregistrat o tendință ascendentă, în special spre finalul anului, cu o creștere anuală cuprinsă între 90 – 120 puncte de bază manifestată pe toate palierele de maturități, în special pentru segmentul celor de peste 5 ani. Această evoluție a fost determinată în primul rând de deficitul bugetar la un nivel semnificativ mai mare decât ținta aprobată dar și de incertitudinile generate de schimbările politice la nivel intern, în contextul rezultatelor primului tur al alegerilor prezidențiale și a amânării acestora, care au amplificat îngrijorările investitorilor cu privire la poziția fiscală și echilibrul extern al economiei și la o creștere a riscului de downgrade a rating-ului de țară, conducând la înregistrarea unor niveluri maxime ale randamentelor în lunile noiembrie-decembrie.

În prima parte a anului 2025, randamentele au fluctuat și au înregistrat perioade de volatilitate, însă stabilitatea politică obținută după al doilea tur al alegerilor prezidențiale, urmată de numirea noului guvern pro-european în luna iunie și adoptarea pachetelor de măsuri de consolidare fiscală, au favorizat o dinamizare a cererii pentru titlurile de stat atât pe piața internă, cât și externă și o tendință descendentă a costurilor de împrumut ale statului pe fondul îmbunătățirii percepției mediilor investiționale urmare a atenuării riscului de downgrade.

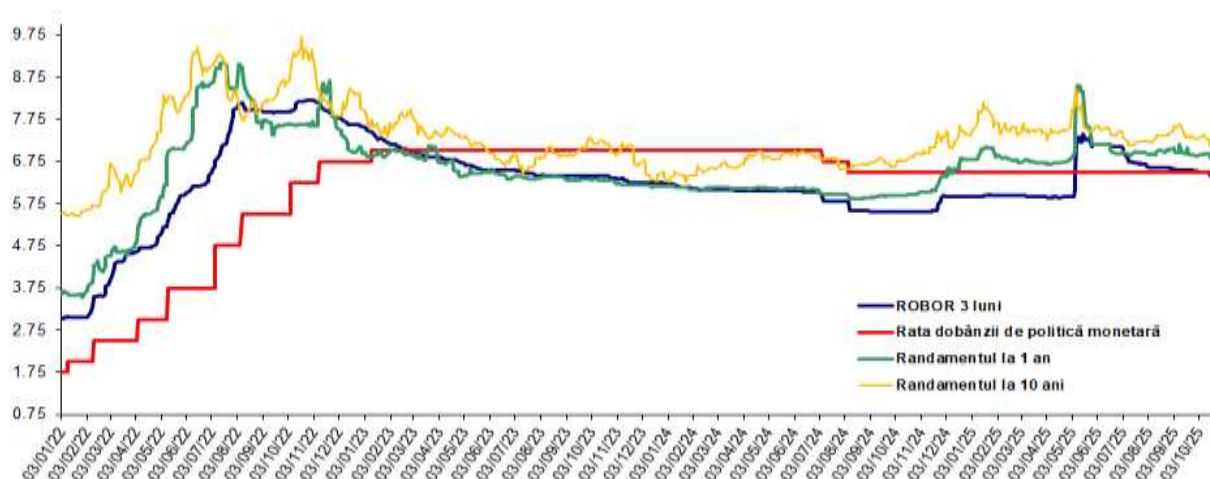
Grafic 8 : Evoluția randamentelor pe piața secundară internă



Sursă : Bloomberg

²³ Banca Națională a României - Raport asupra inflației august 2025

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

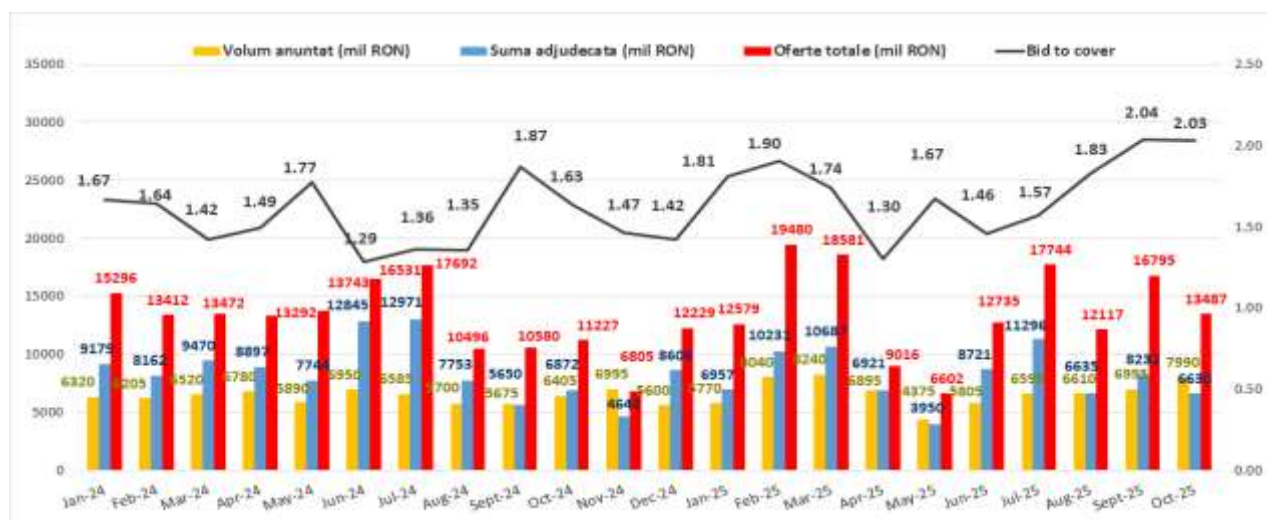


Sursa: MF, BNR

Având în vedere creșterea semnificativă a necesarului de finanțare pe piața internă în anul 2024 comparativ cu 2023, cererea manifestată de investitori la licitațiile de titluri de stat s-a menținut într-un interval considerat rezonabil și echilibrat. Deși volumul titlurilor de stat a crescut pentru a acoperi deficitul bugetar și nevoile de refinanțare, investitorii au continuat să răspundă favorabil, demonstrând un interes stabil pentru instrumentele financiare emise de stat.

Totuși, trebuie menționat că incertitudinea cauzată de alegerile prezidențiale din luna noiembrie 2024, coroborată cu deteriorarea semnificativă a situației fiscale, au condus și la decizia de înrăutățire a perspectivei de rating la negativ (Fitch – decembrie 2024 și S&P și Moody's în februarie respectiv martie 2025) creând o volatilitate foarte ridicată pe piața titlurilor de stat. Această stare s-a materializat într-o deteriorare semnificativă a condițiilor de finanțare în ultimele 2 luni ale anului 2024, cât și în lunile aprilie-mai ale anului 2025 (lunile noiembrie 2024 și mai 2025 fiind singurele perioade în care volumul adjudecat la licitațiile de titluri de stat în lei pe piața interbancară a fost sub cel anunțat).

Grafic 10: Volum anunțat vs volum adjudecat vs suma anunțată în perioada ianuarie 2024- octombrie 2025



Sursa: MF

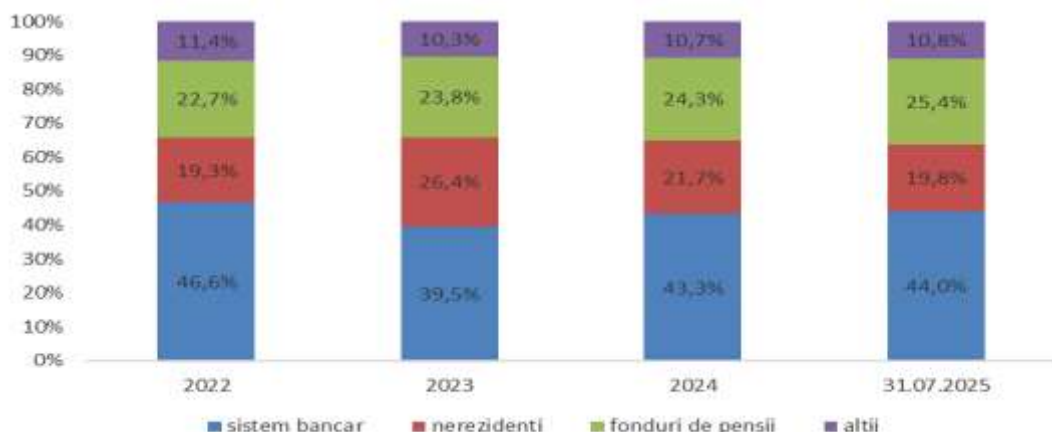
Baza de investitori

Băncile comerciale au continuat să fie principalii investitori pe piața internă a titlurilor de stat, deținând în portofoliu la sfârșitul anului 2024 și la nivelul lunii iulie 2025 cca 44-45% din volumul total al titlurilor de stat emise pe piața internă, în creștere față de sfârșitul anului 2023 (39,5%). Pe locul al doilea s-au situat fondurile de pensii, care au înregistrat o creștere ușoară a deținerilor ajungând la cca 24% la sfârșitul anului 2024 și respectiv 25% la 31 iulie 2025, comparativ cu cca 23,8%, la sfârșitul anului 2023.

În cadrul segmentului de investitori instituționali, fondurile locale de administrare de active și fondurile de pensii private dețin o cotă semnificativă pe piața titlurilor de stat de cca 25%, reprezentând un participant stabil în procesul de finanțare la nivel guvernamental. Deținerile de titluri de stat ale fondurilor de pensii private indică în continuare o proporție importantă în titluri de stat din activul total.

În ultimii 2 ani se constată trendul descrescător al ponderii deținerilor nerezidenților, de la un maxim de aproximativ 26% la finele lui 2023 la circa 20% în prezent, pe fondul unui context prelungit de incertitudine și al creșterii semnificative a necesarului de finanțare. Retragera investitorilor externi a contribuit la creșterea presiunii de finanțare de pe piața internă, cu efecte vizibile în preferința pentru maturități mai scurte.

Grafic 11 : Evoluția titlurilor de stat emise pe piața internă în funcție de tipul deținătorilor



Sursa: BNR

La finalul lunii septembrie 2025²⁴, ponderea titlurilor de stat în structura investițională a fondurilor de pensii private a înregistrat o scădere ușoară față de nivelul înregistrat la finalul anului 2024, respectiv de la cca 67% la cca 66% .

Trendul descendent al deținerilor investitorilor nerezidenți a avut loc în contextul creșterii îngrijorărilor și al erodării încrederii în consistența și predictibilitatea cadrului de politici macroeconomice, în special în credibilitatea traiectoriei de consolidare fiscală și sustenabilitate a datoriei publice. Deși percepția s-a ameliorat parțial după stabilizarea scenei politice de după alegerile prezidențiale și adoptarea pachetelor de măsuri fiscale, în perspectivă, riscul de volatilitate rămâne unul ridicat, pe fondul incertitudinilor privind impactul acestor măsuri asupra unei creșteri economice deja revizuite în jos față de estimările de anul trecut, precum și asupra inflației, pentru care anticipațiile indică o accelerare în ultima parte a lui 2025, urmată de o scădere treptată din 2026.

Prezența titlurilor de stat românești în indicii regionali JPMorgan și Barclays continuă să aibă o influență pozitivă asupra evoluției achiziției de titluri de stat locale. La mijlocul anului 2025, 26

²⁴ Sursa: Raport ASF lunar de monitorizare a tendințelor pe piețele financiare nebancale, Octombrie 2025

serii de obligațiuni de stat românești erau incluse în indexul GBI-EM Global Diversified Investment Grade, cu o pondere de 3,51% și 27 de serii în indexul Barclays EM Local Currency Government Index, cu o pondere de 1,02%.

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 2024 gradul de lichiditate, calculat ca raport între volumul total al tranzacțiilor lunare de pe piața secundară și volumul total al titlurilor de stat, a înregistrat o evoluție oscilantă, atingând valori mai mari în lunile ianuarie (14,2%), februarie (14,5%), iulie (14,6%), octombrie (19,2%) și decembrie (16,9%) niveluri maxime au continuat să se înregistreze începând și cu ianuarie 2025 fiind corelate cu volumele emise pe piața primară.

Grafic 12: Evoluția gradului de lichiditate al titlurilor de stat în lei active în perioada 2024 - 2025



Sursa: MF

Platforma electronică de cotare și tranzacționare a titlurilor de stat românești (platforma E-bond – furnizată de Bloomberg) continuă să aibă un impact pozitiv asupra pieței titlurilor de stat. Raportat la obligațiile minime de cotare zilnică pe platforma electronică de cotare și tranzacționare²⁵, dealerii primari au cota 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

²⁵ 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: 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 cotaată 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.

cumpărare, deși perioadele de volatilitate ridicată au generat restrângerea cotațiilor oferite de bănci în cadrul acestei platforme.

Implementarea planului de finanțare de pe piața internă

Pe parcursul anului 2024, MF a menținut o politică de emisiuni flexibilă adaptată la cerințele mediului investițional dar mai ales la creșterea graduală semnificativă a necesarului de finanțare fiind afectată predictibilitatea acestuia, planul de finanțare fiind majorat în mod succesiv de la un volum inițial de 181 miliarde lei până la nivelul de 252 miliarde lei concretizat la sfârșitul anului. Structura finanțărilor atrase se prezintă astfel:

1. Piața internă - total volum atras cca 148,3 mld. echivalent lei, din care 2,6 mld. EUR și 135,5 mld. lei, prin:
 - Licitații de titluri de stat pe piața interbancară: 102,8 mld. lei și 0.35 mld. EUR, cu următoarea structură de maturități:
 - 19,4% emisiuni de certificate de trezorerie cu discount cu maturitate de până la 12 luni și emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale până la 1 an;
 - 42,6% emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 1 și 5 ani;
 - 38,0% emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 5 și 15 ani.
 - Plasamente private: 7,5 mld. RON echivalent.
 - Operațiuni de preschimbare: titluri de stat emise pe piața internă scadente în 2024 și 2025 cu titluri de stat cu maturități mai lungi în sumă de 6 mld. Lei, suma de 3,7 mld. Lei reprezentând scadențe ale titlurilor în anul 2024 și suma de 2,3 mld. Lei scadențe din anul 2025.
 - Titluri de stat pentru populație: 32,7 mld. echivalent lei (respectiv 24 mld. lei și 1,74 mld. EUR), prin intermediul programelor TEZAUR și FIDELIS. Prin programul TEZAUR au fost realizate emisiuni lunare, cu maturități de 1, 2, 3 și 5 ani, cu un volum atras de 16,2 mld. lei. Prin programul FIDELIS au fost lansate 6 emisiuni, prin intermediul sindicatului de bănci format din Banca Transilvania/BT Capital Partners, BCR, BRD și Alpha Bank. Emisiunile au fost denominate atât în lei (maturități de 1, 3 și 5 ani), cât și în EUR (maturități de 1, 2, 5 și 7 ani), cu un volum atras de 16,45 mld. echivalent lei.

Obligațiunile de stat de tip benchmark denominate în lei cu scadențe inițiale cuprinse între 2 - 15 ani au fost emise și redeschise aproape în fiecare lună.

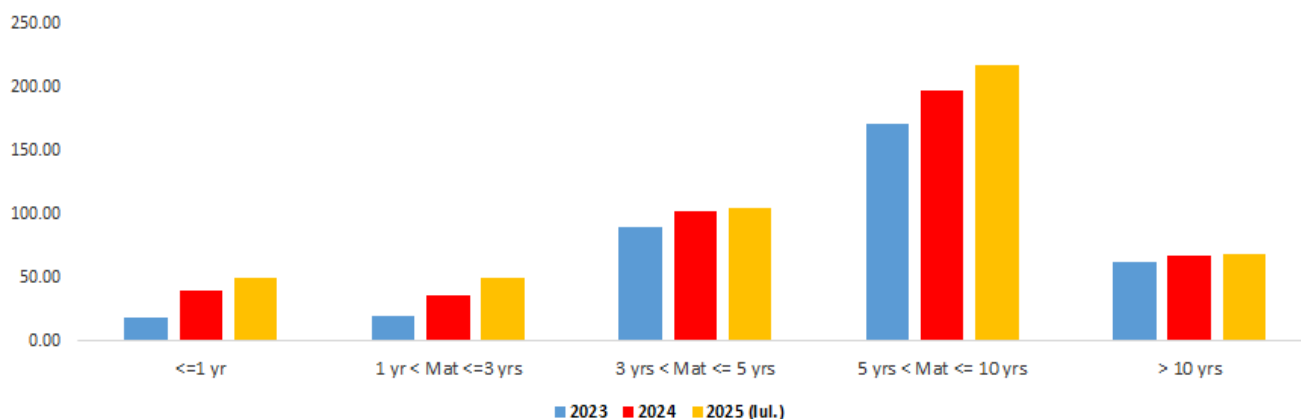
În primele 10 luni ale anului 2025, de pe piața internă a fost atrasă suma de 92,26 mld. lei din care:

- Licitații de titluri de stat pe piața interbancară: 83,06 mld. lei și 1,83 mld. EUR, cu structura de maturități:
 - 13,2% emisiuni de certificate de trezorerie cu discount cu maturitate de până la 12 luni și emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale până la 1 an;
 - 44,0% emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 1 și 5 ani;
 - 42,8% emisiuni de obligațiuni de tip benchmark cu maturități reziduale între 5 și 15 ani.
- Titluri de stat atrase și scadente în anul 2025: 3.6 mld. RON.
- Titluri de stat pentru populație: 42,09 mld. echivalent lei (respectiv 32,5 mld. lei și 1,89 mld. EUR), prin intermediul programelor TEZAUR și FIDELIS. În cursul anului 2025

prin programul FIDELIS au fost lansate tranșe dedicate donatorilor, persoanele fizice ce au donat sânge beneficiind de o dobândă preferențială, prin aceste tranșe fiind atrasă suma de 1,72 mld. Lei (echivalent). Din suma totală atrasă 55% a fost pentru maturitatea de 1 an și 45% pentru instrumentele cu maturitate mai lungă.

- Operațiuni de preschimbare: au fost preschimbate titluri de stat emise pe piața internă scadente în 2025 și 2026 cu titluri de stat cu maturități mai lungi, în sumă totală de 4,83 mld. lei, din care 1,94 mld. lei a reprezentat scadențe ale titlurilor în anul 2025 și 2,89 mld. lei scadențe din anul 2026.
- Plasamente private în sumă de 2,375 mld. Lei și 625 mln. Euro

Grafic 13: Structura stocului de titluri de stat pe scadențe (maturitate inițială, miliarde lei) 2023 – Iulie. 2025



Sursa: MF

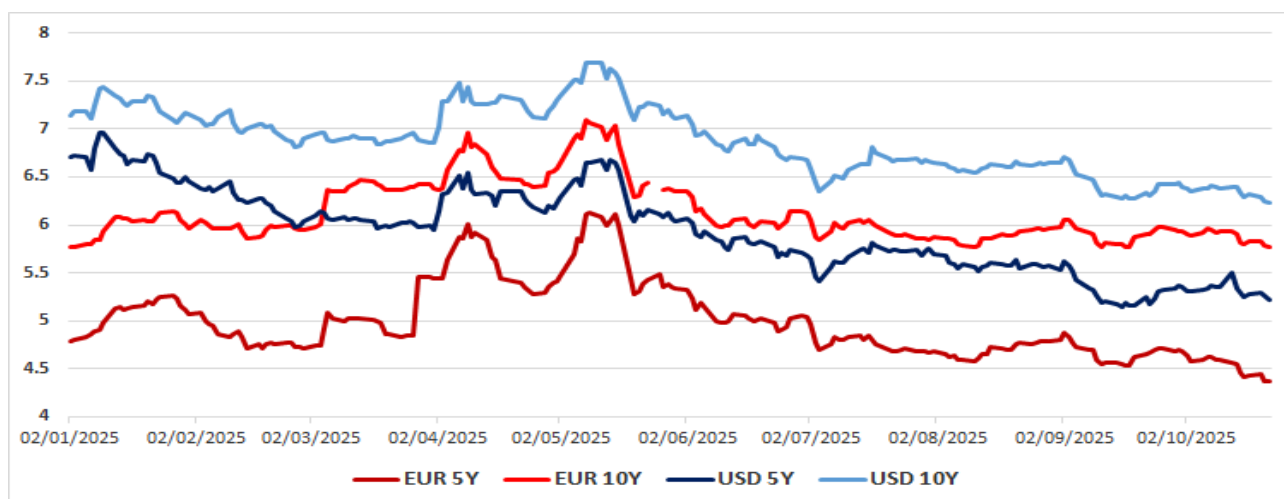
Grupul dealerilor primari pe piața internă, în anul 2024, s-a menținut neschimbat față de anul anterior și include 8 instituții financiar-bancare: Banca Comercială Română S.A., Banca Română pentru Dezvoltare – Groupe Société Générale S.A., Banca Transilvania S.A., Citibank Europe Plc. Dublin – Sucursala România, CEC Bank, ING Bank N.V. Amsterdam - Sucursala București, Raiffeisen Bank S.A., Unicredit Bank. În luna martie 2025 dealerul primar Unicredit Bank a părăsit grupul dealerilor primari, urmare unei decizii strategice la nivelul grupului bancar.

2. Piața externă

Evoluțiile piețelor externe și a euroobligațiunilor românești

Evoluția euroobligațiunilor românești denominate în euro, pe parcursul anului 2024, a înregistrat scăderi de aproximativ 20/60 bps pentru maturitățile scurte și medii și creșteri de aproximativ 5/15 bps în intervalul de peste 15 de ani. Intervalul august-octombrie a fost caracterizat de o creștere a randamentelor dar acestea au fost corectate în ultimele două luni ale anului. Perioada de volatilitate ridicată generată de rezultatul primului tur al alegerilor prezidențiale din anul 2024, urmată de anulara acestor alegeri cumulat cu anunțul agenției de rating Fitch a determinat o creștere abruptă a randamentelor, rezultatul alegerilor parlamentare generând o temperare a volatilității randamentelor și îmbunătățire a condițiilor de finanțare. Instrumentele denominate în dolari au înregistrat variații în creștere pentru toate maturitățile în intervalul 30/70 bps, accentuat pentru maturitățile mai lungi de 10 ani.

Grafic 14: Evoluția euroobligațiunilor în EUR și USD cu maturitate la 5 și 10 ani, anul 2025

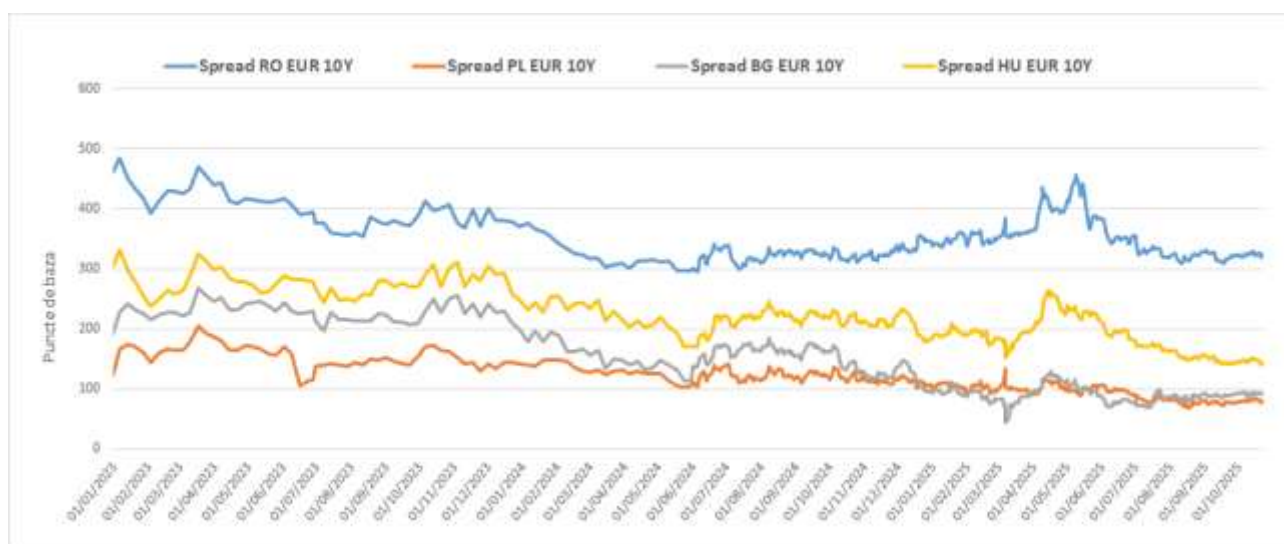


Începutul anului 2025 a debutat cu creșteri de aproximativ 30/35 bps ale randamentelor euroobligațiunilor emise de România denumite în EUR pentru segmentul maturităților de 4/10 ani, randamentele euroobligațiunilor denumite în USD înregistrând în aceeași perioadă o traiectorie similară, respectiv creșteri de aproximativ 30/40 bps accentuat pe segmentul maturităților mai lungi de 10 ani.

Mare parte a acestor creșteri, respectiv 50/70 bps pentru moneda europeană și 30/40 bps pentru USD au fost înregistrate în contextul rezultatelor primului tur al alegerilor prezidențiale din 4 mai 2025, din acel moment fiind înregistrate scăderi moderate pentru toate maturitățile.

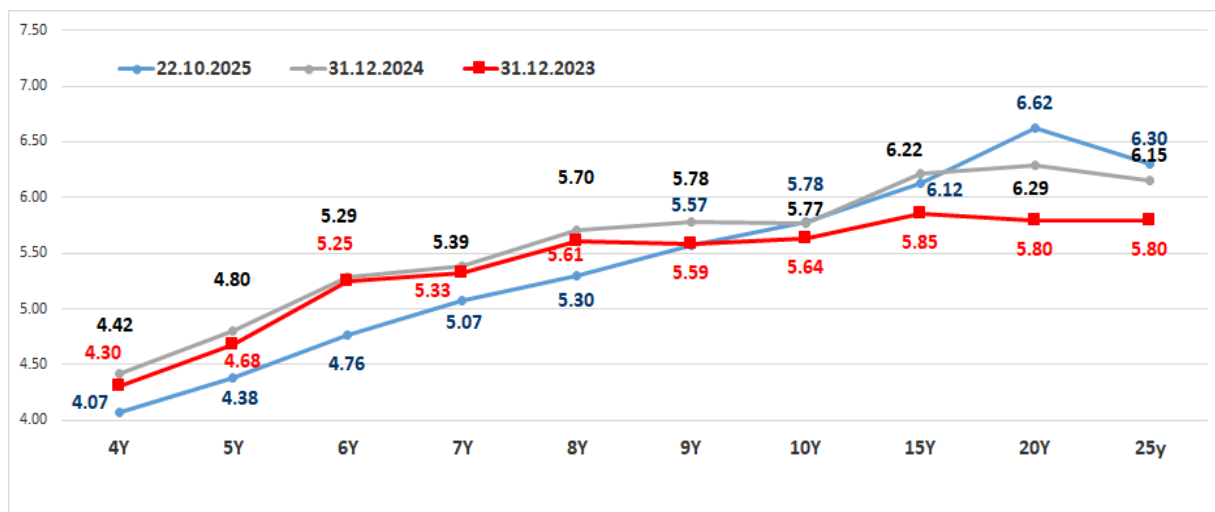
Ulterior a urmat o perioadă de stabilizare cu variații reduse, comparativ cu începutul anului existând variații de 40/60 bps pentru EUR în scădere pentru segmentul mediu și în creștere de 10/20 bps pentru maturitățile mai lungi de 20 ani, iar pentru USD scăderi pronunțate cu variații de 80/140 bps, accentuat pe segmentul maturităților medii.

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

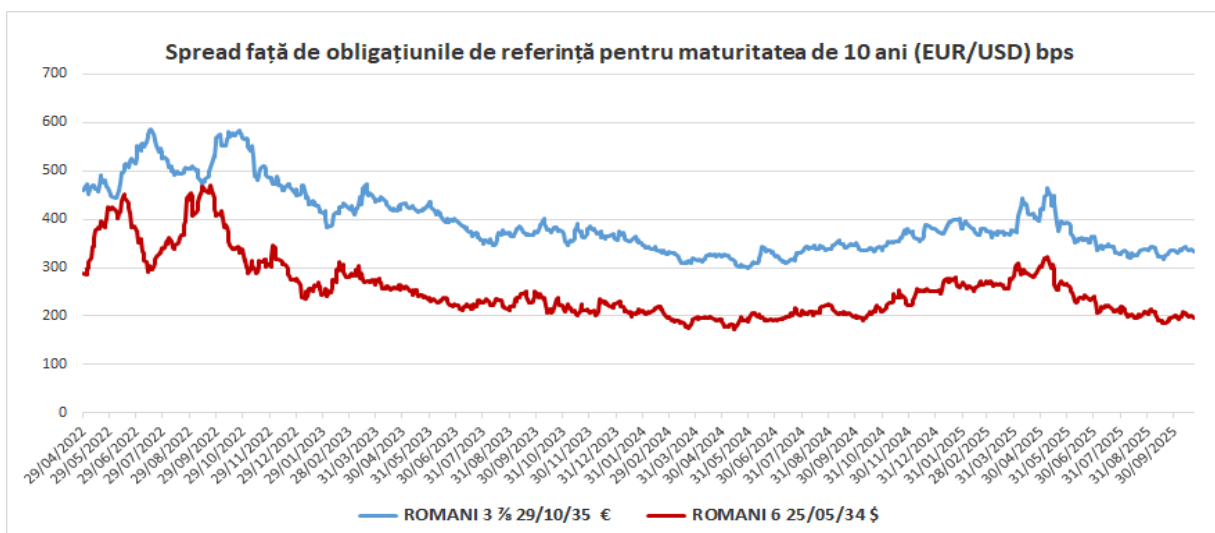
Grafic 16 : Evoluția curbei randamentelor euroobligațiunilor României emise în EUR pe piața externă



Sursă: MF

Sfârșitul anului 2024 s-a înregistrat o creștere a randamentelor euroobligațiunilor denuminate în USD, revenirea la nivelurile anterioare înregistrate în toamna anului 2024 fiind realizată printr-o corecție rapidă, în a doua parte a anului 2025 înregistrându-se variații în creștere cu 10/25 bps pentru capătul lung al curbei de randamente și variații în scădere cu 10/20 bps pentru segmentul mediu extins.

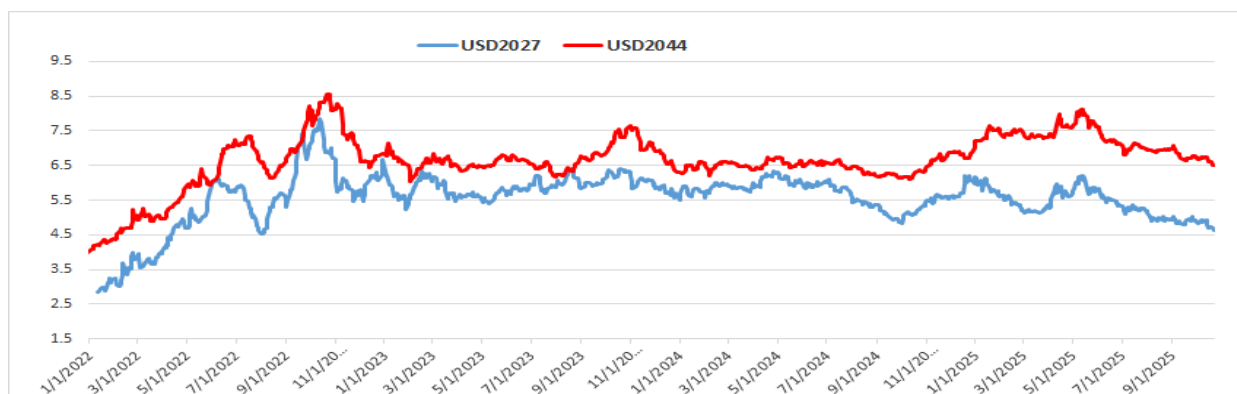
Grafic 17: Evoluția spread față de euroobligațiunile de referință pentru maturitatea de 10 ani EUR/USD



De altfel și marjele (spread-urile) euroobligațiunilor emise de România raportat la euroobligațiunile de referință (bundul german și obligațiunile SUA) au cunoscut o evoluție similară, înregistrând o creștere susținută în perioada noiembrie 2024 - aprilie 2025 și o corecție în scădere începând cu luna mai, pe tot parcursul perioadei fiind înregistrat un nivel mai ridicat pentru emisiunile denuminate în moneda europeană, fapt generat în principal de emisiunea netă mult mai ridicată în moneda euro comparativ cu moneda americană. Curbele de randamente ale titlurilor de stat suverane sunt extrem de sensibile la factorii care amplifică incertitudinea pe piețele financiare, reacționând rapid la modificările percepției privind riscul suveran. În cazul României, această sensibilitate este accentuată de prezența unor riscuri acumulate, în special a așa-numitelor „deficite gemene” – deficitul bugetar și deficitul de cont

curent – care transmit investitorilor semnale de vulnerabilitate fiscală și externă. Astfel, orice deteriorare a perspectivelor macroeconomice, creștere a costurilor de finanțare internațională sau tensiuni geopolitice se reflectă imediat în mișcările curbei randamentelor, influențând atât nivelul general al dobânzilor, cât și forma acesteia curbei, cu efecte directe asupra costului de finanțare al statului.

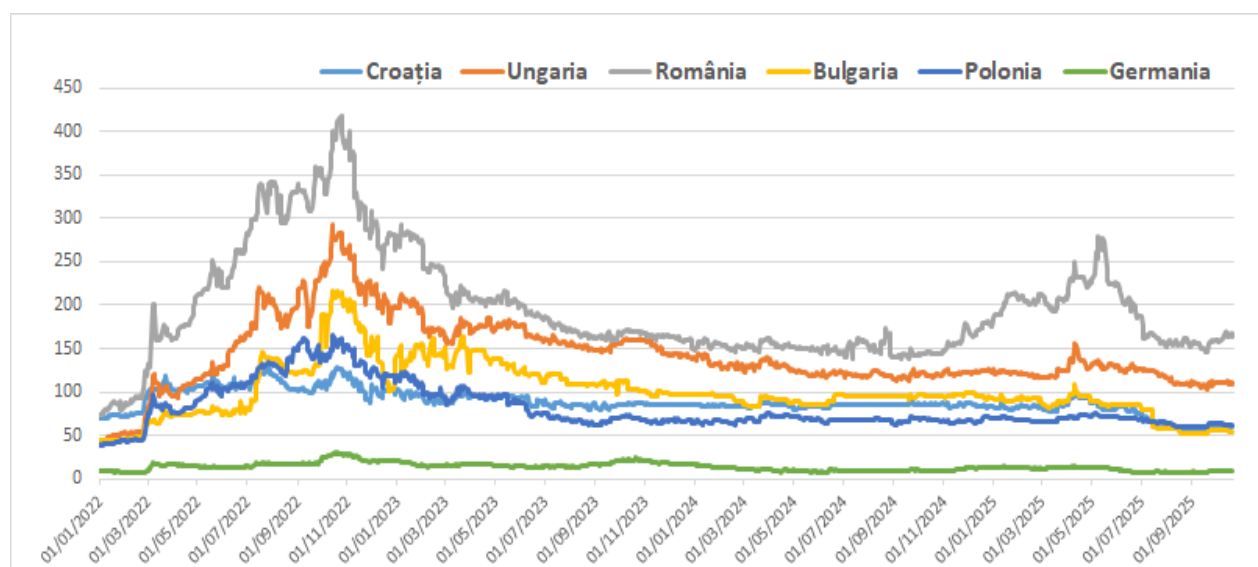
Grafic 18: Randamentele euroobligațiunilor României emise în USD pe piața externă cu scadență 2027 și 2044



Sursă: Bloomberg

Cotațiile CDS (credit default swap)²⁶ ale României, care reprezintă prețul asigurării contra riscului de neplată, au înregistrat scăderi uniforme pe parcursul celei mai mari parti a anului 2024, dar începând cu luna noiembrie 2024 nivelurile au înregistrat o volatilitate crescută, cu un maxim în luna mai 2025, acestea situându-se peste nivelul statelor din regiune. Pe fondul unui necesar de finanțare ridicat generat de deficite bugetare crescute, costurile de împrumut ale României au înregistrat o volatilitate ridicată, evoluția politică și economică având un impact direct și semnificativ asupra condițiilor de finanțare.

Grafic 19: Evoluția cotațiilor CDS (Credit Default Swaps) pe 5 ani



Sursă: Bloomberg

²⁶ Evoluția CDS-urilor reflectă percepția investitorilor asupra riscului de țară și impactează costurile de finanțare a țării respective.

Implementarea planului de finanțare externă:

În anul 2024 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. Totuși, creșterea fără precedent a necesarului de finanțare, de la 181 mld. lei la 252 mld. lei (cu cca 39%) cauzată de înrăutățirea situației fiscale a condus la o ofertă foarte mare de instrumente de datorie pe piețele financiare care a menținut la un nivel foarte ridicat costurile de finanțare, într-un context caracterizat de incertitudine și volatilitate ridicată, în special spre sfârșitul anului.

Sumele atrase au fost destinate finanțării deficitului bugetar, refinanțării datoriei publice și consolidării rezervei financiare (buffer) în valută la dispoziția Trezoreriei Statului.

La nivelul întregului an, MF a atras de pe piețele externe suma de 18 mld. echivalent EUR, prin 5 emisiuni de euroobligațiuni și 13 plasamente private, Romania fiind cel mai mare emitent de euroobligațiuni din Europa Centrala și de Sud-Est și Orientul Mijlociu.

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 2024	4,0 mld. USD	5 ani	2,0 mld. USD	5,875%	10 ani	2,0 mld. USD	6,375%	-	-	-
Februarie 2024	4 mld. EUR	7 ani	2,0 mld. EUR	5,375%	12 ani (Green)	2,0 mld. EUR	5,625%	-	-	-
Mai 2024	3,24 mld. EUR	8 ani	1,84 mld. EUR	5,250%	13 ani	1,4 mld. EUR	5,625%	-	-	-
Sept 2024	3,0 mld EUR 2,1 mld USD	10 ani	2,1 mld. USD	5,750%	7 ani	2,25 mld EUR	5,125%	20 ani	0,75 mld EUR	6,000%

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

În vederea diversificării bazei investiționale în instrumentele de datorie emise de statul român, România a realizat în octombrie 2024 prima tranzacție de obligațiuni denominate în Yen japonezi pe piața japoneză (Samurai bond). Având în vedere interesul manifestat pentru investițiile sustenabile ce urmează a fi realizate de România cu fondurile încasate din această emisiune, cele 3 tranșe ale tranzacției Samurai au fost realizate în format green, reiterând astfel obiectivul statului român de implementare a unor politici și proiecte de investiții sustenabile din punct de vedere al mediului.

Operațiunile de pe piața externă în anul 2024 au inclus și trageri în valoare totală de cca. 2,2 miliarde EUR, aferente împrumuturilor contractate de la instituții financiare internaționale (BEI, BIRD, BDCE etc.), precum și cca 38 mil. EUR disponibilizate în cadrul componentei de împrumut pentru implementarea Planului Național de Redresare și Reziliență (PNRR).

Urmare a unei cereri consistente manifestate de mediul investițional, în cursul anului 2024 s-a avut în vedere completarea finanțării de pe piețele financiare internaționale și optimizarea costurilor aferente finanțării prin atragerea de împrumuturi sub forma plasamentelor private, fiind contractată prin aceste instrumente suma de 500 mln. EUR. Chiar dacă sumele atrase prin acest instrument au un rol marginal în implementarea planului de finanțare și nu reprezintă un obiectiv principal al Ministerului Finanțelor utilitatea lor constă în eficiența prețului la care sunt realizate (fără primă de emisiune comparativ cu randamentele înregistrate în piața secundară) și posibilitatea captării unor momente de piață diferite de-a lungul întregului an față de momentele de piață în care sunt lansate emisiunile publice. Suplimentar, modalitatea rapidă și facilă de utilizare a acestor instrumente oferă Ministerului Finanțelor posibilitatea de implementare în condiții optime a planului de finanțare.

Prin utilizarea unor împrumuturi sub forma plasamentelor private s-a avut în vedere completarea finanțării de pe piețele financiare internaționale și optimizarea costurilor aferente finanțării prin aceste instrumente, cu limitările date de emisiunea netă foarte mare de euroobligațiuni, fără precedent pentru România.

În primele 10 luni ale anului 2025 au fost realizate 4 emisiuni de euroobligațiuni denominate în EUR și USD, pe piețele internaționale, în cadrul Programului MTN și 16 plasamente private în sumă totală de 19,28 mld. EUR echivalent. Plasamentele private au fost în sumă de 4,07 mld. EUR, din care 1 mld. EUR prin redeschiderea emisiunilor de euroobligațiuni și 3,07 mld. EUR prin împrumuturi, diversificarea bazei de investitori și dobânda variabilă la care s-au realizat fiind importante în vederea diminuării riscurilor aferente portofoliului de datorie publică.

Luna	Valoare totala	Maturitate	Valoare	Cupon	Maturitate	Valoare	Cupon	Maturitate	Valoare	Cupon
Februarie 2025	2.8 mld. EUR 1.25 mld. USD	12 ani	1,25 mld. USD	7,5%	5 ani	1,4 mld.EUR	5,250%	9 ani	1,4 mld EUR	6,250%
Martie 2025	2.75 mld. EUR	7 ani	2,25 mld. EUR	5,875%	14 ani	500 mil. EUR	6,750%	-	-	-
Iulie 2025	1.5 mld. EUR 3.75 mld. USD	5 ani	2.00 mld. USD	5.75%	10 ani	1.75 mld.USD	5,250%	14 ani	1.5 mld EUR	6,750%
Octombrie 27e 2025	4 mld. EUR	7 ani	2.00 mld. EUR	5,375%	12 ani	1 mld. EUR	6,125%	20 ani	1 mld. EUR	6,500%

Ratingul suveran

Calificative curent și perspectiva ratingului de țară:

²⁷ În conexiune cu emisiunea de euroobligațiuni din octombrie 2025 a fost realizată o operațiune de răscumpărare a seriilor de euroobligațiuni scadente în anul 2026 în sumă totală de aproximativ 1 mld. EUR

Standard & Poor's	Moody's	Fitch	JCRA
BBB-/A-3	Baa3/P-3	BBB-/F-3	BBB
Perspectiva Negativă	Perspectiva Negativă	Perspectiva Negativă	Perspectiva Negativă

Pe parcursul anului 2024 și până în prezent, deși cele trei agenții de rating Standard & Poor's, Moody's și Fitch *au menținut calificativele acordate României în categoria recomandată pentru investiții*, au modificat perspectiva de rating de la *Stabilă la Negativă* urmare creșterii foarte mari a deficitului bugetar aferent anului 2024, coroborat cu incertitudinile cauzate de alegerile prezidențiale de la sfârșitul anului 2024 și luna mai a anului 2025, riscul de downgrade al rating-ului la categoria „junk” crescând semnificativ. Agențiile au evidențiat mai multe riscuri care ar putea conduce la o eventuală revizuire negativă a ratingului suveran, printre care se numără absența unei consolidări fiscale sustenabile, deteriorarea structurală a finanțelor publice, accentuarea deficitului de cont curent, precum și creșterea riscurilor geopolitice în contextul conflictului prelungit din Ucraina.

Stabilizarea situației politice, după alegerile prezidențiale organizate în luna mai 2025 coroborate cu măsurile de consolidare fiscală adoptate de Guvernul României au fost evaluate pozitiv de către agențiile de rating²⁸, continuarea îmbunătățirii situației fiscale și economice putând contribui la îmbunătățirea perspectivei și eventual chiar a calificativelor de rating. În acest sens, Standard & Poor's a confirmat ratingul de credit suveran al României în data de 23 iulie 2025 considerând că măsurile de consolidare fiscală adoptate de Guvernul României vor duce la reducerea considerabilă a deficitului bugetar la 7,7% în anul 2025, respectiv 6,4% în 2026. Totodată, Fitch și Moody's au publicat în cursul lunii iulie analize în care au evidențiat impactul bugetar semnificativ al măsurilor de consolidare fiscală, precizând că acesta va fi de 1,1% din PIB în anul 2025, respectiv de 3,5% din PIB în 2026. Moody's a reconfirmat ratingul de credit suveran al României (Baa3) și perspectiva negativă în data de 12 septembrie 2025.

Așteptări privind evoluția piețelor financiare în perioada 2025 - 2027

Incetitudinile externe și instabilitatea regională, generate de escaladarea tensiunilor dintre Rusia și Ucraina și perioada lungă pe care acestea se pot manifesta în continuare, la care se adaugă escaladarea tensiunilor geopolitice din Orientul Mijlociu, reprezintă provocări pe termen mediu și lung la nivel global.

Totodată, politicile protecționiste adoptate de marile economii ale lumii, în special SUA, pot genera perturbări în lanțurilor de aprovizionare și crize de resurse, respectiv energie și materii prime, cu impact în creșterea costurilor de producție.

De asemenea, măsurile de combatere a inflației și riscurile geopolitice situate încă la niveluri ridicate urmare a conflictului militar din Ucraina reprezintă provocări pe termen mediu și lung și vor concentra eforturile în direcția creșterii cheltuielilor cu apărarea.

Proгноzele BNR²⁹ indică menținerea unor niveluri crescute ale inflației și în trimestrul III 2025. Indicatorul își va relua traiectoria descendentă începând din trimestrul IV 2025, urmând să atingă 4,6 % în decembrie 2025 și 3,4 % în decembrie 2026. Totodată, așteptările privind reducerea ratei de politică monetară ar putea avea efecte benefice asupra evoluției randamentelor titlurilor de stat în lei.

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

²⁸ A se vedea analiza publicată de agenția Moody's din data de 9 iulie 2025

²⁹ BNR - Raport asupra inflației - august 2025

capitalurilor spre alte active. Bursele ar putea suferi corecții semnificative sub posibilul impact al creșterii volatilității fluxurilor financiare determinat de riscurile specifice.

În contextul vulnerabilităților la nivel internațional, dar și în funcție de evoluțiile economice și politice în plan intern, pot fi așteptate perioade de volatilitate ale curbei randamentelor titlurilor de stat, mai ales în contextul perspectivei negative a rating-ului.

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 internă și externă. Aceasta este o practică comună de asigurare a necesităților de finanțare a agenților de management a datoriilor la nivelul UE, diminuând în acest fel presiunea privind asigurarea surselor de acoperire a necesităților de finanțare pe parcursul anului curent.

Totuși, trebuie menționat că necesarul de finanțare este la un nivel foarte ridicat și se va menține la un nivel ridicat în următorii ani ținând cont de stocul de datorie acumulat care conduce la un nivel foarte mare a datoriei de refinanțat (rollover) coroborat cu menținerea unor deficite bugetare semnificative estimate și în anii următori. Necesarul de finanțare ridicat reduce din flexibilitate și împietăză asupra capacității de reducere a costurilor de finanțare, ajustarea fiscală fiind absolut necesară în acest sens.

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 până la 4 miliarde EUR echivalent (pentru titlurile de stat pe termen lung) și până la 3-3,5 miliarde EUR (pentru titlurile de stat pe termen mediu), cu informarea în prealabil a pieței în ceea ce privește volumele, frecvența lansării/redeschiderii anumitor categorii de maturități. Creșterea volumului seriilor de titluri de stat pe termen mai lung are în vedere atât dezvoltarea pieței titlurilor de stat (creșterea dimensiunii pieței și a tranzacțiilor pe piața secundară), cât și crearea flexibilității realizării operațiunilor de administrare a pasivelor (în principal preschimbările – switches) pentru titlurile scadente într-un orizont de timp mai mare de un an. 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, MF va continua utilizarea operațiunilor specifice de administrare a pasivelor³⁰, de tipul răscumpărărilor anticipate sau preschimbărilor de titluri de stat, în scopul facilitării procesului de refinanțare a seriilor cu volume mari acumulate, care devin scadente și accelerării procesului de creare a unor serii de titluri de stat de tip benchmark lichide (a se vedea și creșterea volumului maximal al seriilor de titluri de stat pe termen lung menționată mai sus).

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

³⁰ 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.

extinderea graduală a duratei portofoliului de datorie, în funcție de condițiile de piață, precum și reducerea riscului de refinanțare pe termen mediu. În acest sens, este importantă diversificarea bazei investiționale locale, având în vedere că băncile comerciale dețin încă în portofolii o pondere importantă a titlurilor de stat.

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

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

În acest context, în implementarea planului de finanțare pe termen mediu, MF are în vedere măsuri de diversificare a deținerilor de titluri de stat cu efect asupra diminuării riscului de concentrare și reducerii presiunii asupra randamentelor pe piața primară. În vederea diversificării și a creșterii accesibilității persoanelor fizice și a diversificării canalelor de vânzare a titlurilor de stat, ca instrumente de economisire, MF va menține oferta de titluri de stat dedicate persoanelor fizice, prin continuarea emisiunilor de titluri de stat pentru populație în cadrul celor două programe dedicate Tezaur și FIDELIS fiind avută în vedere o strategie de comunicare și marketing în vederea lărgirii distribuirii acestor titluri de stat, urmare introducerii din acest an și a formatului online prin *Ghiseul.ro* prin utilizarea conturilor de card debit care ar putea avea o adresabilitate foarte bună și către cetățenii români din diaspora, dar și prin extinderea paletelor de maturități oferite.

În ceea ce privește accesarea *pieței externe*, MF intenționează să mențină o prezență constantă pe piețele financiare internaționale, inclusiv prin emisiuni de obligațiuni verzi, și de continuare a 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 și va utiliza și plasamentele private, având în vedere flexibilitatea oferită de acestea și condițiile avantajoase din punct de vedere al costurilor de finanțare, atât prin redeschiderea seriilor de euroobligațiuni existente cât și prin plasamente private în format de împrumuturi/credite.

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

Finalizarea cadrului operațional aferent instrumentelor financiare derivate va permite utilizarea instrumentelor financiare derivate, în special a celor de tip cross currency swap, pentru administrarea riscurilor asociate riscului valutar și de rată a dobânzii.

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. Utilizarea componentei de împrumut din PNRR are un impact pozitiv din perspectiva

reducerii 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) în condiții de maturitate pe termen foarte lung, cu influența pozitivă asupra cheltuielilor cu dobânzile aferente datoriei publice și extinderii maturității medii rămase a portofoliului. Urmare a negocierilor cu Comisia Europeană PNRR a fost ajustat atât din perspectiva jaloanelor cât și a distribuirii pe tranșe și a redimensionării componentelor de grant și împrumut, avându-se în vedere termenul de implementare aferent finalizării proiectelor care sunt finanțate din PNRR (august 2026). Din acest punct de vedere, volumul și momentul contractării tranșelor din componenta de împrumut care mai pot fi accesate prin PNRR prezintă un grad de incertitudine, ceea ce trebuie să conducă la o abordare prudentă din perspectiva includerii acestor sume în planurile de finanțare aferente perioadei 2025-2027.

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

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

Tabel 7. Surse de finanțare diferite necesarul de finanțare estimat

Surse de finanțare	Maturitatea (ani)	Valoare (miliarde)		
Piața Internă				
1. Certificate de Trezorerie (miliarde lei)	până la 1 an	20,0	20	20
2. Obligațiuni tip benchmark în lei și EUR (miliarde lei)	peste 1 an	75,0	80,0	70,0
1. Titluri de stat pentru populație (miliarde lei)	1 – 5 ani	50,0	60,0	70,0
Piața externă				
1. Emisiuni de euroobligațiuni în cadrul Programului MTN **)(echiv. miliarde EUR)				
EURO/USD	Peste 5-20 ani	15,7	10,0	10,0
2. Împrumuturi de la instituții financiare internaționale (miliarde EUR):				
a) Împrumuturi BEI , BIRD, BDCE, etc	pot ajunge la 15/20 ani din care 4-5 ani perioada de gratie; maturitatea variază în funcție de finanțator și de stadiul împrumutului ³¹	1,3	2,6	1,3
b) Împrumuturi de la Uniunea Europeană în cadrul componentei de împrumut din cadrul PNRR	In medie de cca 20 ani	0,7	3,2	0
3. Alte împrumuturi (SAFE, PPP-uri)		3,8	5,0	4,0

Sursa: MF

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

5. Cadrul macroeconomic³² în România

Cadrul macroeconomic aferent Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale, configurat pentru perioada 2025-2027, este cel elaborat și publicat de Comisia Națională de Strategie și Prognoză în prognoza de vară 2025, care a luat în considerare impactul măsurilor de ajustare bugetară incluse în Pachetul 1 de măsuri, în special majorarea impozitelor indirecte (TVA și accize) simultan cu ajustarea cheltuielilor cu pensiile și de personal din sectorul public, precum și deciziei deciziei de liberalizare a prețului energiei electrice.

³¹ O parte din împrumuturi sunt deja în perioada de rambursare, iar pentru altele termenii financiari se stabilesc cu ocazia fiecărei trageri,

³² Capitolul este elaborat pe baza proiecției indicatorilor macroeconomici publicați de CNSP - Prognoza de primăvară, 14 mai 2025

În anul 2024 România a înregistrat o creștere economică de 0,8%, în încetinire semnificativă comparativ rezultatele din anii precedenți (4,0% în 2022 și 2,4% în 2023), sub impactul crizei energetice prelungite și a condițiilor meteo nefavorabile, care au afectat, pe partea formării PIB, industria și agricultura, a căror valoare adăugată brută s-a redus cu 0,2% și respectiv 5,9%. La cele de mai sus s-au adăugat rezultatele nefavorabile din sectorul rezidențial, afectate în principal de scăderea cererii, VAB în construcții contractându-se astfel cu 2,6%. Activitatea din sectorul serviciilor a fost în expansiune, valoarea adăugată brută majorându-se cu 0,9%.

Pe partea de utilizare a PIB, creșterea economică s-a datorat exclusiv cererii interne, mai exact consumului final total, care s-a majorat cu 4,8% față de anul 2023, în cadrul acestuia consumul populației crescând cu 6,0% iar cel public cu 0,7%. Deși investițiile publice, finanțate atât din fonduri UE (PNRR, CFM) cât și din fonduri naționale au înregistrat niveluri istorice, scăderea din sectorul imobiliar și reducerea investițiilor firmelor în echipamente de producție au anulat efectele pozitive, astfel că formarea brută de capital fix s-a redus cu 3,3%. Cererea externă a avut o contribuție negativă pronunțată la creștere, în condițiile în care exportul de bunuri și servicii s-a redus cu 3,1%, iar importul de bunuri și servicii s-a majorat cu 3,8%.

Pentru intervalul de timp aferent Strategiei de administrare a datoriei publice guvernamentale (2025-2027), prognozele Comisiei Naționale de Strategie și Prognoză au în vedere o **creștere economică moderată** în ușoară redresare la 0,6% în anul 2025 și respectiv la 1,2% în 2026 și 2,5% în 2027.

Pe partea ofertei se au în vedere: (i) o redresare treptată a activității industriale aceasta urmând să treacă în teritoriu pozitiv abia din anul 2026 (după o contracție cu 0,4% a VAB în acest an sunt așteptate dinamici pozitive de 0,7% și respectiv 1,8% în anii 2026 și 2027) în condițiile persistenței unui mediu economic extern incert, (ii) o creștere robustă a sectorului construcțiilor în condițiile în care investițiile private se vor adăuga la impactul pozitiv al finanțărilor europene pentru proiectele de infrastructură (creștere medie a VAB de 3,8% anual), și (iii) dezvoltarea serviciilor cu valoare adăugată ridicată (dinamică medie anuală a VAB de 0,9%, urmând o traiectorie ascendentă, de la -0,2% în 2025 la +2,4% în anul 2027). Pentru agricultură, în condiții meteorologice normale, se așteaptă o dinamică medie anuală de 3,5% pe orizontul strategiei.

Pe partea cererii, investițiile (formarea brută de capital fix) vor reprezenta factorul cel mai dinamic al creșterii economice (FBCF se va majora cu +3,2% în medie), susținute de influxurile de fonduri europene și alocările din mecanismul de redresare și reziliență, urmate de consumul privat (+1,1% în medie) realizându-se, astfel, o îmbunătățire a echilibrului consum-investiții din economie. Exportul net va avea o contribuție ușor negativă.

Rata anuală a inflației a continuat traiectoria descendentă în anul 2024, însă pe o pantă mai lentă. Astfel, rata inflației în luna decembrie 2024 a fost de 5,1% (de la 6,6% în 2023 și 16,4% în 2022). Ca medie anuală, inflația s-a situat la un nivel de 5,6% în anul 2024 (10,4% în 2023 și 13,8% în 2022).

Conform previziunilor realizate de către Comisia Națională de Strategie și Prognoză, în anul 2025 creșterea prețurilor accelerează semnificativ și rata inflației este așteptată să ajungă la 8,9% la sfârșitul anului (căreia îi corespunde o medie anuală de 7,1%), luând în considerare liberalizarea pieței energiei și majorarea impozitelor indirecte, respectiv cota de TVA și accizele. Impactul inflaționist al măsurilor din 2025 se va disipa pe parcursul anului următor, rata inflației pentru sfârșitul anului ajungând la 3,0% (căreia îi corespunde o medie anuală de 5,8%), urmând ca la finele anului 2027 să se înregistreze o rată a inflației de 2,7%, aproximativ egală cu ținta Băncii Naționale a României, iar rata medie de creștere a prețurilor, de 3,2%, să se situeze în interiorul limitei superioare a marjei.

În anul 2024, rata șomajului BIM s-a redus ușor la 5,4% de la 5,6% în anul anterior, în ciuda încetinerii creșterii economice. Reziliența **pieței muncii** s-a reflectat în evoluția populației ocupate, conform metodologiei BIM, care s-a majorat cu 2,0%. Pentru anul 2025, proiecțiile prevăd o reducere a populației ocupate cu 1,6%, ca urmare a scăderii activității de recrutare în anumite sectoare economice, precum și dificultăților în integrarea tinerilor pe piața muncii ceea ce conduce la o rată mai ridicată a șomajului BIM, respectiv 6,0%. În anii următori se așteaptă ca piața muncii să înregistreze o revenire, populația ocupată majorându-se cu 0,2% în anul 2026 și cu 0,5% în 2027, concomitent cu o stabilizare urmată de ameliorare a ratei șomajului la 6,1% și respectiv 5,8%.

Câștigul salarial mediu brut s-a majorat cu 14,5% în anul 2024. În condițiile în care câștigul salarial mediu net a crescut cu 12,4% a rezultat o creștere a puterii de cumpărare a salariatilor cu 6,4%. Pentru anul 2025, câștigul salarial mediu brut este estimat să se majoreze cu 7,9%, cu o contribuție mai mare a sectorului concurențial. Având în vedere recente măsurile adoptate (OUG nr. 36/2025, Legea nr. 141/2025), câștigurile salariale pentru personalul plătit din fonduri publice se vor diminua, ca urmare a reducerii unor sporuri și a înghețării salariilor. De asemenea, dinamica salariului net încetinește la 6,6% în acest an. Tendințele de mai sus continuă și în 2026 când atât câștigul salarial brut cât și net se majorează cu 5,5%. Astfel, în condițiile în care salariul net își încetinește creșterea iar rata inflației este una consistentă, dinamica puterii de cumpărare va fi ușor negativă atât în 2025 (-0,4%) cât și în 2026 (-0,3%). Începând cu anul 2027, ca urmare a redresării macroeconomice, câștigurile salariale vor crește corespunzător (+6,0% atât la nivel brut cât și net), iar puterea de cumpărare se va echilibra, dinamica acesteia trecând în teritoriu pozitiv, respectiv 2,6%.

În anul 2024, **deficitul contului curent** s-a adâncit cu circa 2 puncte procentuale, ajungând la -8,4% din PIB de la -6,6% din PIB în 2023 în contextul deficitelor gemene cu care se confruntă România. Pe termen mediu, deficitul extern se va ameliora ușor cu 0,4 puncte procentuale în 2025 și chiar 0,7 pp în 2026, la finele strategiei persistând, totuși, la niveluri ridicate (-6,7% din PIB). În structura soldului contului curent factorul principal de influență negativă este reprezentat de deficitul comercial. Proiecțiile privind ameliorarea balanței de plăți iau în calcul o revenire graduală a contextului european și internațional și o revigorare a cererii externe, care vor stimula relațiile comerciale și sectorul serviciilor.

Contextul internațional, în viziunea principalelor organizații internaționale, rămâne unul rezilient în termenii creșterii economice, în ciuda amplificării incertitudinilor și provocărilor geopolitice, la care s-au adăugat recent și cele comerciale.

Fondul Monetar Internațional prevede în cel mai recent raport (*World Economic Outlook*, ediția din octombrie 2025) încetinirea creșterii economice la nivel global, de la 3,3% în anul 2024 la 3,2% în anul 2025 și 3,1% în 2026, însă tendințele divergente din ultimii ani se mențin și anume o dinamică a PIB mai lentă pentru economiile dezvoltate și zona euro. Astfel, dacă pentru economiile emergente se așteaptă avansuri ale PIB de 4,2% în 2025 și 4,0% în 2026, economiile dezvoltate vor avansa semnificativ mai lent cu cca 1,6% în 2025 și 2026. Având în vedere expunerea pe scară largă la criza energetică, la care se adaugă provocările politicii tarifare comerciale a SUA, se așteaptă ca zona euro să înregistreze creșteri modeste de 1,2% în 2025 și respectiv 1,1% în 2026. Pentru principalele economii din zona euro și în același timp parteneri comerciali importanți ai României, se prevăd creșteri economice modeste pentru 2025 și 2026 (Germania de 0,2% în 2025 și 0,9% în 2026, Italia de 0,5% și 0,8%, și Franța de 0,7% și 0,9%). Pentru România, previziunile de creștere economică ale FMI au fost revizuite recent, după Misiunea de consultare conform Articolului IV din Statutul FMI și sunt apropiate de cele naționale, respectiv 1,0% în 2025 și de 1,4% în 2026.

Conform proiecțiilor **Organizației pentru Cooperare și Dezvoltare Economică** (*OECD Economic Outlook*, ediția septembrie 2025) economia globală se va majora cu 3,2% în 2025 și 2,9% în 2026. În cazul zonei euro, OCDE anticipează o creștere economică de 1,2% în 2025 și

1,0% în anul 2026. Pentru economiile mari din zona euro, se întrevide o expansiune a activității economice, chiar dacă la niveluri semnificativ inferioare economiei globale, după cum urmează: Germania 0,3% în 2025 și 1,1% în 2026, Franța 0,6% în 2025 și 0,9% în 2026 și Italia cu 0,6%. Ca și în cazul FMI, prognoza OCDE pentru creșterea economică a României este apropiată de estimările naționale, fiind așteptat un avans al PIB de 1,5% în 2025 și 2,4% în 2026.

Pe termen mediu, **politicile fiscal-bugetare** urmăresc consolidarea finanțelor publice și îmbunătățirea sustenabilității datoriei, în concordanță cu cadrul programatic național, cu angajamentele asumate la nivel european și cu obiectivele prevăzute în noul Program de guvernare. În acest sens, guvernul învestit la începutul lunii iunie 2025 a adoptat deja o serie de pachete de măsuri ferme de consolidare fiscal-bugetară, care vor contribui la întărirea disciplinei fiscale și la optimizarea gestionării resurselor publice.

Anul 2025 marchează o succesiune coerentă de măsuri care consolidează cadrul de corecție bugetară, asigurând o ancorare structurală a procesului de ajustare. Consolidarea se sprijină pe **masurile în vigoare de la începutul acestui an, precum și pe cele 2 pachete de măsuri adoptate și asumate de noul guvern în a doua parte a anului.**

Măsurile aplicate de la 1 ianuarie au vizat consolidarea veniturilor și reducerea cheltuielilor. Printre cele mai importante se numără reducerea plafonului pentru microîntreprinderi, de la 500 mii euro la 250 mii euro în 2025 (urmând să scadă la 100 mii euro în 2026), majorarea impozitului pe dividende de la 8% la 10%, eliminarea scutirilor de impozit pe venit pentru angajații din construcții, agricultură, industria alimentară și IT, precum și introducerea unui impozit pe construcții. Pe partea de cheltuieli, guvernul a înghețat salariile, pensiile și angajările în sectorul public, a redus subvențiile, a limitat decontările medicale și a înjumătățit valoarea voucherelor de vacanță. *Măsurile pe partea de venituri au un impact estimat pentru 2025 la 0,35% din PIB.*

Pachetul de măsuri din iulie 2025 a consolidat direcția de ajustare printr-o abordare mai amplă asupra veniturilor fiscale și a disciplinei bugetare. Cele mai relevante măsuri, cu intrare în vigoare de la 1 august, cuprind revizuirea regimului TVA, prin creșterea cotelor (cea standard și cele reduse) și limitarea domeniilor pentru care se aplică cote reduse, extinderea contribuției de sănătate la pensiile de peste 3.000 lei, creșterea accizelor la carburanți, alcool și tutun, dublarea impozitului suplimentar aplicat băncilor (de la 2% la 4%) și majorarea taxelor din domeniul jocurilor de noroc. Pe partea de cheltuieli, principalele măsuri au vizat reducerea sporurilor acordate în administrația publică, măsuri în domeniul educației - prin ajustarea normelor didactice și restructurarea sistemului de burse studentești -, precum și măsuri care vizează sistemul de asigurări de sănătate, prin ajustarea nivelului de compensare a concediilor medicale și a indemnizațiilor pentru incapacitate temporară de muncă. Un al doilea set de măsuri urmează să intre în vigoare la 1 ianuarie 2026, incluzând majorarea impozitului pe dividende de la 10% la 16% și creșterea rovinietei anuale de la 28 la 50 de euro, iar pe partea de cheltuieli, salariile din sectorul public și beneficiile sociale vor rămâne înghețate pe tot parcursul anului 2026, iar pragul pentru voucherele de vacanță va fi redus. *Impactul fiscal al pachetului din iulie este estimat la 0,6% din PIB în 2025 și la 3,45% din PIB în 2026.*

Pachetul asumat în septembrie 2025 completează procesul de consolidare printr-o serie de măsuri cu aplicare de la 1 ianuarie 2026, axate pe lărgirea bazei de impozitare și îmbunătățirea colectării, fiind *estimată să aducă venituri suplimentare de aproximativ 0,3% din PIB în 2026.* Acesta include, pe partea de venituri, creșterea impozitelor pe clădiri, terenuri și mijloace de transport, introducerea unei taxe logistice pentru colete extracomunitare, limitarea deductibilităților cheltuielilor cu afiliați nerezidenți și creșterea impozitării câștigurilor de capital. În paralel, au fost adoptate reforme privind pensiile speciale, guvernanta corporativă a companiilor de stat și cheltuielile din domeniul sănătății.

De asemenea, din a doua jumătate a anului 2026 va fi introdus sistemul de tarifare rutieră TollRo pentru vehicule grele, în funcție de tipul de drum și norma de poluare, estimat să aducă circa 2,2 mld lei (corespunzător unei perioade de aplicare de șase luni).

Aceste măsuri vor fi urmate de inițiative suplimentare care vor contribui la întărirea disciplinei fiscale și la optimizarea gestionării resurselor publice.

Măsurile mai sus prezentate pentru consolidare bugetară au fost luate pentru respectarea angajamentelor României din Planul Bugetar-Structural Național pe Termen Mediu aferent perioadei 2025-2031³³ privind ajustarea deficitului bugetar pe o perioadă de 7 ani până la nivelul de 2,5% din PIB în anul 2031, și înscrierea evoluției datoriei publice în PIB pe o traiectorie descendentă, cu încadrarea sub pragul de 60% din PIB începând cu anul 2031 și până în anul 2041.

În acest context, consolidarea fiscală graduală și scăderea deficitului bugetar pe termen mediu și lung către ținta recomandată de Comisia Europeană, în conformitate cu prevederile Tratatului de la Maastricht, vor determina reducerea graduală a necesităților de finanțare la nivel guvernamental. De asemenea, îmbunătățirea percepției investitorilor asupra sustenabilității finanțelor publice, ca urmare a reformelor asumate și a stabilității macroeconomice, va contribui la scăderea primei de risc și, implicit, a costurilor de împrumut. De asemenea, extinderea maturității datoriei și diversificarea surselor de finanțare vor susține un profil mai favorabil al datoriei publice, cu impact pozitiv asupra cheltuielilor cu dobânzile pe termen mediu și lung, dar și din perspectiva reducerii riscului de refinanțare. Trebuie subliniat ca riscul de refinanțare și riscul de eveniment (event risk) devin din ce în ce mai relevante și necesită o atenție deosebită ținând cont de creșterea stocului de datorie, dar mai cu seamă pe fondul materializării unor contexte sau factori specifici care pot influența semnificativ structura cererii și condițiile de finanțare (așa cum a fost situația de la sfârșitul anului 2024 și începutul anului 2025).

Tabel 8: Prognoza necesităților de finanțare

Indicator	2024	2025 prog.	2026 prog.	2027 prog.
Veniturile administrației publice centrale (miliarde lei) ³⁴	481,6	577,3	579,5	596,4
Cheltuielile administrației publice centrale (miliarde lei) ³⁵	629,5	737,5	713,4	724,6
Deficitul bugetar aferent administrației publice centrale (I) (miliarde lei) ³⁶	147,9	160,2	133,9	128,2
Refinanțarea datoriei publice guvernamentale ³⁷ (II) (miliarde lei)	95,6	98,4	154,3	116,2
Necesar brut de finanțare (I+II) (miliarde lei)	244,0	258,6	288,2	244,4

Sursa: MF

³³ Conform noului cadru de guvernanță economică și bugetară al UE, planul a fost transmis Comisiei Europene în luna octombrie 2024 și aprobat de Consiliu în luna ianuarie 2025. Planul poate fi consultat pe site-ul web al Ministerului Finanțelor <https://mfinante.gov.ro>, la secțiunea Despre minister - Programe și strategii.

³⁴ Calculat pe baza datelor cash prin aplicarea metodologiei UE. Pentru anii 2024 - 2025 datele sunt revizuite în conformitate cu prevederile cuprinse în OUG nr.50/2025 cu privire la rectificare bugetului de stat pe anul 2025, pentru anii 2026-2027 datele sunt cele din Strategia Fiscală bugetară pentru perioada 2025 - 2027

³⁵ Idem ³³

³⁶ Idem ³³

³⁷ 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 2024 (include garanțiile de stat, dar nu include finanțarea temporară).

Ipotezele macroeconomice ale Strategiei pentru perioada 2025-2027 sunt prezentate în tabelul de mai jos.

Tabel 9: Scenariul de bază al proiecțiilor macroeconomice

Indicatori	2024	2025prog.	2026prog.	2027prog
PIB nominal (miliarde lei)	1.759,2	1.894,2	2.036,2	2.186,0
Creștere PIB (%)	0,8	1,4	2,4	2,6
Deficitul bugetului general consolidat (% din PIB)	-8,7*)	-8,4*)	-6,0	-5,7
Deficitul contului curent (% din PIB)	-8,4	-8,0	-7,1	-6,7
Inflația (sfârșitul anului %)**	5,1	8,9	3,0	2,7
Cursul de schimb mediu lei/EUR	4,97	5,04	5,10	5,15
Cursul de schimb mediu lei/USD	4,60	4,57	4,64	4,69

Sursa: Pentru anul 2024 PIB conform comunicat INS din octombrie 2025, pentru anii 2025 – 2027 conform CNSP prognoza de vară, Septembrie 2025. Cursul de schimb mediu lei/EUR conform CNSP prognoza de vară, Septembrie 2025.

*) execuția operativă la 31 decembrie 2024, pentru anul 2025 conform OUG nr.50/2025 cu privire la rectificarea bugetului de stat pe anul 2025

**) conform CNSP prognoza de vară, Septembrie 2025.

La sfârșitul anului 2024, ponderea datoriei guvernamentale, calculată conform metodologiei UE, s-a situat la un nivel de 54,8%³⁸ din PIB, inferior plafonului de 60% stabilit prin Tratatul de la Maastricht, iar conform datelor preliminate de la sfârșitul lunii iulie 2025 se situează la nivelul de 58,9% din PIB. Datoria publică include datoria contractată pentru finanțarea deficitului bugetar aprobat, inclusiv componenta de împrumut din Planul Național de Redresare și Reziliență (PNRR), precum și datoria contractată pentru refinanțarea datoriei publice scadente.

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.

Conflictul geopolitic, inclusiv continuarea războiului Rusia-Ucraina și sancțiunile internaționale instituite, provocările structurale la nivelul economiilor europene amplificate de modificarea politicii comerciale de către SUA, de natură să afecteze evoluțiile macroeconomice și financiare interne pe calea agravării crizei energetice și a blocajelor în lanțuri de producție și aprovizionare, dar și evoluțiile de pe piața financiară internațională, alături de conduita politicii monetare a băncilor centrale sunt repere importante care pot afecta apetitul investițional pentru activele financiare emise de economiile emergente, în contextul actual marcat de incertitudini, atât la nivel global cât și intern, dar și în ce privește efectul măsurilor de consolidare fiscală.

Deși pe o traiectorie în scădere, combaterea inflației rămâne o provocare importantă pentru băncile centrale. După o perioadă de politici monetare restrictive în 2022–2023, anul 2024 a marcat începutul unei relaxări graduale a politicilor monetare în economiile dezvoltate. Acest proces a continuat și în 2025, în contextul unei inflații în scădere, dar și al unei încetiniri vizibile a creșterii economice globale. Cele 3 reduceri ale ratelor de referință de către FED au avut o influență pozitivă pe piețele financiare, scăzând costul creditului în SUA și, prin efect de raliu, în piețele emergente. BCE a inițiat ciclul de relaxare monetară în iunie 2024, până în prezent fiind operate 8 reduceri ale ratelor de referință, fiind astfel stimulată economia zonei euro afectată de încetinirea creșterii și tensiuni comerciale, generând impulsuri pozitive spre creșterea investițiilor și creditării.

Per ansamblu, aceste politici au avut un efect de reducere a costurilor de finanțare la nivel global, iar în cazul României, acest lucru a contribuit la diminuarea presiunii de finanțare

³⁸ Conform Notificării fiscale Octombrie 2025

externă, deși riscul de țară, împreună cu menținerea unor spread-uri ridicate față de Bundul german și titlurile de trezorerie americane, au limitat beneficiile.

În ceea ce privește piața internă, aceasta va fi influențată de anticipările privind evoluția deficitului bugetar, și corelat de pachetele de măsuri privind realizarea consolidării fiscale conform Planului Bugetar-Structural Național pe Termen Mediu (PBSNTM) dar și de așteptările inflaționiste și de deciziile de politică monetară ale BNR, care pot afecta condițiile și termenii pieței monetare și implicit forma și nivelul curbei randamentelor.

În condițiile menținerii unor deficite bugetare excesive, dar și a implementării noului cadru de guvernare economică și fiscală începând cu anul 2024, emiterea de datorie nouă necesară acoperirii unor necesități de finanțare ridicate de pe piața internă trebuie să țină cont de capacitatea de absorbție a pieței interne și de caracteristicile deținătorilor de titluri de stat emise pe această piață (sectorul bancar fiind încă principalul deținător). Acest factor de risc poate fi diminuat pe termen lung prin creșterea cererii din partea investitorilor instituționali, cum ar fi fondurile de pensii sau alți participanți de pe piața de capital, precum fondurile locale de administrare de active și societățile de asigurări, dar și prin emiterea de noi instrumente de datorie, inclusiv obligațiuni verzi. În ultimii trei ani, valoarea nominală a deținerilor de titluri de stat în portofoliul fondurilor de pensii administrate privat și al fondurilor de pensii facultative a înregistrat un trend crescător, ponderea acestora în total active înregistrând o creștere de cca 5 puncte procentuale. MF va continua dialogul cu investitorii instituționali din România sau străini, în vederea consolidării deținerilor titlurilor de stat emise de România în portofoliul acestora.

Riscul de downgrade este probabil cel mai important risc care trebuie avut în vedere și care poate afecta semnificativ atât termenii și condițiile de finanțare cât și nivelul și structura cererii (atât din perspectiva accesului la mediile investiționale, cât și la anumite scadențe/maturități), perspectiva negativă a rating-ului fiind relevantă în acest sens.

Implicații de politică la nivel macroeconomic

Proiecțiile macroeconomice din scenariul de bază indică menținerea unui necesar de finanțare ridicat al administrației publice centrale, cu o creștere a acestuia în anul 2026 cauzată de necesarul de refinanțare, urmat de o reducere graduală în anii următori, pe măsura realizării consolidării bugetare și a unei strategii de extindere a maturității medii rămase. Astfel, strategiile de finanțare vor trebui implementate luând în considerare volumul refinanțării datoriei și al deficitelor bugetare, 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 și a unor riscuri semnificative (riscul de downgrade, riscul de refinanțare, riscul de tip eveniment de piață) care trebuie gestionate cu prudență, în perioada 2025-2027.

Un impact major asupra politicii de finanțare o va avea implementarea pachetelor de măsuri de consolidare fiscală în vederea reducerii deficitului bugetar sub nivelul de 3% din PIB în perspectiva anului 2031, corespunzător PBSNTM și care va conduce la menținerea datoriei publice la un nivel sustenabil.

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 guvernamentală³⁹, 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

Expunerea la riscul de refinanțare și implicit la riscul de rată de dobândă a datoriei emise pe piața internă, cu o evoluție în creștere la sfârșitul lunii iulie 2025 comparativ cu anul anterior, continuă să reprezinte principalele surse de risc pentru portofoliul actual de datorie publică guvernamentală.

Riscul valutar, în contextul necesităților de finanțare ridicate, este unul semnificativ și capătă o importanță din ce în ce mai mare, care poate fi atenuat de ponderea datoriei în valută (denominată în EUR și USD) emisă pe termen lung, cât și de menținerea rezervei financiare în valută la dispoziția Trezoreriei Statului. Contractarea datoriei pe maturități pe termen lung și diversificarea bazei de investitori justifică în continuare și opțiunea emiterii de euroobligațiuni denominate în USD cât și a altor valute, în condițiile limitării acestora în totalul finanțării externe, a existenței politicii de menținere a rezervei în valută la dispoziția Trezoreriei Statului, și mai ales în condițiile începerii utilizării instrumentelor financiare derivate. Actualmente, analiza efectuată arată că în lipsa cadrului necesar utilizării instrumentelor financiare derivate pentru administrarea riscurilor aferente finanțării în alte monede, finanțarea în USD pe termen mediu și lung rămâne mai costisitoare și mai riscantă decât finanțarea în EUR⁴⁰. Cu toate acestea, în condițiile utilizării swap-urilor valutare, trebuie să se aibă în vedere costul asociat utilizării instrumentelor de hedging pe termen lung și foarte lung perceput de contrapartidă, (inclusiv din perspectiva gestionării necesarului de lichiditate aferent managementului colateralului în procesul de margining).

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

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

Pentru analiza riscului de refinanțare au fost utilizate două abordări: i) emiterea titlurilor de stat în monedă națională pe maturități lungi (10 ani), 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

³⁹ S-a luat în considerare portofoliul de datorie publică guvernamentală la finele anului 2024.

⁴⁰ Randamentele actuale (22.10.2025) aferente euroobligațiunilor denominate în EUR sunt de 5,79% pentru scadența pe 10 ani și de 6,32% pentru 25 ani, iar cele aferente emisiunilor de euroobligațiuni în USD pentru aceleași scadențe sunt de 6,21%, respectiv 6,59%.

aplicării șocurilor la ratele de piață utilizate⁴¹ 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 2027. 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 (5 ani) și lung (10 ani) este mai fezabilă, deși depinde în continuare de apetitul și poziționarea investitorilor nerezidenți pe curba de randamente, cât și de sensibilitatea investitorilor instituționali locali la riscul de rată a dobânzii. În aceste condiții, costul și riscul aferent extinderii duratei medii rămase este aproape similar din perspectiva ponderii datoriei în PIB, însă atât costul cât și riscul sunt mai scăzute din perspectiva ponderii plăților de dobânzi în PIB. Forma actuală a curbei randamentelor în lei, relativ plată și chiar ușor inversată pe maturitățile lungi, creează o fereastră pentru prelungirea scadențelor la costuri comparabile sau chiar mai avantajoase față de termenul mediu, reducând riscul de refinanțare. Totuși, în termeni nominali (fără a lua în calcul efectul deprecierei cursului asupra datoriei în valută), datoria în lei rămâne cea mai scumpă, drept urmare fixarea pe termen lung a unor volume mari la randamentele actuale ar împinge în sus cheltuielile cu dobânzile și ar spori rigiditatea bugetară în anii următori. În consecință, extinderea maturităților în lei trebuie calibrată atent, în corelație cu mixul valutar și cu dinamica randamentelor, pentru a echilibra beneficiul de durată cu impactul asupra costului total. Prin urmare, analiza scenariului susține politica MF de refinanțare a datoriei emisă pe piața internă pe maturități cât mai lungi, în funcție de apetitul investitorilor, și care implicit va conduce la creșterea duratei medii rămase, cu reducere de cost pe măsura îmbunătățirii profilului rambursărilor/răscumpărărilor de datorie și asigurarea protecției față de o eventuală creștere neașteptată și susținută a ratelor de dobândă pe termen scurt.

O astfel de strategie, contribuie în același timp la dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat, prin creșterea lichidității titlurilor de stat emise pe termen mediu și lung, cu impact asupra dezvoltării pieței secundare. Îmbunătățirea lichidității se poate realiza atât prin creșterea ponderii titlurilor de stat românești în indicii regionali de referință, utilizarea platformei electronice de tranzacționare pe piața secundară (E-bond) cât și utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate și preschimbări de titluri). Totuși, trebuie să se aibă în vedere o creștere rezonabilă a volumului net de emisiuni de titluri de stat pe termen mediu și lung pe piață internă, luând în considerare constrângerile determinate de capacitatea limitată de absorbție a pieței interne a emisiunilor nete de titluri de stat pe termen mediu și lung, corelat în același timp cu o expunere ridicată a sectorului bancar pe titluri de stat⁴². În anul 2024 volumele adjudecate pentru maturități reziduale medii și lungi au fost de cca 80% din totalul titlurilor de stat emise pe piața internă interbancară și în primele 10 luni ale anului 2025 volumele adjudecate pentru maturități reziduale medii de până în 5 ani au fost de cca 40% din totalul titlurilor de stat emise pe piața interbancară, iar pe termen mediu și lung de cca 87%.

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

⁴¹ Pentru analiza, au fost utilizate ratele de referință forward pentru Euro și USD preluate din Bloomberg la data de 22 octombrie 2025

⁴² Conform Raportului BNR asupra stabilității financiare din luna iunie 2025 expunerile directe ale băncilor prin credite acordate și titluri de stat deținute reprezentau 27 % din active la nivelul lunii martie 2025.

datoriei, însă dacă analiza se axează pe stocuri, riscul valutar predomină, iar majorarea ponderii datoriei în EUR amplifică expunerea portofoliului la o posibilă depreciere a monedei naționale. În cazul utilizării ca indicator de cost ponderea plăților de dobândă în PIB, strategiile cu o finanțare preponderentă în EUR au un cost mai scăzut, și un risc asociat mai redus comparabil cu finanțarea preponderent în monedă națională. Analiza din perspectiva diferențialului de cost este determinată de faptul că ratele dobânzilor de pe piața internă se mențin în continuare peste nivelul celor în EUR cu cca 1,1-1,6% (grafic nr. 8 și 16) 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 valuta în comparație cu țările din aceeași categorie de rating, conform evaluărilor agențiilor de rating.

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

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

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

Totodată, pentru îmbunătățirea managementului datoriei publice și evitarea presiunilor temporare în asigurarea surselor de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice guvernamentale, în vederea reducerii riscului de refinanțare și de lichiditate, MF are în vedere menținerea rezervei financiare 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 cu mult peste limita de 3% din PIB, MF are în vedere asigurarea finanțării deficitului bugetar și refinanțării datoriei publice în principal în monedă națională pentru a continua procesul de dezvoltare a pieței interne, corelat cu capacitatea de absorbție a pieței interne a titlurilor de stat în lei, și în paralel cu accesarea piețelor externe de capital funcție de oportunitățile oferite pe aceste piețe, cu scopul extinderii maturității medii pentru total datorie și diversificării bazei investiționale. Totodată, se va continua politica de contractare a împrumuturilor de la IFI-uri în vederea asigurării unor surse robuste de finanțare și asigurării minimizării costurilor pe termen mediu și lung.

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

Linii directoare strategice

Următoarele principii vor sta la baza deciziilor de finanțare în perioada 2025 - 2027:

1. Asigurarea finanțării în principal în moneda națională, care să faciliteze în continuare dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat și totodată să sprijine diminuarea expunerii la riscul valutar, ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne, precum și de necesitățile diversificării bazei de investitori în titlurile de stat, prin lărgirea canalelor de distribuție a titlurilor de stat pentru populație precum și a emiterii de obligațiuni pe piața interbancară care să se plieze pe cererea investitorilor instituționali rezidenți și nerezidenți. Emisiunile în EUR pe piața internă vor fi avute doar în vedere în contextul cererii specifice exprimate de investitorii locali, precum și titlurile de stat pentru populație, pe termen scurt și mediu, 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 și mediu, inclusiv prin efectuarea de operațiuni de administrare a pasivelor (răscumpărări anticipate sau preschimbări de titluri de stat), pentru titlurile de stat scadente într-un orizont de timp mai lung de un an pentru reducerea riscului de refinanțare.
3. Atenuarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin menținerea unei rezerve în valută la dispoziția Trezoreriei Statului⁴³ care să asigure protecția necesară în cazul perioadelor de volatilitate de pe piețele financiare, mai ales în contextul creșterii necesarului de refinanțare.
4. În procesul de finanțare externă se va avea în vedere: contractarea de datorie preponderent în EUR, dar și în alte valute, cum ar fi USD și yen japonezi, funcție de oportunitățile identificate, luând în considerare raportul cost/risc asociat acestora și contribuția la diversificarea bazei investiționale, inclusiv prin plasamentele private cât și alte tipuri de instrumente care pot conduce la diversificarea geografică și a tipologiei de investitori.
5. Emisiunile de obligațiuni verzi se vor emite în baza Cadrului general pentru obligațiuni verzi la nivel suveran aprobat la începutul anului 2024 în funcție de estimările privind cheltuielile eligibile cărora le pot fi alocate sumele obținute din emiterea de obligațiuni verzi.
6. Menținerea sub control a expunerii la riscul de rată de dobândă prin limitarea ponderii datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an și menținerea în parametri rezonabili a perioadei medii până la următoarea modificare a ratei de dobândă pentru întregul portofoliu de datorie.
7. 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.

⁴³ Rezerva în valută trebuie să acopere un număr de luni aferent necesarului brut de finanțare.

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 2027 pe măsura consolidării fiscale și reducerii necesarului brut de finanțare la nivel guvernamental, și menținerea ponderii datoriei denominate în moneda națională din total datorie publică guvernamentală între 45% (minim) - 55%.
2. Menținerea ponderii datoriei denominate în EUR în total datorie denominată în valută în intervalul 80%(minim) – 90%. Odată cu utilizarea instrumentelor financiare derivate, acest indicator se va calcula după evaluarea datoriei ca urmare a utilizării swap-urilor valutare.

Riscul de refinanțare

1. Menținerea ponderii datoriei scadente în termen de 1 an în intervalul 15% și 25% (maxim) pentru datoria în moneda națională și între 10% și 20% (maxim) pentru datoria totală.
2. Menținerea maturității medii rămase în intervalul de 4,0 ani (minim) și 5,0 ani pentru datoria în moneda națională și între 6,0 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală (praguri reduse față de strategia anterioară).
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 5,0 ani pentru datoria în moneda națională și între 6,0 ani (minim) și 7,0 ani pentru datoria totală (praguri reduse față de strategia anterioară).

Indicatorii de risc privind maturitatea medie rămasă a portofoliului de datorie se ajustează în baza următoarelor evoluții: (i) pe plan intern, cererea în creștere a populației din ultimii ani pentru titlurile de stat emise în cadrul programelor Fidelis și Tezaur (în special pe termen scurt de 1-2 ani), s-a materializat în creșterea contribuției segmentului retail la finanțarea internă (de ex., ponderea emisiunilor de retail în total portofoliu de datorie a crescut de la 4% în 2020 la 6,3% în anul 2025⁴⁴), majorându-se astfel ponderea segmentului pe termen scurt în structura datoriei; (ii) majorarea substanțială a necesarului de finanțare în ultimii doi ani, în special în ultimul an, corelată cu incertitudinile interne și globale, a generat perioade de volatilitate accentuată și modificări ale condițiilor de cerere și cost, cu apetit preponderent pentru scadențe pe termen scurt și mediu; (iii) refinanțarea/resetarea unei părți semnificative din portofoliul de datorie în condițiile creșterii stocului de datorie a determinat și majorarea cheltuielilor cu dobânzile. În acest cadru, recalibrarea (inclusiv revizuirea intervalelor-țintă) pentru maturitatea medie rămasă urmărește un echilibru mai prudent între obiectivul de prelungire a scadenței și controlul costului aferent, menținând totodată flexibilitatea de finanțare în funcție de condițiile de piață. De asemenea, în condițiile în care o parte din finanțarea externă a fost acoperită prin contractarea de împrumuturi cu rată de dobândă variabilă se ajustează și indicatorul perioada medie până la următoarea modificare a ratei dobânzii.

⁴⁴ Calculat pentru portofoliul de datorie conform metodologiei UE, pentru anul 2025 datele sunt cele aferente lunii iunie

Tabel 10: Ținte pentru principalii indicatorii de risc

Expunerea la risc	Indicator	Ținte indicative pentru perioada 2025-2027
Riscul valutar	Pondere datoriei în moneda națională din total datorie (% din total) Pondere datoriei denumite în EUR în total datorie în valută (% din total)	45% (minim) – 55 % 80% (minim) – 90 %
Riscul de refinanțare	Pondere datoriei scadente în termen de 1 an (% din total) Pondere datoriei în moneda 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) 6,0 ani (minim) - 7,0 ani 4,0 ani (minim) - 5,0 ani
Riscul ratei dobânzii	Pondere datoriei care își modifică rata dobânzii într-un an (% din total) Pondere 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) 6,0 ani (minim) – 7,0 ani 4,0 ani (minim) – 5,0 ani

Sursa: MF

Implementarea Strategiei pentru perioada 2025 - 2027 se va monitoriza lunar, prin urmărirea încadrării indicatorilor de datorie în țintele stabilite și publicarea acestora în Buletinul lunar privind datoria publică disponibil pe site-ul Ministerului Finanțelor. Potrivit Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 64/2007 privind datoria publică, cu modificările și completările ulterioare, strategia este revizibilă anual sau ori de câte ori condițiile de piață și/sau necesitățile de finanțare o impun.

Alexandru NAZARE

MINISTRUL FINANTELOR

Anexa nr. 1

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. Menținerea politicii privind crearea și menținerea titlurilor de stat de tip benchmark lichide, în valoare de până la 4 miliarde EUR echivalent (pentru titlurile de stat pe termen lung) și până la 3-3,5 miliarde EUR (pentru titlurile de stat pe termen mediu), ca principal instrument de finanțare pe piața internă, în vederea limitării fragmentării pieței și a unui număr foarte mare de serii;
- 1.2. Continuarea utilizării operațiunilor de administrare a pasivelor în scopul accelerării procesului de creare a titlurilor de stat de tip benchmark lichide, în paralel cu administrarea riscului de refinanțare și lichiditate;
- 1.3. Emiterea certificatelor de trezorerie pe termen scurt în scopul administrării lichidităților, în funcție de cererea investitorilor.

2. Dezvoltarea programelor de titluri de stat pentru populație

- 2.1. Continuarea emisiunilor de titluri de stat pentru populație în cadrul programelor TEZAUR și „FIDELIS” și distribuirea acestora prin diverse canale de distribuție, respectiv prin intermediul unităților teritoriale ale Trezoreriei Statului, ale Poștei Române și ale instituțiilor de credit;
- 2.2. Implementarea unei strategii de marketing pentru titlurile de stat pentru populație care să vizeze segmentul românilor ce locuiesc în străinătate;
- 2.3. Măsuri de creștere a atractivității acestor instrumente care să faciliteze realizarea în mediul online a subscrierilor și rambursărilor la scadență a sumelor datorate investitorilor.

3. Diversificarea și lărgirea bazei de investitori prin:

- 3.1. Emiterea unei palete cât mai largi de instrumente, cu scadențe diferite ținând cont de apetitul investițional diferit ale mediilor investiționale locale și internaționale, incluzând plasamentele private; suplimentar emiterii de obligațiuni verzi (în funcție de volumul de cheltuieli eligibile cărora le pot fi alocate sumele din aceste emisiuni), se are în vedere continuarea emiterii de obligațiuni Samurai pe piața japoneză;
- 3.2. Echilibrarea drepturilor și obligațiilor dealerilor primari și creșterea competiției între dealerii primari prin atragerea unor dealeri primari noi și/sau creșterea activității celor existenți, care să conducă la creșterea distribuției, intermedierei și tranzacționării titlurilor de stat concomitent cu creșterea transparenței în formarea prețului;
- 3.3. Analizarea oportunității de emisie a unor noi instrumente de datorie solicitate de participanții din piață (cum ar fi, obligațiuni indexate sau cu dobândă variabilă), pe

măsura dezvoltării pieței titlurilor de stat, însă cu evitarea fragmentării portofoliului de datorie;

3.4. Continuarea organizării de turnee de promovare pentru investitori, de tip „non-deal roadshow”.

4. *Măsurile de creștere a lichidității pieței titlurilor de stat:*

4.1. Monitorizarea și promovarea de îmbunătățiri ale platformei electronice de cotare și tranzacționare a titlurilor de stat de către dealerii primari (E-Bond), în vederea îmbunătățirii lichidității și transparenței prețurilor titlurilor de stat și reducerea riscurilor asociate activităților de tranzacționare,

4.2. Concentrarea lichidității titlurilor de stat într-un număr redus de titluri de stat de tip benchmark, de valoare echivalentă de până la 4 mld. EUR pe emisiune, pentru titlurile de stat pe termen lung, și până la 3 - 3,5 mld. EUR, pentru titlurile de stat pe termen mediu;

4.3. Utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor (de tip răscumpărare anticipată sau preschimbare) pentru reducerea riscului de refinanțare, inclusiv pentru cele scadente într-un orizont de timp mai lung de un an;

5. *Măsurile luate în considerare pentru creșterea transparenței și predictibilității pieței titlurilor de stat includ:*

5.1. O politică transparentă de emisiuni de titluri de stat prin publicarea calendarului anual de emisiuni de titluri de stat, a anunțurilor trimestriale și a prospectelor lunare, precum și, când este cazul, prezentarea într-o manieră flexibilă și în timp util a modificărilor datorate schimbării condițiilor de piață;

5.2. Dialogul continuu cu participanții din piața internă, pentru a asigura comunicarea în timp util a acțiunilor luate în considerare de către MF;

5.3. Publicarea regulată pe pagina instituției la secțiunea Datorie Publică a informațiilor relevante pentru investitori în ceea ce privește valoarea și structura datoriei publice;

5.4. Gestionarea paginii Bloomberg dedicate MF, ținând cont de utilizarea acesteia la scară largă de către investitori autohtoni și internaționali.

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

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

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

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

3. În vederea consolidării cadrului instituțional, pentru asigurarea unei mai bune coordonări a procesului de finanțare a deficitului bugetar, de administrare a datoriei publice guvernamentale și de administrare a lichidităților statului, vor fi organizate în continuare ședințe lunare ale Comisiei de planificare a fluxurilor financiare ale Trezoreriei Statului, cu participarea reprezentanților MF, ANAF și BNR⁴⁵.
4. Ca urmare a decalajului între încasările și plățile bugetare realizate în cursul unei luni, Trezoreria Statului va continua să utilizeze instrumentele de cash management, respectiv: atragerea de depozite pe termen scurt de la instituțiile de credit și vânzarea de valută din conturile de disponibilități în valută ale MF înregistrate la BNR, în scopul acoperirii golurilor temporare de casă, în 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 117,7 miliarde lei la finele lunii decembrie 2024), contractate în conformitate cu prevederile Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 146/2002 privind formarea și utilizarea resurselor derulate prin Trezoreria Statului, republicată, cu modificările și completările ulterioare, care prevede utilizarea disponibilităților contului curent general al Trezoreriei Statului pentru a finanța, prin intermediul împrumuturilor temporare, deficitele bugetare din anii precedenți și anul curent.

Deși acest instrument prezintă avantajul realizării finanțării la costuri scăzute a deficitului bugetului de stat (rata medie a dobânzii la aceste împrumuturi a fost de 0,76% în anul 2024), totuși prezintă dezavantajul că depinde de fondurile disponibile în cont. În cazul în care fondurile disponibile în Contul Curent General al Trezoreriei Statului sunt reduse, Trezoreria Statului va apela la instrumentele de atragere de depozite în condiții de piață de la instituțiile de credit sau la vânzarea disponibilităților în valută existente în rezerva în valută la dispoziția MF.

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

⁴⁵ Având calitatea de invitat

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

6. Rezerva în valută la dispoziția Trezoreriei Statului

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

Trebuie menționat însă că rezerva în valută la dispoziția Trezoreriei Statului poate avea oscilații ample ținând cont de utilizarea acesteia în cazul rambursărilor de euroobligațiuni și a împrumuturilor scadente, cât și de decuplarea procesului de finanțare (contractarea efectivă a împrumuturilor în valută care depinde de evoluțiile și contextul de piață) de cel de rambursare a datoriei scadente.