

MINISTERUL FINANTELOR

CABINET MINISTRU

NR. 390/91 / .12.2024

DOMNULUI PRIM-MINISTRU AL ROMÂNIEI,

Ion-Marcel CIOLACU

NOTĂ DE INFORMARE PRIVIND

RISCURILE AFERENTE PROCESULUI DE FINANȚARE PENTRU ÎNCEPUTUL DE AN 2025

I. CONTEXTUL DE PIAȚĂ ȘI STADIUL IMPLEMENTĂRII PLANULUI DE FINANȚARE DECEMBRIE 2024

Ministerul Finanțelor a revizuit programul indicativ de titluri de stat aferent anului 2024 la suma de 250 mld. lei (în creștere cu 15 mld. lei) luând în considerare stadiul avansat al implementării planului de finanțare cât și pentru a acomoda riscul concretizării unui deficit bugetar mai ridicat decât cel estimat în Planul fiscal-bugetar pe termen mediu transmis CE, de 7,9% (conform ultimei informări în Guvern privind riscurile fiscal bugetare era menționat riscul unui deficit bugetar de până la 8,9% din PIB urmare analizei executiei bugetare la 10 luni) eventualele sume atrase suplimentar celor necesare finantarii deficitului bugetar și refinantării datoriei publice urmând a fi utilizate și pentru prefinanțarea nevoilor aferente anului 2025.

Până la data de 17 decembrie 2024, planul revizuit de finanțare este realizat în proporție de cca 97%, astfel:

- a. Piața internă - din total planificat de 150 mld. lei au fost atrase 145,7 mld. lei, din care 114,9¹ mld. lei prin titluri de stat denuminate în lei și euro emise pe piața interbancară, 30,8 mld. lei prin emisiuni de titluri de stat denuminate în lei și EUR destinate populației (16,2 mld. lei prin programul TEZAUR și 14,6 mld. echivalent lei prin Programul FIDELIS), gradul de realizare fiind de 97,1%;
- b. Piața externă - din total planificat de cca. 20 mld. EUR a fost atrasă suma de 18,1 mld. EUR echivalent prin patru emisiuni de euroobligațiuni (inclusiv prima emisiune a României de obligațiuni verzi, plasamente private realizate în decursul anului, emisiunea inaugurală de obligațiuni Samurai pe piața internă de capital a Japoniei), precum și trageri de la IFI-uri în sumă de 1,2 mld. EUR, gradul de realizare fiind în procent de 96,8%.

¹ Suma include 3,67 mld. lei aferentă unor operațiuni de preschimbare a unor titluri benchmark scadente în 2024 cu titluri cu maturități mai lungi fiind astfel diminuată nevoia de refinanțare a anului 2024 și șase plasamente private realizate pe piața internă în sumă de 5 mld. lei și 500 mln. Euro

	Plan finanțare	Planificat (mld.)	Realizat 17.12.2024 (mld.)
1	Necesar de finanțare		
	- mld. lei	250	
	- % din PIB	14,13%	
2	Surse de finanțare prin MF (fără datoria publică locală)	250	242,46
a	Piața internă, inclusiv titluri de stat pentru populație (echiv. mld. lei), din care:	148	145,66
	- Emisiuni titluri de stat denuminate în lei, plasamente private denuminate în lei și preschimbări TS scadente în anul 2024		133,82
	- Emisiuni titluri de stat, împrumuturi și plasamente private denuminate în EUR (echivalent în mld. lei)		2,37
			11,83
b	Piața externă, din care:	102	96,80
	- Euroobligațiuni denuminate în EUR (echivalent în mld. lei)	18,3	18,10
		92	90,52
	- Împrumuturi, din care:		
	- PNRR mld. EUR	0	0
	(echivalent mld. lei)	0	0,00
	- Trageri împrumuturi IFIs mld. EUR (echivalent mld. lei)	2	1,26
		10	6,28

Contextul de piață aferent anului 2024 a fost marcat de o volatilitate crescută generată atât de factori externi (continuarea conflictului din Ucraina, creșterea economică modestă în Europa și SUA, rezultatul alegerilor din SUA) dar și de factori interni (creșterea necesarului de finanțare de la un nivel anunțat inițial de 181 mld lei la 235 mld lei, o inflație încă persistentă chiar dacă înscrisă pe un trend descendent, o creștere economică redusă comparativ cu asumțiile de la începutul anului).

Astfel, costurile de împrumut ale României la data prezentei comparativ cu începutul anului 2024, au înregistrat creșteri de aproximativ 60/90 bps pentru datoria emisă în monedă locală (accentuat pentru intervalul de maturități mai lung de 5 ani), scăderi pentru euroobligațiunile denuminate în moneda europeană de 10/50 bps pentru maturitățile mai mici de 10 ani și creșteri de 5/10 bps pentru maturitățile mai lungi și creșteri de 20/55 bps pentru euroobligațiunile denuminate în USD, accentuat pentru segmentul maturităților mai lungi de 8 ani.

Din punct de vedere al momentului concretizării creșterilor de randamente, în prima jumătate a anului a fost înregistrată o creștere constantă a nivelului randamentelor, urmată de o scădere începând cu jumătatea lunii iulie². Începând cu sfârșitul lunii septembrie se înregistrează un trend puternic ascendent augmentat de informațiile privind execuția bugetară ce implică o deviere de la ținta de deficit asumată de 5%, o creștere economică modestă față de cea estimată inițial, o scădere a posibilității de operare de către BNR a unor noi reduceri de dobândă de politică monetară având în vedere persistența inflației și nu în ultimul rând de evoluțiile politice internaționale, în special rezultatele alegerilor din SUA.

Un impact semnificativ, l-a avut și rezultatul turului I al alegerilor prezidențiale din România, creșterea randamentelor în urma publicării rezultatelor fiind de 15/30 bps, urmată de o revenire ușoară a acestora, trendul de descreștere fiind continuat până în data de 10 decembrie a.c.. În data de 11 decembrie a.c. pe fondul publicării datelor privind inflația la luna noiembrie a.c., curba de randamente în monedă locală a înregistrat creșteri de aproximativ 4/5 bps pe tot segmentul de maturități, la data de 17 decembrie a.c. comparativ cu începutul lunii decembrie curba de randamente înregistrând scăderi de aproximativ 2/10bps pentru maturitățile mai lungi de 4 ani și creșteri de 15/30 bps pentru maturitățile scurte de 1/2 ani.

Suplimentar, comparativ cu luna noiembrie când interesul pentru licitațiile de titluri de stat a fost redus iar doua licitații au fost respinse, fiind adjudecată suma de 4,64 mld. lei în condițiile unui program anunțat de 6,99 mld. lei, în luna decembrie pe fondul creșterii randamentelor a fost înregistrat un interes semnificativ din partea investitorilor, până la data prezentei fiind adjudecată suma de 7,73 mld. lei, cu aproximativ 78% mai mult decât valoarea anunțată în aceste licitații.

II. STRATEGIA DE IMPLEMENTARE A PLANULUI DE FINANȚARE PÂNĂ LA SFÂRȘITUL ANULUI 2024 ȘI ÎNCEPUTUL ANULUI 2025

Până la finalul anului curent se estimează contractarea a cca 8 mld. lei astfel:

1. Aproximativ 1,2 mld. lei prin licitații de titluri de stat,
2. Aproximativ 3 mld. lei prin programele de titluri de stat destinate populației (Tezaur și Fidelis), cererea pentru aceste instrumente având o volatilitate mai redusă, investitorii persoane fizice reinvestind în mod constant sumele ajunse la maturitate,
3. Trageri de la IFI -uri în sumă de 600 mil. Euro printr-un împrumut de tip DPL și 200 mil. Euro un împrumut CAT DDO,

Precizăm că în luna ianuarie 2025 plățile în contul serviciul datoriei publice guvernamentale sunt estimate la cca 7,9 mld lei, reprezentand rate de capital de cca 3,9 mld lei, dobânzi și comisioane de cca 4 mld lei).

În luna ianuarie, până la momentul aprobării unui buget credibil pentru anul 2025, cu o țintă de deficit bugetar care să indice îndeplinirea angajamentelor de ajustare fiscală, procesul de finanțare va fi asigurat doar prin emisiunile de titluri de stat pe piața internă (aprox 5 miliarde RON) coroborat cu vânzările din buffer-ul în valută pentru realizarea cheltuielilor de funcționare a statului.

² Scădere datorată și reducerilor de dobândă de politică monetară operate de BNR în datele de 08 iulie 2024 și 08 august 2024 în valoare de 25 bps fiecare

III. RISCURI AFERENTE ASIGURARII SURSELOR DE FINANTARE IN LUNA IANUARIE 2025

Politica de îndeplinire a planului de finanțare pentru anul 2024 corelată cu menținerea la un nivel confortabil a rezervei în valută la dispoziția Trezoreriei Statului nu va putea fi realizată în condițiile în concretizării unui deficit bugetar de peste 7,9% ceea ce va conduce la opțiunea de utilizare a rezervei în valută la dispoziția Trezoreriei Statului, un deficit de 8,9% din PIB necesitând diminuarea considerabilă a acestuia până la cca 7 mld. EUR, cu mult sub nivelul prudent care să acopere cca 4 luni din necesarul de finanțare. Cu atât mai mult cu cât rezerva în valută la dispoziția Trezoreriei Statului nu poate fi utilizată integral având în vedere că în compoziția acesteia sunt incluse și sume cu o destinație specială, spre exemplu emisiunea de euroobligațiuni verzi și prefinanțarea aferentă componentei de împrumut din PNRR, aceste sume putând fi utilizate strict în funcție de realizarea unor cheltuieli eligibile conform Cadrului de obligațiuni verzi și destinația componentei de împrumut PNRR.

Politica de asigurare a surselor de finanțare pentru luna ianuarie este marcată și de îngrijorările mediului investițional în creștere în contextul în care:

- România este unul dintre cei mai mari emitenți de euroobligațiuni din piețele emergente (numai în acest an România împrumutând peste 17 miliarde echivalent Eur prin euroobligațiuni),
- ratingurile de credit ale României sunt în prezent la cel mai scăzut nivel de grad de investiție (Baa3/BBB-/BBB-, toate trei cu perspective stabile) care au fost ancorate și de așteptările privind sprijinul UE și speranțele unei politici fiscale mai disciplinate în viitor,
- atenția mediului investițional este concentrată pe evenimentele din spectrul politic care vizează alegerile prezidențiale, estimarea rezultatului formării potențialei coaliții și a capacității noului guvern de a realiza consolidarea fiscală pe care se bazează agențiile de rating/investitorii/UE.

Agenția Moody's semnalează în data de 10 decembrie referitor la alegerile din România că riscurile politice cresc pe măsură ce deciziile fiscale se profilează a fi dificile, ceea ce reprezintă un risc de evaluare negativă a ratingului României. În acest sens, ambele evenimente, respectiv anularea din data de 6 decembrie de către Curtea Constituțională a României a alegerilor prezidențiale, precum și așteptările ca alegerile parlamentare de la 1 decembrie să aibă ca rezultat un guvern care deși va rămâne pro-UE și pro-NATO, va fi un guvern instabil, indică riscuri politice pentru România într-un moment în care deciziile fiscale de reducere a deficitului bugetar de aproape 8% din PIB, cu scopul de controla creșterea datoriei publice, se profilează a fi o povară pentru viitorul guvern. În acest context, partidele vor continua campania electorală, ceea ce va face mai dificil pentru viitorul guvern să adopte măsuri de consolidare fiscală în bugetul 2025 și să mențină disciplina fiscală pe termen lung pentru a reduce deficitul bugetar la un nivel în care datoria publică nu va mai crește.

Pentru realizarea ajustării fiscale în anul 2025, agenția consideră că este necesară adoptarea încă de la începutul anului a unui plan de reformă majoră a Codului fiscal (necesară deblocării celei de-a patra tranșe în cadrul PNRR) și înghețarea indexării pensiilor și a salariilor din sectorul public.

De asemenea, agenția Fitch a anunțat Ministerul Finanțelor o ședință de rating neplanificată în data de 16 decembrie, urmare evenimentelor recente care au generat o incertitudine mare cu privire la capacitatea autorităților de a implementa măsurile necesare și un buget credibil pentru anul 2025, care să se încadreze în țintele aprobate de către Guvern și transmise Comisiei Europene în cadrul Planului fiscal-bugetar pe termen mediu.

Astfel Comitetul de rating a luat decizia de schimbare a perspectivei de rating din "Stabil" în "Negativ", cu publicare în data de 17 decembrie după închiderea piețelor financiare. Această măsură crează o înrăutățire a percepției investitorilor care în lipsa unei contra reacții la nivel politic/decizional materializată în măsuri fiscale credibile și un buget care să corespundă planului de ajustare, va crea premisele foarte probabil ale unui downgrade sub gradul de risc investițional - rating junk în Q1 ceea ce determină o spirală vicioasă cu consecințe negative grave prin creșterea semnificativă a costurilor de finanțare și scăderea accelerată a apetitului investitorilor pentru titlurile de stat emise de țara noastră, care poate conduce la dificultăți chiar în asigurarea necesarului de finanțare aferent funcționării statului.

În raportul agenției de rating sunt menționate următoarele riscuri care au fost luate în considerare în decizia de schimbare a perspectivei la negativ:

- Incertitudinea politică la un nivel ridicat ca urmare a alegerilor prezidențiale și parlamentare, această incertitudine urmând a avea probabil un efect negativ semnificativ asupra procesului de consolidare fiscală. Suplimentar, divizarea actuală a parlamentului concomitent cu o creștere a partidelor de extremă dreapta, anti-UE, reflectând polarizarea crescândă a societății românești;
- Agenția estimează un deficit bugetar de 8,2% din PIB în anul 2024, în creștere față de proiecția din luna august de 7,2% din PIB, deteriorarea fiscală mai mare decât cea așteptată reflectând în principal creșterea rapidă a cheltuielilor, inclusiv salariile din sectorul public și creșterile nefinanțate ale pensiilor preelectorale. Impactul anual al majorării pensiilor din septembrie 2024 se va adăuga la presiunile fiscale de anul viitor, făcând consolidarea viitoare și mai dificilă.
- Deși agenția menționează că începând cu anul 2025 se va intra pe o traiectorie de consolidare fiscală, pentru anul 2025 fiind estimat un deficit bugetar de 7,5% din PIB și 6,8% pentru anul 2026, consolidarea fiscală poate fi dificilă din cauza potențialului impact negativ al creșterii economice deja reduse și a riscului ca volatilitatea piețelor financiare să crească costurile dobânzilor, slăbind astfel și mai mult poziția fiscală.
- Traectoria lentă de ajustare fiscală va conduce la o pantă ascendentă mai abruptă a traiectoriei datoriei comparativ cu anii precedenți, deoarece deficitele primare rămân ridicate și creșterea economică încetinește semnificativ, pentru anul 2026 fiind estimat un nivel al datoriei publice de 62% din PIB și aproximativ 70% pentru anul 2028.

Principalii factori care pot conduce la un downgrade al ratingului sunt: creșterea rapidă a datoriei publice pe termen mediu, din cauza eșecului în aplicarea măsurilor care sprijină consolidarea fiscală susținută și credibilă sau a creșterii economice slabe sau efecte negative asupra finanțării externe și lichidității sau stabilității macroeconomice, care rezultă din șocurile fiscale sau șocurile politice interne.

Factorul de risc major pentru asigurarea surselor de finanțare la începutul anului 2025 îl reprezintă întârzieri în demersurile politice actuale pentru formarea noului guvern, dificultăți în agreearea unor măsuri fiscale credibile care să genereze întârzieri în aprobarea unui buget de stat credibil pentru anul următor, care să se încadreze în angajamentele României asumate prin Planul fiscal bugetar pe termen mediu, și implicit a planului de finanțare aferent anului 2025, cu impact

semnificativ asupra percepției mediilor investiționale, implicit asupra cererii pentru instrumentele de datorie emise de statul român și asupra capacității de finanțare.

În acest sens, subliniem că Ministerul Finanțelor nu va putea emite euroobligațiuni pe piețele externe la începutul anului 2025, până la aprobarea bugetului pentru anul 2025, acest instrument fiind cel mai important din perspectiva procesului de finanțare pentru începutul de an, luna ianuarie fiind în mod uzual cea mai favorabilă perioadă pentru emitenții suverani. În lipsa accesului la piețele externe de capital, Ministerul Finanțelor va utiliza în mod accelerat buffer-ul în valută, creându-se o vulnerabilitate foarte mare din perspectiva implementării adecvate a planului de finanțare și, finalmente, în asigurarea necesarului de finanțare.

Cu deosebită consid

MINISTRUL FINANTELOR

Marcel-Ioan BOLOȘ

Alin Marius ANDRIES, Secretar de Stat

17 DEC. 2024

Ștefan Nanu, Director general

Diana POPESCU, Director general adjunct

Bogdan ZINCĂ, Șef serviciu

Mihaela ENE, Director general adjunct

Mihaela Demetriuc, Șef serviciu

Marian MUȘUROI, Director general adjunct

Ionuț ION, Șef serviciu