

RAPORT PRIVIND
STABILITATEA
PIEȚELOR
FINANCIARE NEBANCARE
1/2025



RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIEȚELOR
FINANCIARE NEBANCARE
1/2025

Cuprins

Introducere	3
1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional	9
1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale	9
1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale	15
2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebancale	22
2.1. Piețele europene de capital	22
2.2. Piața asigurărilor în UE.....	29
2.3. Piața pensiilor ocupaționale în UE	32
2.4. Riscuri și vulnerabilități la nivel național din perspectiva stabilității financiare	35
3. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare.....	37
3.1. Piața instrumentelor și investițiilor financiare în context european.....	39
3.2. Riscuri și vulnerabilități ale pieței instrumentelor și investițiilor financiare	44
3.2.1. Analiza evoluției riscului sistemic pentru indicele BET	44
3.2.2. Analiza evoluției riscului sistemic pentru companiile incluse în indicele BET	47
3.2.3. Analiza fenomenului de formare de bule speculative indicele BET	60
3.2.4. Riscurile sistemice exogene la nivelul pieței de capital din România.....	65
3.3. Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa.....	69
3.4. Dinamica pe termen scurt a pieței de capital din România.....	75
4. Stabilitatea pieței asigurărilor	78
4.1. Piața asigurărilor în context european	79
4.2. Riscuri și vulnerabilități la adresa sectorului local de asigurări	85
4.3. Solvabilitate	101
4.4. Lichiditate	104
4.5. Rezerve tehnice – Solvabilitate II	107
4.6. Reasigurare.....	109
5. Stabilitatea pieței pensiilor private	112
5.1. Piața pensiilor private în context internațional	112
5.2. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private.....	120
5.3. Entități relevante sistemic.....	127
5.4. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România	129
6. Finanțe sustenabile	142
6.1. Pierderile generate de catastrofele naturale la nivel global	142
6.2. Evaluarea EIOPA privind deficitul de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale.....	144
6.3. Abordarea europeană pentru reducerea impactului economic al catastrofelor naturale.....	146
Anexa 1 - Metodologia de calcul pentru indicatorii CoVaR, Delta CoVaR și Pierdere Marginală Așteptată (MES).....	148
Anexa 2 - Metodologia de calcul pentru testarea bulelor speculative raționale	150
Listă tabele	151
Listă figuri.....	153
Bibliografie	156

Introducere

Sursele de risc și vulnerabilitățile pentru stabilitatea financiară în zona euro au rămas ridicate, pe măsură ce echilibrul riscurilor macroeconomice s-a schimbat, trecând de la preocupările privind o inflație ridicată persistentă la temeri legate de încetinirea creșterii economice, în timp ce riscurile geopolitice au rămas accentuate. Inflația prețurilor de consum s-a apropiat de obiectivele băncilor centrale în zona euro și în alte economii avansate în ultimele luni din 2024. În același timp, datele economice recente au fost sub așteptări, în special în zona euro. O combinație între scăderea presiunilor inflaționiste și perspectivele slabe de creștere economică a condus la modificări în ciclurile de dobândă în majoritatea economiilor avansate, iar piețele financiare anticipează reduceri suplimentare ale ratelor dobânzilor atât în zona euro, cât și în Statele Unite.

Deși majoritatea analiștilor consideră în continuare că o încetinire controlată și graduală a economiei (*soft landing*) este scenariul de bază pentru economia globală și cea a zonei euro, riscurile pentru creșterea economică sunt înclinate spre o evoluție negativă într-un mediu caracterizat de incertitudini macro-financiare și geopolitice. În plus, escaladarea tensiunilor comerciale globale și creșterea protecționismului ar putea afecta negativ creșterea economică globală și prețurile activelor financiare.

Tensiunile de ordin geopolitic și comercial acumulate pe plan internațional împreună cu predictibilitatea tot mai scăzută a măsurilor și politicilor adoptate au determinat o creștere a incertitudinii la nivel global care a declanșat reacții pe piețele financiare și valutare. Astfel, intensificarea riscurilor politice și economice interne pentru statele europene și SUA, tendința de creștere a disponibilizărilor și efectele politicii comerciale tarifare demarate de SUA la începutul anului 2025 accentuează riscurile unei recesiuni sau crize economice. În acest context, răspunsul piețelor financiare la nivel global și local poate duce la o materializare a riscului de piață, pe fondul creșterii contagiunii și înrăutățirii perspectivelor macrofinanciare la scară largă.

În 2024, riscurile geopolitice au fost un factor determinant al volatilității piețelor financiare, influențate de evenimente politice majore precum alegerile din Europa și Franța sau schimbările politice din Germania. Aceste riscuri au fost amplificate de modificările economice anticipate în SUA, incluzând tarife comerciale și simplificări ale reglementărilor financiare, care vor avea un impact semnificativ asupra economiei globale. Fragmentarea economică globală cauzată de noile politici americane ar putea intensifica volatilitatea piețelor, perturbând fluxurile comerciale și financiare internaționale.

Analizând tendințele globale, se observă că incertitudinea geopolitică a rămas ridicată și a avut o tendință ascendentă, contribuind la instabilitatea piețelor financiare europene, în pofida îmbunătățirilor economice generale. Pe parcursul anului, piețele europene au continuat să facă față unor provocări tot mai mari, marcate de creșterea volatilității și persistența riscurilor geopolitice.

Indicatorii specifici privind riscul geopolitic (GPR), amenințările geopolitice (GPRT) și actele geopolitice (GPRA) reflectă aceste dinamici și indică o intensificare a riscurilor din această perspectivă. Diferențele dintre acești indici subliniază faptul că, deși amenințările geopolitice sunt frecvente, nu toate se materializează în evenimente concrete.

Pe baza datelor recente, se evidențiază o instabilitate geopolitică persistentă și o incertitudine care continuă să crească, susținută de crizele globale și escaladarea tensiunilor politice și economice internaționale. Această situație pune presiune asupra piețelor financiare, consolidând rolul riscurilor geopolitice ca un factor central al volatilității globale.

Piața de capital

Creșterea riscurilor geopolitice și incertitudinea în privința politicilor economice au sporit probabilitatea de intensificare a volatilității piețelor. În plus, amenințările cibernetice și hibride reprezintă o vulnerabilitate din ce în ce mai mare, fiind capabile să provoace perturbări tehnologice, mai ales în sectorul financiar, unde astfel de incidente pot genera reacții imediate și volatile. Această vulnerabilitate este accentuată de dependența semnificativă de un număr limitat de furnizori de tehnologie informațională, ceea ce compromite beneficiile de eficiență asociate cu adoptarea tot mai largă a inteligenței artificiale.

Interacțiunea dintre riscurile externe creează premise pentru instabilitatea pieței, în timp ce incertitudinile geopolitice și intensificarea conflictelor comerciale la nivel global contribuie la volatilitatea sistemului financiar. Răspunsul coordonat și eficient al Uniunii Europene și al statelor membre la aceste provocări politice va fi crucial pentru reducerea incertitudinii piețelor și menținerea stabilității financiare.

Piețele financiare din 2024 au fost marcate de o interacțiune complexă între volatilitatea piețelor de capital, reevaluările activelor, schimbările comportamentului investitorilor și provocările tehnologice. Factori precum digitalizarea, sustenabilitatea economică și consolidarea infrastructurilor financiare au continuat să joace un rol central în conturarea viitorului piețelor de capital.

Analiza tendințelor generale ale piețelor bursiere relevă că S&P Global 100 a condus creșterea globală datorită progreselor în sectorul tehnologic, în timp ce Dow Jones și STOXX Europe 600 au înregistrat performanțe moderate, dar constante. Începând cu cel de-al doilea semestru al anului 2024, riscurile macroeconomice, atât pe termen lung, cât și pe termen scurt (CITI Macro Risk), au început să se intensifice, indicând incertitudini macroeconomice persistente. Riscurile pe termen lung rămân ridicate în perioadele de incertitudine prelungită, urmărind îndeaproape tendințele macroeconomice globale.

Pentru România, indicatorul de avertizare timpurie, care anticipează posibilele crize economice generate de dezechilibrele macroeconomice, a înregistrat o creștere moderată în 2024, menținându-se la un nivel ridicat din a doua jumătate a anului, ceea ce semnalează un stres financiar continuu, mai degrabă decât o fluctuație temporară. În paralel, indicii de incertitudine economică pentru România și Uniunea Europeană au crescut rapid în al doilea semestru, amplificând temerile privind volatilitatea piețelor financiare.

Indicii de sentiment economic, care urmăresc încrederea mediului de afaceri și a consumatorilor în perspectivele economice ale țărilor respective, reflectă o economie europeană în stagnare, cu diferențe mari între țări. România și Polonia par mai reziliente, în timp ce Germania și Ungaria se confruntă cu pesimism economic accentuat.

Pe plan local, conform indicatorului CLIFS, calculat de Banca Centrală Europeană pentru a măsura și compara nivelul de stres financiar la nivel de țară, România s-a caracterizat printr-o accentuare a tensiunii financiare în 2024. Indicele BET, reprezentativ pentru piața de capital din România a înregistrat o creștere

peste nivelul de echilibru în 2024, pentru ca în luna decembrie să înregistreze o scădere ușoară, urmată de o stabilizare în luna ianuarie 2025. Majoritatea indicilor bursei românești au înregistrat evoluții pozitive semnificative la finalul anului 2024, comparativ cu decembrie 2023. Astfel, indicele de referință BET s-a apreciat cu 8,78%.

Legătura dintre prețurile energiei, inflație și dinamica pieței bursiere din UE este complexă și interdependentă. Prețurile energiei contribuie la inflație prin creșterea costurilor de producție și consum, în timp ce inflația influențează dinamica pieței bursiere prin reducerea profiturilor companiilor și prin determinarea Băncilor Centrale să crească ratele dobânzilor. Evaluările companiilor listate din domeniul energetic au înregistrat randamente mixte în prima jumătate a anului 2024. În România, indicele sectorial al Bursei de Valori București care reflectă evoluția sectorului energetic a continuat și în 2024 creșterea rapidă înregistrată în 2023.

Analiza tiparelor ciclice de evoluție financiară pentru piața de capital din România arată că aceasta a cunoscut un episod de creștere susținută, fără a exista bule speculative în 2024. Totodată, indicele de contagiune care măsoară contribuția marginală a piețelor externe de capital la bursa românească a avut o tendință de descreștere și o volatilitate redusă în 2024, ca urmare a reducerii tensiunilor financiare cu excepția lunii august. Chiar dacă piețele financiare au absorbit rapid evenimentele recente (ex: episodul din august), vulnerabilitățile subiacente le fac predispușe la episoade similare în viitor.

Concentrarea ridicată pe piața de acțiuni a unui număr restrâns de companii, în special în Statele Unite, nu doar că ridică temeri cu privire la o posibilă bulă speculativă legată de inteligența artificială, dar și la riscul unor efecte negative globale în cazul unor rezultate financiare sub așteptări. În plus, schimbările bruște ale așteptărilor privind politica monetară sau escaladarea conflictelor geopolitice ar putea declanșa reacții negative rapide ale investitorilor, cu efecte de contagiune asupra diferitelor clase de active.

Incertitudinea geopolitică și politică a condus la creșterea spread-urilor obligațiunilor suverane pentru unele state din zona euro cu niveluri ridicate de îndatorare, deși, deocamdată, efectele transfrontaliere au fost limitate. Fundamentele fiscale rămân slabe în anumite țări, având în vedere nivelurile ridicate ale datoriilor, procedurile pentru deficit excesiv și conformarea deficitară la regulile fiscale ale UE. Chiar dacă ciclul ratelor dobânzii s-a inversat, costurile de finanțare ale datoriei suverane sunt așteptate să crească în continuare, deoarece datoriile ajunse la scadență trebuie refinanțate la dobânzi mai mari decât cele aplicate în prezent.

Indicatorii financiari ai riscului și volatilității au rămas surprinzător de rezistenți la creșterea tensiunilor geopolitice. Un posibil motiv este dificultatea investitorilor de a evalua scenarii cu probabilitate redusă, dar impact ridicat.

Inovația financiară a avansat considerabil în 2024, mai ales în domeniul activelor digitale. După alegerile din SUA, cripto-actele au cunoscut o expansiune rapidă, susținută de o politică favorabilă a noii administrații față de piața cripto. Bitcoin a crescut cu 30%, iar monedele *meme*, precum *Dogecoin*, au înregistrat performanțe remarcabile. Această tendință a dus la o creștere semnificativă a capitalizării de piață a cripto-activelor, care, la finalul lunii decembrie 2024, a atins 3,3 miliarde EUR, depășind cu 27% recordul stabilit anterior în noiembrie 2021. Cu toate acestea, comercializarea agresivă a produselor structurate cu risc ridicat și a cripto-activelor reprezintă un risc major pentru consumatori.

Investitorii, în special cei cu mai puțină experiență sau cu resurse limitate, sunt expuși la dezinformare și conținut înșelător distribuit pe platformele de social media. Creșterea rapidă a postărilor despre oportunități financiare accentuează riscul ca deciziile investiționale să fie luate pe baza unor informații incomplete sau neverificate, ceea ce poate duce la pierderi semnificative.

Piața asigurărilor

Din punct de vedere al interconexiunilor și riscului de credit, societățile de asigurare autorizate și supravegheate de ASF investesc, în principal, în instrumente financiare cu venit fix, având o expunere semnificativă față de obligațiunile guvernamentale. Societățile de asigurare din România au, în general, o abordare prudentă, investind preponderent în titluri de stat emise de Ministerul Finanțelor și evitând expunerile directe mari față de instrumente financiare complexe sau active alternative. Investițiile societăților de asigurare din România în titluri de stat indică o expunere a portofoliilor la riscul de rată a dobânzii, în timp ce riscul de scădere a prețului acțiunilor ar avea un impact mai redus pe piața locală a asigurărilor, având în vedere deținerile limitate în această clasă de active.

Totodată, analiza privind expunerea asigurătorilor autorizați local față de sectorul imobiliar arată că aceasta este mult mai redusă comparativ cu situația înregistrată la nivel european. În trimestrul II 2024, investițiile societăților de asigurare autorizate de ASF în sectorul imobiliar dețineau o pondere de 2,4% în valoarea totală a investițiilor față de ponderea de 8,3% înregistrată în Spațiul Economic European (SEE). La finalul anului 2024, expunerea față de sectorul imobiliar era de 2,2%.

Valoarea fondurilor proprii eligibile pentru a acoperi cerința de capital de solvabilitate era de aproximativ 9,6 miliarde lei la sfârșitul anului 2024, în creștere cu circa 18% față de anul precedent. În același timp, valoarea fondurilor proprii eligibile pentru a acoperi cerința de capital minim era de 9,1 miliarde lei, în creștere cu 19%. Conform raportărilor, rata SCR calculată la nivelul pieței asigurărilor din România s-a menținut supraunitară, dar a scăzut la 31 decembrie 2024 față de anul precedent, în timp ce rata MCR a crescut.

Indicatorul de lichiditate, determinat ca raport dintre activele lichide și obligațiile pe termen scurt ale asigurătorilor față de asigurați, reprezintă o măsură a capacității societăților de asigurare de a își onora obligațiile pe termen scurt, prin deținerea unor active care permit mobilizarea eficientă și în timp util a resurselor financiare pentru plata daunelor. În România, indicatorul de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale a scăzut ușor la 31 decembrie 2024 (3,09) comparativ cu finalul anului precedent (3,14), pe fondul creșterii mai rapide a obligațiilor pe termen scurt ale asigurătorilor comparativ cu avansul înregistrat de activele lichide. În aceeași perioadă, s-a constatat o creștere a indicatorului de lichiditate aferent activității de asigurări de viață (de la 3,67 la 3,76).

Un mecanism deosebit de important care asigură funcționarea eficientă a pieței asigurărilor este constituirea rezervelor tehnice de către societățile de asigurare, pentru a garanta onorarea obligațiilor față de asigurați în cazul producerii evenimentelor asigurate. În acest mod, menținerea unui nivel adecvat al rezervelor tehnice susține plata tuturor obligațiilor față de asigurați și reprezintă un pilon esențial al managementului riscului pentru societățile de asigurare, contribuind la stabilitatea financiară a acestora.

La finalul anului 2024, valoarea rezervelor tehnice conform regimului Solvabilitate II se situa la 22,1 miliarde lei, în creștere cu 19% față de anul anterior. Din valoarea totală a rezervelor tehnice, 59% sunt constituite pentru activitatea de asigurări generale, iar 41% pentru activitatea de asigurări de viață.

Piața pensiilor private

Fondurile de pensii private din România au înregistrat creșteri importante ale activelor în anul 2024, la momentul actual sistemul aflându-se în continuare într-o etapă de acumulare, neexistând presiuni pentru vânzare, întrucât nivelul plăților este unul foarte redus. Pe parcursul anului 2024 au fost operate plăți în Pilonul II în valoare de 1,09 miliarde lei (0,73% din activele totale de la finalul lunii decembrie), respectiv 113 milioane de lei în Pilonul III (2,04% din active totale). Riscul de lichiditate se află, de asemenea, la un nivel scăzut, un procent de 1,91% din activele întregului sistem fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt (aprox. 2,99 miliarde de lei). Politica investițională din cadrul portofoliilor fondurilor de pensii private continuă să fie axată pe piața financiară locală (aproximativ 94% din active având emitenți români), orientată în special în instrumente cu venit fix (72%) și acțiuni (23%).

Riscul de piață este în general gestionat de către administratori prin diversificare, urmărind diminuarea componentei de risc sistemic, dar și prin monitorizarea pozițiilor individuale și a indicatorilor de risc, concomitent cu posibilitatea gestionării active a portofoliilor pe termen scurt. Incertitudinea desfășurării evenimentelor și a relațiilor geopolitice pe plan extern concomitent cu instabilitatea politică pe plan local și implementarea unor măsuri de austeritate pentru reducerea deficitului bugetar, continuă să aibă un impact puternic asupra volatilității piețelor financiare globale și locale, accentuând riscurile pe piețele de capital, unde se menține posibilitatea apariției unor mișcări adverse. Astfel, fondurile de pensii private sunt expuse șocurilor pe termen scurt, majoritatea activelor din portofolii fiind evaluate prin prețurile de piață.

Ținând cont de cerințele de calitate aplicabile emitenților instrumentelor cu venit fix eligibile pentru a fi deținute în portofoliile fondurilor de pensii private, riscul de credit se menține redus, dar în creștere, în contextul intensificării vulnerabilităților și a incertitudinilor privind apariția unor potențiale crize economice, în urma tensionării relațiilor geopolitice și comerciale pe plan global, care pot afecta solvabilitatea emitenților de obligațiuni.

Din motive structurale ale pieței fondurilor de pensii private din România, se menține un grad ridicat de concentrare, primele trei fonduri de pensii administrate privat cumulând 69% din activele Pilonului II, în timp ce primele trei fonduri facultative însumau 72% din activele Pilonului III. Piața serviciilor de depozitare prezintă de asemenea un grad ridicat de concentrare, BRD GSG deținând în custodie 82% din activele fondurilor de pensii private.

Riscul operațional se află la un nivel redus, dar în creștere, în contextul intensificării atacurilor cibernetice la scară largă. Administratorii fondurilor de pensii au obligația de a monitoriza/evalua permanent procesele operaționale pentru a diminua acest risc. Până în acest moment nu au fost raportate atacuri cibernetice asupra industriei fondurilor de pensii.

Digitalizare și securitatea sistemelor informatice

Din punct de vedere al riscurilor legate de inovare și digitalizare, amenințările cibernetice pe plan european au devenit mai agresive, determinând o amplificare a riscurilor. Cu toate acestea, impactul atacurilor de până acum a fost unul limitat, în condițiile în care instabilitatea geopolitică accentuată și dependența crescută de soluțiile digitale sporesc, de asemenea, insecuritatea cibernetică.

În 2024 nu au fost raportate incidente cibernetice asupra entităților din piețele reglementate de către ASF. În plus, există un important act legislativ european care vizează armonizarea măsurilor de securitate cibernetică și de atenuare a riscurilor pentru toate entitățile din sectorul financiar: *Digital Operational Resilience Act – DORA*. Autoritatea de Supraveghere Financiară urmărește ca, prin implementarea sa la nivel național în piețele supravegheate, să asigure o protecție sporită a consumatorilor și a tuturor entităților din piață, în special prin creșterea rezilienței sistemice.

1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional

Evenimentele geopolitice și economice majore, cum ar fi alegerile europene sau schimbările economice din SUA, au contribuit la creșterea volatilității pe piețele financiare în 2024. Divergența dintre piețele de acțiuni din SUA și UE s-a accentuat, cu acțiunile americane în creștere rapidă, în timp ce piețele europene au avut o evoluție caracterizată de stabilitate și creștere modestă.

Riscurile geopolitice au fost ridicate în 2024, fiind influențate de schimbările politice din Germania și Franța. Schimbările anticipate în politica economică a SUA, inclusiv posibile tarife comerciale și măsuri de reducere și simplificare a reglementărilor piețelor financiare ar putea avea un impact semnificativ asupra economiei globale. Volatilitatea piețelor poate crește o dată cu materializarea riscului de fragmentare economică globală, determinată de schimbările induse de noua administrație americană, ceea ce poate afecta fluxurile comerciale și financiare internaționale.

În ciuda unei îmbunătățiri generale a economiei, piețele financiare din Uniunea Europeană continuă să se confrunte cu incertitudini semnificative, generate de factori economici globali și politici. În a doua jumătate a anului 2024, piețele financiare europene au continuat să reziste în fața unor provocări tot mai mari. Volatilitatea a crescut, iar incertitudinile geopolitice și riscurile economice au rămas la cote ridicate.

1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale

Tendențele recente la nivel global indică faptul că incertitudinea geopolitică rămâne în continuare ridicată, cu o tendință ascendentă. Mai mult, creșterea moderată a volatilității celor 3 indici prezentați în figura următoare din ultimii doi ani (2023-2024) sugerează o instabilitate geopolitică persistentă. Aceste aspecte sunt relevate și de evoluția din ultimii cinci ani a indicelui global privind riscul geopolitic (GPR), al amenințărilor geopolitice (GPRT) și al actelor geopolitice (GPRA).

Analiza dinamicii celor 3 indici arată că:

- GPR (Indicele Global al Riscului Geopolitic) prezintă vârfuri majore, indicând perioade de tensiuni geopolitice ridicate.
- GPRT (Indicele Amenințărilor Geopolitice) urmează o tendință similară, dar atinge valori mai mari atunci când tensiunile escaladează.
- GPRA (Indicele Actelor Geopolitice) rămâne sub GPRT, ceea ce sugerează că multe amenințări nu se transformă în evenimente geopolitice concrete.

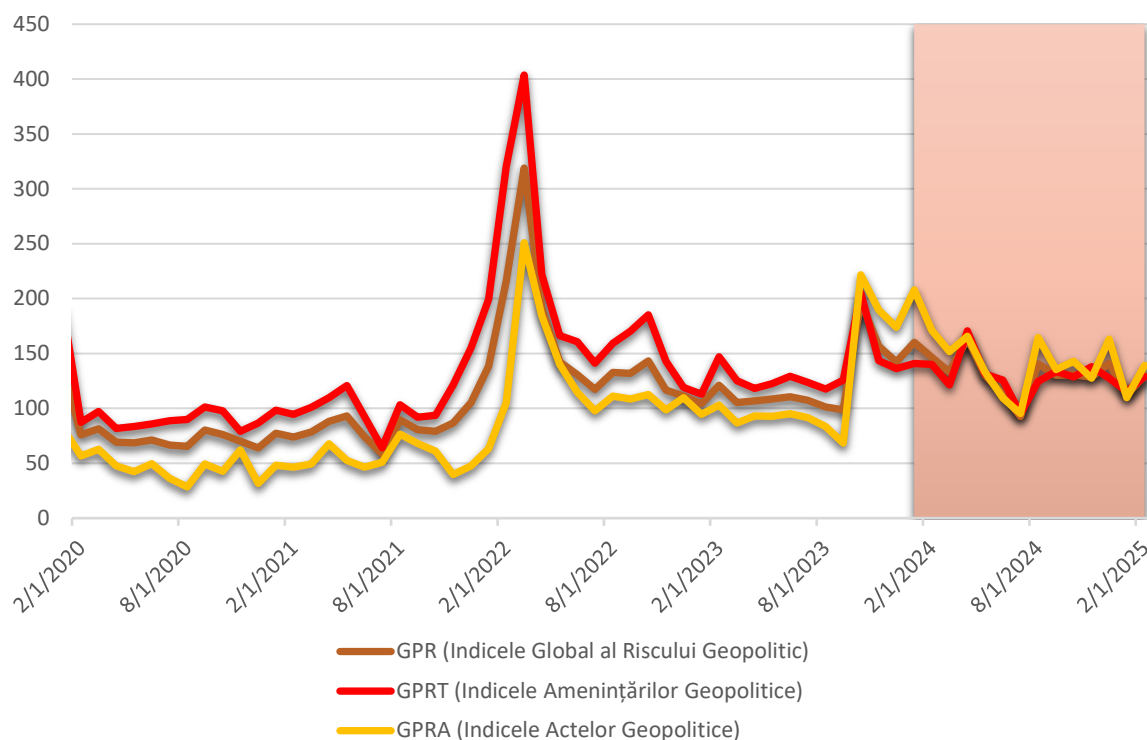
Astfel, un vârf semnificativ s-a consemnat la începutul anului 2022, cu GPRT atingând nivelul maxim, ceea ce indică un eveniment geopolitic major (escaladarea conflictului Rusia-Ucraina). Ulterior, după marcarea acestui vârf, se observă un declin rapid, ceea ce sugerează că atenția asupra crizei s-a diminuat după izbucnirea inițială. Un alt vârf notabil se observă la sfârșitul anului 2023, care indică o nouă creștere a riscurilor geopolitice.

Diferențele relative dintre cei trei indici indică deosebiriile dintre amenințări, riscuri și materializări ale riscurilor. Astfel, Indicele Amenințărilor Geopolitice (GPRT) este adesea mai mare decât Indicele Actelor

Geopolitice (GPRA), ceea ce sugerează că discuțiile despre amenințările geopolitice sunt mai frecvente decât evenimentele geopolitice propriu-zise. Indicele GPRA rămâne mai scăzut, însă, atunci când acesta crește semnificativ, indică faptul că amenințările s-au concretizat în evenimente reale. Diferența dintre indicele GPR și indicele GPRA este mai pronunțată în perioadele stabile, dar se îngustează în momente de criză.

Analizând evoluția din ultimii cinci ani a celor trei indici, reiese că aceștia se apropie semnificativ în anumite momente, indicând o materializare a amenințărilor în acte geopolitice. Mai mult, dinamica celor trei indicatori reflectă faptul că perioadele de crize globale majore (cum ar fi războaie, sancțiuni economice, schimbări politice semnificative) determină creșteri bruște ale indicilor GPR, GPRT și GPRA. Evoluția din ultimii doi ani indică o instabilitate geopolitică persistentă, iar tendințele recente relevă o incertitudine în continuare ridicată, cu o tendință ascendentă. Un canal important de transmitere a riscurilor geopolitice este creșterea cheltuielilor pentru apărare, având un impact semnificativ asupra finanțelor publice și stabilității financiare.

Figura 1 Evoluția indicilor de riscuri geopolitici



Sursa: <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>, prelucrare ASF

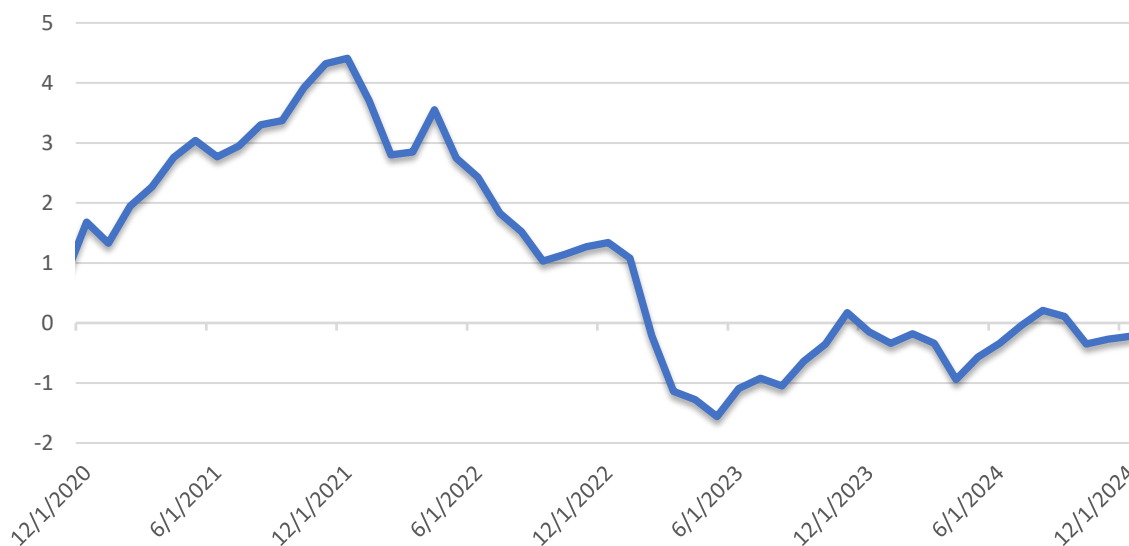
Indicele GSCPI (*Global Supply Chain Pressure Index*) măsoară întreruperile lanțului de aprovizionare și este calculat pe baza unor serii de indicatori, precum: *Baltic Dry Index* (BDI), *Harpex index*, indicii costurilor de transport aerian BLS pentru zborurile de marfă între Asia, Europa și Statele Unite și componente din sondajele indicelui Managerilor de Achiziții (PMI), concentrându-se pe firmele de producție din șapte economii interconectate: China, Zona Euro, Japonia, Coreea de Sud, Taiwan, Marea Britanie și Statele Unite.

Indicele a înregistrat o creștere semnificativă în 2021, atingând un vârf în jurul mijlocului anului 2021 și începutului anului 2022. Aceasta corespunde cu perturbările globale ale lanțului de aprovizionare cauzate de COVID-19, blocaje logistice, congestionarea porturilor și costuri ridicate de transport.

Deficitul de semiconductori, lipsa materiilor prime și întreruperile producției în China au contribuit la aceste creșteri. Urmează o scădere accentuată în a doua jumătate a anului 2022, indicând o relaxare rapidă a constrângerilor lanțului de aprovizionare. Indicele s-a stabilizat în 2023-2024, ceea ce sugerează că presiunile asupra lanțului de aprovizionare s-au normalizat. Fluctuațiile minore indică riscuri geopolitice, probleme în aprovizionarea cu materii prime și incertitudini comerciale globale, dar fără perturbări majore.

Nivelurile actuale (2024) sugerează un mediu mai stabil, cu o tendință de revenire la media pe termen lung, ca urmare a descreșterii tensiunilor de pe structura lanțurilor de aprovizionare, deși anumite riscuri persistă. Descreșterea indicelui este asociată cu reducerea inflației la nivel global pentru bunurile și prețurile la nivel de producător. Această evoluție este în concordanță cu tendințele economice globale, schimbările în dinamica comerțului și relaxarea constrângerilor logistice.

Figura 2 Evoluția indicelui GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index)



Sursa: Rezerva Federală din SUA (FED), prelucrare ASF

Dinamica principalilor indici internaționali este prezentată în figura 3 pentru perioada ianuarie 2020 - decembrie 2024. Indicii au fost normalizați la 100 pentru a facilita comparația dintre aceștia.

Toți indicii au înregistrat un declin abrupt la începutul anului 2020, reflectând criza economică provocată de pandemia COVID-19. Recuperarea a început în jurul mijlocului anului 2020, cu S&P Global 100 și Dow Jones Industrials revenind puternic, susținute de stimuli monetari, performanța sectorului tehnologic și redeschiderea economiei. S&P Global 100 (albastru) a depășit ceilalți indici, prezentând o tendință ascendentă rapidă pe tot parcursul anului 2021. Acest lucru reflectă performanța solidă a companiilor multinaționale și din tehnologie. S&P Asia 50 (portocaliu) a avut un salt temporar, dar a înregistrat o volatilitate ridicată, probabil din cauza reglementărilor impuse de China și a incertitudinilor economice din Asia. Dow Jones și STOXX Europe 600 au avut o creștere moderată, în timp ce FTSE 100 a rămas relativ

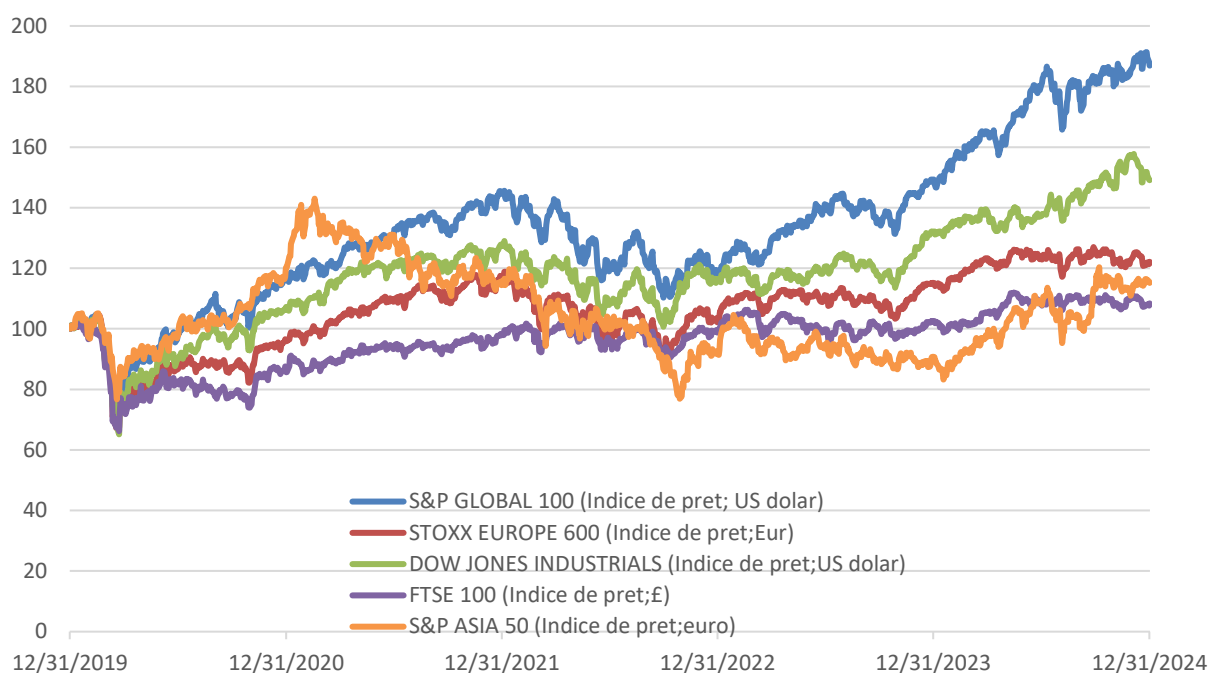
stabil, recuperându-se mai lent. În 2022 a avut loc o corecție a pieței, afectând toți indicii. Cauzele includ politici monetare mai stricte, majorări ale ratelor dobânzilor de către Fed și BCE, presiuni inflaționiste, incertitudini geopolitice (de exemplu, conflictul Rusia-Ucraina). S&P Global 100 și S&P Asia 50 au înregistrat scăderi mai abrupte, indicând că sectorul tehnologic și piețele emergente au fost cel mai mult afectate. S&P Global 100 a continuat cea mai puternică creștere după 2022, susținut de creșterea rapidă a inteligenței artificiale, reziliența sectorului tehnologic și îmbunătățirea condițiilor economice.

Dow Jones Industrials (verde) și STOXX Europe 600 (roșu) au avut o recuperare stabilă, dar mai lentă, reflectând performanța variată a sectoarelor economice în SUA și Europa. FTSE 100 (mov) a rămas cel mai puțin volatil, ceea ce sugerează o poziționare defensivă mai puternică a pieței britanice. S&P Asia 50 (portocaliu) a fost cel mai volatil, indicând incertitudini continue pe piețele asiatice, posibil din cauza încetinerii economiei Chinei și a riscurilor geopolitice.

Analizând tendințele generale ale piețelor bursiere se observă că S&P Global 100 a condus creșterea piețelor globale, beneficiind de avansul sectorului tehnologic, Dow Jones și STOXX Europe 600 au avut o performanță moderată, dar stabilă, FTSE 100 a fost cel mai puțin volatil, reflectând rezistența pieței britanice, iar S&P Asia 50 a înregistrat cea mai mare volatilitate, reflectând riscurile piețelor emergente și incertitudinile economice.

Figura evidențiază modul în care diferitele piețe regionale au reacționat la șocurile economice majore, politicile monetare și riscurile geopolitice din ultimii cinci ani.

Figura 3 Principali indici internaționali (1 ianuarie 2022=100)



Sursa: LSEG, prelucrare ASF

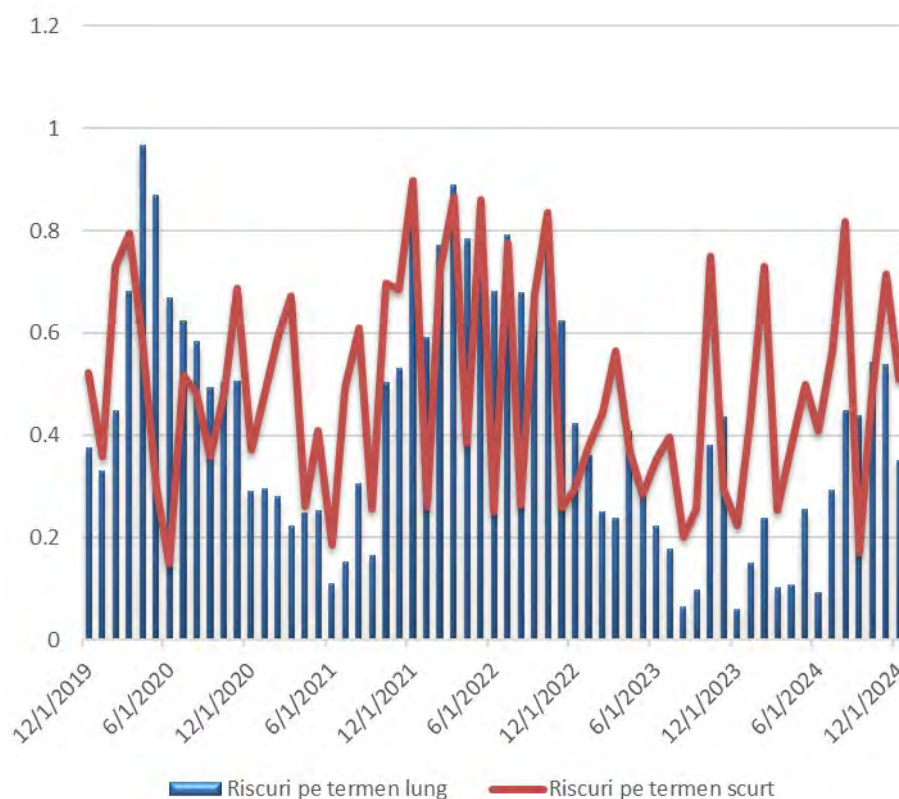
Indicatorii Citi Macro Risk Index măsoară tensiunile financiare globale, instabilitatea economică și riscurile geopolitice. Riscurile pe termen lung (albastru) prezintă o volatilitate ridicată, dar o tendință de scădere treptată între 2020 și începutul lui 2023.

Se observă o creștere semnificativă în 2020 determinată de incertitudinile economice generate de pandemia COVID-19. Între mijlocul anului 2021 și 2022, riscurile pe termen lung au rămas ridicate, pe fondul presiunilor inflaționiste globale, politicilor monetare restrictive (majorarea ratelor dobânzilor de către FED și BCE) și al riscurilor geopolitice, inclusiv conflictul Rusia-Ucraina.

Riscurile pe termen scurt reacționează rapid la evenimente macroeconomice sau financiare imediate, prezentând vârfuri frecvente. Riscurile pe termen scurt (linia roșie) prezintă fluctuații mai frecvente, indicând o sensibilitate ridicată la șocurile macroeconomice imediate. Se observă vârfuri semnificative în perioadele de criză financiară, cum ar fi: mijlocul anului 2020 (prăbușirea piețelor din cauza pandemiei), sfârșitul anului 2021 – începutul anului 2022 (creșterea inflației, majorările de dobânzi), mijlocul anului 2023 – începutul lui 2024, ceea ce reflectă instabilitatea economică precum și corecțiile de piață. Deși oscilează, indicele riscurilor pe termen scurt pare să se stabilizeze la un nivel ridicat, sugerând că riscurile economice sunt în continuare prezente.

Riscurile pe termen scurt rămân volatile, arătând sensibilitate la șocurile imediate ale piețelor financiare.

Figura 4 Indicatori globali pentru riscul macroeconomic



Perioadele în care ambii indicatori cresc simultan (2020, 2022) arată crize sistemice, în timp ce în 2023-2024 corelația este mai slabă, sugerând o separare între volatilitatea piețelor pe termen scurt și riscurile structurale.

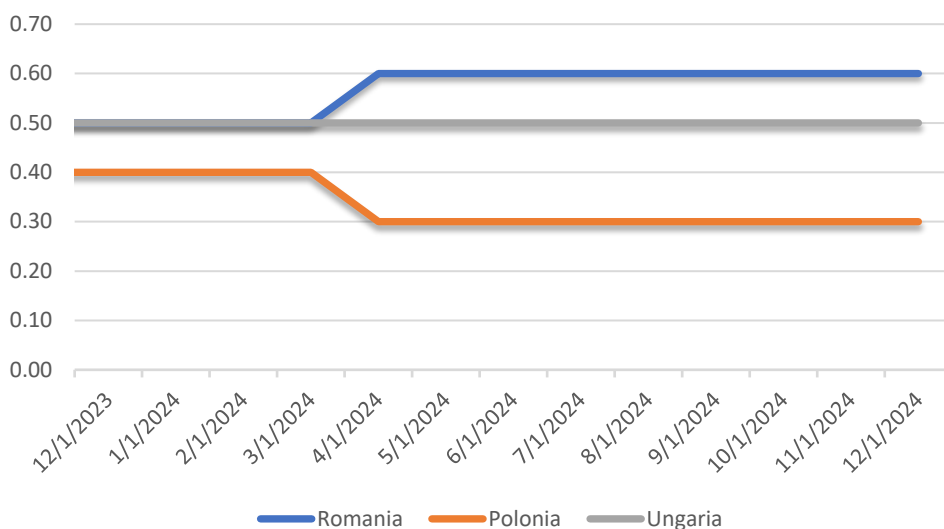
Stabilizarea relativă în 2023-2024 indică o îmbunătățire a încrederii macroeconomice, dar cu o volatilitate persistentă pe termen scurt.

În 2024 atât riscurile pe termen lung, cât și cele pe termen scurt tind să crească începând cu cel de al doilea semestru, ceea ce sugerează incertitudini macroeconomice persistente. Riscurile pe termen lung urmăresc tendințele macroeconomice și rămân ridicate în perioade de incertitudine prelungită.

Indicatorii de avertizare timpurie sunt construiți pentru a anticipa probabilitatea de apariție a unei crize economice pe fondul dezechilibrelor macro-economice. Indicii de avertizare timpurie dezvoltați de Citi Bank sunt utilizați pentru a identifica riscurile macroeconomice și de instabilitate financiară pe baza condițiilor pieței, indicatorilor economici și politicilor implementate.

În 2024 indicatorul de avertizare timpurie pentru România a înregistrat o tendință de creștere moderată. Indicatorii de avertizare timpurie pentru economiile învecinate, Polonia, Ungaria și Bulgaria, sunt foarte apropiați, economiile fiind expuse unui mix comun de șocuri macroeconomice.

Figura 5 Indicatori de avertizare timpurie



Sursa: Citi Macroeconomic Risk Index, prelucrare ASF

Nivelul ridicat menținut pentru România din mijlocul anului 2024 indică stres financiar persistent, nu doar o fluctuație temporară. Scăderea și stabilizarea ulterioară a indicelui pentru Polonia sugerează un mediu de risc controlat, cu mai puține incertitudini financiare. Riscurile financiare ale Ungariei sunt structurale, dar nu în deteriorare.

1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

Înțelegerea stabilității financiare necesită o analiză cuprinzătoare a mai multor indicatori economici cheie precum inflația, creșterea economică, dinamica ratelor dobânzilor, sentimentul economic și rata șomajului. Fiecare dintre acești factori joacă un rol esențial în conturarea unei imagini complete a sănătății și stabilității unei economii.

Inflația este un indicator crucial deoarece afectează direct puterea de cumpărare și economiile. Inflația ridicată poate eroda valoarea banilor, ducând la incertitudine și potențial descurajând investițiile. Prin urmare, menținerea unei rate echilibrate a inflației este esențială pentru stabilitatea economică.

Creșterea economică stabilă favorizează rate mai mari de ocupare a forței de muncă, creșterea încrederii consumatorilor și a afacerilor și îmbunătățirea sănătății fiscale. În schimb, creșterea lentă sau negativă poate fi un semnal de avertizare al problemelor economice subiacente, care pot duce la instabilitate financiară.

Dinamica ratelor dobânzilor este esențială în influențarea comportamentelor de împrumut și creditare. Ratele dobânzilor ridicate pot reduce cheltuielile și investițiile, în timp ce ratele scăzute pot stimula activitatea economică. Băncile Centrale ajustează adesea ratele dobânzilor pentru a controla inflația și a stabiliza economia, făcând din aceasta o zonă cheie de concentrare pentru stabilitatea financiară.

Sentimentul economic reflectă nivelurile de încredere ale consumatorilor și afacerilor. Sentimentul pozitiv poate stimula cheltuielile și investițiile, contribuind la creșterea economică și stabilitate. În contrast, sentimentul negativ poate duce la reducerea activității economice și potențial la instabilitate financiară, subliniind importanța menținerii unei perspective economice pozitive.

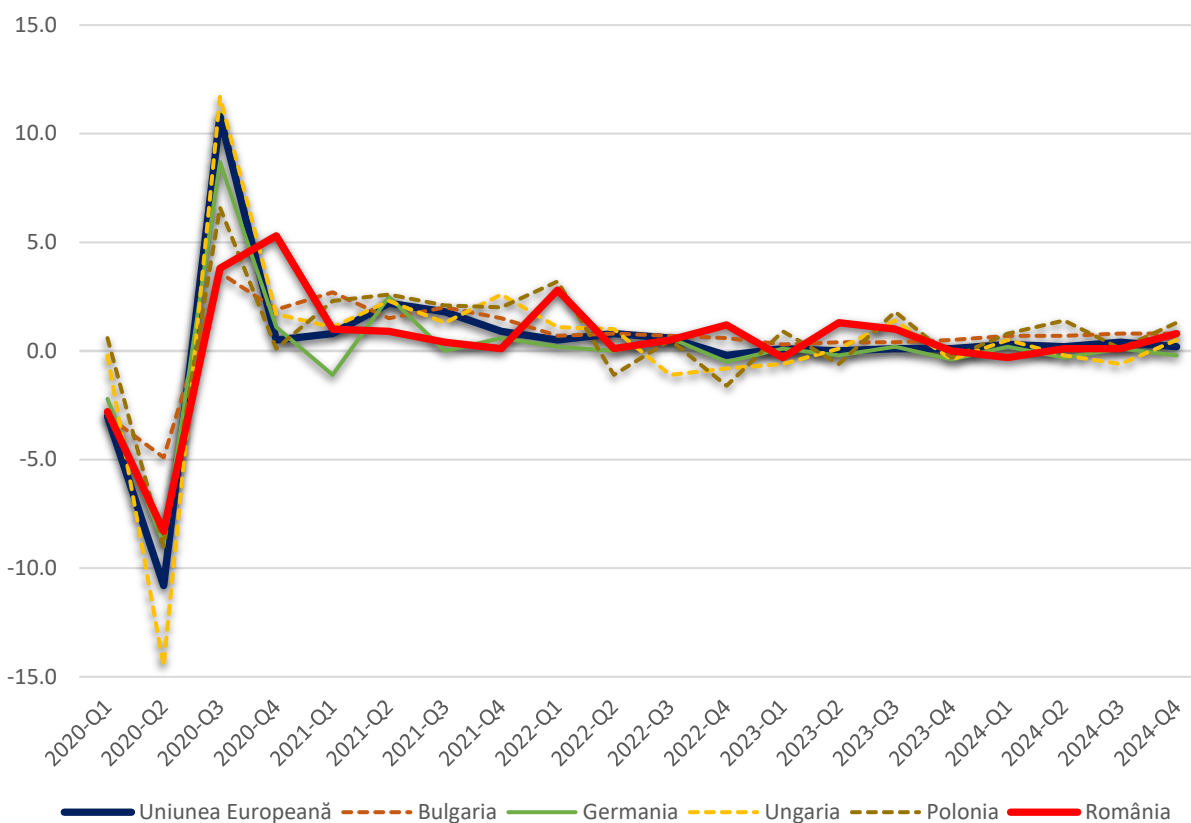
În cele din urmă, rata șomajului este un indicator critic al sănătății economice. Șomajul ridicat poate duce la scăderea cheltuielilor consumatorilor și la creșterea cheltuielilor guvernamentale pentru servicii sociale, ceea ce poate tensiona economia. Șomajul scăzut indică de obicei o economie robustă cu condiții financiare stabile, făcând din aceasta un indicator cheie al stabilității financiare.

În concluzie, analiza acestor factori - inflația, creșterea economică, dinamica ratelor dobânzilor, sentimentul economic și rata șomajului - oferă o viziune asupra stabilității economice. Factorii de decizie se bazează pe acești indicatori pentru a lua decizii informate menite să mențină stabilitatea financiară și să promoveze un mediu economic sănătos.

Creștere economică

Figura 6 prezintă evoluția creșterii economice în intervalul 2020 –T4 2024. Detalierea dinamicii PIB pentru România pe trimestre în intervalul 2020 – 2024 este prezentată sintetic în Tabelul 1.

Figura 6 Creștere economică trimestrială (ca modificare procentuală față de perioada anterioară)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

În anul 2024, Produsul Intern Brut a înregistrat o creștere de 0,9% față de anul 2023. În trimestrul IV 2024, PIB-ul a fost, în termeni reali, cu 0,8% mai mare comparativ cu trimestrul III al aceluiași an. Totodată, raportat la trimestrul IV 2023, PIB-ul a crescut cu 0,7%, atât pe seria brută, cât și pe cea ajustată sezonier¹.

¹ https://insse.ro/cms/sites/default/files/com_presa/com_pdf/pib_tr4r2024.pdf

Tabelul 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial

		Trim. I	Trim. II	Trim. III	Trim. IV	An
-						
Serie brută	2022	105,5	104,3	103,0	103,6	104,0
	2023	102,7	101,2	102,3	103,3	102,4
	2024	100,5	100,9	101,2	100,7	100,9
Serie brută prin metoda	2022	105,2	103,6	103,1	104,3	104,0
volumelor înlanțuite cu	2023	101,6	103,0	102,9	102,0	102,4
an de referință 2020 ¹⁾	2024	102,3	100,9	99,9	100,8	100,9
Serie ajustată sezonier ^{**)}	2022	104,2	103,4	103,6	104,6	-
	2023	101,5	102,8	103,3	102,1	-
	2024	102,0	100,8	99,9	100,7	-
- în % față de trimestrul precedent -						
Serie ajustată sezonier ^{**)}	2022	102,8	100,1	100,5	101,2	-
	2023	99,7	101,3	101,0	100,0	-
	2024	99,7	100,1	100,1	100,8	-

¹⁾ ajustare sezonieră pe baza seriei brute de volume înlanțuite cu an de referință 2020

Sursa: Date INS

Pentru 2025 și 2026, se preconizează o accelerare a creșterii economice peste 2%, pe fondul unei redresări treptate a cererii externe, al relaxării condițiilor financiare și al unei reziliențe continue a consumului privat și investițiilor. Cererea puternică de forță de muncă va contribui la reducerea în continuare a șomajului.

Totodată, raportul datorie-PIB este prognozat să crească și să se apropie de 60% până în 2026²⁾. Pentru anul 2025, PIB-ul României este prognozat să crească într-un ritm moderat, în jur de 3%, susținut de relaxarea politicii monetare și de creșterea absorbției fondurilor europene prin PNRR. Totuși, economia rămâne vulnerabilă la factori externi, inclusiv încetinirea economiei europene și volatilitatea piețelor energetice. România trebuie să își consolideze fundamentele economice, să stimuleze investițiile productive și să își îmbunătățească competitivitatea pentru a asigura o creștere sustenabilă în următorii ani.

²⁾ https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-economies/romania/economic-forecast-romania_en?prefLang=ro

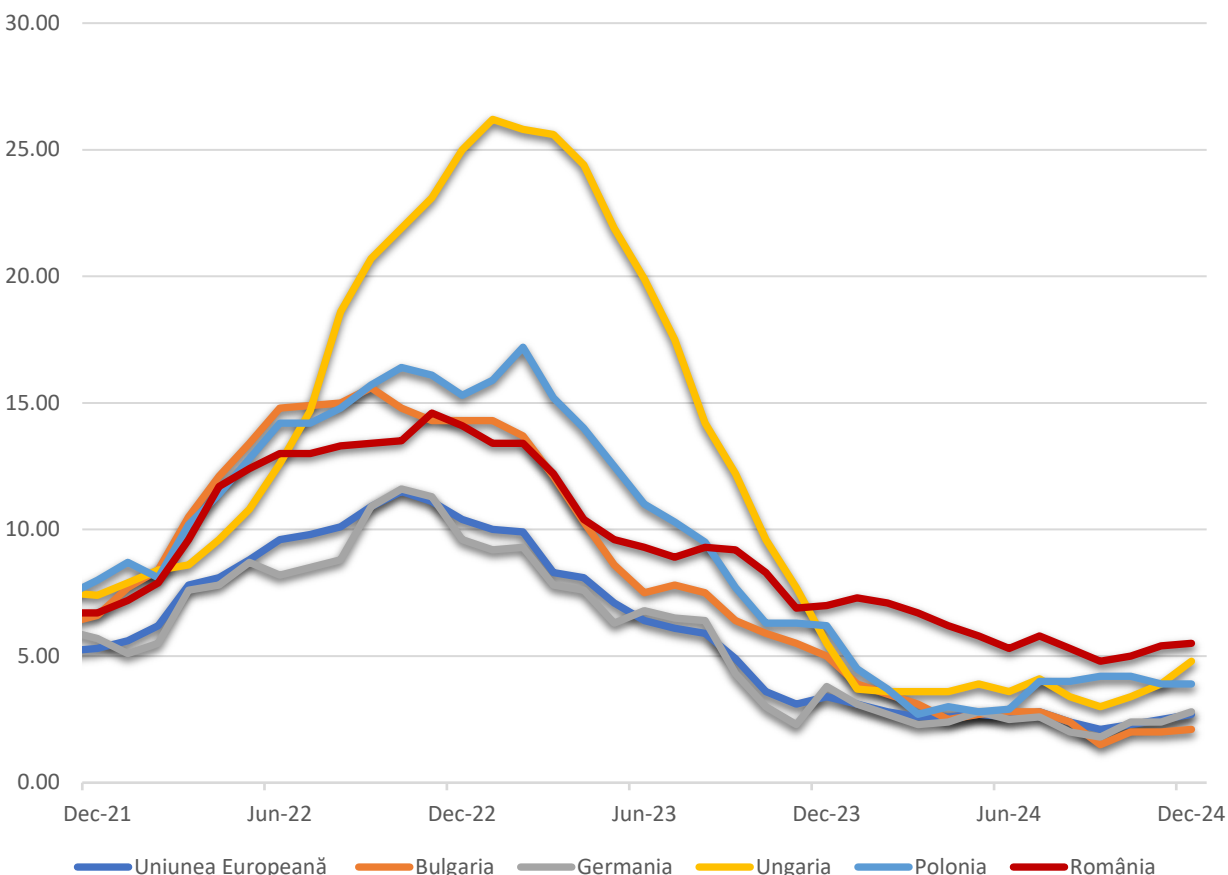
Dinamica inflației

Indicele prețurilor de consum (IPC) – indicatorul principal al inflației la nivel național – a înregistrat o rată anuală a inflației de 5,1% în decembrie 2024 față de decembrie 2023. În aceeași perioadă, rata medie anuală a modificării prețurilor de consum a fost de 5,6%.

Pe de altă parte, indicele armonizat al prețurilor de consum (IAPC), folosit pentru măsurarea inflației la nivelul Uniunii Europene, a indicat o inflație anuală de 5,5% în decembrie 2024, comparativ cu aceeași lună a anului anterior. De asemenea, rata medie a modificării prețurilor de consum calculată pe baza IAPC a fost de 5,8%, ceea ce reflectă o tendință similară la nivel european.

În decembrie 2024, rata anuală a inflației în zona euro a ajuns la 2,4%, înregistrând o ușoară creștere față de 2,2% în noiembrie. Comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, când inflația era de 2,9%, tendința generală rămâne descendentă. La nivelul întregii Uniuni Europene, inflația anuală a fost de 2,7% în ultima lună a anului 2024, față de 2,5% în noiembrie, dar sub nivelul de 3,4% consemnat în decembrie 2023.

Figura 7 Rata inflației (IAPC)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

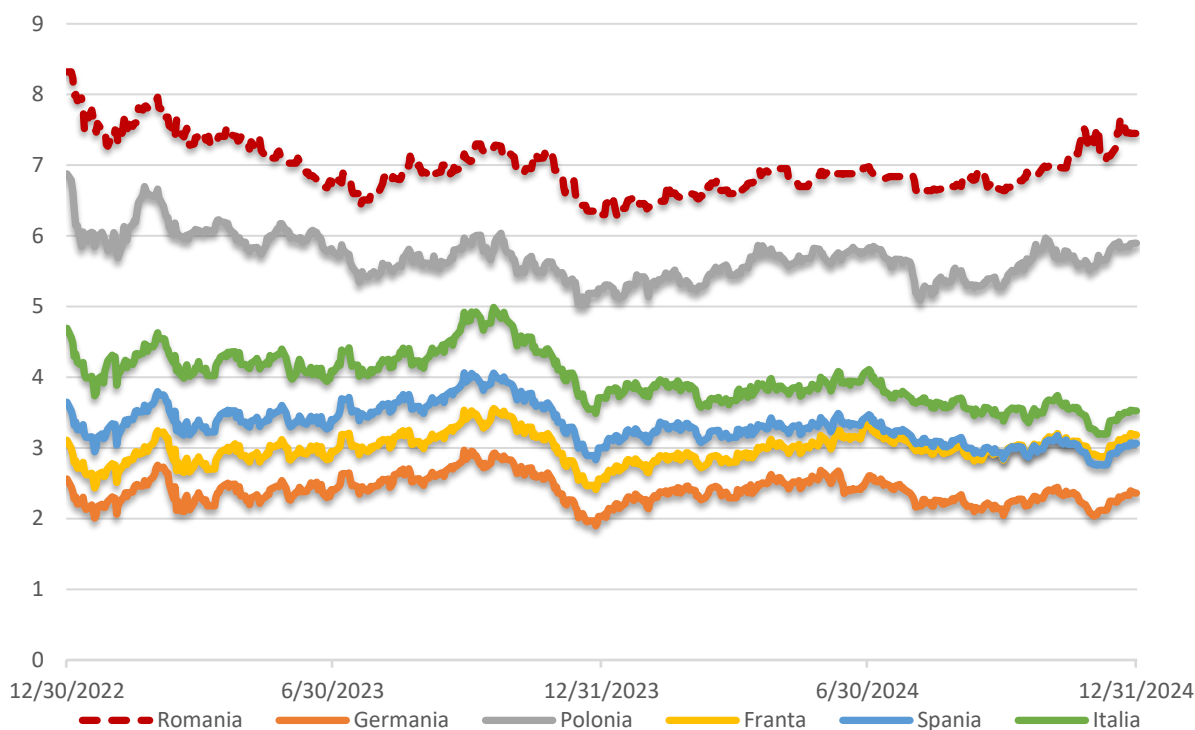
Rata dobânzii

Tendința generală a randamentelor obligațiunilor guvernamentale din eșantion a crescut treptat în 2024, ceea ce sugerează o creștere a costurilor de finanțare pentru statele europene. Țările cu economii mai stabile (Germania, Franța) au avut randamente mai reduse și relativ constante, în timp ce economii precum România și Polonia au prezentat randamente mai ridicate. Germania are cel mai mic randament cu o variație între 2,0% - 2,5% în 2024, confirmând statutul său de economie stabilă și percepută ca refugiu sigur pentru investitori.

Polonia are randamente apropiate de 5-5,5%, situându-se între economiile mai stabile din zona euro și economiile emergente din Europa de Est. România are cel mai ridicat randament al obligațiunilor, în jur de 6,3% - 7,2%, ceea ce reflectă percepția de risc mai ridicată asociată economiei românești. Acest aspect poate îngreuna eforturile guvernului de a finanța cheltuielile publice fără creșterea datoriei.

Figura 8 prezintă dinamica obligațiunilor suverane la 10 ani pentru statele incluse în analiză, Germania fiind tratată drept referință pentru evoluția europeană pentru perioada decembrie 2022-decembrie 2024.

Figura 8 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Sentiment economic

Indicatorul de sentiment economic (ESI) este un indicator compozit ce are ca scop urmărirea dinamicii PIB. Indicii de sentiment economic sunt calculați de Eurostat pentru economiile europene și reflectă încrederea mediului de afaceri și a consumatorilor în perspectivele economice ale țărilor respective. Dinamica indicilor este esențială pentru anticiparea tendințelor economice viitoare, deoarece un sentiment pozitiv indică așteptări de creștere economică, iar un sentiment negativ semnalează o posibilă contracție economică.

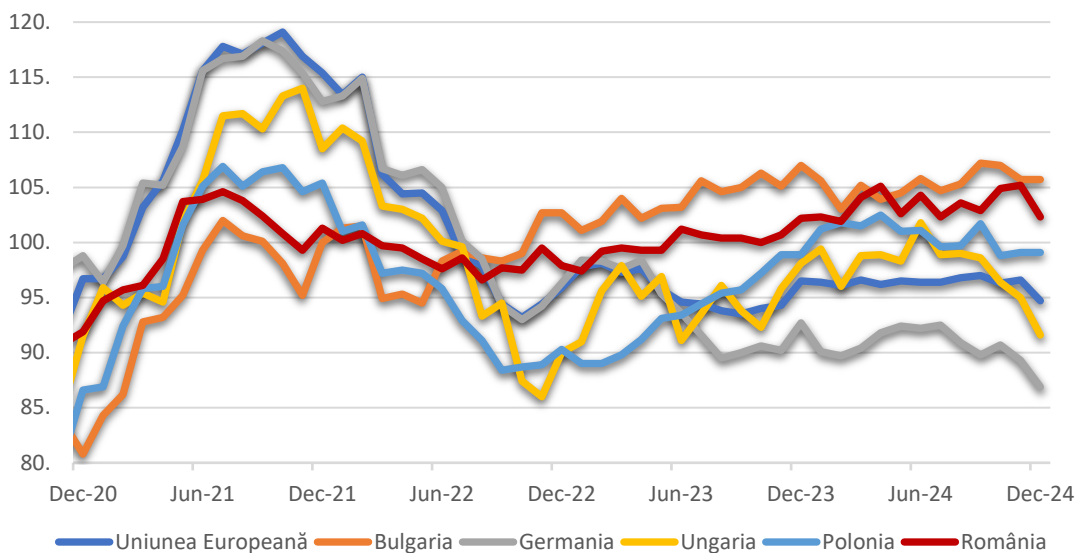
În 2023, sentimentul economic a rămas la un nivel stabil, dar moderat, cu valori între 93-98 pentru Uniunea Europeană. Germania, cea mai mare economie europeană, a continuat să se confrunte cu un nivel scăzut al încrederii economice (între 91-97), reflectând probleme structurale, cum ar fi scăderea cererii externe și tranziția energetică dificilă. În contrast, România și Polonia mențin un sentiment economic peste media europeană, cu valori de peste 100, ceea ce sugerează o reziliență economică mai mare.

Primele luni din 2024 arată o ușoară îmbunătățire, dar fără o redresare semnificativă. Germania rămâne la un nivel de sub 90, ceea ce indică în continuare pesimism în economie. România se menține la un nivel de peste 102, sugerând un sentiment economic mai robust față de alte țări europene. Uniunea Europeană în ansamblu oscilează în jurul valorii 96-97, semnalând o perioadă de stagnare economică.

Indicele de sentiment economic reflectă o economie europeană în stagnare, cu diferențe mari între țări. România și Polonia par mai reziliente, în timp ce Germania și Ungaria se confruntă cu pesimism economic accentuat. Perspectivele pentru 2024 indică o stagnare cu riscuri în creștere, iar evoluția viitoare va depinde de politica monetară a BCE, stabilizarea inflației și impactul factorilor geopolitici.

Figura 9 compară sentimentul economic al României cu alte țări (UE-27, Germania, Bulgaria, Polonia și Ungaria) în perioada decembrie 2020 – decembrie 2024.

Figura 9 Sentiment economic



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Indicele incertitudinii politicilor economice (EPU) măsoară frecvența articolelor din principalele ziare care conțin termeni legați de incertitudinea politicilor economice.

Acest indice este calculat pentru diferite țări și regiuni, oferind o perspectivă asupra nivelului de incertitudine al politicilor economice de-a lungul timpului, și ajută factorii de decizie să înțeleagă impactul incertitudinii politice asupra activităților economice precum investițiile, producția și ocuparea forței de muncă.

Figura 10 Incertitudinea economică



Sursa: www.policyuncertainty.com, prelucrare ASF

Indicele calculat pentru România a cunoscut o ușoară scădere pentru trimestrul III din 2024, în timp ce în trimestrul IV a înregistrat o creștere rapidă.

2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebancare

În 2024, digitalizarea, sustenabilitatea și inovația au continuat să redefinească piețele de capital. Piețele financiare au fost stabile în ciuda unui mix de factori economici, politici și tehnologici care au condus la creșterea gradului de incertitudine. Riscurile cibernetice au continuat să crească pe fondul corelației acestora cu riscurile geopolitice. Perspectiva de risc indică faptul că piețele financiare europene vor rămâne foarte sensibile în 2025 la eventualele deteriorări ale fundamentelor economice, precum și la intensificarea riscurilor geopolitice.

2.1. Piețele europene de capital

Evoluțiile piețelor financiare europene în 2024 și impactul asupra investitorilor

În 2024, piețele valorilor mobiliare au fost marcate de o volatilitate accentuată, reflectând incertitudinile economice și politice la nivel global. În trimestrul al patrulea, evaluările acțiunilor europene au continuat să scadă, accentuând discrepanța dintre performanța indicilor bursieri din UE și SUA. Divergențele au fost amplificate de incertitudinile legate de politica economică, care au afectat în mod diferit sectoarele și economiile statelor membre. Totodată, piețele de venit fix au înregistrat spread-uri de obligațiuni corporative la minime istorice, în special în segmentul high yield (HY), ceea ce sugerează o posibilă subevaluare a riscurilor de credit.

În acest context, gestionarea activelor a beneficiat de reevaluări pozitive în a doua jumătate a anului, determinând o creștere a activelor fondurilor din UE, chiar dacă fluxurile de capital au rămas modeste. Fondurile de acțiuni au depășit indicii bursieri europeni datorită unei expuneri mai mari la piața americană, dar această tendință ridică riscuri de piață, având în vedere potențiala supraevaluare a activelor de pe bursa din SUA. În plus, gradul ridicat de îndatorare al fondurilor speculative și ajustările limitate ale valorii fondurilor imobiliare comerciale în raport cu prețurile reale ale activelor subiacente rămân factori de vulnerabilitate.

Încrederea investitorilor în piață a rămas scăzută, în ciuda îmbunătățirii continue a situației financiare a gospodăriilor. Pe fondul creșterii ratelor dobânzilor, consumatorii și-au extins expunerile directe și indirecte la obligațiuni, iar performanța medie a investițiilor cu amănuntul s-a îmbunătățit. Totuși, această tendință a fost însoțită de o creștere semnificativă a numărului de reclamații în trimestrul al treilea, ceea ce ridică întrebări cu privire la protecția investitorilor.

În paralel, infrastructurile și serviciile financiare s-au confruntat cu provocări majore. Riscurile cibernetice au continuat să crească la nivel global, fiind alimentate de tensiunile geopolitice, deși până în prezent nu au avut un impact sistemic asupra piețelor. În a doua jumătate a anului 2024, activitatea de tranzacționare a acțiunilor a rămas ridicată, cu un avans de 23% față de aceeași perioadă a anului anterior, iar *internalizatorii sistematici*³ au continuat să își consolideze prezența pe piețele de capital. De asemenea,

³ Un *internalizator sistematic* pe piețele de capital este o firmă de investiții care execută ordinele clienților pe cont propriu, în afara piețelor reglementate sau a platformelor de tranzacționare multilaterale (MTF - Multilateral Trading Facility) și organizate

rata eșecurilor de decontare a continuat să scadă, susținută de măsurile impuse prin regulamentul CSDR. În piața ratingurilor de credit, distribuția și emiterea acestora au rămas relativ stabile, cu o ușoară reducere a numărului de ratinguri asociate obligațiunilor financiare și garantate.

Astfel, piețele financiare din 2024 au fost caracterizate de o interacțiune complexă între volatilitatea piețelor de capital, reevaluările activelor, schimbările în comportamentul investitorilor și provocările tehnologice. Digitalizarea, sustenabilitatea economică și consolidarea infrastructurilor financiare continuă să joace un rol esențial în modelarea viitorului piețelor de capital.

În 2024 finanțarea companiilor europene prin piețele de capital a fost afectată de un mediu economic dificil, ceea ce a dus la o scădere a emisiunilor de acțiuni. Totuși, în prima parte a anului s-au înregistrat îmbunătățiri în activitatea ofertelor publice inițiale (IPO), semnalând un interes mai mare din partea investitorilor.

Un factor suplimentar care influențează piețele financiare este tranziția către finanțe sustenabile. Incertitudinile legate de politica climatică globală s-au amplificat în a doua jumătate a anului 2024, punând presiune pe guverne în eforturile lor de a sprijini economia verde. Creșterea necesității de consolidare fiscală în economiile dezvoltate complică acest proces, iar ritmul mai lent al investițiilor ESG reflectă o diminuare a apetitului investitorilor pentru active ecologice.

În paralel, inovația financiară a câștigat teren, în special în sectorul activelor digitale. După alegerile din SUA, crypto-actele au cunoscut o creștere accelerată, impulsionată de atitudinea favorabilă a noii administrații asupra pieței crypto. Bitcoin a înregistrat un avans de 30%, iar monedele meme, inclusiv Dogecoin, au consemnat creșteri spectaculoase. Această tendință a condus la o expansiune semnificativă a capitalizării de piață a crypto activelor, care a atins 3,3 miliarde EUR la sfârșitul lunii decembrie 2024, depășind cu 27% recordul istoric stabilit în noiembrie 2021. În acest context, Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (AEVMP) a reiterat avertismentele pentru investitori, subliniind caracterul extrem de speculativ al crypto-activelor.

Astfel, evoluțiile financiare din 2024 reflectă o interconectare tot mai mare între piețele tradiționale și noile forme de finanțare.

(OTF - Organized Trading Facility). Acest concept a fost introdus prin MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II) pentru a crește transparența și eficiența piețelor financiare.

Tabloul riscurilor⁴

Factori de risc		
Categorie	Nivel risc actual	Perspectivă
Riscuri de lichiditate		→
Riscuri de piață		→
Riscuri de credit ⁵		→
Riscuri de contagiune		↗
Riscuri operaționale		→
Riscuri de mediu		→

Descompunerea tabloului riscurilor pe segmente de piață evidențiază următoarele riscuri specifice piețelor europene de capital.

Piețe de valori mobiliare

Riscuri

Incertitudinea privind posibila discrepanță în ceea ce privește calendarul și nivelul de relaxare a politicii monetare între SUA și UE ar putea determina corecții pe piață

Nivel



Perspectivă



Riscurile geopolitice sporite și incertitudinea privind politica economică cresc probabilitatea volatilității pieței

Spread-urile obligațiunilor corporative sunt scăzute din punct de vedere istoric, inclusiv ale obligațiunilor HY; preocupări legate de căutarea randamentului și asumarea excesivă a riscurilor care ar putea duce la un dezechilibru al prețurilor și la o reevaluare bruscă a riscurilor pe măsură ce condițiile macroeconomice se schimbă

Având în vedere evaluările record ale pieței bursiere din SUA, există riscul unor reacții disproporționate la evenimente neașteptate, dată fiind nervozitatea actuală a pieței

⁴ Evaluarea principalelor riscuri în funcție de categoriile și sursele de risc pentru piețele care intră în sfera de competență ESMA de la ultima evaluare și perspectivele pentru următorul trimestru. Evaluarea riscului a fost realizată pe baza clasificării Comitetului comun al autorităților europene de supraveghere. Codificare: verde = risc potențial; galben = risc semnificativ; portocaliu = risc ridicat; roșu = risc foarte ridicat. Săgețile orientate în sus = creșterea intensității riscului; săgețile orientate în jos = scăderea intensității riscului; săgeți orizontale = nicio schimbare. Variația este măsurată în raport cu trimestrul precedent; perspectivele se referă la trimestrul următor. Evaluarea riscurilor de către ESMA se bazează pe indicatori cantitativi și pe aprecieri ale analiștilor.

⁵ Riscul de credit este riscul ca emitentul produsului sau o societate cu care acesta are legături să intre în incapacitate de plată și să nu fie în măsură să își îndeplinească obligațiile contractuale pentru a rambursa investiția.

Gestionarea activelor

Riscuri

Nivel

Perspectivă

Creșterea expunerii pe piața americană de acțiuni ridică probleme legate de riscul de piață, deoarece piața americană prezintă semne de supraevaluare



Șocurile care afectează atât lichiditatea activelor, cât și cererile de lichiditate ar putea pune la încercare fondurile expuse la neconcordanțe de lichiditate

Creșterea efectului de levier în cadrul FIA

Impactul întârziat al înăsprii politicii monetare, în special în sectoarele expuse la pierderi nerealizate, cum ar fi sectorul imobiliar

Consumatori

Riscuri

Nivel

Perspectivă

Comercializarea agresivă, în special a produselor structurate cu risc ridicat și a cripto-activelor



Digitalizarea și utilizarea emergentă a instrumentelor de inteligență artificială (AI) pentru serviciile pentru clienți

Lipsa de competență a consumatorilor în ceea ce privește tranzacționarea bazată pe social media

Potențialul *greenwashing* și cunoștințele limitate în materie de investiții ESG

Costuri ridicate prezentate în mod necorespunzător

Infrastructuri și servicii

Riscuri

Nivel

Perspectivă

Riscurile cibernetice continuă să crească la nivel global pe fondul tensiunilor geopolitice și, deși incidentele nu au avut încă implicații sistemice, întreruperea *CrowdStrike* a subliniat potențialul de afectare a sistemului financiar



Risc operațional semnificativ și continuu pentru infrastructuri în general, inclusiv expunerea la creșterea digitalizării și a utilizării serviciilor *cloud* în procesele de producție de bază

Reactivitatea ridicată la evenimentele de pe piață crește riscurile de încălcare a marjelor și de perturbare a tranzacțiilor, cum ar fi creșterea numărului de eșecuri de decontare

Factori cheie de risc

Factori de risc

Nivel
de risc Tendințe
actual

Incertitudini generate de un context macroeconomic volatil



Evoluțiile economice și măsurile de politică monetară adoptate la nivelul UE contribuie la menținerea unui climat de incertitudine pe piețele financiare europene. În pofida unei ușoare diminuări, costurile asociate serviciului datoriei și refinanțării rămân factori de presiune atât pentru companiile private, cât și pentru statele suverane.

În sectorul imobiliar, scăderea prețurilor – cu precădere în segmentul proprietăților comerciale – nu a fost pe deplin reflectată în evaluările fondurilor imobiliare, ceea ce poate crea riscuri suplimentare pentru stabilitatea pieței. Totodată, creșterea accelerată a pieței de acțiuni din SUA, alături de nivelurile record atinse de activele criptografice, generează temeri privind o posibilă corecție abruptă a pieței, accentuând vulnerabilitățile financiare și riscurile sistemice.

Riscuri geopolitice și periferice



Interacțiunea dintre multiple riscuri externe reprezintă un posibil factor declanșator al instabilității pieței. În paralel, incertitudinile geopolitice și escaladarea iminentă a conflictelor comerciale la nivel global contribuie la o volatilitate sporită a sistemului financiar. Eficiența și coerența răspunsului Uniunii Europene și al statelor sale membre la aceste provocări politice vor juca un rol esențial în diminuarea incertitudinii piețelor și menținerea stabilității financiare.

Perturbări operaționale și tehnologice



Intensificarea amenințărilor cibernetice și hibride crește riscul de perturbări tehnologice, inclusiv în sectorul financiar, unde astfel de incidente pot genera reacții imediate și volatile ale piețelor. Această vulnerabilitate este accentuată de concentrarea semnificativă a furnizorilor de tehnologie informațională, un număr restrâns de companii având un rol esențial în infrastructura digitală globală. În plus, astfel de provocări operaționale și structurale pot compromite beneficiile de eficiență preconizate prin adoptarea tot mai extinsă a inteligenței artificiale.

Riscuri asociate tranziției ecologice



Întârzierea implementării politicilor de tranziție către o economie sustenabilă poate amplifica riscurile asupra stabilității financiare și a protecției investitorilor, inclusiv prin accentuarea vulnerabilităților legate de fenomene climatice extreme. Totodată, fenomenul de *greenwashing* și alte practici înșelătoare asociate acestuia reprezintă o amenințare suplimentară, riscând să erodeze încrederea investitorilor și să distorsioneze alocarea capitalului către inițiative autentice de sustenabilitate.

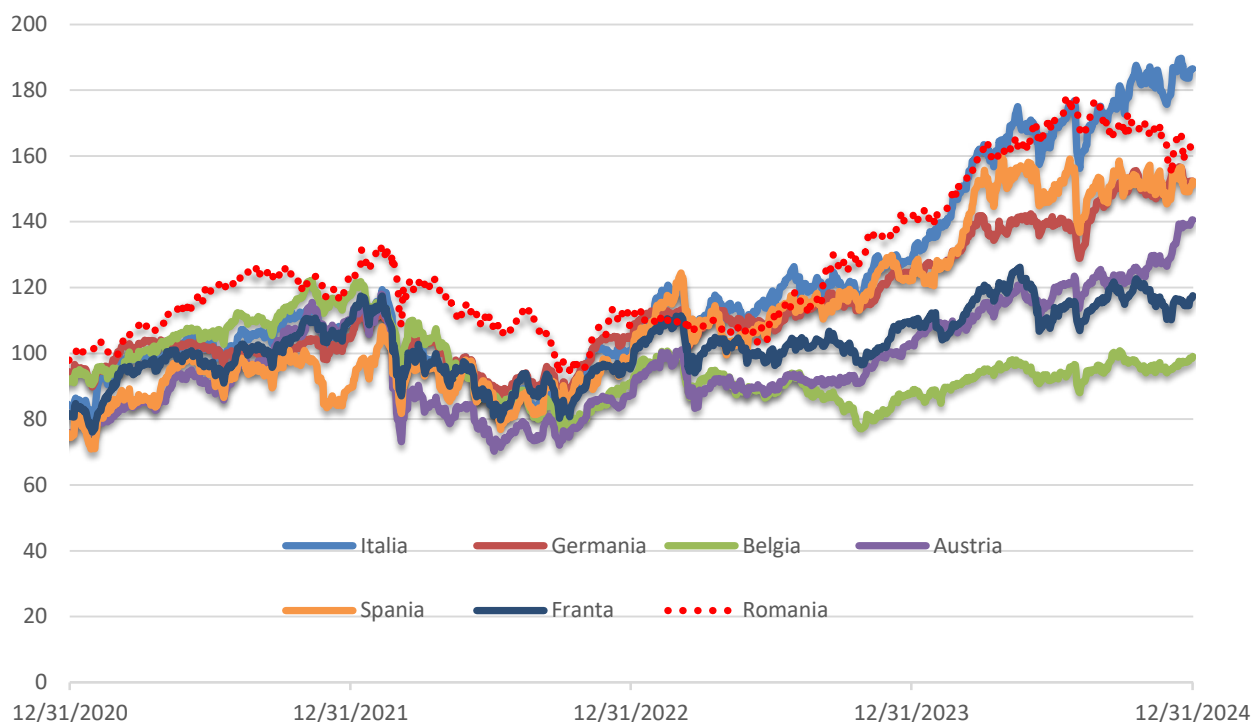
Riscuri asociate investițiilor influențate de social media



Investitorii, în special cei mai puțin experimentați sau cu resurse limitate, sunt vulnerabili la dezinformare și conținut înșelător distribuit pe platformele de social media. Expansiunea rapidă a postărilor și discuțiilor despre oportunități financiare crește riscul ca deciziile de investiții să fie luate pe baza unor informații neverificate sau incomplete, ceea ce poate conduce la pierderi semnificative. În contextul unei noi creșteri pe anumite segmente de piață, precum cripto-activelor, aceste riscuri devin și mai pronunțate, amplificând volatilitatea și expunerea investitorilor la active cu un grad ridicat de speculație.

În figura următoare sunt prezentați principalii indici sectoriali ce reflectă evoluția sectorului financiar din Uniunea Europeană în 2024. Eșantionul este compus din România, Italia, Germania, Belgia, Austria, Spania și Franța.

Figura 11 Indici bursieri (sectorul financiar)



Sursa: LSEG, prelucrare ASF

În primul semestru din 2024, piețele financiare și-au revenit pe fondul scăderii prețurilor la energie și a rezultatelor economice înregistrate pe fondul reducerii inflației și au continuat să crească rapid și în cel de al doilea semestru. Indicii sectoriali bursieri care reflectă activitatea companiilor din sectorul financiar au înregistrat creșteri față de sfârșitul anului 2023.

Pe viitor, piețele vor rămâne foarte sensibile, în special la eventualele deteriorări ale fundamentelor economice, precum și la riscurile geopolitice, urmărind îndeaproape sustenabilitatea datoriei publice și private în contextul menținerii unor rate ridicate ale dobânzilor.

2.2. Piața asigurărilor în UE

Tabloul riscurilor pe piața asigurărilor din UE din luna ianuarie 2025, publicat de EIOPA, arată că riscurile din sectorul european al asigurărilor sunt stabile și, în general, la niveluri medii, cu puncte vulnerabile care decurg din volatilitatea pieței, precum și din schimbările prețurilor imobiliare.

Tabelul 2 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, ianuarie 2025⁶

Riscuri	Nivel	Tendință (ultimele 3 luni)	Perspectivă (următoarele 12 luni)
Riscuri macroeconomice			
Riscuri de credit			
Riscuri de piață			
Riscuri de lichiditate și finanțare			
Riscuri de profitabilitate și solvabilitate			
Interconexiuni și dezechilibre			
Riscuri de asigurare (subscriere)			
Percepțiile pieței			
Riscuri legate de factorii ESG			
Riscurile cibernetice și de digitalizare			

Sursa: EIOPA, Tabloul riscurilor pe piața asigurărilor din UE (ianuarie 2025)

Riscurile macroeconomice rămân stabile la un nivel mediu, previziunile privind creșterea PIB-ului și inflația menținându-se constante. Tensiunile geopolitice influențează dinamica globală, amplificând preocupările legate de cooperarea internațională și incertitudinile aferente.

Riscurile de piață rămân la un nivel ridicat. Deși volatilitatea obligațiunilor s-a stabilizat, aceasta rămâne peste nivelurile anterioare.

Riscurile de lichiditate și finanțare sunt evaluate la un nivel mediu, însă cu o tendință ascendentă ca urmare a creșterii treptate din ultimul an a riscurilor aferente unor indicatori și înrăutățirii condițiilor de finanțare în trimestrul IV 2024.

⁶ Data de referință pentru datele companiilor este T3-2024 pentru indicatorii trimestriali și 2023-YE pentru indicatorii anuali. Data limită pentru majoritatea indicatorilor de piață este sfârșitul lunii decembrie 2024. Nivelul (culoarea) corespunde nivelului de risc la data de referință, Tendința este afișată pentru cele 3 luni anterioare datei de referință, iar Perspectiva este afișată pentru cele 12 luni ulterioare datei de referință. Aceasta din urmă se bazează pe răspunsurile primite de la 23 de autorități naționale competente (ANC) și este clasificată în funcție de modificarea preconizată a importanței fiecărui risc (scădere substanțială, scădere, neschimbată, creștere și creștere substanțială).

Riscurile de solvabilitate și profitabilitate rămân neschimbate, la un nivel mediu. Ratele de solvabilitate, pentru grupurile de asigurători și pentru societățile de asigurare pe segmentul asigurărilor generale, au arătat o ușoară îmbunătățire în trimestrul III 2024, rămânând în mare parte neschimbate pe segmentul asigurărilor de viață.

Riscul de credit, riscurile de asigurare (subscriere), **percepțiile pieței**, precum și riscurile legate de **interconexiuni și dezechilibre** sunt evaluate la niveluri medii.

În ceea ce privește **riscurile legate de ESG**, perspectivele pentru următoarele 12 luni indică o creștere a riscurilor, deoarece scepticismul tot mai mare și dinamica în evoluție a acordurilor de mediu fac mai dificilă asigurarea unui progres constant către obiectivele de sustenabilitate pe termen lung.

Supraveghetorii au observat, de asemenea, o ușoară creștere a tendinței în ceea ce privește **riscurile legate de digitalizare și riscurile cibernetice** în trimestrul IV 2024, determinată de probabilitatea mai mare ca aceste riscuri să se materializeze.



RISCURI MACRO



Riscurile macroeconomice rămân stabile la un nivel mediu, iar previziunile privind creșterea PIB-ului și inflația se mențin constante, ratele swap fiind în ușoară creștere față de trimestrul precedent. Privind în perspectivă, tensiunile geopolitice schimbă dinamica în economiile cheie, amplificând preocupările legate de cooperarea internațională și incertitudinile aferente.



RISCURI DE CREDIT



Riscurile de credit rămân stabile la nivel mediu. În trimestrul III 2024, expunerile medii ale asigurătorilor față de obligațiuni guvernamentale și corporative sunt, în general, stabile în comparație cu trimestrul precedent, un trend similar urmând și marja swap-urilor pe riscul de credit, cu excepția marjei pentru obligațiunile corporative financiare negarantate și nefinanciare, care s-a redus ușor.



RISCURI DE PIAȚĂ



Riscurile de piață rămân la un nivel ridicat. Volatilitatea pe piața de obligațiuni și acțiuni a rămas stabilă. Prețurile proprietăților dau semne de ușoară îmbunătățire față de trimestrele precedente.



RISCURI DE LICHIDITATE ȘI FINANȚARE



Riscurile de lichiditate și de finanțare rămân la nivel mediu, dar cu tendință de creștere. În ultimul an, riscurile la nivelul diferiților indicatori au crescut treptat. În trimestrul IV 2024, condițiile de finanțare s-au deteriorat și mai mult, cu o creștere a ratei medii dintre cupoane și maturitate a emisiunii de obligațiuni.



RISCURI DE PROFITABILITATE ȘI SOLVABILITATE



Riscurile de solvabilitate și profitabilitate rămân neschimbate, la un nivel mediu. Ratele de solvabilitate pentru grupurile de asigurători și companiile individuale care practică asigurări generale au arătat o ușoară îmbunătățire în trimestrul III 2024, rămânând în mare parte neschimbate pentru companiile care practică asigurări de viață. Valoarea mediană a ratei combinate a daunei pe segmentul asigurărilor generale a rămas neschimbată în trimestrul III 2024.



INTERCONEXIUNI ȘI RISCURI DE DEZECHILIBRU



Interconexiunile și riscurile de dezechilibru rămân stabile la un nivel mediu. Toți indicatorii din această categorie, care acoperă expunerile față de sectorul financiar, alte state și instrumentele financiare derivate, sunt în general neschimbați în trimestrul III 2024.



RISCURI DE ASIGURARE (SUBSCRIERE)



Riscurile de asigurare rămân stabile la un nivel mediu. Creșterea primelor atât pentru asigurările de viață, cât și pentru asigurările generale a rămas pozitivă în trimestrul III 2024.



PERCEPȚIILE PIEȚEI



Percepțiile pieței rămân stabile la un nivel mediu. Acțiunile companiilor de asigurări de viață au înregistrat performanțe superioare pieței. Valoarea mediană a raportului preț-câștig pentru grupurile de asigurători s-a menținut constantă.



RISCURI LEGATE DE FACTORII ESG



Riscurile legate de ESG rămân stabile la nivel mediu, deși perspectivele pentru următoarele 12 luni indică o creștere a riscului. În trimestrul III 2024, expunerea mediană a asigurătorilor la obligațiunile verzi, ca procent din totalul obligațiunilor corporative, a rămas în general stabilă. Dinamica în evoluție a acordurilor de mediu face mai dificilă asigurarea unui parcurs consecvent către obiectivele de sustenabilitate pe termen lung.



RISCURILE CIBERNETICE ȘI DE DIGITALIZARE



Digitalizarea și riscurile cibernetice rămân la un nivel mediu. Importanța acestor riscuri pentru asigurări, așa cum a fost evaluată de autoritățile de supraveghere, a crescut ușor în trimestrul IV 2024 pe fondul unei probabilități percepute de materializare mai mari.

2.3. Piața pensiilor ocupaționale în UE

Tabloul riscurilor publicat de Autoritatea Europeană pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA), ediția din ianuarie 2025⁷, privind instituțiile pentru furnizarea de pensii ocupaționale (IORP), arată că riscurile din sectorul european al IORP sunt stabile și, în general, la niveluri medii, cu semne de vulnerabilitate generate de volatilitatea pieței.

Tabelul 3 Tabloul riscurilor piața pensiilor ocupaționale din UE, EIOPA, ianuarie 2025⁸

Riscuri	Nivel	Tendință (ultimele 3 luni)	Perspectivă (următoarele 12 luni)
Riscuri macro			
Riscuri de credit			
Riscuri legate de piață și de randamentul activelor			
Riscuri de lichiditate			
Riscuri legate de rezerve și de finanțare (scheme DB)			
Riscuri de concentrare			
Riscuri legate de ESG			
Riscurile cibernetice și de digitalizare			

Sursa: Tabloul riscurilor pe piața pensiilor ocupaționale din UE, ianuarie 2025

Riscurile macroeconomice se situează la un nivel mediu, ratele swap pe 10 ani înregistrând o creștere, în timp ce creșterea prognozată a PIB și inflația s-au menținut constante la finalul lunii decembrie 2024. Tensiunile geopolitice remodelează dinamica globală, accentuând îngrijorările cu privire la scăderea cooperării internaționale și la escaladarea riscurilor și incertitudinilor din următorii ani.

Riscurile de piață și de rentabilitate a activelor continuă să fie evaluate la un nivel ridicat. Deși volatilitatea pieței a scăzut la finalul anului 2024, aceasta rămâne peste standardele istorice. Prețurile proprietăților imobiliare au continuat să scadă în zona euro, deși mai puțin brusc decât în trimestrul precedent.

Riscurile de lichiditate sunt prezentate la un nivel mediu, având tendință de scădere, ca urmare a evoluțiilor pozitive ale pozițiilor derivate ale IORP. **Riscurile legate de rezerve și finanțare** rămân la un nivel mediu, poziția financiară a IORP-urilor cu beneficii definite rămânând solidă în al treilea trimestru al anului 2024.

⁷ <https://www.eiopa.europa.eu/assets/iorsps-risk-dashboard/January-2025-IORPs-Risk-Dashboard.html>

⁸ Data de referință pentru datele IORP este T3-2024 pentru indicatorii trimestriali și 2023-YE pentru indicatorii anuali. Data limită pentru indicatorii bazați pe date din surse externe este sfârșitul lunii decembrie 2024. Nivelul (culoarea) corespunde nivelului de risc la data de referință, Tendința este afișată pentru cele 3 luni anterioare datei de referință, iar Perspectiva este afișată pentru cele 12 luni ulterioare datei de referință. Aceasta din urmă se bazează pe răspunsurile primite de la 14 autorități naționale competente (ANC) și este clasificată în funcție de modificarea preconizată a importanței fiecărui risc (scădere substanțială, scădere, neschimbată, creștere și creștere substanțială).

Riscurile cibernetice și de digitalizare rămân la un nivel mediu. Posibilitatea de materializare a acestor riscuri în cazul IORP-urilor s-a stabilizat în trimestrul IV 2024, după un an cu tendință de creștere determinată de tensiunile geopolitice continue și de incertitudinile asociate.

Trend



RISCURI MACRO



Riscurile macroeconomice sunt la un nivel mediu, media ponderată a ratelor swap pe 10 ani pentru principalele valute înregistrând o creștere (2,8% în trimestrul IV 2024), în timp ce creșterea medie prognozată a PIB și inflația au rămas în general stabile la 1,5%, respectiv 2,2%.

Privind în perspectivă, tensiunile geopolitice schimbă dinamica în economiile cheie, ridicând îngrijorări cu privire la slăbirea cooperării internaționale și creșterea riscurilor și incertitudinilor.



RISCURI DE CREDIT



Riscurile de credit rămân la un nivel mediu. Spread-urile swap-urilor pe riscul de credit (CDS) pentru obligațiunile guvernamentale și corporative au rămas în general stabile la sfârșitul lunii decembrie 2024, comparativ cu septembrie 2024. Expunerea mediană a IORP față de obligațiunile suverane, ca pondere din totalul activelor, a rămas neschimbată (14,3%), în timp ce pentru obligațiunile corporative a scăzut ușor (2,1%) în trimestrul III 2024.

Calitatea creditului investițiilor IORP este în general stabilă, cu o treaptă medie a calității creditului (CQS) de 1,6 în trimestrul II 2024 (echivalent cu un rating S&P între AA și A).



RISCURI DE PIAȚĂ ȘI DE RENTABILITATE A ACTIVELORE



Riscurile de piață și de rentabilitate a activelor rămân ridicate, volatilitatea pieței de obligațiuni stabilizându-se la sfârșitul lunii decembrie 2024, dar fiind încă ridicată în comparație cu valorile istorice.

Prețurile imobiliarelor au continuat să scadă în zona euro, deși într-un ritm mai lent decât în trimestrul trecut (-4,2% în trimestrul II 2024, de la -7,5% în trimestrul precedent), determinate în principal de prețurile proprietăților comerciale.



RISCURI DE LICHIDITATE



Riscurile de lichiditate sunt la nivel mediu, cu o tendință de scădere determinată de evoluțiile pozitive ale pozițiilor derivate. Valoarea mediană netă de piață a instrumentelor derivate ale IORP s-a mutat mai aproape de zero din cauza ratelor mai scăzute ale dobânzilor din trimestrul III 2024. În mod similar, media ponderată a atins nivelul de -1,8% (de la -3,5% în trimestrul precedent).



RISCURILE LEGATE DE REZERVE ȘI DE FINANȚARE



Riscurile de rezerve și de finanțare rămân la un nivel mediu, pozițiile financiare ale IORP cu beneficii determinate (DB) rămânând solide în trimestrul III 2024.

Valoarea mediană a excedentului activelor față de pasive a rămas stabilă, la aproximativ 20,4% în trimestrul III 2024.



RISCURI DE CONCENTRARE



Riscurile de concentrare sunt la nivel mediu. Expunerea mediană a IORP față de bănci a scăzut ușor, situându-se sub 1% în trimestrul III 2024.

Expunerile față de alte instituții financiare (altele decât cele bancare) și datoria suverană internă au rămas în general stabile la 3,3%, respectiv 1,4% din totalul activelor, în trimestrul III 2024.



RISCURI LEGATE DE ESG



Riscurile legate de ESG rămân stabile la nivel mediu. Ponderea medie a investițiilor IORP în obligațiuni verzi față de totalul obligațiunilor corporative a continuat să crească, ajungând la 8% în trimestrul III 2024 (de la 7,3% în trimestrul precedent).

Privind în viitor, dinamica evolutivă a acordurilor de mediu face mai dificilă atenuarea riscurilor și asigurarea progresului consecvent către obiectivele de sustenabilitate pe termen lung.



RISCURI CIBERNETICE ȘI DE DIGITALIZARE



Riscurile cibernetice și de digitalizare sunt la nivel mediu. Importanța acestor riscuri pentru IORP, așa cum a fost evaluată de autoritățile de supraveghere, s-a stabilizat în trimestrul IV 2024, după un an de tendință în creștere determinată de tensiunile geopolitice continue și de incertitudinea asociată.

2.4. Riscuri și vulnerabilități la nivel național din perspectiva stabilității financiare

Într-un context global marcat de incertitudini persistente și de interconexiuni economice complexe, România continuă să se confrunte cu vulnerabilități macro-financiare. Deși tendința dezinflaționistă și îmbunătățirea stabilității financiare în economiile europene oferă un oarecare echilibru, amplificarea tensiunilor geopolitice generează riscuri semnificative, capabile să declanșeze noi șocuri economice și financiare.

Creșterea tensiunilor geopolitice și comerciale la nivel internațional, combinată cu scăderea predictibilității măsurilor și politicilor economice, a intensificat incertitudinea globală, declanșând reacții negative pe piețele financiare și valutare.

În același timp, riscurile politice și economice interne din statele europene și SUA, alături de efectele politicii tarifare comerciale inițiate de SUA în 2025, accentuează probabilitatea unei recesiuni globale. Aceste dinamici sporesc riscul de piață, manifestat prin scăderea prețurilor activelor și deteriorarea perspectivelor macro-financiare.

În acest mediu instabil, impunerea tarifelor comerciale de către SUA subliniază necesitatea unei reasezări a relațiilor economice globale și a unor ajustări structurale, în special pentru statele europene. În plus, aceste evoluții pot amplifica presiunile asupra șomajului structural.

Totodată, accelerarea digitalizării și utilizarea extinsă a inteligenței artificiale adaugă o dimensiune suplimentară, prin amplificarea riscurilor cibernetice și a incidentelor de securitate.

Pe plan local, sensibilitatea pieței financiare românești este accentuată atât de riscurile politice asociate alegerilor prezidențiale, cât și de spațiul fiscal limitat și deficitul ridicat care au determinat implementarea unor măsuri de redresare fiscală. Acestea sunt atent monitorizate de investitorii instituționali și partenerii globali. Până la stabilizarea contextului geopolitic global, riscurile rămân ridicate, cu posibilitatea escaladării în cazul unor noi șocuri.

Tabelul 4 Tabloul riscurilor la nivel național⁹

Categorii de risc			Factori determinanți
	Nivel	Perspectivă	
Riscul macroeconomic			Accelerarea riscurilor macroeconomice, pe fondul creșterii incertitudinii, intensificării tensiunilor geopolitice, a politicilor comerciale la scară globală
Riscul de piață			Volatilitatea piețelor financiare, contagiunea și interconectarea acestora; incertitudinile existente pe plan geopolitic în contextul posibilității de materializare a riscurilor macroeconomice
Riscul de credit			Accentuarea riscului de credit, pe fondul creșterii vulnerabilităților ce pot afecta anumite ramuri industriale, cu efecte ce se pot revărsa la nivelul economiilor
Riscul de lichiditate			Materializarea riscului de piață în contextul persistenței vulnerabilităților macrofinanciare și amplificarea șocurilor sau a tensiunilor pe piețele financiare
Riscul de solvabilitate			Interconexiunile economice care pot antrena efecte în lanț referitoare la onorarea obligațiilor de plată
Riscul de profitabilitate			Tendențele de creștere a costurilor în contextul politicilor comerciale tarifare și a menținerii vulnerabilităților pe plan economic
Riscul operațional			Creșterea la scară largă a digitalizării și implicit a incidentelor cibernetice, inclusiv pe fondul tensiunilor geopolitice externe

Sursa: ASF

⁹ Pentru unitatea raportului, a fost utilizată aceeași codificare a riscurilor ca cea realizată de ESMA.

3. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare

Entitățile financiare nebankare de importanță sistemică sunt acele instituții sau infrastructuri a căror incapacitate temporară sau pe termen lung de onorare a obligațiilor sau de desfășurare a activităților critice ar putea genera disfuncționalități în sistemul financiar cu efecte negative asupra stabilității financiare și indirect asupra economiei reale.

Deși tendința ultimilor ani pentru sectoarele financiare nebankare supravegheate de ASF a fost de creștere a dimensiunii acestora (măsurată prin valoarea activelor sau a fluxurilor financiare), atât la nivel absolut, cât și ca pondere în PIB (ceea ce evidențiază o dinamică mai accelerată decât cea pe care a avut-o, în medie, economia), totuși acestea rămân la un nivel semnificativ mai redus față de sectorul bancar.

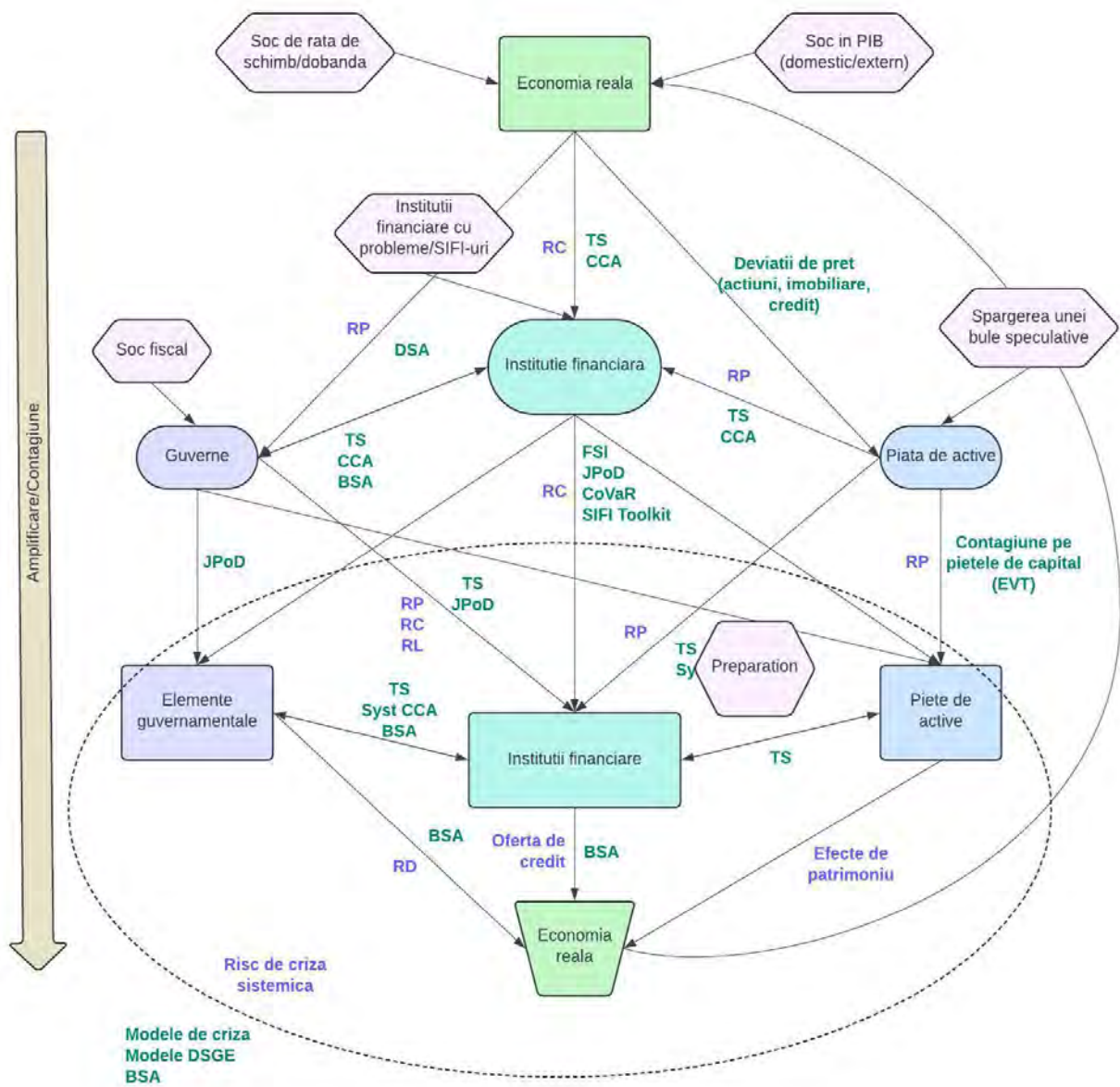
Riscul sistemic este adesea analizat din două perspective: ca efect asupra economiei (măsurat cel mai adesea ca efect asupra PIB), respectiv ca efect asupra intermedierei financiare.

Estimarea riscului sistemic necesită mai multe perspective diferențiate în funcție de:

- 1) tipul de instituție financiară
- 2) impactul asupra prețurilor activelor
- 3) impactul asupra percepției piețelor privind riscul suveran
- 4) evoluția ciclică a economiei
- 5) potențiale efecte de propagare transfrontalieră
- 6) posibilitatea apariției unei crize financiare

Majoritatea elementelor anterior menționate, precum și abordările prezentate în continuare, sunt prezentate în formă sintetică în figura de mai jos, care prezintă dinamica riscului sistemic și a principalelor canale de transmisie. În continuare vor fi prezentate unele modele și abordări pentru cuantificarea riscului sistemic pentru piețele supravegheate de ASF.

Figura 12 Dinamica riscului sistemic. Surse și canale de transmisie



Sursa: Prelucrare ASF după IMF (2023)

3.1. Piața instrumentelor și investițiilor financiare în context european

Măsurarea riscului sistemic pentru piețele europene este realizată cu ajutorul indicatorului CISS¹⁰, care este un indicator compozit pentru riscurile sistemice calculat de Banca Centrală Europeană. Indicatorul CISS este construit pentru a arăta măsura în care stresul financiar sistemic contribuie la instabilitatea financiară a piețelor europene.

Indicatorul ia în calcul diferite sectoare ale sistemului financiar european: piețele de acțiuni și obligațiuni, schimb valutar și piețele monetare etc. Valoarea indicatorului este constrânsă să fie în intervalul (0, 1), astfel încât valorile mai mari indică perioadele de stres financiar pentru piețele europene.

Dinamica CISS în 2024 reflectă o perioadă de relativ calm și stres sistemic scăzut pe piețele financiare, contrastând puternic cu turbulențele din anii anteriori. Evoluția indicatorului indică o fază de redresare în care riscurile sistemice au fost în mare măsură atenuate, iar sistemele financiare funcționează cu o stabilitate sporită.

Figura 13 Indicator compozit de risc sistemic pentru piețele financiare europene



Sursa: Banca Centrală Europeană, prelucrare ASF

În 2024 indicatorul CISS a rămas la niveluri relativ scăzute pe tot parcursul anului, comparativ cu vârfurile istorice înregistrate mai devreme (2022 și o parte din 2023). Acest lucru indică faptul că stresul financiar sistemic s-a diminuat semnificativ, sugerând o mai bună stabilitate a pieței și o mai bună reziliență a sistemului financiar.

¹⁰ CISS - Composite Indicator of Systemic Stress

Lipsa volatilității, a schimbărilor bruște precum sau altor oscilații perturbatoare ale indicatorului reflectă o reducere constantă a tensiunilor de pe piețele financiare determinată de factori precum: transmisia eficientă a instrumentelor de politică monetară, stabilizarea inflației sau a așteptărilor privind rata dobânzii, scăderea tensiunilor geopolitice sau a șocurilor economice globale.

Toate aceste evoluții care indică o volatilitate redusă confirmă persistența unui risc sistemic scăzut în 2024.

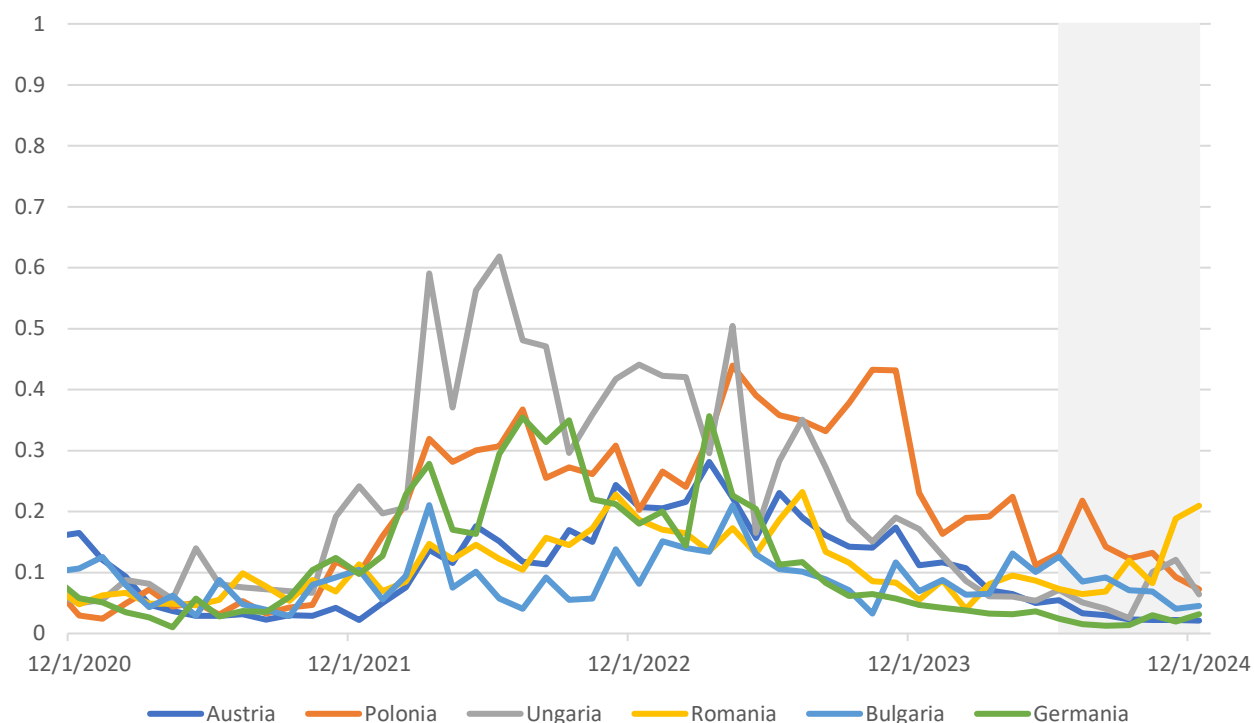
Indicatorul a atins un vârf semnificativ în 2022, influențat de tensiunile geopolitice (războiul din Ucraina), majorarea ratelor dobânzilor și instabilitatea piețelor bursiere. După acest maxim, a început o scădere treptată pe parcursul anului 2023, pe măsură ce piețele s-au ajustat la noile condiții economice.

În 2024, indicatorul a ajuns la un nivel mult mai redus comparativ cu maximul său din 2022. Acest lucru sugerează o ameliorare a condițiilor financiare, o scădere a riscurilor sistemice și o creștere a încrederii investitorilor. Cu toate acestea, persistă unele fluctuații minore, indicând că piețele financiare rămân atente la posibile noi riscuri.

Cu toate că indicatorul CISS a înregistrat un nivel redus la sfârșitul lui 2024, care sugerează o stabilizare a sistemului financiar, acestea nu înseamnă ca riscurile sistemice nu sunt complet eliminate.

Indicatorul CISS oferă o perspectivă sistemică la nivelul zonei euro, în timp ce indicatorii CLIFS se concentrează pe stresul financiar specific fiecărei țări. Indicatorii CLIFS sunt calculați de Banca Centrală Europeană pentru a măsura și compara nivelul de stres financiar la nivel de țară.

Figura 14 Indicatori de tensiune financiară (CLIFS): Austria, Bulgaria, Germania, Polonia, România, Ungaria



Sursa: Banca Centrală Europeană, prelucrare ASF

Nivelurile de stres financiar au prezentat fluctuații semnificative în perioada 2020-2023. Cele mai mari creșteri au fost înregistrate între sfârșitul anului 2021 și începutul anului 2022, din cauza perturbărilor economice globale, cum ar fi recuperarea post-pandemie, creșterea inflației și efectele economice ale războiului din Ucraina. După 2022, nivelurile de stres au scăzut treptat, deși cu unele episoade de instabilitate pe parcursul anului 2023. Ungaria a avut cele mai mari fluctuații, cu mai multe vârfuri de stres financiar, indicând o sensibilitate ridicată la factori economici și geopolitici. Polonia a urmat o tendință similară cu Ungaria, dar cu variații mai puțin extreme. Perioadele de stres maxim coincid în mare parte cu cele ale Ungariei. Austria a înregistrat un nivel redus de stres financiar, cu variații mai mici, ceea ce sugerează un sistem financiar mai robust.

România și Bulgaria au avut tendințe relativ similare, cu creșteri moderate în perioadele de criză, dar fără fluctuații extreme. Germania a avut o evoluție mai stabilă, cu variații mai reduse comparativ cu țările din Europa Centrală și de Est.

Evoluțiile din 2024 indică o reducere a stresului financiar față de nivelurile din 2023. Această tendință sugerează o îmbunătățire a condițiilor economice susținută de o stabilizare a piețelor financiare.

Relația dintre prețurile energiei, inflație și dinamica pieței bursiere din UE este complexă și interconectată. Prețurile energiei generează inflație prin creșterea costurilor de producție și de consum. Procesul inflaționist afectează dinamica pieței bursiere prin erodarea profiturilor companiilor și prin determinarea Băncilor Centrale să majoreze ratele dobânzilor.

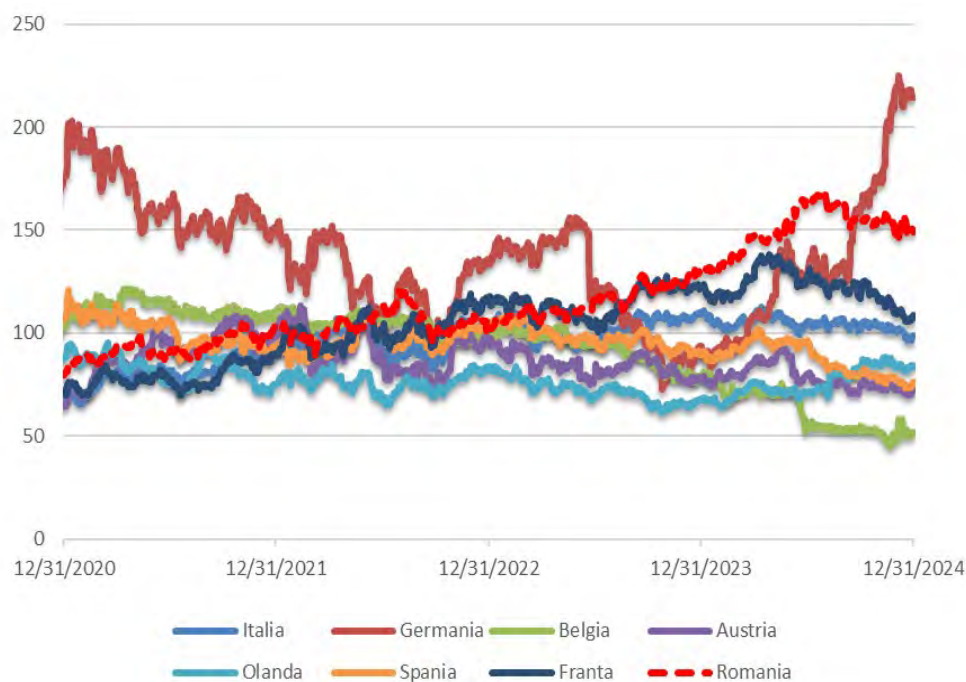
Creșterea prețurilor energiei poate avea un impact sectorial asupra pieței bursiere, stimulând companiile energetice și afectând industriile mari consumatoare de energie.

În figura următoare sunt prezentați sub-indicatorii bursieri specifici sectorului energetic pentru un eșantion de țări. Indicele sectorial bursier este construit pe baza companiilor din domeniul energetic listate pe Bursa de Valori București și reflectă evoluția sectorului energetic din România.

Riscurile geopolitice din sectorul energetic pot exacerba volatilitatea pieței și presiunile inflaționiste. Aceste dinamici sunt deosebit de importante în UE din cauza dependenței sale de importurile de energie, a diversității structurilor economice și a angajamentului față de obiectivele de durabilitate pe termen lung.

Prețurile energiei, în special la petrol și gaze, au un impact direct asupra inflației. Energia este un element important în producție, transport și încălzire. Creșterea prețurilor la energie au un impact direct asupra bunurilor și serviciilor și implicit asupra inflației. Acest lucru este valabil în special în UE, unde dependența de energia importată, cum ar fi gazele naturale din Rusia sau petrolul din Orientul Mijlociu, face ca economia europeană să fie sensibilă la fluctuațiile prețurilor globale ale energiei. Creșterea prețurilor energiei conduce la creșterea costurilor de producție, care sunt transmise atât gospodăriilor, prin creșterea facturilor la utilități și a prețurilor la combustibili cât și companiilor, ducând la reducerea cererii agregate.

Figura 15 Evoluția sectorul energetic pe țări (1 ian 2022=100)



Sursa: LSEG, calcule ASF

Dinamica piețelor de capital în context inflaționist. Inflația ridicată tinde să crească costurile pentru companii prin creșterea salariilor și a materiilor prime, erodând astfel marjele de profit. Acest lucru poate reduce încrederea investitorilor, ducând la scăderea prețurilor acțiunilor, în special în sectoarele puternic dependente de energie sau de materii prime. Băncile Centrale au răspuns la procesul inflaționist prin majorarea ratelor dobânzilor. Creșterea ratelor dobânzilor a făcut ca împrumuturile să fie mai scumpe, a redus investițiile companiilor și cheltuielile de consum, și a afectat negativ performanța pieței bursiere. În plus, ratele ridicate ale dobânzii fac obligațiunile mai atractive în raport cu acțiunile, ceea ce duce la o posibilă schimbare a preferințelor investitorilor în detrimentul acțiunilor.

Inflația are efecte diferite asupra diferitelor sectoare. Astfel, companiile energetice și producătorii de materii prime pot beneficia de creșterea prețurilor, în timp ce sectoarele cu costuri ridicate ale factorilor de producție (cum ar fi industria prelucrătoare și transporturile) pot suferi. Totodată companiile aeriene, transporturile și industria prelucrătoare pot înregistra scăderi din cauza costurilor operaționale mai mari legate de energie.

Sentimentul investitorilor variază în funcție de expunerea la aceste șocuri. Astfel creșterile puternice ale prețurilor la energie, în special în perioadele de incertitudine geopolitică (invazia rusă din Ucraina din 2022), au ridicat volatilitatea de pe piețele europene financiare. Investitorii au reacționat la șocurile prețurilor la energie și au trecut la active mai puțin volatile, precum obligațiunile guvernamentale sau aurul, cu un impact negativ asupra piețelor bursiere europene.

Atunci când prețurile la energie cresc prea mult, acestea pot încetini creșterea economică prin reducerea puterii de cumpărare a consumatorilor și a activității companiilor, în special în economiile dependente de

energie precum cele din UE. Această încetinire a creșterii poate duce la contracții și rebalansări ale portofoliilor bursiere.

Există astfel o legătură directă dintre securitatea energetică și volatilitatea pieței. Dependența puternică a economiei europene de sursele externe de energie, în special de gazele naturale, în contextul creșterii riscului geopolitic (ex: sancțiunile împotriva Rusiei sau întreruperile în lanțurile de aprovizionare) au un impact semnificativ asupra prețurilor la energie. Acest lucru poate crea incertitudine și volatilitate atât în ceea ce privește inflația, cât și pe piețele bursiere, deoarece investitorii sunt îngrijorați de întreruperile aprovizionării sau de creșterea costurilor de producție pentru companii. Procesul de tranziție energetică este dependent și de presiunile pe termen scurt din sectoarele energetice.

Pe măsură ce Uniunea Europeană face presiuni pentru o tranziție către energia verde prin intermediul European Green Deal, se pune un accent tot mai mare pe investițiile în energia regenerabilă. Pe termen lung, acest lucru ar putea reduce dependența de prețurile volatile ale combustibililor fosili, ceea ce ar putea duce la scăderea presiunilor inflaționiste.

Cu toate acestea, tranziția în sine poate duce la volatilitatea pieței pe termen scurt, deoarece prețurile energiei fluctuează în timpul trecerii la surse mai curate și deoarece sectoarele energetice tradiționale (de exemplu, cărbunele, petrolul) se confruntă cu incertitudini geopolitice.

3.2. Riscuri și vulnerabilități ale pieței instrumentelor și investițiilor financiare

Riscul sistemic este un concept central în analiza macrofinanciară actuală fiind legat de perturbarea semnificativă a sistemului financiar cu consecințe negative multiple asupra economiei reale (Freixas, Laeven și Peydró, 2015). Transmiterea și acumularea riscului sistemic este una dintre consecințele globalizării financiare și a noilor tehnologii informaționale care au intensificat interconectarea dintre piețele și instituțiile financiare (Evanoff, Hoelscher și Kaufman, 2009).

În mare măsură ignorat de cercetători și practicieni înainte de criza financiară globală din 2008, riscul sistemic este în prezent un subiect de interes major pentru toate instituțiile financiare globale.

Riscul sistemic reprezintă un fenomen cu impact asupra tuturor dimensiunilor sistemului financiar, investigațiile academice acoperind un spectru variat de forme: instituții bancare (Lehar, 2005, Bostandzic și Weiß, 2018, Wang et al., 2024), piețe financiare (Caporin et al., 2021, Umar et al., 2022), piețe valutare (Borri, 2018, Chen și Lin, 2024) sau criptoactive (Akhtaruzzaman et al., 2022, Shahzad et al., 2022, Rahman et al. 2024).

3.2.1. Analiza evoluției riscului sistemic pentru indicele BET

Un cuantilogramă a unui indice bursier major poate oferi perspective valoroase asupra stabilității financiare, deoarece analizează comportamentul pieței în diferite condiții economice și financiare. Pentru analiza riscurilor extreme, cuantilogramele permit examinarea comportamentului pieței în condiții de volatilitate extremă sau în timpul crizelor financiare. Acestea pot evidenția cum se comportă un indice bursier în situații de stres financiar.

Un cuantilogramă este un grafic care prezintă relațiile dintre cuantile¹¹ și este reprezentarea grafică care ne ajută să înțelegem cum evoluează randamentele bursiere în timp, dar nu doar în medie, ci la diferite niveluri ale distribuției. În cazul unui indice bursier, suntem interesați să vedem dacă randamentele trecute influențează randamentele viitoare.

- Metoda clasică (corelația) descrie dacă în medie există o relație lineară între randamentele de azi și cele din trecut.
- Analiza pe baza de cuantile (quantilograma) este o analiză nelineară care verifică cum această relație diferă în funcție de extremele pieței:
 - o Ce se întâmplă când piața scade brusc? (cuantila 10% - scădere puternică)
 - o Ce se întâmplă când piața crește puternic? (cuantila 90% - creștere susținută)
 - o Cum evoluează când piața e stabilă? (cuantila 50% - condiții normale)

O cuantilogramă poate reprezenta grafic:

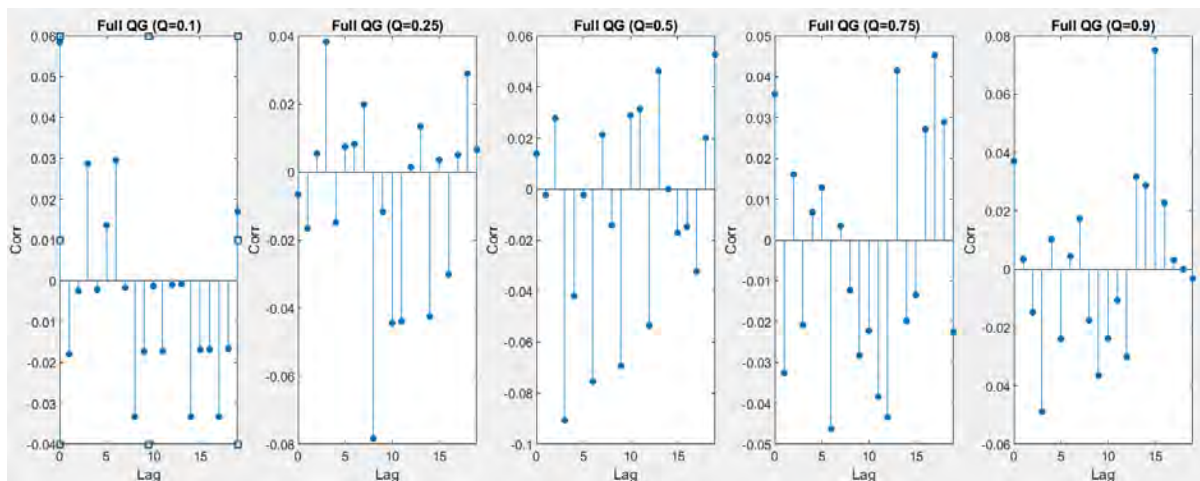
- o Dacă piața are o memorie lungă (persistența unei crize sau a unui boom).
- o Dacă mișcările extreme sunt mai periculoase decât cele normale.

¹¹ O explicație simplă pentru cuantile: luăm un grup de oameni și îl aranjăm după înălțime, de la cel mai scund la cel mai înalt. În pasul al doilea, împărțim acest grup în secțiuni egale (sau cuantile), astfel încât să înțelegem mai bine distribuția înălțimilor. În mod similar analiza este realizată și pentru randamentele bursiere.

- o Dacă există un model predictibil în dinamica randamentelor.

Astfel o cuantilograma poate indica cum depind randamentele viitoare de trecut, dar nu doar în medie, ci și în situații de criză sau euforie. Din punctul de vedere a supravegherii piețelor de capital cuantilograma este utilă pentru gestionarea riscurilor și înțelegerea comportamentului pieței financiare.

Figura 16 Cuantilograma pentru indicele BET



Sursa: ASF

Figura indică că pierderile mari persistă mai mult decât câștigurile mari, indicând un risc mai ridicat în perioade de scădere.

Tabelul 5 Interpretarea cuantilelor pentru indicele BET

Nivel Cuantilă	Comportament Observat	Interpretare pentru Piața Bursieră
Q = 0.1 (Randamente Extreme Negative – Pierderi Mari)	Corelații negative puternice la lag-uri mari și o creștere pozitivă la lag 0.	Crizele bursiere au efecte de durată. Dacă un șoc negativ (scădere semnificativă) apare, randamentele rămân afectate negativ pe termen lung. Persistență a volatilității negative .
Q = 0.25 (Randamente Negative Moderate)	Corelații negative, dar mai slabe decât la Q = 0.1.	Pierderile moderate pot fi absorbite mai repede de piață. Revenirea este mai rapidă decât în cazul unei prăbușiri severe.
Q = 0.5 (Randamente Mediane – Fără Tendință Puternică)	Corelațiile sunt aproape de 0, fără o tendință clară.	Randamentele normale ale pieței nu prezintă dependență puternică de valorile trecute. Piața funcționează într-un regim de eficiență relativă. Acest rezultat susține parțial ipoteza piețelor eficiente, conform căreia mișcările normale ale pieței nu sunt ușor previzibile
Q = 0.75 (Randamente Pozitive Moderate)	Corelații ușor pozitive la lag mic, dar fără efecte pe termen lung.	Creșterile moderate tind să fie mai puțin persistente decât scăderile. Piața reacționează rapid la știrile pozitive, dar fără efecte de lungă durată.
Q = 0.9 (Randamente Extreme Pozitive – Câștiguri Mari)	Corelații pozitive ridicate la lag 0 și negative pe termen lung.	Boom-urile bursiere sunt temporare. Dacă apare o creștere bruscă, piața tinde să corecteze în perioadele următoare . Tendința este de revenire la medie.

În cazurile extreme ($Q = 0.1$ și $Q = 0.9$) riscul sistemic este evident. Deși piețele sunt relativ eficiente în condiții normale, în perioade de criză, se observă un comportament clar predictibil, ceea ce sugerează că intervenția băncilor centrale și a autorităților de reglementare este justificată. Deoarece riscul sistemic este asimetric, acesta se manifestă mai puternic pe partea negativă.

La $Q = 0.1$, corelațiile negative puternice la lag-uri mari sugerează că pierderile majore tind să persiste, ceea ce înseamnă că un declin accentuat al pieței se poate propaga în timp și afecta sistemul pe o perioadă mai lungă. Fondurile speculative și investitorii instituționali pot fi forțați să vândă active pentru a acoperi pierderile, amplificând scăderile. Acest efect crește riscul de panică pe piață și poate duce la crize financiare prelungite. Prin urmare riscul sistemic este ridicat în perioade de pierderi extreme, deoarece piețele nu își revin rapid.

La $Q = 0.9$, creșterile extreme sunt urmate de corecții pe termen scurt, ceea ce indică faptul că boom-urile bursiere nu sunt sustenabile. Dacă prețurile acțiunilor cresc rapid pe fondul unui optimism exagerat, se poate forma o bulă speculativă. Când bula se sparge, efectele negative pot fi dramatice, așa cum s-a văzut în criza Dot-Com (2000) și criza financiară din 2008. Ciclurile de boom & bust sunt o sursă de volatilitate sistemică, iar intervențiile rapide sunt necesare pentru a preveni prăbușiri majore.

Efectele negative ale scăderilor sunt mai persistente decât efectele pozitive ale creșterilor. Aceasta înseamnă că recuperarea pieței după un scădere bursieră semnificativă este mult mai lentă decât declinul inițial.

Crizele financiare tind să aibă efecte de lungă durată, chiar și după ce piața începe să își revină. Implicația în acest caz este ca reglementatorii trebuie să intervină mai agresiv în timpul scăderilor pentru a preveni un colaps extins, în timp ce creșterile rapide necesită măsuri preventive împotriva bulelor speculative.

Investitorii ar trebui să fie mai precauți în perioade de scădere. Astfel, dacă un declin mare are loc, sunt șanse mari ca piața să rămână afectată pe termen lung. Cumpărarea în timpul unui boom trebuie gestionată atent deoarece randamentele extreme pozitive tind să fie urmate de corecții.

Piața bursieră este mai vulnerabilă la șocuri negative decât la creșteri bruște. Șocurile extreme pot deveni sistemice, mai ales în perioade de criză, când pierderile persistă.

Este nevoie de măsuri macroprudentiale pentru a evita crize prelungite și a reduce impactul volatilității financiare asupra economiei reale.

3.2.2. Analiza evoluției riscului sistemic pentru companiile incluse în indicele BET

În perioadele de criză, interdependența instituțiilor financiare devine mult mai semnificativă, întrucât pierderile se extind în mod inevitabil la diferite instituții, făcând vulnerabil întregul sistem financiar. În acest context, riscul sistemic se referă la incapacitatea de plată simultană a mai multor instituții mari. Banca Reglementelor Internaționale (BIS) și Consiliul pentru Stabilitate Financiară (FSB) descriu riscul sistemic ca fiind șocul care nu numai că perturbă serviciile financiare, dar are și efecte potențial dăunătoare asupra economiei reale. În cazul în care instabilitatea financiară conduce la o criză sistemică, întreaga economie și societate s-ar putea confrunta cu costuri și repercusiuni semnificative.

De la criza financiară globală (CFG), identificarea riscului sistemic a devenit un punct central pentru autoritățile de reglementare și comunitatea academică. Instituțiile financiare se confruntă adesea cu episoade de contagiune în timpul crizelor financiare, iar autoritățile de reglementare trebuie să țină cont de acest lucru atunci când evaluează sănătatea sistemului financiar. Pe măsură ce băncile centrale încearcă să sporească stabilitatea financiară a economiei naționale, analiza și monitorizarea riscului sistemic reprezintă un element esențial al activităților lor. În timp ce criza financiară mondială a determinat o analiză sistemică mai aprofundată, aceasta a determinat și îmbunătățirea indicatorilor de risc sistemic pe care băncile centrale și alte autorități de reglementare îi pot utiliza ca instrumente de monitorizare. Măsurarea riscului sistemic al sistemului financiar este o componentă esențială a evaluării stabilității acestuia (Armanious, 2024).

Riscurile sistemice prezintă caracteristici distincte care le diferențiază de riscurile tradiționale. În primul rând, acestea au un domeniu larg de influență, afectând mai multe sectoare. În al doilea rând, consecințele riscurilor sistemice sunt puternic interconectate, dând naștere unor structuri complexe în cascadă și unei evoluții dinamice în timp. În plus, relațiile cauză-efect asociate cu riscurile sistemice prezintă adesea dimensiuni neliniare, ceea ce face dificilă previzionarea cu certitudine a rezultatelor (Renn et al., 2022). În plus, aceste riscuri se caracterizează prin externalități negative pe care le suportă toate sectoarele economiei, structuri cu efect stohastic și un efect de propagare care extinde șocul inițial la întreaga piață bursieră, complicând și mai mult eforturile de evaluare și gestionare a riscurilor.

În acest context, literatura empirică s-a concentrat pe modul în care factori precum indicatorii financiari ai băncilor, structurile de afaceri și guvernanta corporativă afectează riscul sistemic bancar, obținând o serie de rezultate valoroase (Bostandzic & Weiß, 2018; Chu et al., 2020; Lu & Wang, 2023; Varotto & Zhao, 2018). În același timp, un volum substanțial de literatură subliniază faptul că riscul sistemic este modelat nu numai de factori la nivel micro în cadrul băncilor, ci și de influențe macroeconomice, inclusiv condițiile economice, bulele de prețuri ale activelor, cadrele de reglementare și incertitudinea politicii economice (Brunnermeier et al., 2020; Chen et al., 2021; Duan et al., 2022). Wang et. al. (2025) investighează modul în care riscul geopolitic dăunează economiei și sistemului financiar prin canalul riscului sistemic bancar.

Cu toate că cea mai mare parte a literaturii existente privind riscul sistemic se concentrează pe rolul firmelor financiare, cum ar fi băncile și asigurătorii, firmele nefinanciare pot fi, de asemenea, importante din punct de vedere sistemic și pot reprezenta provocări de risc sistemic pentru economia reală (Cucinelli și Soana, 2023; Dungey et al., 2022; Poledna et al., 2018; Van Cauwenberge et al., 2019). Firmele nefinanciare au multiple canale de interacțiune cu sistemul financiar, cum ar fi finanțarea prin îndatorare, investițiile financiare și participarea la sistemul bancar paralel. Aceste interacțiuni creează o interdependență

complexă între sectoarele real și financiar, care poate amplifica și transmite șocurile între acestea (Amihud, 2002). De exemplu, atunci când firmele nefinanciare cu o expunere considerabilă la datoriile băncilor intră în incapacitate de plată, acestea pot provoca pierderi substanțiale sistemului bancar și pot declanșa o criză sistemică (Accornero et al., 2018). În mod similar, atunci când întreprinderile nefinanciare, în special corporațiile mari, sunt implicate în activități financiare care sunt strâns legate de sistemul financiar, cum ar fi operațiunile bancare “din umbră” (Si și Li, 2022), acestea pot fi vulnerabile la eșecurile din sectorul financiar și le pot transmite sectorului real, subminând stabilitatea economiei reale (Pellegrini et al., 2022). Aceste conexiuni pot genera risc sistemic prin propagarea șocurilor negative de la întreprinderi individuale la economia reală mai largă prin mecanisme de propagare și contagiune (Scheibe și Blackhurst, 2018; He și Huang, 2017; Anton și Polk, 2014; Cheng et al., 2023; Iselin et al., 2021).

Metodele de cercetare privind măsurarea riscurilor pot fi clasificate, în linii mari, în două categorii. Prima constă în măsurarea riscului sistemic prin efectuarea de teste de stres sau construirea de indicatori ce utilizează randamentul activelor (Avesani și Garcia Pascual, 2006; Patro et al., 2013). Cea de-a doua categorie constă în măsurarea propagării riscurilor de către instituțiile financiare și a contribuției acestora la riscul sistemic prin calcularea dependenței de *tail risk* (risc de coadă a distribuției sau risc negativ extrem). Cea mai frecvent utilizată tehnică este măsura Value-at-Risk (VaR), care descrie riscul negativ extrem al activelor. Cu toate acestea, această metodă se concentrează doar pe riscul unui singur activ, neglijând interdependențele dintre mai multe active. Pentru a rezolva această problemă, Adrian și Brunnermeier (2016) propun valoarea la risc condiționată (CoVaR), al cărei rol este de a măsura valoarea la risc a sistemului financiar condiționată de o stare de dificultate a uneia dintre instituții, iar ΔCoVaR , definit ca diferența dintre măsura CoVaR în condiții normale și cea în condiții extreme, este aplicat pentru a măsura riscul sistemic. Abordarea CoVaR este utilizată pe scară largă în studiul riscului sistemic. În plus, deficitul așteptat (ES) este, de asemenea, o completare eficientă a metodei VaR, care surprinde riscul negativ extrem în mod mai comprehensiv prin calcularea valorii așteptate a pierderii. Acharya et al. (2017) dezvoltă măsura deficitului sistemic așteptat (SES) pentru a măsura contribuția unei instituții financiare la riscul sistemic și deficitul marginal așteptat (MES), pentru a surprinde contribuția sa marginală.

Cercetările privind riscul sistemic în rândul sectoarelor financiare au devenit un instrument indispensabil, iar un număr mare de lucrări se concentrează asupra propagării acestuia între piețele financiare dintr-o perspectivă internațională (Chang et al., 2013, Liow, 2015, Yang et al., 2020, Yang și Zhou, 2020). Odată cu introducerea conceptului de instituții financiare de importanță sistemică (SIFI), modelele de rețea au fost utilizate într-un număr mare de studii pentru a servi la investigarea interconexiunilor și a riscurilor sistemice ale instituțiilor financiare, precum și la identificarea SIFI-urilor (Fang et al., 2018, Gong et al., 2020, Wang et al., 2018).

Modelele aplicate în prezenta analiză, axată pe companiile incluse în indicele BET, sunt CoVaR și Marginal Expected Shortfall. Aspectele esențiale ale metodologiei de construcție sunt expuse în Anexa 1. La nivelul Anexei 1 sunt prezentate și detaliile metodologice pentru măsura Delta CoVaR utilizată pentru a testa robustețea rezultatelor obținute.

Analiza de față se axează pe un eșantion de șase companii, selectate în funcție de ponderea acestora în indicele BET. Setul de date include următoarele entități: BANCA TRANSILVANIA S.A. (TLV – 20,00%), OMV PETROM S.A. (SNP – 19,93%), S.P.E.E.H. HIDROELECTRICA S.A. (H2O – 16,02%), S.N.G.N. ROMGAZ S.A. (SNG – 8,98%), BRD - GROUPE SOCIÉTÉ GÉNÉRALE S.A. (BRD – 7,55%) și DIGI COMMUNICATIONS N.V. (DIGI –

3,73%)¹². Pentru aceste companii, precum și pentru indicele BET, au fost colectate date referitoare la prețurile zilnice din platforma Refinitiv, pentru intervalul 1 ianuarie 2018 – 31 decembrie 2024. Tabelul 1 oferă o prezentare sintetică a companiilor menționate, ordonate alfabetic.

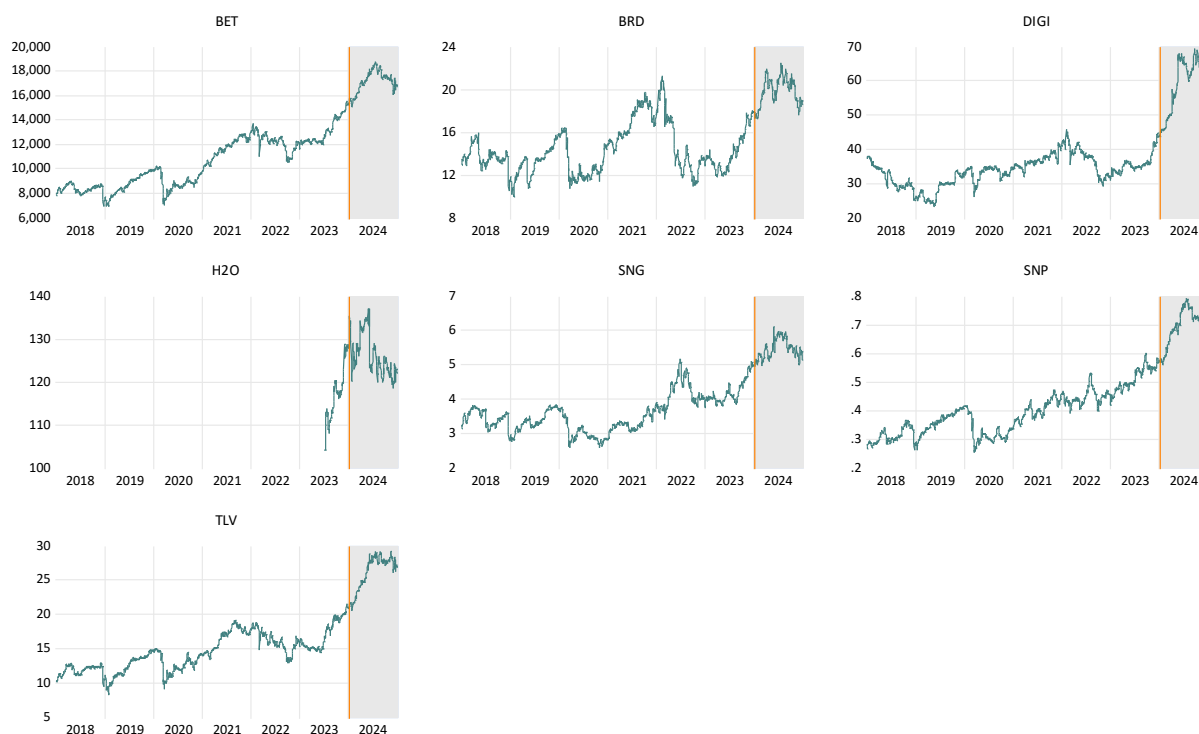
Tabelul 6 Descrierea companiilor analizate

Simbol	Descriere
BRD	<i>BRD Groupe Société Générale</i> reprezintă a doua bancă din România în funcție de totalul activelor și ocupă poziția a patra în ceea ce privește capitalizarea bursieră la Bursa de Valori București.
DIGI	<i>Digi Communications</i> reprezintă unul dintre principalii furnizori de servicii de telecomunicații din România, desfășurând operațiuni semnificative în Spania și Italia și consolidându-și poziția de lider european în domeniul soluțiilor de telecomunicații, în funcție de numărul de unități generatoare de venituri. Fondat în anul 2000, grupul furnizează pe piața din România servicii de televiziune prin cablu, internet fix și transmisie de date, precum și servicii de telefonie mobilă, telefonie fixă și televiziune prin satelit (DTH). Din anul 2017, Digi Communications este listată pe segmentul principal al Bursei de Valori București, sub simbolul DIGI, și este inclusă în indicele de referință BET.
H2O	<i>HIDROELECTRICA S.A.</i> a fost formată în data de 13 iulie 2000, ca urmare a reorganizării Companiei Naționale de Electricitate "CONEL". Având în vedere capacitatea sa de producție, Hidroelectrica furnizează aproximativ 30% din producția națională. În același timp, pe parcursul ultimilor 10 ani, media volumului de servicii de sistem gravitează în jurul următoarelor coordonate: 70% din totalul serviciului de reglaj secundar, aproximativ 84% din serviciul de rezervă terțiară rapidă și 100% din serviciul de asigurare a energiei reactive din necesarul Sistemului Energetic Național.
SNG	<i>S.N.G.N. ROMGAZ S.A.</i> deține o vastă experiență în domeniul explorării și producției de gaze naturale, fiind astfel unul dintre cei mai importanți producători și principal furnizor de gaze naturale din România. Începând cu data de 12 noiembrie 2013, acțiunile emise de S.N.G.N. ROMGAZ S.A. sunt tranzacționate pe piața reglementată administrată de Bursa de Valori București. În același timp, acțiunile societății servesc ca suport pentru certificatele globale de depozit (GDR-uri) emise de The Bank of New York Mellon, GDR-uri care sunt tranzacționate pe Bursa de Valori din Londra.
SNP	<i>OMV Petrom</i> reprezintă cea mai extinsă companie de energie din Europa de Sud-Est. Compania desfășoară activități pe întregul lanț valoric al energiei, cuprinzând explorarea și producția de țiței și gaze, rafinarea și distribuția de carburanți, precum și generarea de energie electrică, alături de comercializarea gazelor naturale și a energiei electrice.
TLV	<i>Banca Transilvania</i> se situează în fruntea sistemului bancar românesc în ceea ce privește activele. Activitatea sa este structurată pe trei linii principale de afaceri: Corporate, IMM și Retail.

Sursa: Prelucrare ASF

¹² Ponderile companiilor în indice sunt specifice ajustării periodice din data de 06.12.2024.

Figura 17 Prețuri de închidere¹³



Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

Figura de mai sus ilustrează evoluția prețurilor de închidere pentru activele financiare incluse în analiză. Diagrama este structurată în șapte cadrane, dintre care primul este dedicat indicelui BET, iar celelalte șase reprezintă companiile selectate în eșantion. Zona hașurată evidențiază intervalul de timp relevant pentru această analiză. Observăm o tendință în general ascendentă pentru toate titlurile financiare, pe parcursul primului semestru al anului. Aceasta este ulterior corectată spre finalului perioadei de analiză. Companiile DIGI și TLV manifestă o dinamică particulară la nivelul ultimului trimestru al anului 2024.

Seria de tabele de mai jos oferă o prezentare sintetică a matricilor de corelație Spearman estimate pentru companiile incluse în eșantion, precum și pentru indicele BET. Prima analiză examinează întregul interval de timp (ianuarie 2018 – decembrie 2024), în timp ce cea de-a doua se concentrează asupra dinamicii corelațiilor în anul 2024 (ianuarie – decembrie 2024). Tabelul de corelație Spearman oferă informații cu privire la relațiile dintre randamentele acțiunilor companiilor selectate și indicele BET.

Tabelul 7. Corelații Spearman pentru perioada 2018 - 2024

	BET	BRD	DIGI	H2O	SNG	SNP	TLV
BET	1.000000	0.602027	0.337835	0.488345	0.598298	0.649973	0.767283
BRD	0.602027	1.000000	0.195010	0.210920	0.406518	0.305111	0.423121
DIGI	0.337835	0.195010	1.000000	0.162720	0.193782	0.196435	0.234576
H2O	0.488345	0.210920	0.162720	1.000000	0.245703	0.208962	0.219877
SNG	0.598298	0.406518	0.193782	0.245703	1.000000	0.362398	0.383999
SNP	0.649973	0.305111	0.196435	0.208962	0.362398	1.000000	0.435855
TLV	0.767283	0.423121	0.234576	0.219877	0.383999	0.435855	1.000000

¹³ Eșantionul de date folosit pentru compania Hidroelectrică este limitat de data listării companiei.

Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

Valorile prezentate în Tabelul 7 evidențiază existența unor corelații pozitive între activele financiare analizate. Aceste corelații se încadrează în intervale justificabile, având în vedere sectorul de activitate și poziționarea companiilor selectate pe piață. Cea mai mare corelație este observată între BET și TLV (Banca Transilvania, 0,767), urmată de BET și SNP (OMV Petrom, 0,649) și BET și BRD (BRD – Groupe Société Générale, 0,602). Aceste valori indică o corelație pozitivă puternică, sugerând că mișcările de preț ale acestor societăți sunt strâns aliniate cu tendințele generale ale pieței.

Acest lucru este de așteptat, deoarece aceste instituții financiare și din sectorul energetic joacă un rol semnificativ în componența BET. DIGI prezintă cea mai slabă corelație cu BET dintre societățile selectate. Acest lucru sugerează că mișcările prețului acțiunilor sale sunt relativ independente de indicele pieței, probabil din cauza naturii activității sale și a unor factori externi precum operațiunile internaționale.

TLV prezintă corelații moderate cu BRD, SNG și SNP, consolidând ideea că societățile financiare și energetice tind să evolueze în aceeași direcție ca răspuns la factorii macroeconomici.

DIGI are cele mai slabe corelații cu toate societățile, indicând un model de mișcare a prețurilor mai independent, posibil determinat de dinamica specifică sectorului mai degrabă decât de tendințele mai largi ale pieței.

H2O (Hidroelectrică) prezintă corelații scăzute cu alte acțiuni, cea mai mare fiind cu SNG, ceea ce poate reflecta o influență comună a sectorului energetic, dar indică totuși o performanță relativ independentă.

În Tabelul 8, ce acoperă anul 2024, se remarcă de asemenea corelații pozitive. DIGI rămâne cel mai puțin corelat cu indicele BET, deși corelația sa a crescut ușor. Această creștere poate sugera o integrare din ce în ce mai mare a mișcărilor acțiunilor DIGI cu tendințele generice ale pieței. Rezultatele confirmă în mare măsură tendințele observate anterior, dar arată o ușoară consolidare a corelațiilor în unele cazuri, în special pentru BET-DIGI, BET-H2O și SNP-TLV.

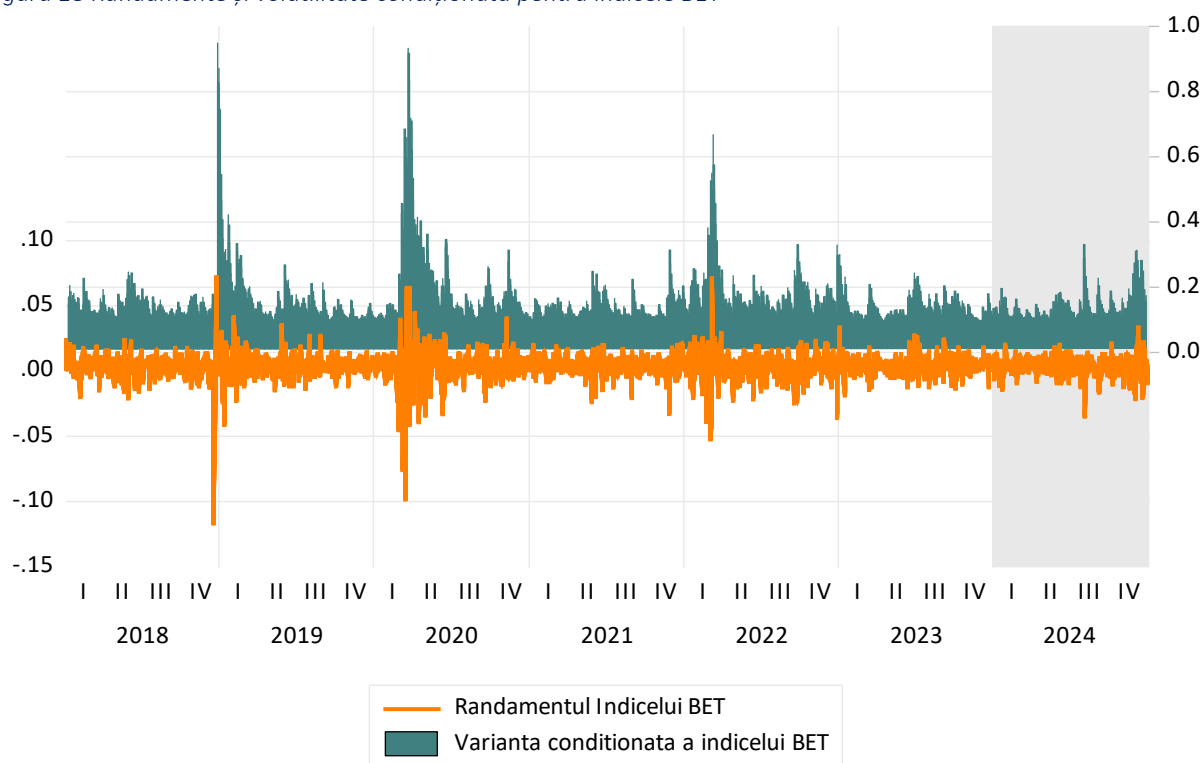
Tabelul 8 Corelații Spearman pentru perioada 2024 (ianuarie – decembrie)

	BET	BRD	DIGI	H2O	SNG	SNP	TLV
BET	1.000000	0.597790	0.370083	0.501747	0.580154	0.659989	0.764406
BRD	0.597790	1.000000	0.231812	0.208814	0.404864	0.267433	0.400138
DIGI	0.370083	0.231812	1.000000	0.153149	0.221230	0.232743	0.281125
H2O	0.501747	0.208814	0.153149	1.000000	0.261591	0.237513	0.211917
SNG	0.580154	0.404864	0.221230	0.261591	1.000000	0.330854	0.323741
SNP	0.659989	0.267433	0.232743	0.237513	0.330854	1.000000	0.470310
TLV	0.764406	0.400138	0.281125	0.211917	0.323741	0.470310	1.000000

Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

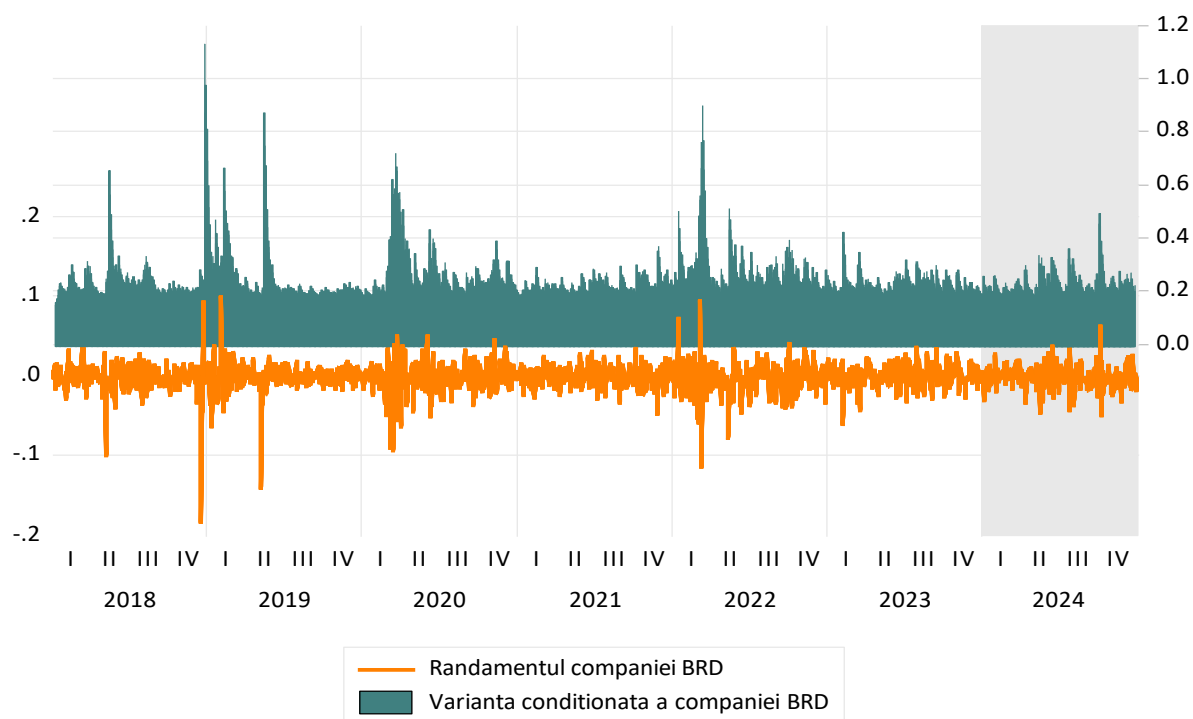
Se remarcă faptul că rezultatele analizei de corelație prezintă o dinamică specifică, determinată de dimensiunea eșantionului de date aferent companiei Hidroelectrică.

Figura 18 Randamente și volatilitate condiționată pentru indicele BET



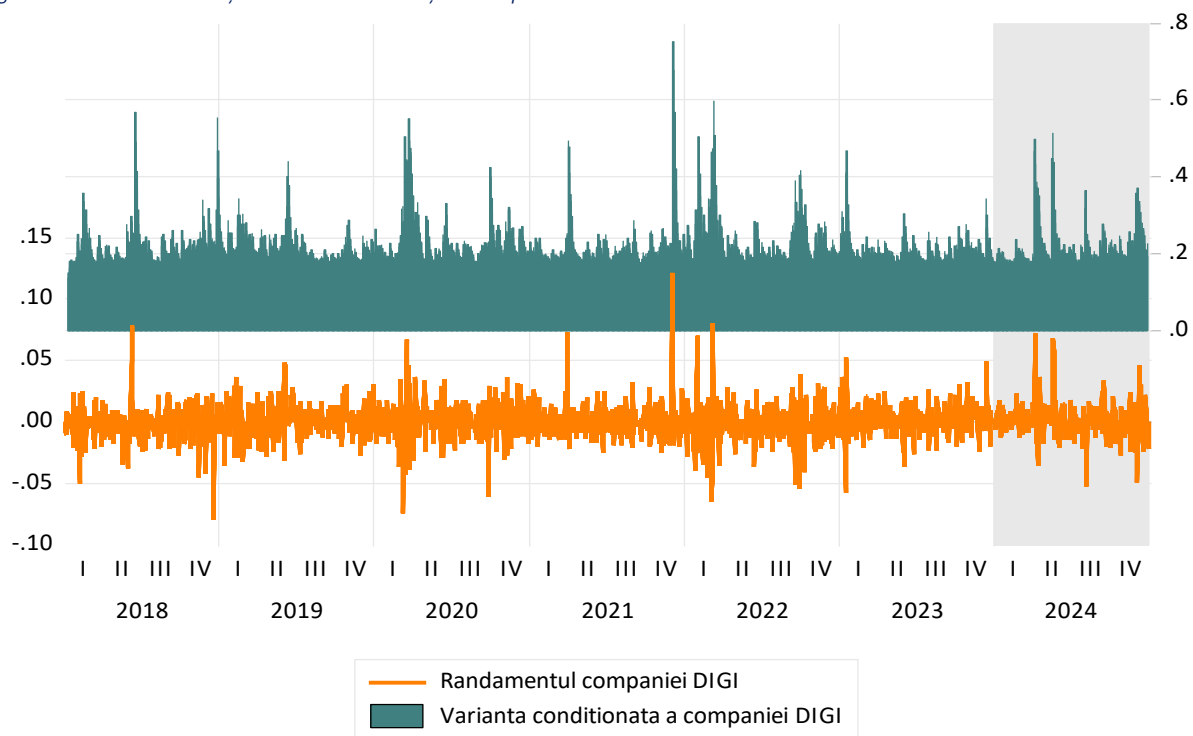
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 19 Randamente și volatilitate condiționată pentru BRD



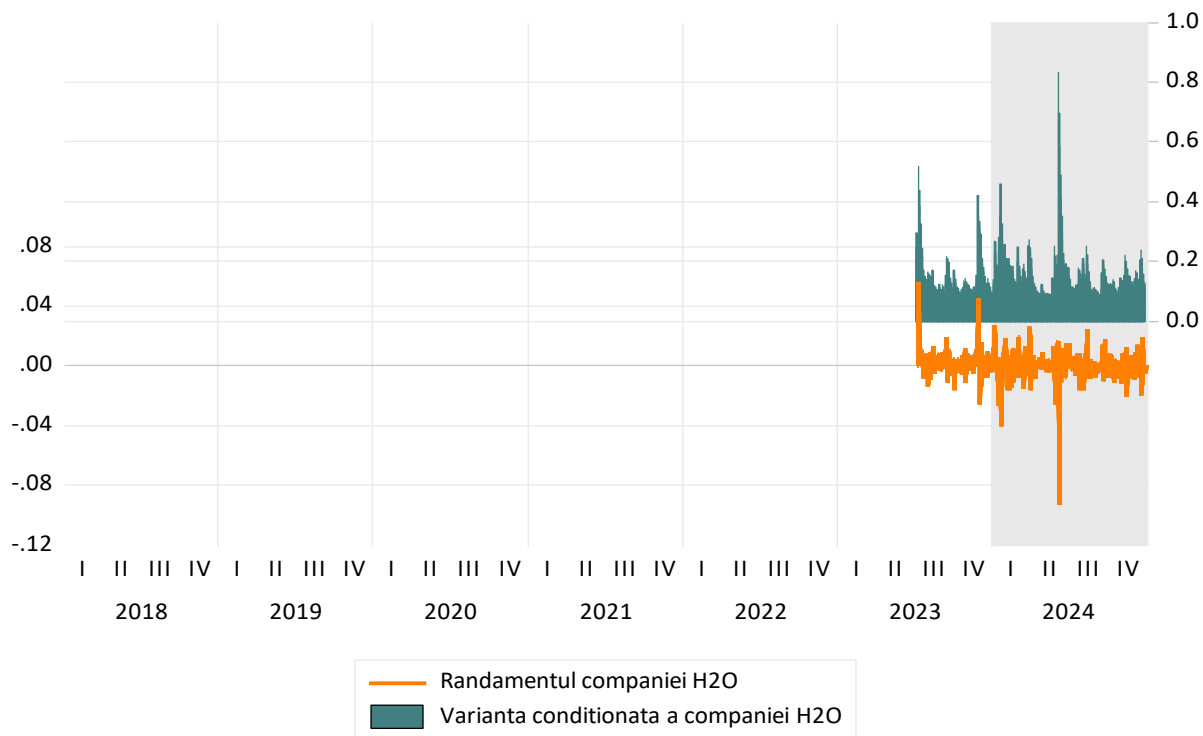
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 20 Randamente și volatilitate condiționată pentru DIGI



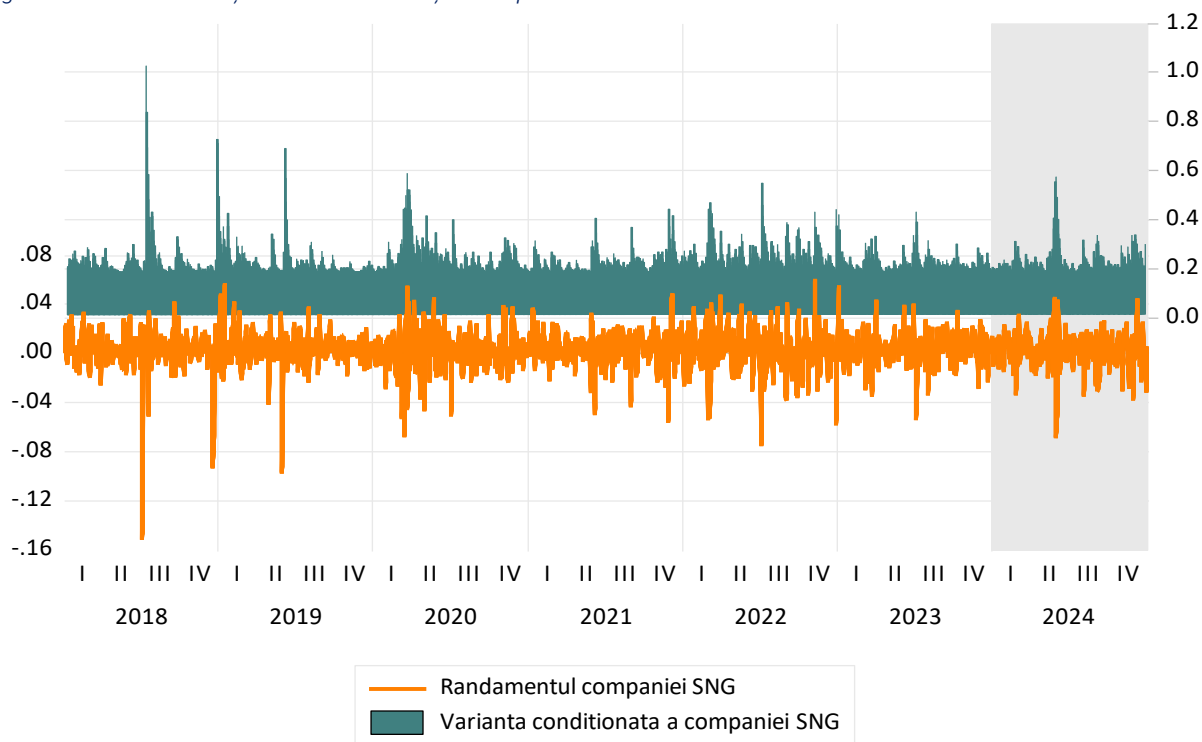
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 21 Randamente și volatilitate condiționată pentru H2O



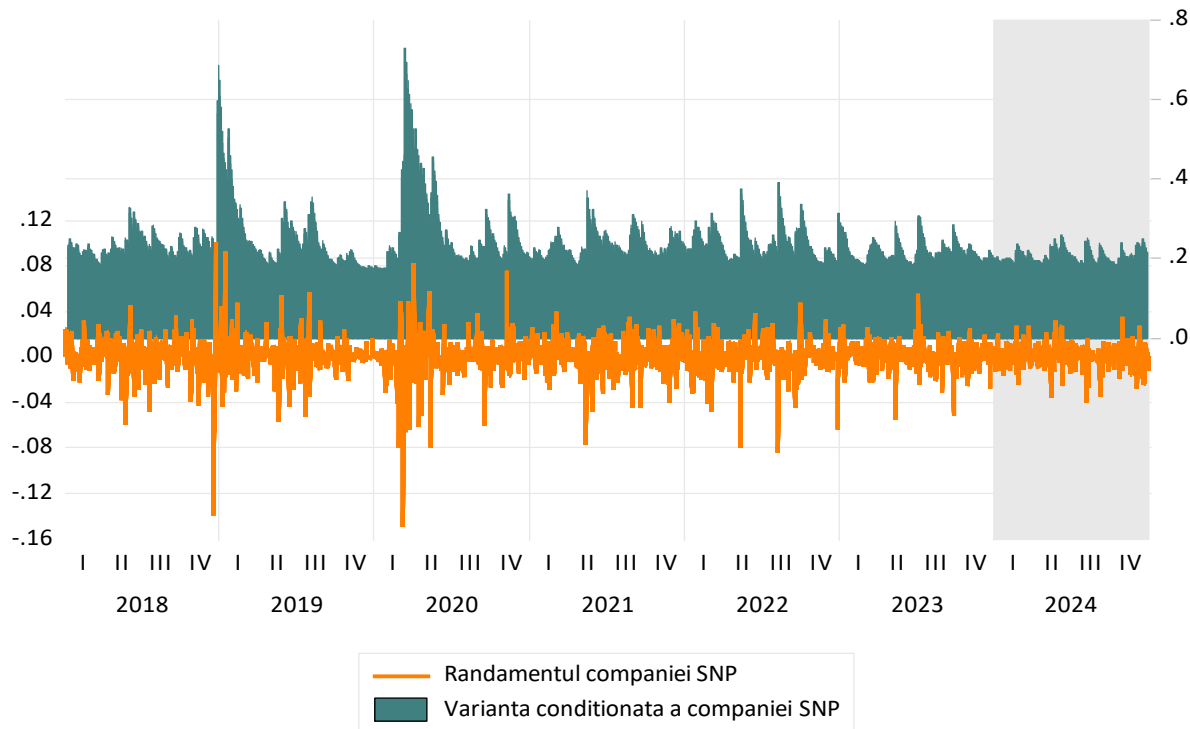
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 22 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNG



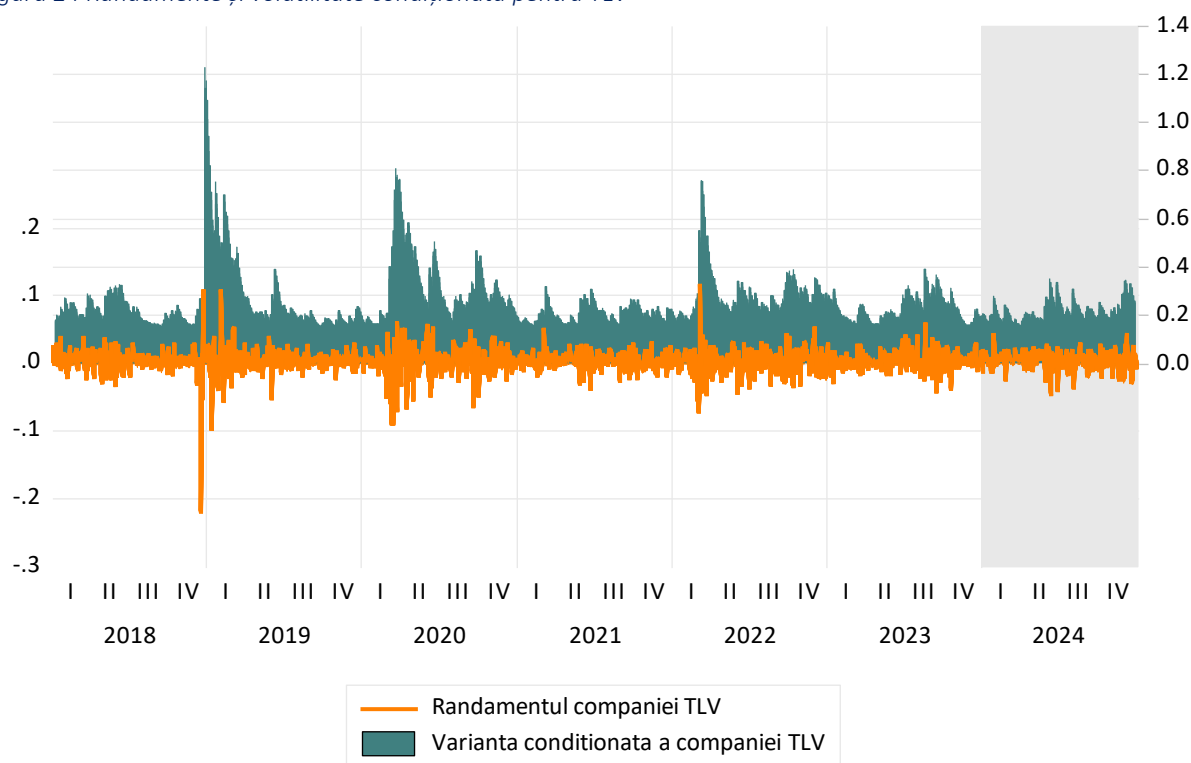
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 23 Randamente și volatilitate condiționată ă pentru SNP



Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 24 Randamente și volatilitate condiționată pentru TLV



Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Seria de figuri de mai sus oferă o reprezentare sintetică a evoluției randamentelor activelor financiare în raport cu dinamica varianței condiționate asociate acestora. Volatilitatea a fost estimată utilizând un model GARCH(1,1), iar valorile obținute sunt redactate pe axa din stânga, în timp ce randamentele sunt ilustrate pe axa din dreapta. Se observă că activele financiare tind să prezinte dinamici similare atât în ceea ce privește randamentele, cât și volatilitatea, în jurul unor momente critice, inclusiv pe parcursul anului 2024.

Cu excepția companiilor SNP și TLV remarcăm episoade de creștere abruptă de volatilitate la nivelul anului 2024 pentru toate companiile incluse în eșantion. Evoluții particulare sunt observate pentru: H2O (ianuarie și în special iunie 2024), DIGI (aprilie – mai 2024), SNG (iunie) și BRD (iulie și octombrie). Finalul anului 2024 este dominat de o tendință generală a creșterii volatilității companiilor din eșantion, însă cu puncte maxime inferioare celor descrise anterior.

Figura 25 Valoarea-la-Risc (VaR, 95%)



Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

În Figura de mai sus sunt ilustrate rezultatele analizei statistice *Value at Risk* (VaR) pentru companiile incluse în eșantion. Zona hașurată delimitează perioada de studiu care face obiectul acestui raport. Într-o perspectivă generală, toate companiile analizate prezintă variații semnificative ale VaR în diverse intervale de timp, reflectând episoade de risc financiar ridicat. Pentru anul 2024, se observă o tendință generală de creștere a valorilor VaR pentru toate activele. În plus, dinamici specifice sunt identificate în cazul companiilor DIGI, H2O și SNG.

Analiza evidențiază o variabilitate semnificativă a rezultatelor modelului CoVaR pentru companiile incluse în eșantion. Această diversitate este determinată, în principal, de apartenența firmelor la sectoare economice diferite, fiecare caracterizat prin dinamici specifice. În plus, literatura de specialitate identifică și alți factori ce contribuie la acest grad de eterogenitate, precum percepția pieței, poziția financiară a companiilor, condițiile de piață, precum și dimensiunea și ponderea acestora în indicii bursieri.

Pentru perioada 2018 – 2024, se observă episoade de creștere simultană a contribuțiilor la risc în următoarele intervale: decembrie 2018 – februarie 2019, mai 2019, martie 2020 – iunie 2020, martie – mai 2022, septembrie 2022, mai – iulie 2024 și decembrie 2024.

La nivelul anului 2024, cele mai consistente acumulări de risc sistemic sunt vizibile pentru lunile mai, iulie și decembrie (top 10% din valori), principala tendință fiind de creștere a contribuțiilor de risc la nivelul celui de-al doilea semestru al anului.

Figura 26 Valoarea-la-Risc Condiționată (CoVaR, 95%)



Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

Analizând contribuțiile de risc la nivel de companie, remarcăm o creștere semnificativă a contribuției H2O la începutul anului. Companiile din sectorul bancar incluse în analiză manifestă tendințe moderate în termeni de risc sistemic. Mai mult, tendințele pentru anul 2024 sunt consistente cu fluctuațiile remarcate pentru perioadele anterioare. Pe de altă parte, DIGI și SNG manifestă fluctuații care rămân în intervalele

observate istoric. Valorile observate pentru SNG prezintă creșteri minore, însă o traiectorie foarte stabilă la nivelul anului 2024. Acest fapt sugerează că sectorul energetic nu a generat o doză substanțială de risc sistemic la nivelul acestui interval de analiză.

Figura 27 Pierdere Marginală Așteptată (MES, 95%)



Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

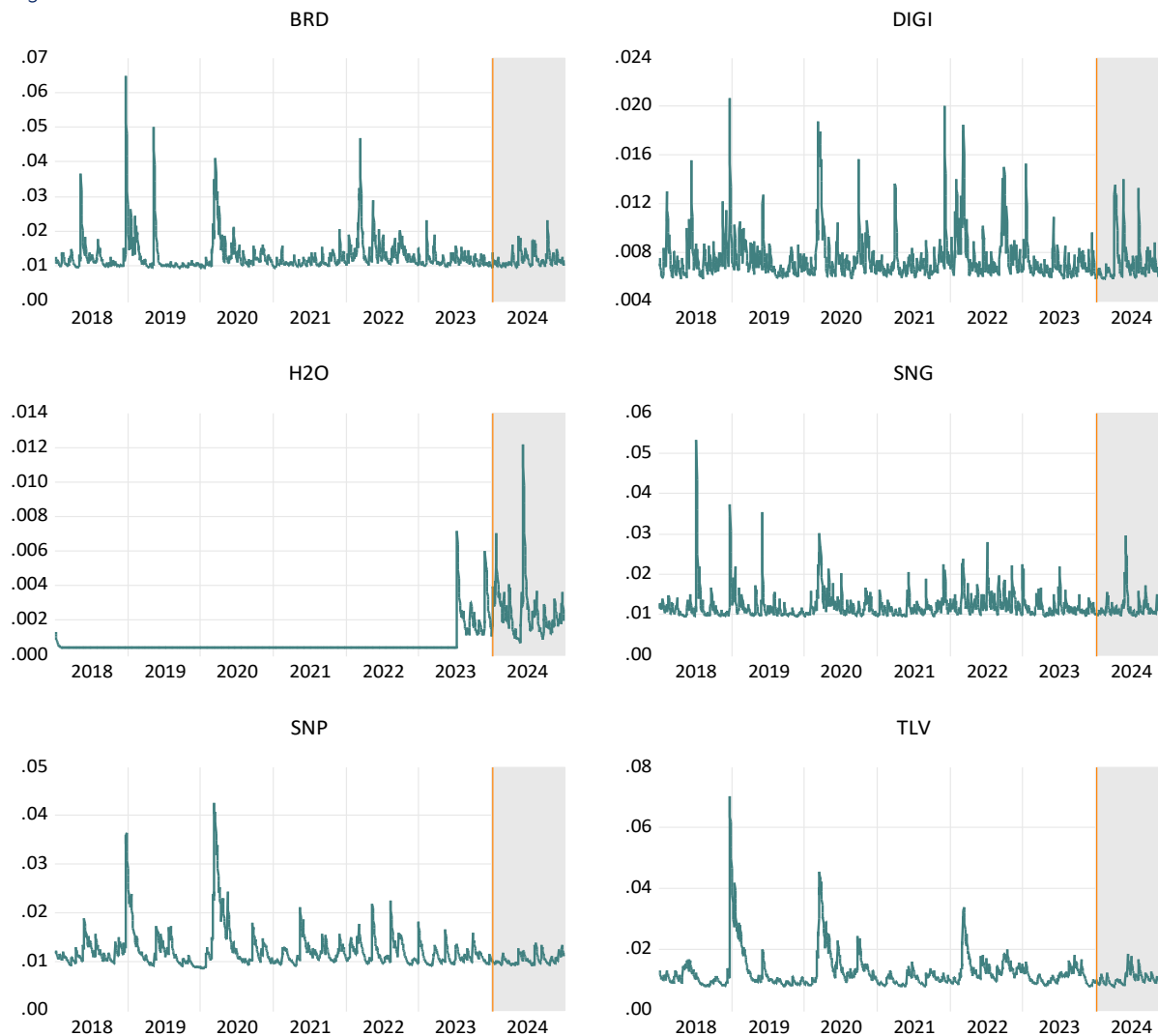
Specificația denumită Pierdere Marginală Așteptată (Marginal Expected Shortfall, MES) estimează pierderea anticipată aferentă unei anumite companii în condițiile unui șoc sistemic, pentru un nivel de încredere de 95% și un nivel de semnificație de 5%. O diferență substanțială comparativ cu măsura precedentă derivă din faptul că specificația MES are proprietatea de a indica vulnerabilitatea companiilor la riscul sistemic.

Pentru intervalul 2018 – 2024, cele mai ridicate valori au fost înregistrate în următoarele perioade: mai – iulie 2018, decembrie 2018 – martie 2019, februarie – mai 2020, martie 2022,

septembrie – octombrie 2022, decembrie 2022 și decembrie 2024. Pentru anul 2024, cele mai mari valori detectate cu ajutorul specificației MES se regăsesc în intervalul mai – iunie și decembrie.

La nivel de companie, în anul 2024, statistica MES calculată pentru dinamica BRD rămâne relativ stabilă, cu fluctuații minore, fără vârfuri semnificative. Rezultatele pentru DIGI au o traiectorie volatilă, cu perioade de creștere, însă fără modificări extreme. H2O manifestă creșteri bruște ce sugerează un palier de risc superior. În cazul SNG se observă o traiectorie ce rămâne stabilă, cu vârfuri ocazionale, dar fără perturbări majore. Evoluții fără momente majore de creștere a contribuției de risc sunt vizibile și pentru SNP și TLV.

Figura 28 Rezultate model Delta CoVaR



Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

Pentru testarea nivelului de robustețe pentru rezultatele descrise anterior, prezenta analiză utilizează modelul ΔCoVaR (Delta Conditional Value at Risk) pentru a măsura contribuția unei instituții financiare la riscul sistemic. Acesta a fost introdus de Adrian și Brunnermeier (2011) ca o extensie a CoVaR (Conditional Value at Risk), oferind o perspectivă mai clară asupra impactului individual al unei instituții asupra întregului sistem financiar.

Figura de mai sus prezintă rezultatele obținute pentru specificația ΔCoVaR . Aceasta confirmă în general observațiile obținute în cadrul analizelor precedente.

La nivelul eșantionului extins (2018 – 2024), perioadele cu creșteri de risc pentru majoritatea companiilor sunt următoarele: mai 2018, decembrie – martie 2019, martie – iunie 2020, martie 2022, septembrie – octombrie 2022 și mai – iunie 2024.

Pentru anul 2024, cele mai mari valori ale riscului sistemic sunt vizibile în intervalul mai – august și la nivelul lunii decembrie. Rezultatele observate la nivel de companie sunt simetrice cu cele raportate mai sus.

În concluzie, în 2024 au fost observate episoade de creștere a riscului sistemic la nivelul pieței din România. Cele mai consistente evidențe în acest sens sunt vizibile în cazul H2O, probabil din cauza unor factori specifici sectorului economic. Eșantionul de date folosit pentru H2O la nivelul acestei analize manifestă o serie de particularități ce derivă din momentul de listare a companiei și care limitează capacitatea de comparabilitate a rezultatelor, în special pe termen lung.

Instituțiile bancare reprezentate de BRD și TLV continuă să manifeste relevanță sistemică, fapt ce indică că o evoluție problematică a acestora poate amplifica riscul la nivelul întregului sistem financiar.

Traectoria manifestată de SNP continuă să rămână stabilă, ceea ce se traduce într-o contribuție scăzută la dinamica stresului financiar.

Creșterea riscului sistemic din anul 2024 a fost generată de un mix de factori macroeconomici externi, factori de natură politică precum și de dificultăți specifice fiecărei companii din eșantionul analizat.

3.2.3. Analiza fenomenului de formare de bule speculative indicele BET

Teoria bulelor raționale este un concept de teorie economică care explică existența unor creșteri accelerate (bule) ale prețurilor activelor determinate de un comportament rațional al investitorilor. Aceasta contrastează cu viziunea tradițională conform căreia bulele sunt fenomene pur iraționale, generate de speculații și de comportamentul mimetic investițional. Astfel, o bulă irațională se referă la situația în care prețul unui activ crește în mod artificial din cauza speculațiilor și tranzacționării excesive în ciuda caracteristicilor fundamentale ale activului.

Teoria bulei raționale consideră că prețurile activelor pot crește uneori la niveluri ce depășesc valorile lor fundamentale (valoarea intrinsecă) care trebuie estimate prin alte modele cantitative, iar aceste creșteri de preț sunt determinate de investitori raționali care iau decizii pe baza elementelor economice

fundamentale și a informațiilor disponibile la momentul respectiv. Atât bulele iraționale, cât și cele raționale sunt dificil de identificat în timp real, deoarece participanții de pe piață tind să fie convinși că prețul actual reflectă valoarea reală a activului.

În cazul bulelor raționale, investitorii cumpără active cu speranța că prețurile vor continua să crească și în viitor. Aceste așteptări privind randamentele viitoare se bazează pe evaluări raționale ale condițiilor economice, cum ar fi veniturile viitoare preconizate sau creșterea profiturilor. Investitorii anticipează că aceste abateri se vor corecta în cele din urmă, pe măsură ce condițiile economice se vor schimba, și sunt dispuși să cumpere la prețuri ridicate deoarece cred că pot vinde activele în viitor la un preț și mai mare. Teoria bulei raționale este adesea asociată cu ipoteza pieței eficiente, care presupune că prețurile activelor reflectă toate informațiile disponibile în piață și, prin urmare, sunt întotdeauna la valoarea lor justă. Din acest punct de vedere, chiar dacă prețurile se abat temporar de la datele fundamentale, se consideră că dinamica acestora este un răspuns rațional la noile informații.

Unele dintre testele și abordările utilizate în mod obișnuit pentru identificarea bulelor prețurilor activelor se bazează pe: raportul preț/capital (P/E), raportul preț/valoare contabilă (P/B), modelele de evaluare fundamentală, cum ar fi modelele de actualizare a fluxurilor de numerar (eng. Discounted Cash Flow, DCF) sau modelele de actualizare a dividendelor (eng. Dividend Discount Model, DDM). Interpretarea acestor indicatori poate fi subiectivă și generează adesea rezultate fals pozitive, respectiv nu reușesc să identifice bulele reale ale prețurilor activelor sau mișcările explozive în seriile de date temporale atunci când acestea există.

Într-o serie de articole cu o mare influență asupra cercetării academice, Phillips, Wu și Yu (2011) și Phillips, Shi și Yu (2015) au dezvoltat un suport teoretic substanțial pentru testarea existenței bulelor speculative. După aceste contribuții, cele mai relevante proceduri de testare – SADF (Supremum augmented Dickey–Fuller, SADF) și versiunea generalizată a testului (GSADF) – au fost utilizate într-o serie de studii empirice în care caracterul exploziv al datelor este interpretat drept prezența unei bule speculative. Domeniul de acoperire a acestor cercetări a cuprins întregul spectru al piețelor financiare, de la investigații asupra piețelor acțiunilor (Nguyen și Waters, 2022) la studii asupra dinamicii valutare (Hu și Oxley, 2017).

Testele lui Phillips et al. (2011, denumit în continuare PWY) și Phillips et al. (2015) au utilizat modelul de actualizare a dividendelor (DDM)¹⁴ și au fost aplicate la inversul randamentului dividendelor, Preț/Dividend, ceea ce înseamnă că testul analizează dacă prețul se îndepărtează semnificativ față de dividendul așteptat. Ideea de bază din spatele testelor este detectarea situațiilor în care o serie de timp prezintă un comportament exploziv în sens ascendent, care este adesea asociat cu bulele prețurilor activelor.

¹⁴ Testele sunt explicate succint în Anexa 2.

Bula rațională poate fi exprimată pur și simplu ca diferența dintre prețul de piață al activului la un moment dat P_t și valoarea sa fundamentală (P_t^*).

$$B_t = P_t - P_t^*$$

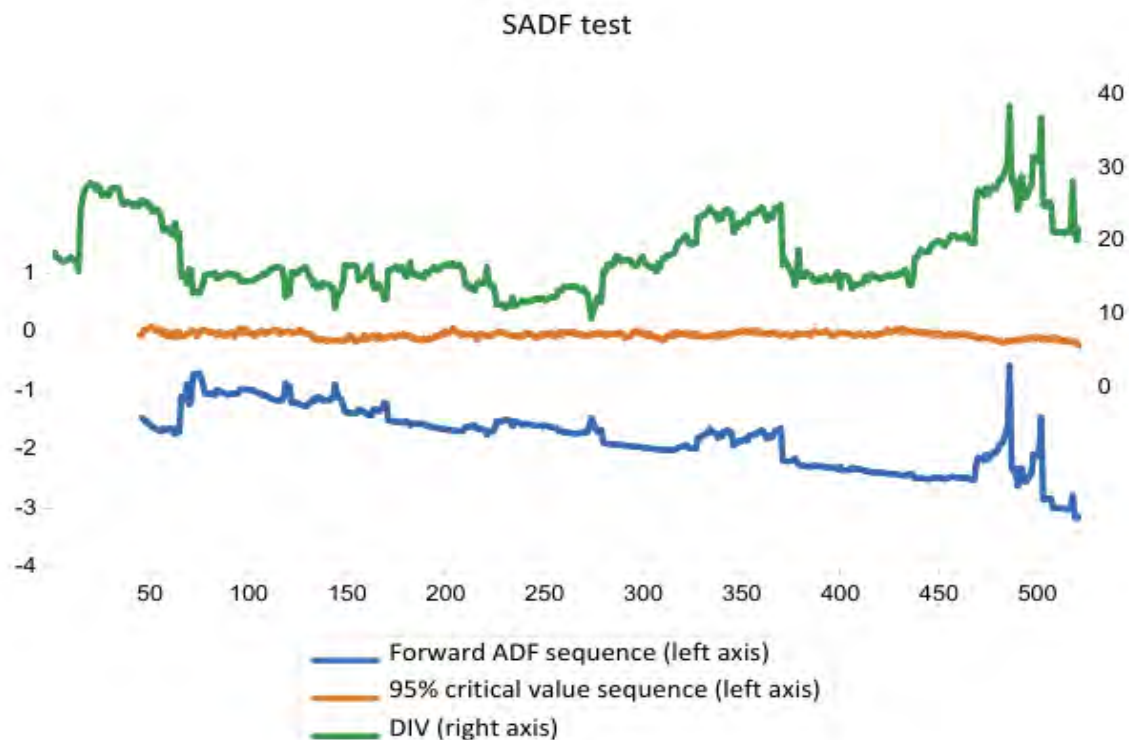
Bulele din prețurile activelor sunt abateri de la valoarea fundamentală. Dacă $B_t > 0$, atunci există o bulă care induce o dinamică explozivă în seria temporală a prețurilor P_t .

Testul SADF se bazează pe testul ADF, care testează dacă o serie de timp este nestaționară, cu un comportament exploziv în coada dreaptă a distribuției. Testele pentru bule raționale Phillips et al. (2015) pot genera rezultate fals pozitive din următoarele motive:

- Volatilitatea pe termen scurt sau fluctuațiile temporare ale prețului acțiunilor pot duce uneori la depășirea valorilor critice ale statisticii testului, sugerând un comportament exploziv sau existența unei bule speculative;
- Fundamente puternice: în cazul în care compania are fundamente financiare puternice și în curs de îmbunătățire, cum ar fi creșterea veniturilor, profiturilor și a cotei de piață, creșterea pe termen lung a prețului acțiunilor sale ar putea fi justificată. Deoarece testul nu ține cont de astfel de factori fundamentali, acesta poate produce rezultate fals pozitiv. Bulele speculative pot fi determinate atât de dinamica pieței financiare, cât și de factorii economici fundamentali, iar testul poate să nu i surprindă în mod eficient pe aceștia din urmă;
- Sentimentul pieței: Testul poate fi, de asemenea, influențat de sentimentul pieței și de comportamentul speculativ. În cazul în care există o creștere temporară a sentimentului pozitiv sau a tranzacțiilor speculative cu acțiuni, aceasta ar putea duce la un fals pozitiv, chiar dacă elementele fundamentale de bază rămân puternice;
- Date istorice limitate: Acuratețea testelor poate fi afectată de lungimea datelor istorice disponibile. În cazul în care seriile de timp sunt relativ scurte, testele generează rezultate fals pozitive, deoarece dispune de mai puține informații pentru a distinge între volatilitatea pe termen scurt și un comportament exploziv autentic;
- Serii de date care conțin rupturi structurale: de exemplu, statistica testului poate fi eronată pentru companiile care nu au plătit dividende în perioada pandemiei sau au restricționat plata dividendelor;
- Robustețea testelor: frecvența la care este realizat testul poate influența rezultatele.

În Figura 29 este aplicat testul SADF pentru a detecta dacă indicele BET a înregistrat o dinamică explozivă în 2024, în condițiile în care piața de capital a înregistrat o creștere rapidă peste nivelul de echilibru. Testul SADF a fost aplicat pentru robustețe atât pe seriile lunare, cât și pe cele săptămânale ale indicatorului Preț/Dividend. Seriile de date au fost extrase din platforma LSEG pentru o perioadă de 10 ani (2014 - 2024).

Figura 29 Test SADF pentru detectarea unei dinamice de tip bulă rațională pentru indicele BET



Sursa: LSEG, calcule ASF

Legenda: DIV=este inversul raportului dividend/preț, 95% valoare critică; Forward ADF=valoarea testului statistic

Linia verde reprezintă inversului raportului dividend/preț (DIV), reprezentat pe axa din dreapta. Linia albastră indică secvența ADF în ferestre recursive (axa din stânga). Această secvență nu intersectează niciodată linia portocalie, care reprezintă valoarea critică de 95%, indicând că, în niciun moment, statistica ADF înainte nu depășește pragul critic. Comportamentul statisticii ADF este suficient de stabilă, iar deși există variații ascendente și descendente, nu se semnalează niciun episod exploziv semnificativ din punct de vedere statistic.

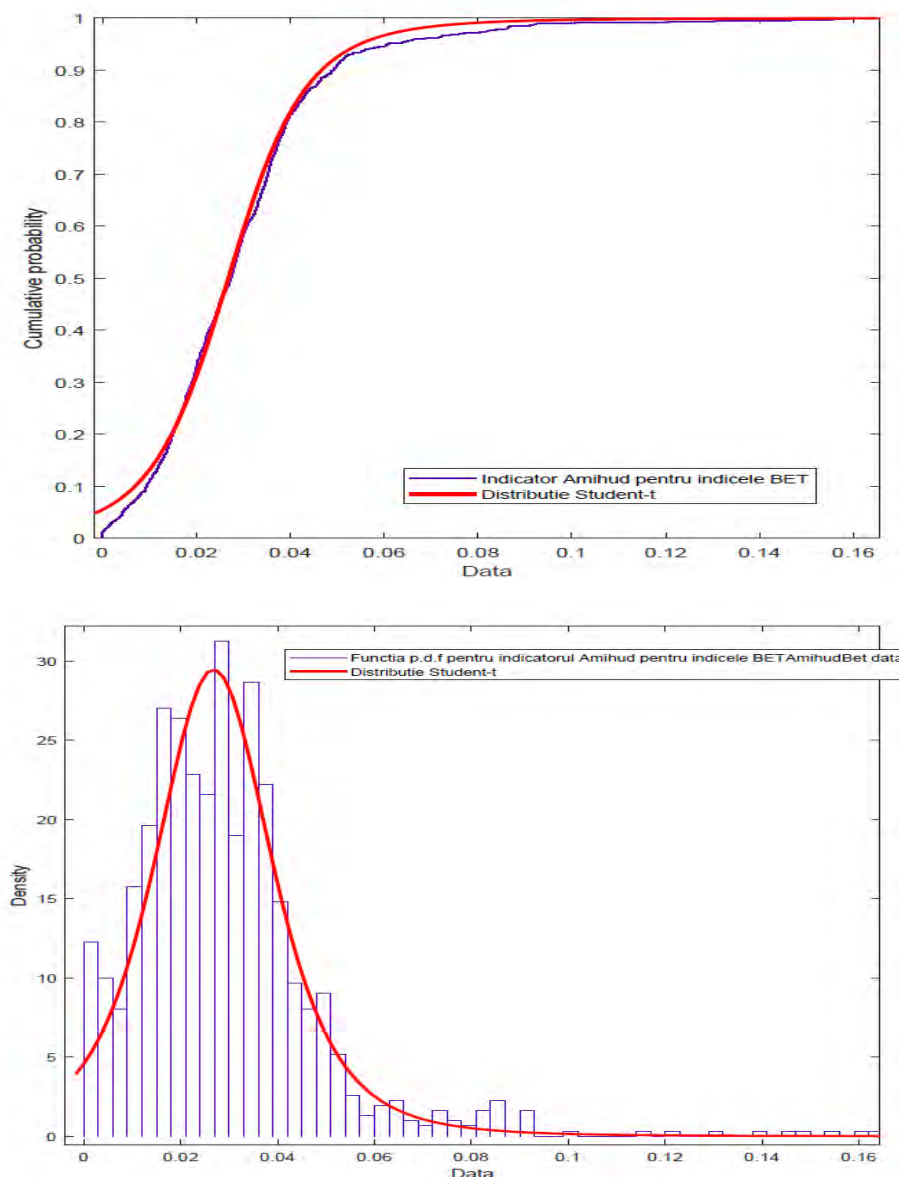
Nu există dovezi ale unui comportament exploziv sau ale unor dinamici de tip bulă în seria analizată pentru perioada analizată. Dintr-o perspectivă de politică economică sau investițională, acest rezultat sugerează că nu există indicii cu privire la evenimente de exuberanță irațională sau de formare a unei bule speculative în seria analizată în intervalul de timp observat.

Legătura dintre lichiditatea sistemică și apariția bulelor speculative

Indicatorul Amihud se calculează ca raport între randamentele absolute și volumul de tranzacționare. Acesta a fost introdus de Yakov Amihud în 2002. O valoare ridicată a indicatorului indică o reducere a lichidității pieței și/sau fluctuații semnificative ale prețurilor activelor pentru un volum în scădere. O valoare redusă a indicatorului indică o piață lichidă cu volume mari de tranzacționare.

Media indicatorului Amihud în 2024 a fost de 0,015, ceea ce arată că din punct de vedere statistic, lichiditatea a fost ridicată și se situează în primele 10 percentile (10%) pentru eșantionul estimat. Indicatorul Amihud a fost calculat pe date zilnice pentru ultimii 4 ani.

Figura 30 Funcțiile de distribuție și densitate pentru indicatorul de lichiditate Amihud



Sursa: LSEG, calcule ASF

3.2.4. Riscurile sistemice exogene la nivelul pieței de capital din România

Datele financiare au adesea modele de dependență complexe, cum ar fi nesimetria și dependența pentru valorile extreme. Pentru seriile de randamente financiare, dependențele dintre acestea apar la valori extreme care se manifestă fie în timpul crizelor financiare fie în perioadele de expansiune economică în cazul în care ciclurile economice se sincronizează.

Analiza dependențelor dintre indicii bursieri europeni a evidențiat structura relațiilor de interdependență dintre 26 de indici bursieri europeni înregistrată în 2024 cu ajutorul unui arbore de distribuții bivariate. Fiecare conexiune dintre doi indici reflectă o relație specifică de dependență, caracterizată de o anumită distribuție (Gaussiană, Student-t, Clayton etc.), parametrii de dependență, coeficientul Kendall's tau (cuantifică nivelul corelației) și nivelurile de dependență extremă în coada superioară și inferioară (utd și ltd¹⁵).

Dependențele complexe nu pot fi surprinse de distribuția normală multivariată sau utilizând corelația dintre ele. Abordarea multivariată cu funcții de tip vine (C-vine, D-vine, R-vine) permite luarea în considerare a acestor modele de dependență.

Din punct de vedere econometric, estimarea dependențelor multivariate pentru piața de capital din Europa este realizată pe baza următorilor pași: sunt estimate modelele GARCH pentru fiecare serie de randamente săptămânale logaritmice, specificația include un model asimetric GARCH; inovațiile sunt de tipul Student-t; analiza exploratorie a seriilor a fost realizată cu ajutorul statisticii Kendall tau; la pasul următor sunt estimate modele de tipul C-vines utilizând o procedură de selecție (Czado et al, 2012) care permite mai multe tipuri de familii de distribuții precum Student t, Clayton, Gumbel, Frank și rotații pentru acestea; parametrii obținuți pentru modelele C-vine sunt reduși cu ajutorul testelor de independență.

În figura următoare este prezentat arborele de distribuții pentru cei 26 de indici analizați, care este o rețea de distribuții a indicilor europeni bursieri. Astfel fiecare distribuție marginală este legată de altă distribuție marginală cu ajutorul altei distribuții bivariate.

¹⁵ *Upper Tail Dependence* (UTD) și *Lower Tail Dependence* (LTD) sunt doi indicatori esențiali care descriu comportamentul extrem al piețelor financiare. Upper Tail Dependence (UTD) măsoară tendința ca doi indicatori bursieri să crească împreună în situații extreme. Dacă un indice bursier înregistrează o creștere bruscă și puternică, UTD indică probabilitatea ca și alt indice să urmeze aceeași direcție. Lower Tail Dependence (LTD), pe de altă parte, măsoară cât de probabil este ca doi indicatori bursieri să se prăbușească împreună în situații critice. Un LTD mare indică faptul că, atunci când una dintre piețe suferă o scădere severă, există o șansă considerabilă ca și cealaltă să fie afectată în mod similar. Valorile maxime pentru Upper Tail Dependence (UTD) și Lower Tail Dependence (LTD) sunt: 1, ceea ce înseamnă o dependență perfectă în coada respectivă (adică, dacă un indice crește extrem, celălalt face același lucru cu siguranță) sau 0, ceea ce indică absența dependenței în cozi, adică în evenimente extreme piețele nu sunt legate deloc și evoluează independent.

Mai multe perechi de indici bursieri prezintă interdependențe ridicate, ceea ce indică o probabilitate mare ca acestea să se miște sincronizat.

- Astfel puterea legăturii dintre indicii DAX (Germania) & CAC40 (Franța) este dată de un coeficient $\tau = 0.64$ și o distribuție bivariată *Survival Gumbel* și prezintă una dintre cele mai puternice relații, subliniind legăturile economice profunde și integrarea financiară dintre Germania și Franța.
- Indicii DAX și FTSEMIB (Italia) ($\tau = 0.60$, *Survival Gumbel*) indică o corelație puternică între piețele germane și italiene, posibil datorită sectorului industrial și bancar comun.
- Legătura dintre DAX & OMXS30 (Suedia) ($\tau = 0.60$, o distribuție bivariată BB1) subliniază expunerea financiară comună a economiilor germană și suedeză.
- OMXS30 & OMXH25 (Finlanda) ($\tau = 0.56$, o distribuție bivariată *Survival Gumbel*). Puterea legăturii dintre aceștia indică că piețele nordice tind să evolueze împreună, reflectând interconectarea sectorului bancar și tehnologic.
- DAX & AEX (Olanda) ($\tau = 0.58$, o distribuție bivariată *Frank*). Relația indică dependența economică strânsă între Germania și Olanda, în special în domeniul financiar și comercial.

Aceste dependențe ridicate sugerează că șocurile financiare într-una dintre aceste piețe (de exemplu, o criză bancară sau un declin macroeconomic) ar putea să se răspândească rapid către celelalte.

Indici bursieri cu dependențe moderate ($0.30 < \tau < 0.50$). Corelațiile moderate indică piețe care tind să evolueze împreună, dar cu un grad mai mic de sincronizare:

- FTSEMIB (Italia) & IBEX35 (Spania) ($\tau = 0.52$, o distribuție bivariată Student-t). Legătura indică că Piețele bursiere din Europa de Sud sunt corelate moderat, reflectând politici comune și riscuri macroeconomice similare.
- OMXH25 & LUXX (Luxemburg) ($\tau = 0.43$, o distribuție bivariată Gaussiană) indică o legătură între piețele nordice și piața financiară a Luxemburgului.
- DAX & BEL20 (Belgia) ($\tau = 0.46$, o distribuție bivariată *Gaussiană*). Corelația este explicabilă prin dependența economiei belgiene de tendințele din Germania.
- OMXS30 & OMXT (Estonia) ($\tau = 0.35$, o distribuție bivariată *Frank* copula). Interconectarea piețelor nordice și baltice reflectă integrarea economică regională.
- FTSEMIB & CAC40 ($\tau = 0.42$, o distribuție bivariată *Frank*). Există o relație moderată între Italia și Franța, în special în sectorul bancar și industrial.

Aceste conexiuni sugerează riscuri de contagiune parțială, piețele cu dependențe moderate reacționând similar la șocuri economice comune, dar păstrând un anumit grad de independență.

Indici bursieri cu dependențe reduse ($\tau < 0.30$). Există perechi de indici bursieri care prezintă corelații scăzute sau aproape inexistente, indicând un comportament mai independent:

- WIG20 (Polonia) & SOFIX (Bulgaria) ($\tau = 0.09$, o distribuție bivariată *Frank*). Cei doi indici evoluează independente, pe fondul diferențelor în lichiditate și dezvoltare a pieței.
- BET (România) & CROBEX (Croatia) ($\tau = 0.08$, o distribuție bivariată *Survival Joe*). Cei doi indici sunt relativ izolate, dar reacționează similar la fel la știrile negative.
- LUXX & MSE (Malta) ($\tau = -0.11$, o distribuție bivariată *Rotated Tawn Type 2*). Cei doi indici au o corelație negativă, ceea ce înseamnă că atunci când una dintre piețe crește, cealaltă tinde să scadă.

- OMXR (Letonia) & SOFIX ($\tau = -0.07$, o distribuție bivariată *Tawn270*). Indică o relație negativă, ceea ce sugerează evoluții bursiere în direcții opuse.

Unele perechi de indici manifestă dependențe extreme în perioade de criză. Structura dependenței în cozi indică indicii bursieri care tind să se prăbușească împreună în timpul crizelor.

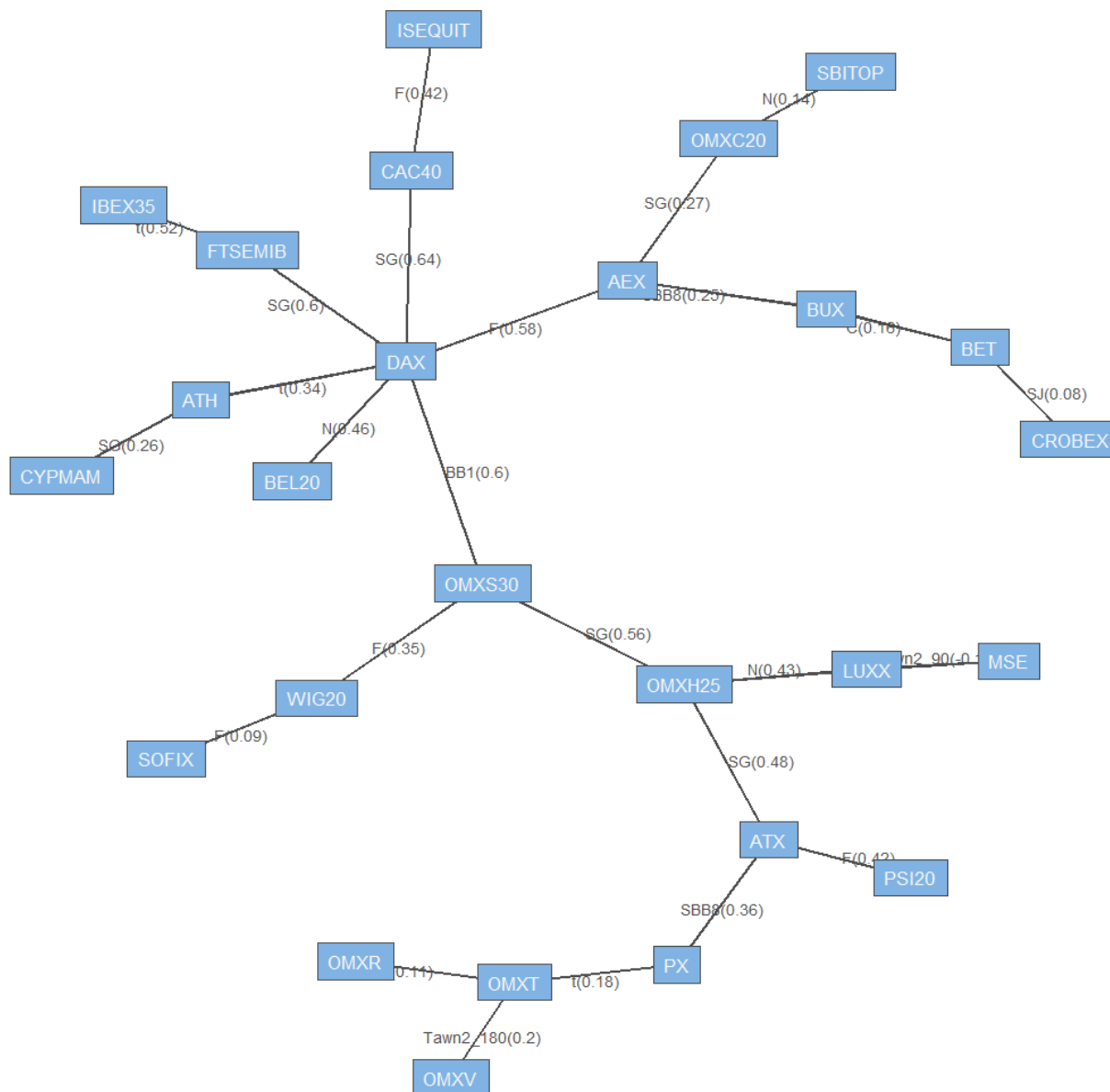
- DAX & CAC40 ($\tau = 0.64$, UTD = 0.43, LTD = 0.43). Cei doi indici se mișcă împreună atât în creșteri, cât și în declinuri severe.
- OMXS30 & OMXH25 ($\tau = 0.56$, LTD = 0.54). În mod similar și indicii nordici sunt vulnerabili la șocuri financiare comune.
- FTSEMIB & IBEX35 ($\tau = 0.52$, UTD = 0.35, LTD = 0.35) manifestă o corelație moderată în crize, reflectând riscuri macroeconomice similare în Europa de Sud.

Rezultatele analizei sugerează existența unor clustere regionale:

- Indicii bursieri de pe piețele centrale europene (DAX, CAC40, AEX, BEL20) manifestă interdependențe puternic datorită integrării economice și politicilor monetare comune.
- Piețele nordice (OMXS30, OMXH25, OMXT) sunt corelate puternic, dar mai vulnerabile la șocuri financiare extreme.
- Piețele Sud-Europene (FTSEMIB, IBEX35, PSI20) au o corelație moderată, explicabilă prin structuri industriale similare.
- Piețele Est-Europene (WIG20, BET, SOFIX, CROBEX) sunt mai puțin corelate, indicând o integrare financiară redusă în spațiul economic european

Analiza de clusterizare a indicilor bursieri realizată cu ajutorul distribuțiilor bivariante pentru indicii bursieri europeni doar pentru anul 2024 evidențiază existența clară a unor dependențe regionale, un grad ridicat de interconectivitate între piețele centrale și importanța structurilor de co-dependență în perioadele de criză.

Figura 31 Dependențe multivariate dintre indicii reprezentativi pentru piața de capital europeană



Sursa: LSEG, calcule ASF

Legendă: tip de funcție bivariată - N=Gaussiană, SG=Survival Gumbel, BB1, BB7, SBB1=Survival BB1, SBB7=survival BB7

Romania (BET), Austria (ATX), Belgia (BEL20), Bulgaria (Sofix), Croația (CROBEX), Cipru (CYPMAM), Cehia (PX), Finlanda (OMXH25), Franța (CAC40), Germania (DAX), Grecia (ATH), Ungaria (BUX), Italia (FTSEMIB), Luxemburg (LUXX), Euronext (ISEQUIT), Malta (MSE), Olanda (AEX), Polonia (WIG20), Portugalia (PSI20), Slovenia (SBITOP), Spania (IBEX35), Suedia (OMXS30), Estonia (OMXT), Lituania (OMXV), Danemarca (OMXC20), Letonia (OMXR).

3.3. Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa

Nivelul de echilibru al pieței de capital este nivelul normal de piață, o variabilă neobservabilă (latentă), care poate fi estimată statistic. Estimarea nivelului de echilibru este importantă pentru analiza stabilității pieței de capital, pentru că oferă un nivel de referință.

Nivelul de echilibru este crucial pentru analiza stabilității pieței financiare, întrucât oferă:

- Un punct de referință pentru evaluarea valorilor activelor;
- Un indicator al sustenabilității creșterii pieței;
- O bază pentru anticiparea riscurilor sistemice, cum ar fi crizele financiare.

Reprezentarea grafică a nivelului de echilibru și a benzilor de încredere (90%) indică nivelul de echilibru, intervalele de încredere pentru acesta și valorile zilnice de închidere pentru indicii reprezentați. Benzile de încredere definesc *variabilitatea așteptată*. Când indicii bursieri se deplasează în afara acestor benzi, sugerează fie o perioadă de optimism excesiv (peste banda superioară) sau o perioadă de stres financiar (sub banda inferioară).

O piață care se află semnificativ peste nivelul de echilibru poate indica o posibilă bulă speculativă, în timp ce o piață mult sub echilibru poate reflecta o subevaluare a activelor sau o recesiune economică.

Depășirea nivelului de echilibru poate indica o perioadă de creștere nesustenabilă a pieței financiare sau o modificare a nivelului de echilibru pe fondul modificării factorilor fundamentali care afectează economia (ex: progresul tehnologic).

Scăderea pieței sub nivelul de echilibru poate indica o perioadă temporară de stres financiar, efecte de contagiune sau modificarea nivelului de echilibru ca urmare a unei perioade de recesiune economică. Scăderea pieței sub nivelul de echilibru poate indica:

- O criză de încredere sau o perioadă de stres financiar.
- Efecte de contagiune, unde problemele dintr-un sector sau țară afectează piețele mai largi.
- Reajustarea echilibrului pe fondul recesiunilor economice, unde valorile activelor sunt recalibrate în funcție de noile condiții macroeconomice.

În acest context, monitorizarea nivelului de echilibru poate ajuta autoritățile și investitorii să înțeleagă dacă fluctuațiile pieței sunt parte a unui ciclu normal sau semnalează riscuri sistemice.

Evoluția indicelui poate fi reprezentată ca sumă dintre procesul de medie și procesul de șocuri economice. Astfel, estimarea nivelului de echilibru al indicelui pieței de capital din România se poate realiza cu un model de tipul nivel local (*Local Level model*¹⁶) estimat cu filtrul Kalman.

$$Indice_t = medie_t + socuri_t, socuri_t \sim NID(0, \sigma_\epsilon^2)$$

$$Medie_{t+1} = medie_t + erori_t, erori_t \sim NID(0, \sigma_\epsilon^2)$$

¹⁶ Durbin, J. and Koopman, S.J., 2012. *Time series analysis by state space methods*. Oxford University Press.

Dinamica mediei este dată de valoarea din ziua anterioară la care se adaugă erorile de măsurare și este modelat ca un proces stocastic. Erorile de măsurare sunt datorate modificării compoziției indicelui, a ponderilor companiilor existente etc. Nivelul la echilibru al indicelui pieței de capital este trasat de medie, a cărei dinamică este latentă (neobservabilă).

Modelul filtrului Kalman este adecvat pentru această estimare deoarece:

- Filtrează zgomotul pieței pentru a identifica tendințele fundamentale.
- Actualizează estimările în timp real pe baza noilor date.
- Oferă intervale de încredere pentru nivelul de echilibru, ajutând la identificarea abaterilor semnificative.

Un aspect esențial al modelului este includerea erorilor de măsurare, care pot fi generate de:

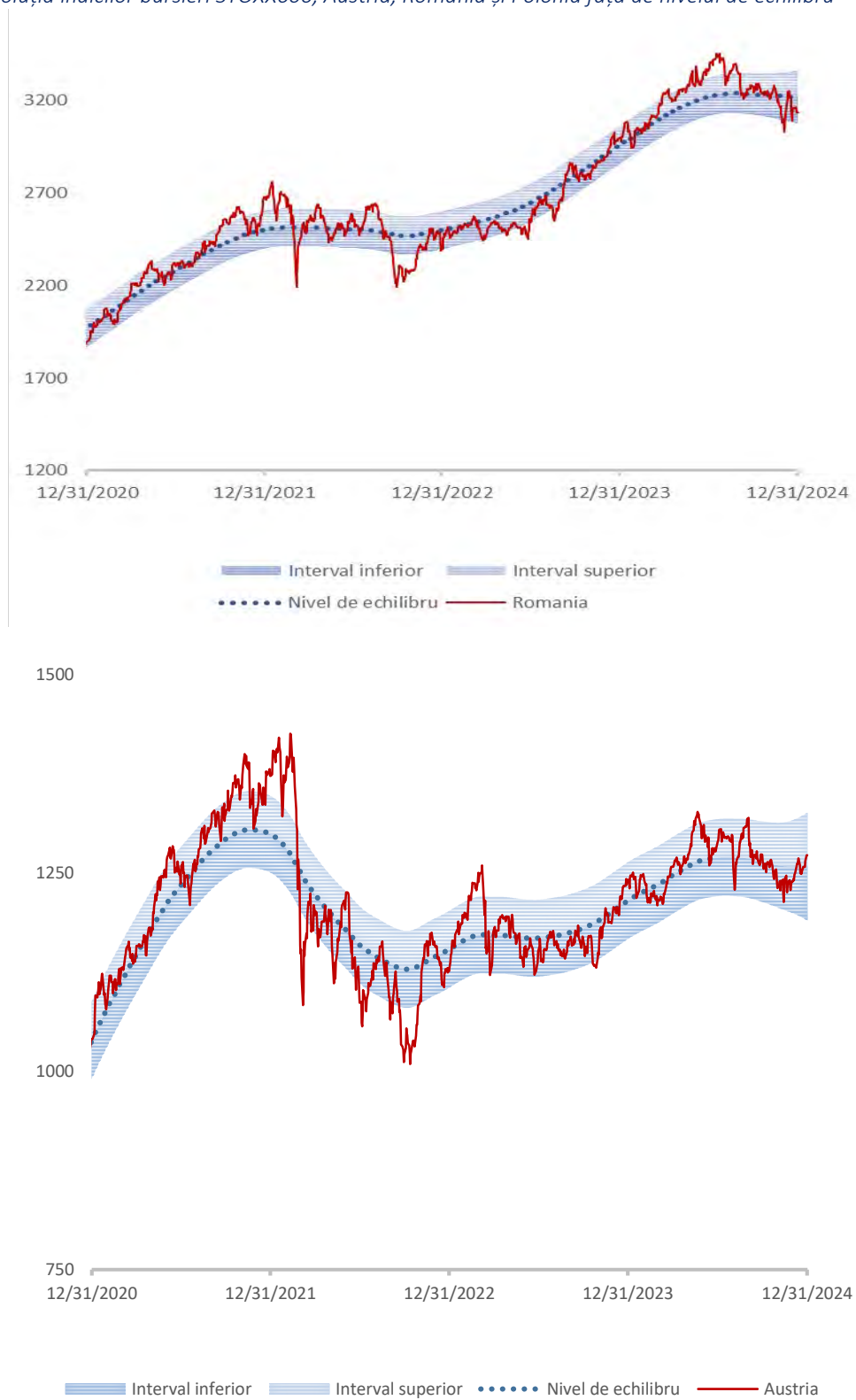
- Modificarea compoziției indicelui bursier (inclusiunea/exclusiunea unor acțiuni);
- Schimbarea ponderilor acțiunilor (rebalansarea indicelui);
- Factori macroeconomici exogeni (schimbări de reglementare, politici monetare, șocuri externe).

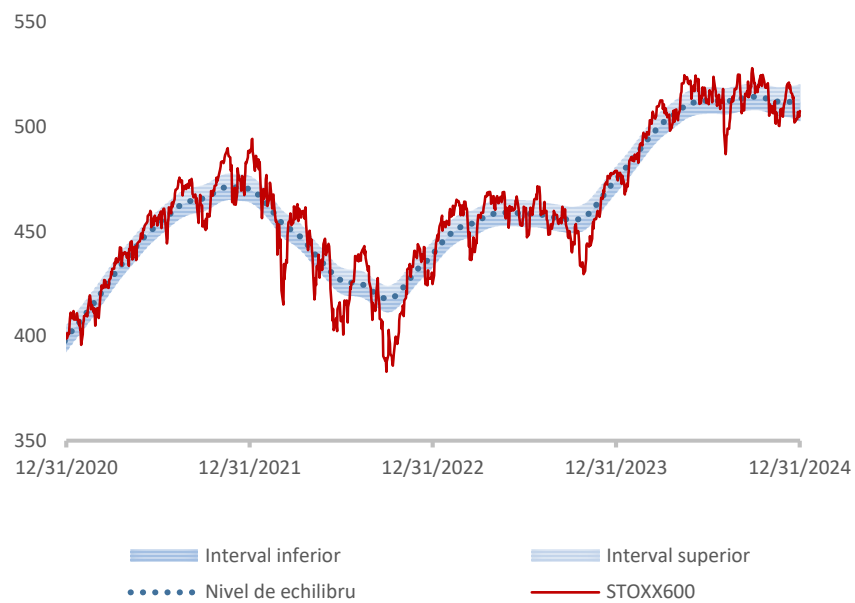
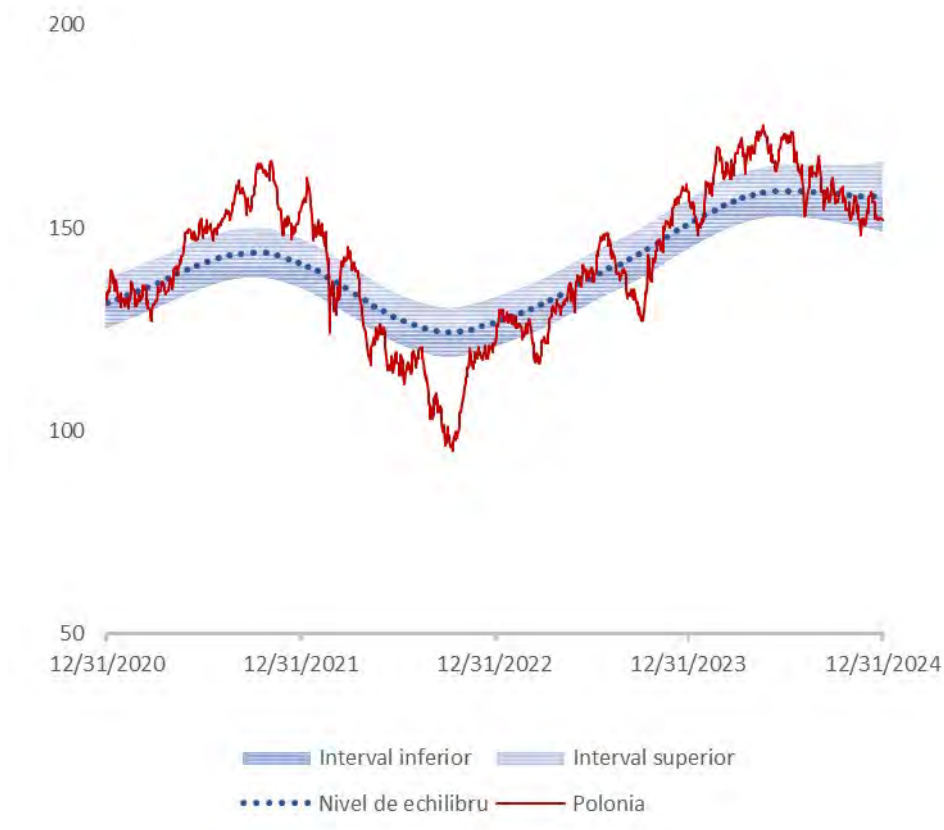
Indicele STOXX600, care este un *proxy* pentru piața de capital europeană, a înregistrat o creștere moderată în jurul nivelului de echilibru în 2024. În figura următoare sunt prezentate evoluțiile de pe piețele de capital din Austria, România și Polonia, alături de evoluția indicelui STOXX 600.

Indicele pentru piața de capital din România a înregistrat o creștere susținută peste nivelul de echilibru ca urmare a evoluțiilor de pe piața locală și în 2024 pentru ca în luna decembrie să înregistreze o scădere ușoară.

Fluctuațiile pieței bursiere în jurul nivelului de echilibru pot fi interpretate ca abateri temporare din cauza șocurilor externe, a sentimentului investitorilor sau a schimbărilor structurale din economie.

Figura 32 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru





Sursa: LSEG, calcule ASF

Indicele pentru piață de capital din România și indicele STOXX 600 urmează o traiectorie generală de creștere din 2020 până în 2024, dar modelele lor de volatilitate și redresare diferă din cauza structurii pieței, a sentimentului investitorilor și a factorilor macroeconomici.

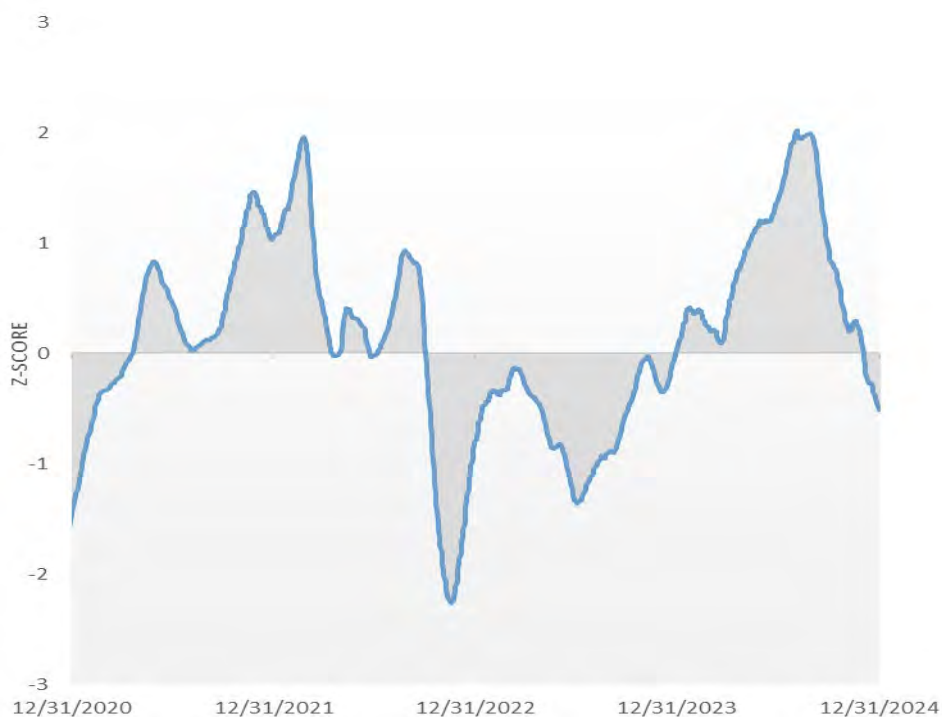
Piața europeană (STOXX 600) este mai rezistentă la șocurile economice, cu fluctuații mai mici în jurul nivelului de echilibru. Acest lucru reflectă o profunzime și o lichiditate mai mari a pieței, investitorii instituționali ajutând la stabilizarea mișcărilor prețurilor. Piața românească arată o creștere mai accentuată peste echilibru în 2023, indicând un impuls puternic ascendent, dar un risc potențial mai mare de corecție.

Indicele STOXX 600 prezintă o revenire mai treptată la echilibru, cu abateri mai puțin agresive, sugerând o recuperare mai lină și mai stabilă. Piața românească de capital înregistrează o volatilitate mai mare și sensibilitate la șocuri externe cu abateri mai mari de la echilibru. Astfel piața de capital domestică a cunoscut o redresare mai rapidă în 2023, fiind predispusă la corecții dacă condițiile economice se schimbă.

Piața europeană (STOXX 600) este mai stabilă și rezilientă, beneficiind de o compoziție sectorială diversificată cu abateri moderate de la echilibru și cu o revenire mai lină la tendință ceea ce implică un risc mai mic de prăbușiri bruște, dar încă influențat de cicluri macroeconomice mai largi.

Ambii indici urmează tendințe macroeconomic similare, dar piața românească este mai volatilă și reacționează mai puternic la șocuri. Indicele STOXX 600 este mai stabil, reflectând capacitatea economiei europene de a absorbi riscurile.

Figura 33 Tipare ciclice de evoluție financiară. Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România



Sursa: LSEG, calcule ASF

Pe baza modelului estimat mai sus, a fost extras ciclul financiar pentru activele tranzacționate pe piața de capital din România. Componenta ciclică extrasă a fost calculată ca diferență dintre nivelul indicelui pentru piața de capital din România și nivelul de echilibru estimat. Rezultatele indică o creștere sustenabilă peste nivelul de echilibru în primul semestru din 2024 urmată de o revenire rapidă la nivelul de echilibru în cel de al doilea semestru.

Acest grafic reprezintă scorul z al abaterii dintre indicele real al pieței și nivelul de echilibru estimat pentru bursa românească. Normalizarea scorului z ne permite să interpretăm abaterile în termeni de abateri standard de la medie, facilitând identificarea perioadelor de supraevaluare și subevaluare.

Valorilor scorului Z se interpretează în funcție de distanța estimată de la echilibru. Astfel, dacă scorul $Z > 0$ piața este peste echilibru, sugerând o supraevaluare sau un sentiment optimist. Dacă scorul $Z < 0$ piața este sub echilibru, indicând subevaluare sau stres financiar. Atunci când scorul Z este în jurul valorii 0 indică o piață aproape de nivelul său de echilibru, reflectând că valorile prețurilor activelor sunt conjugate cu factorii fundamentali.

O volatilitate ridicată a abaterilor de la echilibru, cu schimbări frecvente între supraevaluare și subevaluare, sugerează că o bursă se confruntă cu mișcări ciclice puternice. Vârfurile majore peste echilibru (supraevaluare) pentru piața de capital domestică au fost înregistrate la sfârșitul anului 2021 și sfârșitul anului 2023, când scorul Z atinge valori peste +2. Printre cauzele posibile identificăm redresarea economică puternică post-COVID concomitent cu creșterea încrederii investitorilor, intrări de capital străin și un mediu de tranzacționare optimist, fără a fi înregistrate bule speculative. Scorurile Z pozitive ridicate (peste +2) sugerează un risc de corecție a pieței.

Scăderi bruște sub echilibru (subevaluare) sunt înregistrate la mijlocul anului 2022. O scădere semnificativă a scorului Z sub -2, sugerează o subevaluare severă care poate fi cauzată de recesiunea pieței globale (de exemplu, preocupările legate de inflație, creșterile ratelor de politică monetară), incertitudinea economică locală și riscurile geopolitice care au afectat încrederea investitorilor (de exemplu, războiul din Ucraina). Scorurile Z negative (sub -2) pot semnală oportunități de cumpărare, deoarece activele pot fi subevaluate.

Fluctuația mare a abaterilor sugerează că piața românească este mai reactivă la condițiile externe decât o piață stabilă bazată pe echilibru precum STOXX 600. Revenirile puternice indică o sensibilitate ridicată la sentimentul investitorilor și la tendințele globale.

3.4. Dinamica pe termen scurt a pieței de capital din România

Majoritatea indicilor bursei românești au înregistrat evoluții pozitive semnificative la finalul anului 2024, comparativ cu decembrie 2023. Indicele de referință BET, care include evoluțiile celor mai tranzacționate companii de pe piața reglementată a BVB, s-a apreciat cu 8,78%.

Tabelul 9 Randamentele burselor de acțiuni la 30 decembrie 2024

Indici internaționali	3 luni	6 luni	12 luni	Indici BVB	3 luni	6 luni	12 luni
EA (EUROSTOXX)	-2,14%	0,72%	6,55%	BET	-5,09%	-8,35%	8,78%
FR (CAC 40)	-3,34%	-1,32%	-2,15%	BET-BK	0,17%	5,54%	4,57%
DE (DAX)	3,02%	9,18%	18,85%	BET-FI	-3,08%	-7,57%	7,04%
IT (FTSE MIB)	0,18%	3,11%	12,63%	BET-NG	-4,78%	-7,13%	10,03%
GR (ASE)	1,22%	4,66%	13,65%	BET-TR	-4,96%	-7,38%	8,75%
IE (ISEQ)	-1,41%	4,71%	11,38%	BET-TRN	-5,16%	-8,36%	8,48%
ES (IBEX)	-2,38%	5,95%	14,78%	BET-XT	-5,04%	-7,24%	16,15%
UK (FTSE 100)	-0,78%	0,11%	5,69%	BET-XT-TR	-4,73%	-6,16%	16,81%
US (DJIA)	0,51%	8,76%	12,88%	BET-XT-TRN	-5,05%	-7,33%	15,52%
IN (NIFTY 50)	-8,39%	-1,52%	8,80%	BETAeRO	-4,74%	-6,24%	16,22%
SHG (SSEA)	0,46%	12,94%	12,64%	BETPlus	-9,88%	-17,48%	-10,85%
JPN (N225)	5,21%	0,79%	19,22%	ROTX	-4,78%	-7,15%	10,11%

Sursa: Calcule ASF pe baza datelor LSEG și BVB, Notă: 1 lună = 30.12.2024 vs. 29.11.2024; 3 luni = 30.12.2024 vs. 30.09.2024; 6 luni = 30.12.2024 vs. 28.06.2024; 12 luni = 30.12.2024 vs. 29.12.2023;

Riscul de contagiune se manifestă ca un efect de domino, cauzat de o instituție financiară și de interdependențele acesteia cu alte instituții financiare. Neîndeplinirea obligațiilor financiare creează dificultăți contrapărților. Contagiunea se poate manifesta direct sau indirect. Analiza riscului de contagiune trebuie să ia în calcul și viteza de răspândire a contagiunii. În situația în care contagiunea se răspândește încet, atunci autoritățile de reglementare au timp pentru a limita daunele.

Riscul de piață, de credit sau lichiditate nu creează risc sistemic dacă afectează doar câteva instituții financiare.

Indicele de contagiune¹⁷ măsoară contribuția marginală a piețelor externe de capital la bursa românească și este utilizat pentru a înțelege transmiterea riscurilor sistemice. Piața de capital din România este sensibilă la aceiași factori de risc regionali care influențează randamentele burselor din Austria, Polonia, Ungaria, Bulgaria. Extinderea eșantionului de date pentru a cuprinde toate piețele de capital din Europa arată că piețele de capital importante din punctul de vedere al capitalizării acționează prin

¹⁷ Metodologia de calcul utilizată este adaptată după „Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers with Application to Global Equity Markets” (Diebold, F.X și Yilmaz, K., 2009). Indicele este construit din 5 indici bursieri reprezentativi pentru piețele bursiere din Germania, Austria, România, Ungaria și Polonia pe baza unui model Vector Autoregresiv (VAR) cu 10 pași de prognoză pentru o fereastră de estimare de 200 de zile prin însumarea erorii varianței de prognoză a indicilor. Eșantionul utilizat conține date zilnice în intervalul decembrie 2011-decembrie 2024.

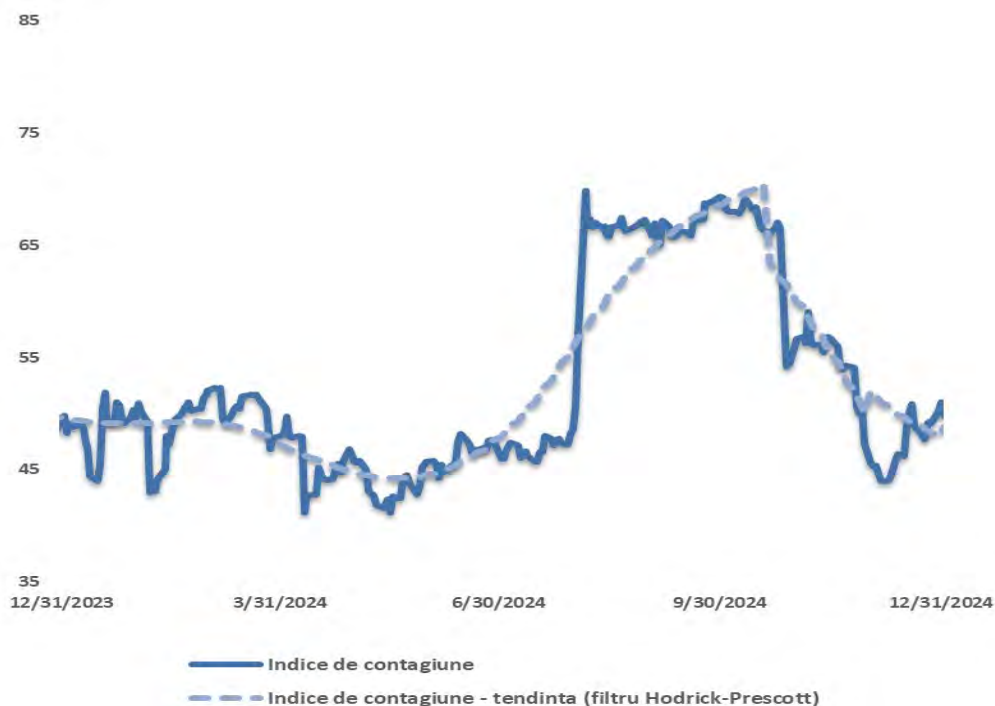
transmiterea de volatilitate către piețele de capital mai puțin interconectate și mai mici din punct de vedere al capitalizării.

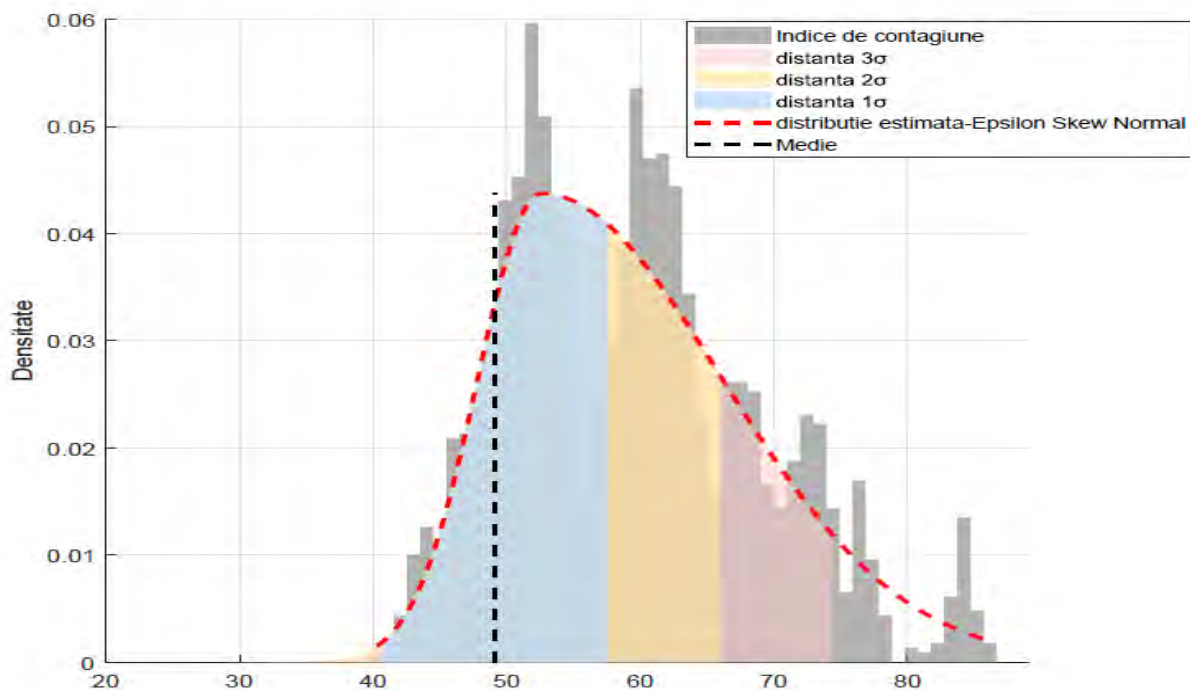
Există o legătură puternică între efectul de contagiune și randamentul companiilor, deoarece creșterea contagiunii are tendința de a diminua randamentul companiilor listate la Bursa de Valori București.

În perioadele de volatilitate ridicată legăturile dintre piețele financiare devin mai puternice, iar fenomenul de contagiune devine mai pronunțat, iar evoluțiile tind să se sincronizeze mai mult decât în perioadele cu volatilitate redusă. Aceste caracteristici ale comportamentului piețelor de capital pot fi reprezentate cu ajutorul indicelui de contagiune. La începutul lunii august 2024, există o creștere bruscă și pronunțată a indicelui de propagare, indicând o creștere puternică a contagiunii. Această creștere corespunde evenimentelor financiar cauzate de sau economic major care a generat o mai mare interconectare și vulnerabilitate între piețe.

Indicele de contagiune indică o perioadă de stabilitate inițială, urmat de o creștere bruscă și niveluri ridicate persistente de contagiune la mijlocul până la sfârșitul anului 2024. Acest lucru indica ca deși riscul sistemic a scăzut în 2024, interconectarea dintre piețele analizate este ridicată și creează momente de vulnerabilitate locală care se pot acutiza în condițiile unui șoc financiar la nivelul piețelor financiare europene. Evoluția intensității fenomenelor de contagiune este realizată prin comparație cu valorile anterioare ale indicelui și indică o reducere a contagiunii pentru indicii bursieri analizați. Evoluția indicatorului de contagiune confirmă analiza anterioară care indică că sursa de creștere a volatilității indicilor BVB din luna decembrie a fost endogenă, determinată de incertitudinile politice de pe plan intern.

Figura 34 Indice de contagiune și funcția de densitate (p.d.f)





Sursa: LSEG, calcule ASF

Histograma (bare gri) arată distribuția empirică a indicelui de contagiune. Zonele colorate evidențiază regiunile situate la distanța de 1σ , 2σ și 3σ față de medie, oferind o perspectivă asupra volatilității și dispersiei acestuia.

S-a utilizat o distribuție *Epsilon Skew Normal* pentru ajustarea densității datelor. Această distribuție este potrivită pentru serii asimetrice, care nu urmează o distribuție normală perfect simetrică. Linia roșie întreruptă reprezintă distribuția estimată. Se remarcă o asimetrie pozitivă a indicelui de contagiune, distribuția indicelui este îndreptată spre dreapta, ceea ce sugerează episoade rare de contagiune ridicată, dar cu o frecvență mai mică. Față de o distribuție normală, distribuția *Epsilon Skew Normal* oferă o potrivire mai bună, captând atât asimetria, cât și frecvența extremelor. Media indicelui este marcată prin linia neagră întreruptă. Regiunile colorate arată că majoritatea valorilor sunt concentrate în intervalul 1σ și 2σ , dar există și cazuri extreme.

Evenimente de contagiune ridicată sunt situate în zona 3σ (roșie). Aceasta sugerează episoade rare, dar intense de contagiune, care corespund transmiterii unor riscuri sistemice (crize financiare, colaps de piață etc.). În 2024 doar evenimentele din luna august au intrat în acest interval.

Deoarece indicele nu este simetric, acest rezultat indică o probabilitate mai mare de creșteri abrupte ale contagiunii-ului decât de scăderi abrupte. Acest rezultat este important pentru monitorizarea riscului sistemic, oferind o bază mai solidă pentru analiza stabilității financiare.

4. Stabilitatea pieței asigurărilor

Piața asigurărilor din România rămâne dependentă de asigurările auto (obligatorii și facultative), ce dețin o pondere de 60% în volumul total de prime brute subscrise de societățile autorizate de ASF și sucursale. Dacă luăm în calcul doar asigurarea obligatorie de răspundere civilă auto (RCA), primele subscrise pentru această activitate reprezintă 42% din suma totală a primelor brute subscrise pe piața locală. Această situație reprezintă una dintre principalele vulnerabilități ale pieței, însă este, totodată, și un element de predictibilitate din perspectiva activității de subscriere și, implicit a profitabilității societăților, în contextul macroeconomic actual marcat de incertitudini ridicate.

Totodată, orientarea asigurătorilor autorizați de ASF preponderent spre investiții în instrumente cu venit fix conduce la o expunere semnificativă a societăților față de riscul de rată a dobânzii. Pe de altă parte, expunerea scăzută față de sectorul imobiliar, active alternative sau instrumente financiare complexe caracterizate printr-un grad mai scăzut de lichiditate conferă asigurătorilor o reziliență mai mare în raport cu potențialele evoluții negative ale piețelor financiare.

Analiza privind expunerea asigurătorilor autorizați local față de sectorul imobiliar arată că aceasta este mult mai redusă comparativ cu situația înregistrată la nivel european. Pe plan local, investițiile asigurătorilor în sectorul imobiliar reprezintă 2,4% din valoarea totală a investițiilor în trimestrul II 2024 față de 8,3% la nivelul Spațiului Economic European. Din analiza celor mai recente date raportate, la finalul anului 2024, ponderea plasamentelor societăților de asigurare locale în sectorul imobiliar se situa la 2,2% din totalul investițiilor. Societățile ce practică asigurări generale și cele compozite au investit mai mult în sectorul imobiliar, înregistrând ponderi de 4,6%, respectiv 2,4% în valoarea totală a plasamentelor acestora, în timp ce societățile de asigurări de viață dețin o expunere extrem de scăzută (0,5%) față de imobiliare.

Valoarea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în active alternative (identificate conform metodologiei propuse de EIOPA) reprezintă doar 2,8% din valoarea totală a investițiilor societăților de asigurare la finalul anului 2024. Societățile compozite au investit 3,6% din plasamente în active alternative, societățile de asigurări generale au înregistrat o pondere de 1,7%, iar societățile ce practică asigurări de viață 1,6%.

Preferința societăților pentru investițiile tradiționale s-a menținut și pe parcursul perioadei caracterizate de rate scăzute ale dobânzii, ceea ce a făcut să fie mai puțin predispuse la materializarea riscului de lichiditate. Lichiditatea societăților de asigurare la nivelul pieței asigurărilor generale și asigurărilor de viață a scăzut ușor în luna decembrie 2024 comparativ cu decembrie 2023, pe fondul creșterii mai rapide a obligațiilor pe termen scurt ale asigurătorilor comparativ cu avansul înregistrat de activele lichide.

În ceea ce privește interconexiunile și riscul de credit, principala expunere a asigurătorilor locali este față de Ministerul Finanțelor, ca urmare a investițiilor mai mari în titluri de stat românești.

Solvabilitatea societăților de asigurare, măsurată prin ratele de solvabilitate la nivelul pieței, se menține supraunitară, conform raportărilor transmise. Cu toate acestea, în comparație cu statele din regiune (Bulgaria, Ungaria, Polonia, Cehia), ratele de solvabilitate se află la un nivel mai scăzut.

4.1. Piața asigurărilor în context european

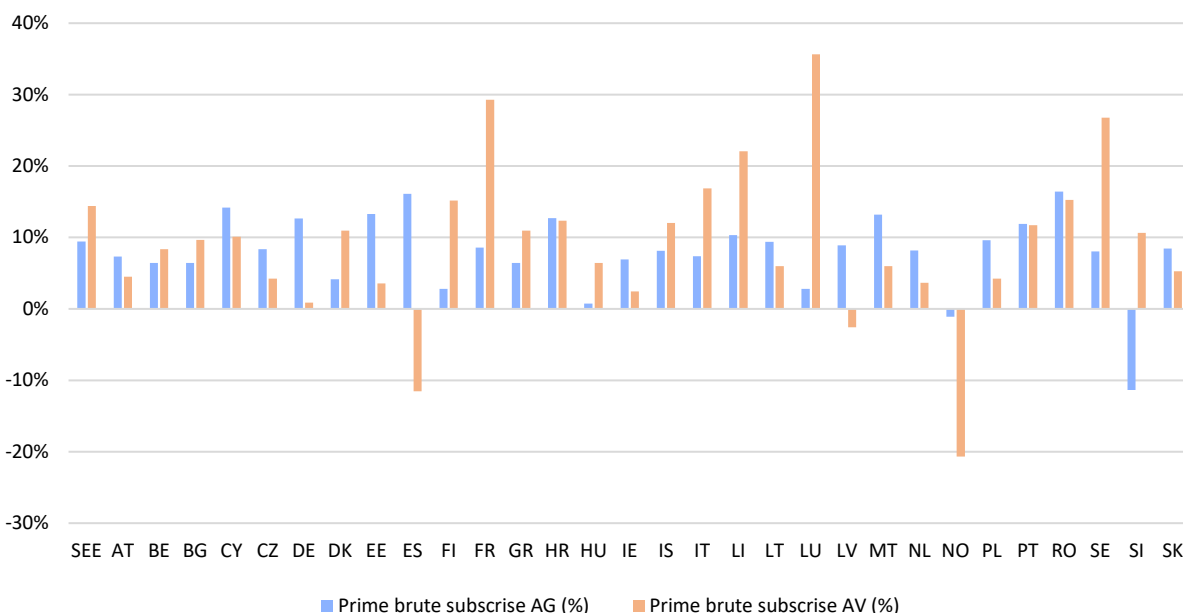
Subscriere

Volumul de prime brute subscrise la nivelul Spațiului Economic European a înregistrat o dinamică pozitivă pentru ambele segmente de asigurare în trimestrul II 2024 față de perioada similară din 2023. Astfel, asigurările generale au crescut cu 9,4%, iar asigurările de viață cu 14,4%, conform informațiilor publicate de EIOPA în raportul privind stabilitatea financiară (decembrie 2024).

Cu excepția României¹⁸, în cazul căreia nu sunt incluse datele societății Euroins pentru trimestrul I 2023, înainte de retragere autorizăției, cea mai mare creștere a primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale s-a înregistrat în Spania (+16,1%), urmată de Cipru (+14,2%), Estonia (+13,3%) și Malta (+13,2%).

În ceea ce privește activitatea de asigurări de viață, Luxemburg (+35,6%), Franța (+29,3%), Suedia (+26,8%) și Liechtenstein (+22,1%) au înregistrat cele mai mari creșteri ale volumului de prime brute subscrise.

Figura 35 Dinamica volumului de prime brute subscrise pe categorii de activități (asigurări generale și de viață) și țări din Spațiul Economic European în trimestrul II 2024 față de trimestrul II 2023



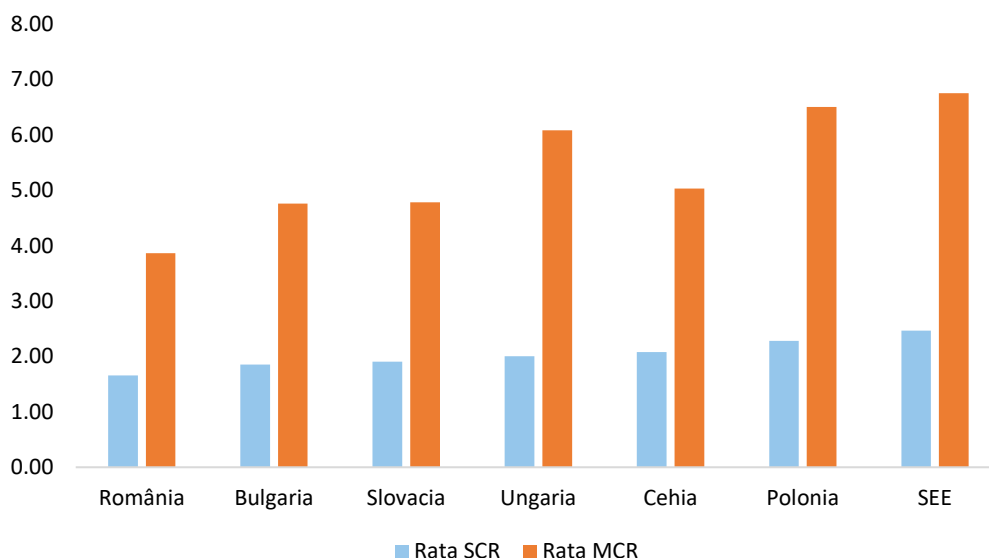
Sursa: EIOPA raportări individuale trimestriale; medie ponderată în SEE. Ratele de creștere sunt calculate prin ponderarea primelor brute subscrise per monedele de raportare. Notă: modificarea de la an la an calculată pe baza raportării de către societăți în ambele trimestre de referință, așadar pentru România nu sunt incluse datele raportate de Euroins în T1 2023 înainte de retragerea autorizăției de funcționare

¹⁸ Pentru care EIOPA a exclus datele raportate de Euroins în trimestrul I 2023 înainte de retragerea autorizăției de funcționare

Solvabilitate

Solvabilitatea la nivelul SEE se menține solidă. Rata SCR în Spațiul Economic European (SEE) se situa la 247% la 30 septembrie 2024, în creștere cu 2 pp față de trimestrul anterior. Rata SCR pe piața asigurărilor din România rămâne la cel mai scăzut nivel comparativ atât cu țările din regiune analizate, cât și cu cea la nivel european. Față de 30 iunie 2024, rata SCR la nivel local a scăzut cu 5 puncte procentuale. Evoluția pe plan local a avut loc și pe fondul scăderii gradului de cedare în reasigurare, ceea ce a condus la creșterea cerinței de capital de solvabilitate.

Figura 36 Ratele cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței minime de capital (MCR) (Trim. III 2024)

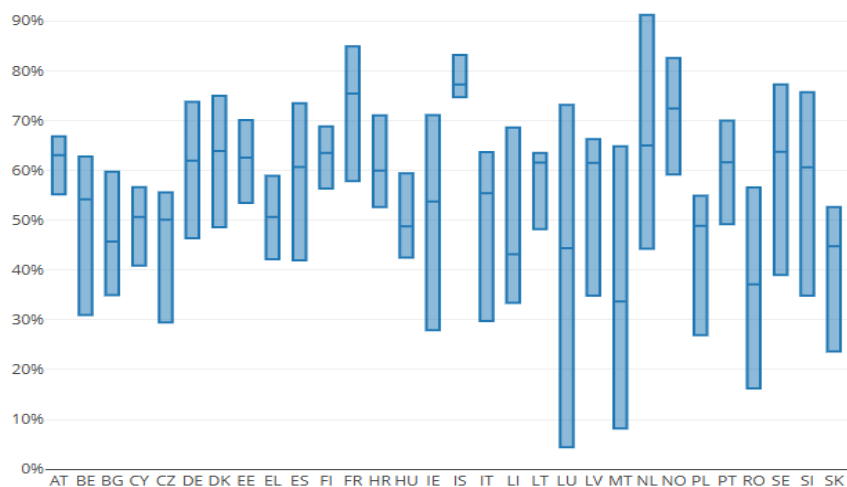


Sursa: EIOPA, raportări individuale trimestriale fonduri proprii, prelucrare ASF

Profitabilitate

Valoarea mediană a ratei daunei, conform calculelor EIOPA, s-a situat la 37% în România în anul 2023, cea mai scăzută valoare mediană dintre cele 30 de țări analizate de instituția europeană, cu excepția Maltei (34%). La polul opus, cele mai mari valori mediane ale ratei daunei au fost înregistrate în Islanda (77%) și Franța (75%). EIOPA calculează rata daunei netă, deducând sumele cedate în reasigurare, pentru toată activitatea de asigurări generale (inclusiv societățile de asigurări de viață autorizate să practice clasele A1 - Accidente și A2 - Asigurări de sănătate).

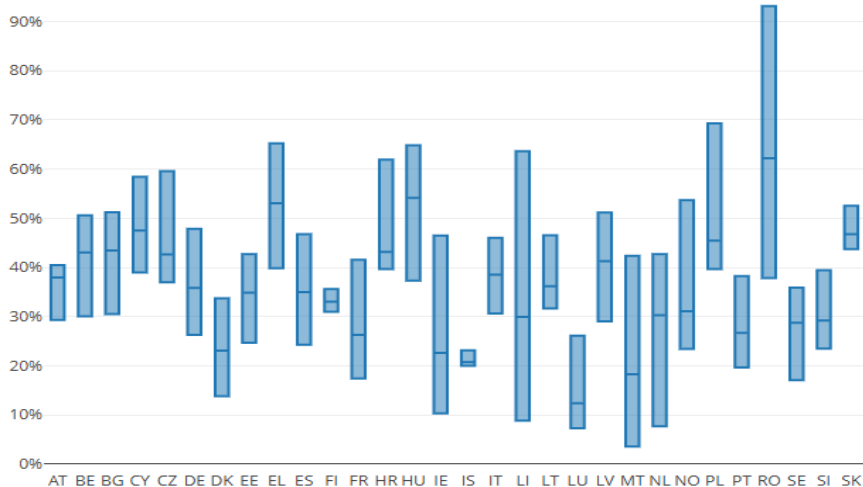
Figura 37 Rata daunei



Sursa: Raportul European Insurance Overview 2024, EIOPA; rata daunei este calculată ca raportul dintre daunele plătite și primele câștigate. Graficul arată intervalul intercuartil și mediana. EIOPA calculează rata netă, deducând sumele cedate în reasigurare, pentru toată activitatea de asigurări generale (inclusiv societățile de asigurări de viață autorizate să practice clasele A1 - Accidente și A2 - Asigurări de sănătate)

Valoarea mediană a ratei cheltuielilor înregistrează un nivel de 62% pe plan local, urmată de Ungaria (54%) și Grecia (53%), conform datelor publicate de EIOPA. Din distribuția ratei cheltuielilor pe piața asigurărilor din România, se observă că 25% dintre societăți înregistrau o rată a cheltuielilor sub nivelul de 38%. Totodată, există o serie de companii cu cote de piață scăzute ce dețin rate ale cheltuielilor ridicate.

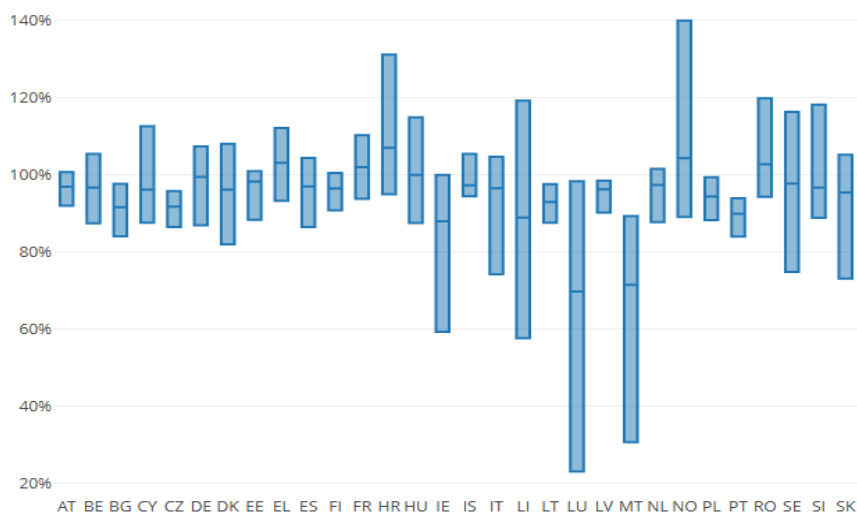
Figura 38 Rata cheltuielilor



Sursa: Raportul European Insurance Overview 2024, EIOPA; rata cheltuielilor este calculată ca raportul dintre cheltuieli și primele câștigate. Graficul arată intervalul intercuartil și mediana. EIOPA calculează rata netă, deducând sumele cedate în reasigurare, pentru toată activitatea de asigurări generale (inclusiv societățile de asigurări de viață autorizate să practice clasele A1 - Accidente și A2 - Asigurări de sănătate)

Cea mai mare valoare mediană a ratei combinate a daunei a fost înregistrată în Croația (107%), urmată de Norvegia (104%), Grecia și România (103%).

Figura 39 Rata combinată a daunei

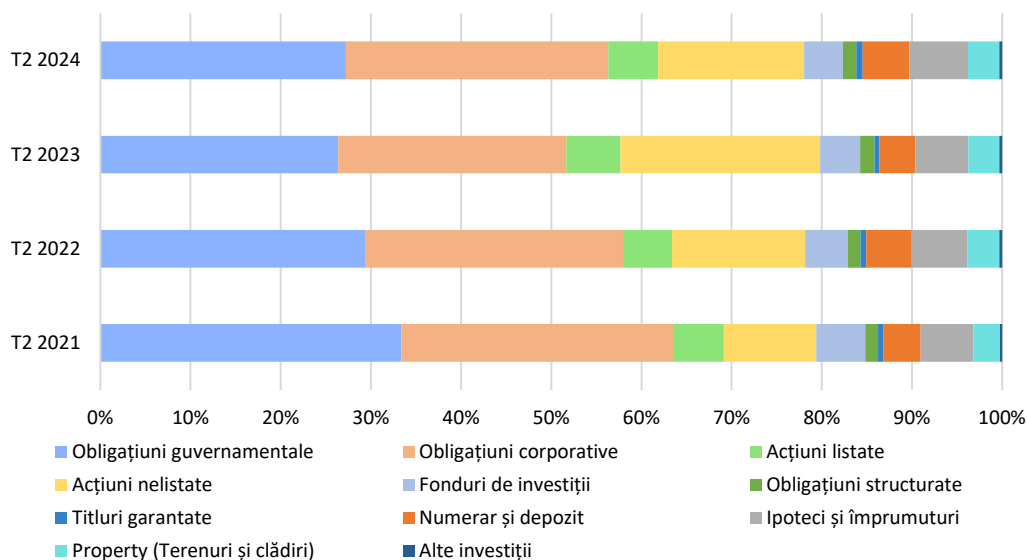


Sursa: Raportul European Insurance Overview 2024, EIOPA; rata combinată este definită ca suma daunelor și cheltuielilor raportată la primele câștigate. Graficul arată intervalul intercuartil și mediana. EIOPA calculează rata netă, deducând sumele cedate în reasigurare, pentru toată activitatea de asigurări generale (inclusiv societățile de asigurări de viață autorizate să practice clasele A1 - Accidente și A2 - Asigurări de sănătate)

Alocarea activelor

Investițiile sectorului de asigurări din Spațiul Economic European se concentrează preponderent în instrumente cu venit fix. Astfel, plasamentele în obligațiuni guvernamentale și corporative dețineau o pondere de 56% în valoarea totală a investițiilor (excl. activele deținute pentru contractele *unit-linked*) în trimestrul II 2024. Comparativ cu aceeași perioadă din anul 2023, se observă o creștere a ponderii plasamentelor în obligațiuni (+4,6 pp).

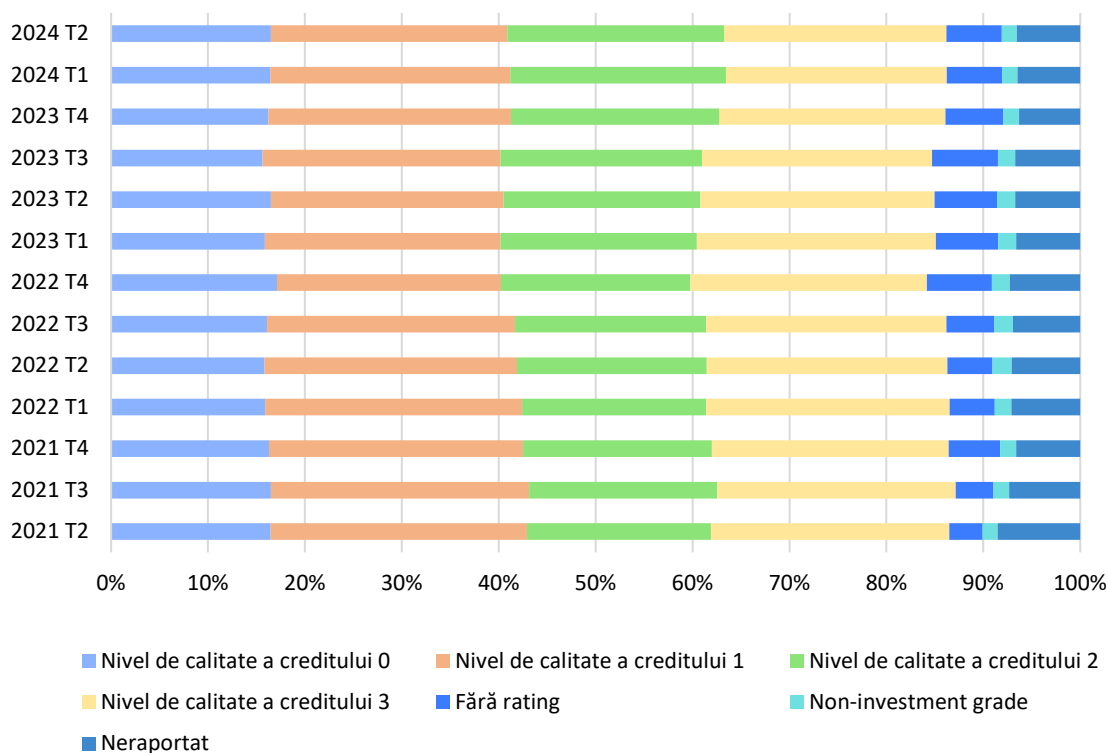
Figura 40 Investițiile sectorului asigurărilor în perioada T2 2021 – T2 2024



Sursa: Raport de stabilitate financiară EIOPA (decembrie 2024); raportări trimestriale EIOPA individuale; nu sunt incluse activele deținute pentru contractele *unit-linked*

Din valoarea totală a portofoliilor de obligațiuni ale societăților de asigurare din Europa (Spațiul Economic European), 86% au un nivel de calitate a creditului cuprins între 0 și 3 în trimestrul II 2024, în ușoară creștere față de trimestrul II 2023 (85%), în timp ce obligațiunile fără rating dețin o pondere de 5,7%.

Figura 41 Evoluția nivelului de calitate a creditului aferent portofoliilor de obligațiuni pentru sectorul asigurărilor



Sursa: Raport de stabilitate financiară EIOPA (decembrie 2024); raportări trimestriale EIOPA Solo; sunt incluse și activele deținute pentru contractele unit-linked

Structura investițiilor societăților în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă diferă de la un stat la altul. În Islanda, România, Ungaria și Polonia expunerea față de obligațiunile guvernamentale emise pe plan local depășește ponderea de 90%, în timp ce la polul opus se află Liechtenstein, Irlanda, Luxemburg și Finlanda care au investit preponderent în titluri de stat emise de alte țări decât cea de origine, din Uniunea Europeană sau Spațiul Economic European.

În ceea ce privește investițiile în obligațiuni corporative ale societăților de asigurare din România în funcție de țara emitentă, expunerea este mai diversificată. Ponderea investițiilor deținute de societăți de asigurare în obligațiuni corporative emise de companii din România este de 49%, în timp ce investițiile asigurătorilor români în obligațiuni corporative emise de companii din alte țări ale Uniunii Europene sau din Spațiul Economic European (SEE) se situau la 29% din valoarea totală a plasamentelor în această clasă de active.

Figura 42 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile guvernamentale în funcție de țara emitentă

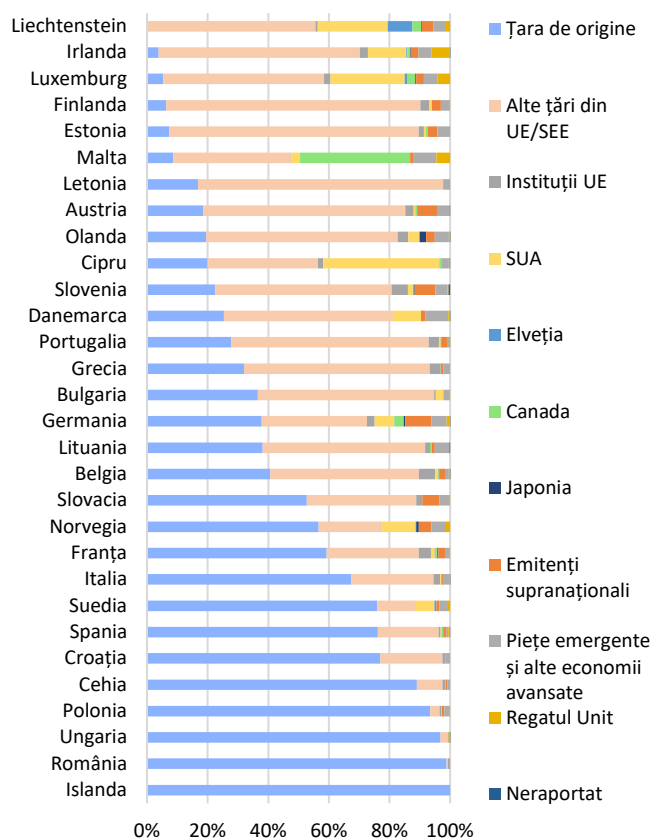
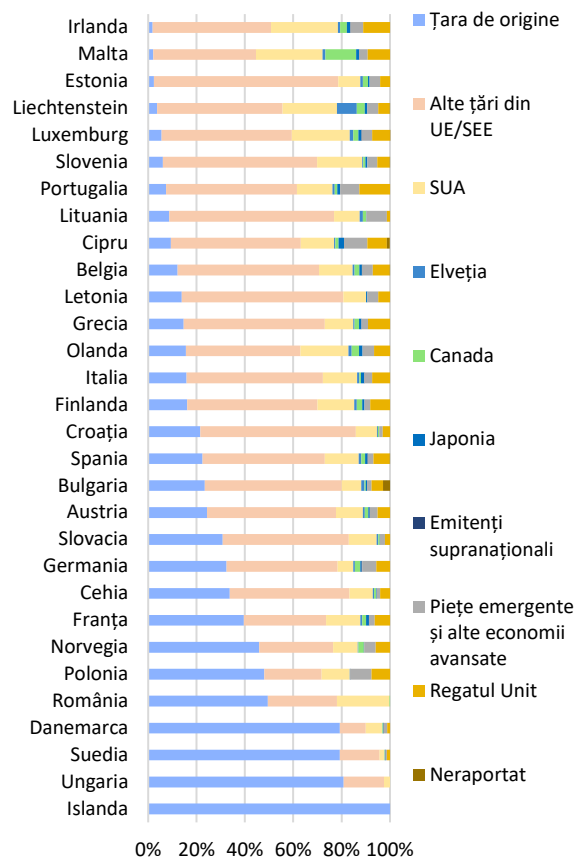


Figura 43 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile corporative în funcție de țara emitentă



Sursa: Raport de stabilitate financiară EIOPA (decembrie 2024); raportări trimestriale EIOPA Solo T2 2024; sunt incluse și activele deținute pentru contractele unit-linked

4.2. Riscuri și vulnerabilități la adresa sectorului local de asigurări

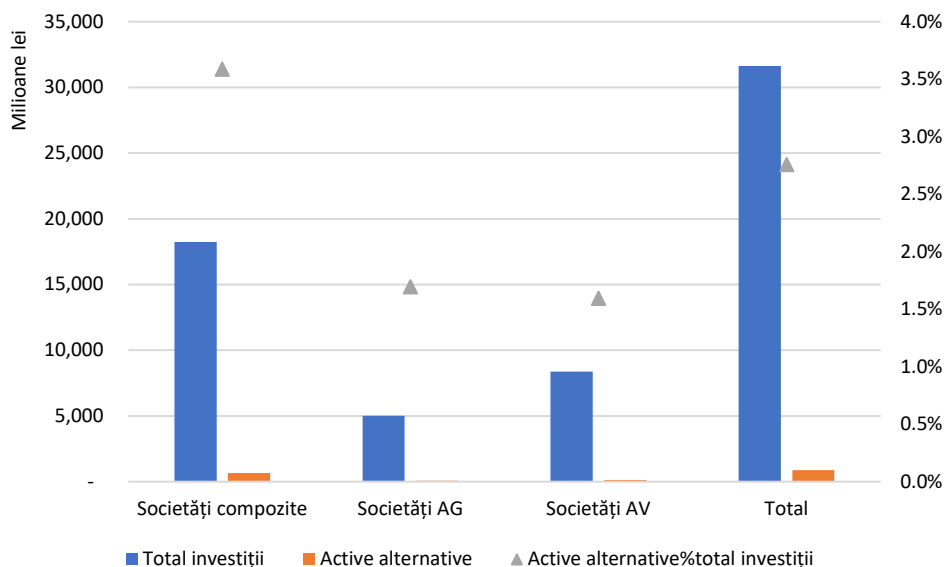
Expunerea societăților de asigurare față de activele alternative / nelichide

Contextul macroeconomic fragil și gradul ridicat de incertitudine au condus pe parcursul ultimilor ani la o creștere a riscului de credit și lichiditate, ce pot induce riscuri suplimentare și în ceea ce privește activele societăților de asigurare. Evoluțiile recente s-au suprapus peste o serie de vulnerabilități preexistente ale sistemului financiar, inclusiv nivelul ridicat de îndatorare atât privată, cât și publică, exacerbând vulnerabilitățile instituțiilor financiare.

Din acest punct de vedere, rămân de actualitate riscurile în ceea ce privește o deteriorare a ratingurilor de credit ale emitenților, precum și ale instrumentelor financiare, și chiar riscurile referitoare la potențiale insolvențe ale contrapărților asigurătorilor.

În contextul actual, instituții europene (EIOPA¹⁹) și internaționale (Fondul Monetar Internațional²⁰ - FMI, Asociația Internațională a Supraveghetorilor în Asigurări²¹ - IAIS) au demarat analize în vederea determinării și ulterior a monitorizării expunerii societăților de asigurare față de activele alternative, în demersul de a măsura riscul de credit la care este expusă piața asigurărilor.

Figura 44 Valoarea activelor alternative pe categorii de societăți și ponderea acestora în investițiile totale la 31 decembrie 2024



Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF, calcule ASF

¹⁹ EIOPA Financial Stability Report – iunie 2024 - www.eiopa.europa.eu/document/download/bbba145c-67a8-45f7-a928-78e0c3d1e434_en?filename=EIOPA%20Financial%20Stability%20Report%20June%202024_0.pdf

²⁰ GLOBAL FINANCIAL STABILITY NOTE, Private Equity and Life Insurers (decembrie 2023)

²¹ Global Insurance Market Report (GIMAR), decembrie 2024 -

Valoarea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în active alternative (identificate conform metodologiei propuse de EIOPA) se situa la circa 873 milioane lei la finalul anului 2024, ce reprezintă doar 2,8% din valoarea totală a investițiilor societăților de asigurare.

Societățile compozite au investit 3,6% din plasamente în active alternative, societățile de asigurări generale au înregistrat o pondere de 1,7%, iar societățile ce practică asigurări de viață 1,6%.

O analiză pe categorii de clase de active alternative arată că din valoarea totală a acestora cea mai mare expunere a societăților este față de alte investiții (48%), acțiuni nelistate²² (18%) și împrumuturi negarantate (17%).

Tabelul 10 Investițiile societăților în active alternative pe categorii de clase de active și societăți la 31 decembrie 2024

	Societăți compozite	Societăți AG	Societăți AV	Total
Total active alternative (lei)	653,996,818	85,032,886	133,754,210	872,783,914
Private equity	18.2%	43.2%	0.2%	17.9%
Fonduri de private equity	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
Acțiuni	18.1%	43.2%	0.2%	17.8%
Datorie privată	22.1%	5.0%	0.0%	17.0%
Împrumuturi negarantate	22.1%	5.0%	0.0%	17.0%
Imobiliare	8.9%	28.0%	9.3%	10.8%
Imobiliare (altele decât cele pentru uz propriu)	8.8%	28.0%	9.3%	10.8%
Acțiuni - companii imobiliare	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Infrastructură	8.3%	0.0%	0.0%	6.3%
Infrastructură - fonduri	1.9%	0.0%	0.0%	1.4%
Infrastructură - investiții directe	6.5%	0.0%	0.0%	4.9%
Altele	42.6%	23.8%	90.5%	48.1%
Fonduri alternative	0.1%	0.0%	16.1%	2.5%
Împrumuturi legate de polițe	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
Obligațiuni structurate	7.4%	0.0%	74.4%	16.9%
Ipoteci și împrumuturi	1.5%	0.0%	0.0%	1.1%
Alte investiții	33.5%	23.8%	0.0%	27.4%

Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF, calcule ASF; conform clasificării EIOPA: Private equity: a) acțiuni nelistate (CIC XL3 și XT3, dar nu participații) b) fonduri de private equity [CIC 47, dar nu infrastructură]; DATORIA PRIVATĂ: a) obligațiuni corporative nelistate [CIC XT21 și XL21, dar nu infrastructură] și b) împrumuturi [CIC81, dar nu infrastructură]; Imobiliare: a) Terenuri și clădiri (Property) [CIC 91, 92 și 94, dar nu infrastructură] b) Ipoteci [CIC 84, dar nu infrastructură] c) Fonduri imobiliare [CIC 45, dar nu infrastructură] d) Acțiuni - companii imobiliare [CIC 32, dar nu infrastructură] e) Obligațiuni structurate imobiliare [CIC 55, dar nu infrastructură]; f) Titluri de valoare imobiliare garantate [CIC 65, dar nu infrastructură] 65 dar nu infrastructura; INFRASTRUCTURĂ: a) Fonduri de infrastructură [CIC 48] b) Infrastructură-investiții directe (adică toate CIC cu excepția CIC48) cu investiții în infrastructură standard]. ALTELE: a) Fonduri alternative [CIC 46, dar nu infrastructură] b) Împrumuturi garantate cu titluri de valoare [CIC 82, dar nu infrastructură] c) Alte împrumuturi garantate [CIC 85, dar nu infrastructură] d) Împrumuturi legate de polițe [CIC 86, dar nu infrastructură] e) Obligațiuni garantate [CIC 61-69, fără CIC 65, dar nu infrastructură] f) Obligațiuni structurate [CIC 51-59 dar fără CIC 55 - bunuri imobiliare, dar nu infrastructură] g) Împrumuturi și ipoteci - altele [CIC 89, dar nu infrastructură] h) Alte investiții [CIC 09, dar nu infrastructură].

²² Excl. participațiile

Dintre cele 24 de societăți autorizate și supravegheate de ASF (regim Solvabilitate II), 15 societăți au expunere față de active alternative, iar ponderea acestora în volumul total al investițiilor asigurătorilor respectivi variază între 0,002% și 16%.

Expunerea societăților de asigurare față de sectorul imobiliar

În raportul de stabilitate financiară, ediția publicată în decembrie 2024, EIOPA a realizat o analiză a investițiilor societăților de asigurare în sectorul imobiliar, pentru identificarea potențialelor riscuri și vulnerabilități ca urmare a expunerii.

Dinamica pieței imobiliare este relevantă pentru economie în general, cu impact asupra ratelor de creștere. Perioadele de scăderi substanțiale ale prețurilor locuințelor duc adesea la o creștere a ratelor de nerambursare a creditelor ipotecare, ceea ce conduce și la erodarea profiturilor instituțiilor de credit și la creșterea riscului de faliment bancar.

Totodată, investițiile în imobiliare se caracterizează printr-o lichiditate mai redusă. În perioada dobânzilor extrem de scăzute, asigurătorii s-au orientat spre investiții alternative și clase de active care oferă randamente mai mari.

În timpul pandemiei de Covid-19, schimbările structurale ce au implicat inclusiv trecerea la munca de la distanță au determinat o scădere a cererii pentru spații de birouri. Cu toate acestea, impactul acestor evoluții asupra sectorului imobiliar comercial a fost unul limitat. Creșterea bruscă a inflației și a ratelor dobânzilor începând cu anul 2022, însă, au determinat scăderea evaluării imobilelor comerciale și rezidențiale.

Intensificarea monitorizării expunerii față de sectorul imobiliar atât la nivel european, cât și pe plan local vine și în contextul recomandării Comitetului european pentru riscuri sistemice (CERS) de a identifica riscurile din sectorul imobiliar comercial și a aborda vulnerabilitățile acestuia.

În acest context, este relevantă monitorizarea expunerii societăților de asigurare față de sectorul imobiliar și identificarea potențialelor vulnerabilități ce decurg din aceste expuneri.

Conform raportului de stabilitate financiară publicat de EIOPA în decembrie 2024, investițiile asigurătorilor în sectorul imobiliar (excl. *unit-linked*) au atins cel mai mare nivel în trimestrul IV 2022 (10,4% din totalul investițiilor), scăzând până la 9,9% în trimestrul II 2024. Dacă includem *unit-linked*, ponderea investițiilor în sectorul imobiliar în total investiții este de 8,3%.

Analiza EIOPA a expunerii pe categorii de investiții și asigurători arată că dintre toate tipurile de asigurători, asigurătorii de viață sunt cei care dețin mai multe active imobiliare (13,6% din investiții), urmați de asigurătorii care practică asigurări generale (9,6% din investiții).

Tabelul 11 Investițiile în sectorul imobiliar ale societăților de asigurare pe tipuri de investiții și de asigurători (T2 2024)

Tip investiție	Societăți compozite	AV	AG	Reasigurători	Unit-linked	Total
Fonduri investiții imobiliare	27.0%	24.2%	34.6%	10.1%	53.8%	29.3%
Ipoteci	12.0%	43.3%	17.2%	3.9%	3.7%	24.9%
Ipoteci și împrumuturi (sector imobiliar comercial)	82.6%	29.6%	39.1%	99.9%	9.6%	38.2%
Ipoteci și împrumuturi (sector imobiliar rezidențial)	17.4%	70.4%	60.9%	0.1%	90.4%	61.8%
Terenuri și clădiri (Property)	25.2%	11.8%	27.1%	31.9%	14.3%	19.0%
Neidentificat	5.2%	6.1%	1.8%	4.1%	16.4%	5.5%
Property (sector imobiliar comercial)	73.9%	64.6%	82.4%	85.4%	59.0%	72.8%
Property (sector imobiliar rezidențial)	21.0%	29.3%	15.8%		24.7%	21.8%
Acțiuni	24.4%	13.3%	11.5%	45.6%	23.3%	18.2%
Obligațiuni corporative	11.3%	7.2%	9.1%	7.3%	3.9%	8.4%
Obligațiuni garantate	0.1%	0.2%	0.5%	1.2%	0.1%	0.2%
Obligațiuni structurate	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	0.1%
Alte investiții	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total sector imobiliar (mld. EUR)	213	303	114	20	72	723
Total Investiții (mld. EUR)	2,456	2,221	1,185	720	2,077	8,658
Sector imobiliar % total investiții	8.7%	13.6%	9.6%	2.8%	3.5%	8.3%

Sursa: EIOPA, Raport de stabilitate financiară (decembrie 2024)

Asigurătorii de viață investesc relativ mai mult în credite ipotecare (43,3%), societățile care practică asigurări generale investesc mai mult în fonduri (34,6%) și proprietăți (terenuri și clădiri) (27,1%), reasuratorii investesc în acțiuni (45,6%) ale corporațiilor imobiliare și în proprietăți (31,9%), în timp ce asigurătorii UL/IL investesc preponderent în fonduri (53,8%) și acțiuni (23,3%).

ASF a realizat o analiză privind expunerea asigurătorilor autorizați local față de sectorul imobiliar, ce arată că aceasta este mult mai redusă comparativ cu situația înregistrată la nivel european. Astfel pe plan local, investițiile asigurătorilor în sectorul imobiliar reprezintă 2,4% din valoarea totală a investițiilor în trimestrul II 2024 față de 8,3% la nivelul Spațiului Economic European (respectiv 9,9% dacă sunt excluse societățile ce practică asigurări UL). Diferențe semnificative față de situația la nivel european se observă și în ceea ce privește tipurile de investiții. Societățile de asigurare locale investesc preponderent în terenuri și clădiri (property), ce dețin o pondere de 98,9% în totalul investițiilor în sectorul imobiliar, comparativ cu ponderea de 19% înregistrată la nivelul SEE.

Tabelul 12 Expunerea față de sectorul imobiliar a societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în funcție de tipul de societate și clasa de active imobiliare în trimestrul II 2024

	Societăți compozite	Societăți AG	Societăți AV	Total
Property (Terenuri și clădiri)	440.040.305	216.794.282	42.074.440	698.909.027
Sector imobiliar comercial	436.441.731	216.794.282	42.074.440	695.310.453
Sector imobiliar rezidențial	3.598.574			3.598.574
Acțiuni - corporații imobiliare	419.895			419.895
Obligațiuni corporative	7.225.634			7.225.634
Credite ipotecare și împrumuturi*	375.807			375.807
Total investiții imobiliare	448.061.641	216.794.282	42.074.440	706.930.363
Total investiții	16.520.329.568	4.719.630.961	8.103.281.502	29.343.242.031
Investiții imobiliare % Total investiții	2,7%	4,6%	0,5%	2,4%

Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF, calcule ASF

Din analiza celor mai recente date raportate, la finalul anului 2024, ponderea plasamentelor societăților de asigurare locale în sectorul imobiliar se situa la 2,2% din totalul investițiilor, în ușoară scădere comparativ cu trimestrul II 2024. Pe plan local, investițiile în terenuri și clădiri (property) reprezintă 98,5% din valoarea totală a plasamentelor în imobiliare la 31 decembrie 2024, iar investițiile în obligațiuni corporative din sectorul imobiliar dețin o pondere de 1,4% în valoarea totală a plasamentelor în imobiliare.

Societățile ce practică asigurări generale și cele compozite au investit mai mult în sectorul imobiliar, înregistrând ponderi de 4,6%, respectiv 2,4% în valoarea totală a plasamentelor acestora, în timp ce societățile de asigurări de viață dețin o expunere extrem de scăzută (0,5%) față de imobiliare.

Tabelul 13 Expunerea față de sectorul imobiliar a societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în funcție de tipul de societate și clasa de active imobiliare la 31 decembrie 2024

Tip investiție	Societăți compozite	Societăți AG	Societăți AV	Total
Property (Terenuri și clădiri)	436.600.015	224.023.835	39.916.913	700.540.763
<i>Sector imobiliar comercial</i>	432.715.243	224.023.835	39.916.913	696.655.991
<i>Sector imobiliar rezidențial</i>	3.884.772	-	-	3.884.772
Obligațiuni corporative	4.870.252	5.148.446	-	10.018.699
Acțiuni - companii imobiliare	606.429	-	-	606.429
Credite ipotecare și împrumuturi*	360.854	-	-	360.854
Total investiții imobiliare	442.437.550	229.172.281	39.916.913	711.526.745
Total investiții societăți de asigurare	18.227.485.348	5.021.090.134	8.385.093.791	31.633.669.272
Investiții imobiliare % Total investiții	2,4%	4,6%	0,5%	2,2%

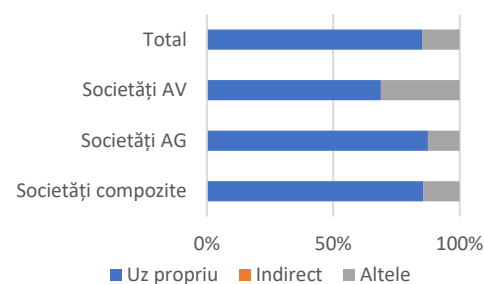
Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF, calcule ASF

Investițiile în imobiliare se pot clasifica în cele destinate uzului propriu, indirecte (obligațiuni structurate, garantate, ipotecă) și alte plasamente imobiliare (terenuri și clădiri pentru investiții, fonduri de investiții imobiliare, acțiuni și obligațiuni corporative emise de companii imobiliare). În România, investițiile în terenuri și clădiri deținute pentru uz propriu dețin o pondere de 1,9% în valoarea totală a investițiilor asigurătorilor, iar celelalte tipuri de investiții reprezintă doar 0,3% din plasamentele totale ale asigurătorilor autorizați și supravegheați de ASF.

Tabelul 14 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în total investiții în funcție de tipul de plasament (uz propriu, indirect și altele) – 31 decembrie 2024

Tip plasament	Societăți compozite	Societăți AG	Societăți AV	Total
Uz propriu	2,1%	4,0%	0,3%	1,9%
Indirect	0,002%	0%	0%	0,001%
Altele	0,3%	0,6%	0,1%	0,3%
Total investiții imobiliare % total investiții	2,4%	4,6%	0,5%	2,2%

Figura 45 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în totalul investițiilor imobiliare în funcție de tipul de plasament



Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF, calcule ASF

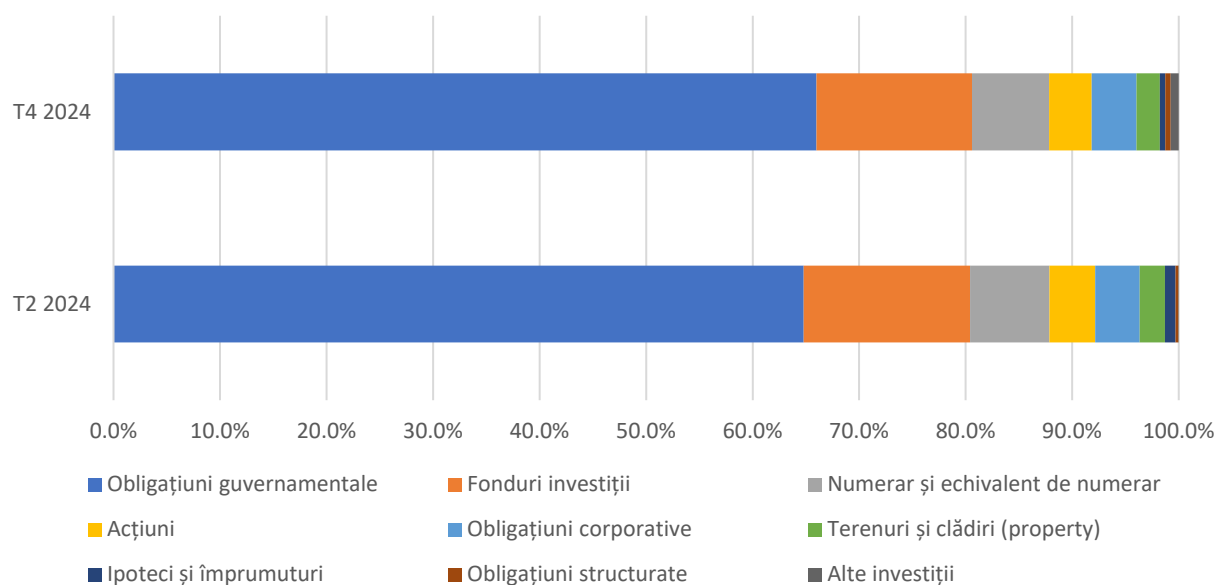
Din valoarea totală a investițiilor în sectorul imobiliar (circa 712 milioane lei), 85% reprezintă plasamente în terenuri și clădiri (property) pentru uz propriu, iar 15% reprezintă ponderea investițiilor în terenuri și clădiri (property) pentru investiții, acțiuni și obligațiuni corporative emise de companii din sectorul imobiliar.

Structura investițională – alocarea activelor

Valoarea totală a investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF (incluzând și activele deținute pentru contractele *unit-linked*) era de 31,6 miliarde lei la finalul anului 2024, în creștere cu circa 8% comparativ cu situația înregistrată la finele trimestrului II 2024 (aproximativ 29,3 miliarde lei).

Societățile de asigurare autorizate și supravegheate de ASF investesc preponderent în obligațiuni guvernamentale. Dacă luăm în considerare investițiile totale (incluzând și activele deținute pentru contractele *unit-linked*), plasamentele societăților în titluri de stat dețin o pondere de 66%, fiind urmate de investițiile în fonduri de investiții (14,6%) și deținerile de numerar și depozite (7,3%). Comparativ cu finalul trimestrului II 2024, se observă o creștere a ponderii investițiilor în obligațiuni guvernamentale în valoarea totală a investițiilor asigurătorilor, concomitent cu diminuarea ponderii plasamentelor în fonduri de investiții. În ceea ce privește valoarea numerarului și depozitelor, ponderea acestora în total investiții a scăzut ușor.

Figura 46 Investițiile totale ale societăților de asigurare pe clase de active la finalul trimestrului II 2024 și trimestrului IV 2024



Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF, calcule ASF

Obligațiuni guvernamentale

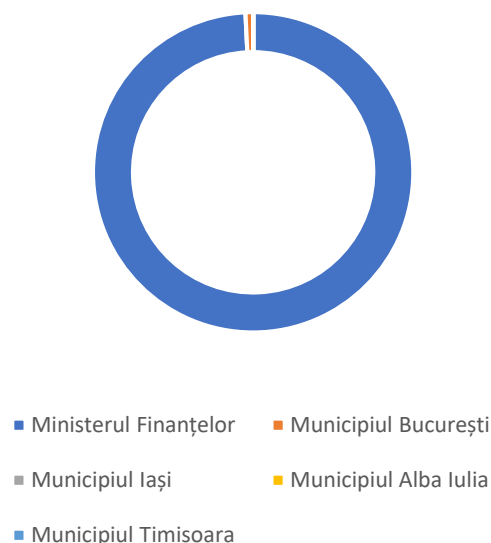
Valoarea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în obligațiuni guvernamentale se situa la circa 20,9 miliarde lei la finalul anului 2024, în creștere cu 10% față de trimestrul II 2024 (aproximativ 19 miliarde lei). Din valoarea totală a plasamentelor în obligațiuni guvernamentale, 99% sunt investiții în obligațiuni emise de instituții guvernamentale din România.

Se menține la un nivel semnificativ expunerea față de Ministerul Finanțelor, 98% din valoarea investițiilor în obligațiuni guvernamentale ale asigurătorilor reprezentând plasamente în titluri de stat românești.

Figura 47 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă la 31 decembrie 2024



Figura 48 Investițiile în obligațiuni guvernamentale românești descompusă pe emitenți



Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF, calcule ASF

Pentru a estima riscul de credit asociat cu expunerea societăților, am analizat nivelul de calitate a creditului aferent investițiilor societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale. Scala nivelului de calitate a creditului variază între 0 (risc de credit extrem de redus) și 6 (risc de credit extrem de ridicat, similar ratingului D, care indică insolvența/incapacitatea de plată).

În cazul investițiilor societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale, 98,6% din plasamentele în titluri de stat au un nivel de calitate a creditului de 3, similar unui rating BBB, ceea ce indică un risc de credit mediu. Având în vedere expunerea semnificativă față de Ministerul Finanțelor, nivelul de calitate a creditului este dat în principal de ratingul de țară al României. Așadar, riscul de credit se află la un nivel mediu, însă o potențială deteriorare a ratingului de țară poate conduce la creșterea costului de finanțare și, implicit, a randamentelor așteptate de investitori, ceea ce poate determina o scădere a valorii de piață a titlurilor de stat deținute de asigurători. Un procent de 0,2% din valoarea investițiilor în titluri de stat este reprezentat de obligațiuni guvernamentale fără rating.

Tabelul 15 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului

Nivel de calitate a creditului	Pondere în total investiții guvernamentale
0	0,4%
1	0,7%
2	0,0%
3	98,6%
4	0,1%
Fără rating	0,2%

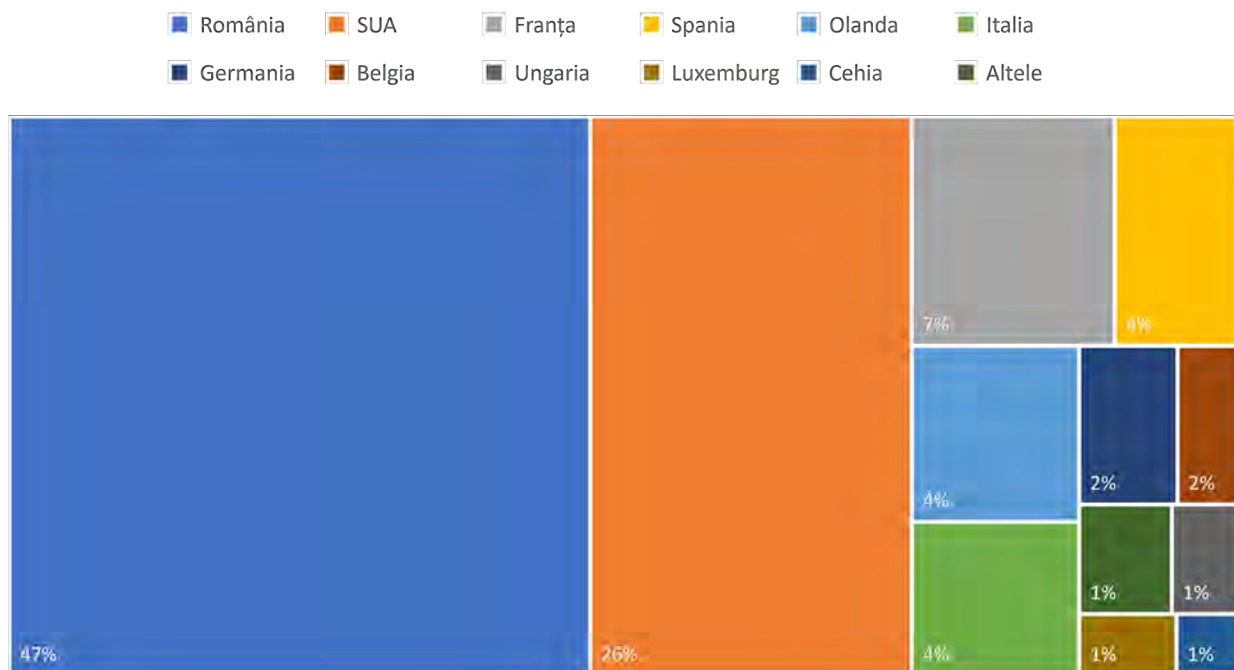
Sursa: ASF, rapoartări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF, calcule ASF

Obligațiuni corporative

Valoarea investițiilor în obligațiuni corporative se situa la 1,3 miliarde lei la finalul anului 2024, în creștere cu aproximativ 9% față de valoarea înregistrată la finalul trimestrului II 2024 (1,2 miliarde lei). Comparativ cu investițiile în obligațiuni guvernamentale, plasamentele în obligațiuni corporative sunt mult mai reduse ca valoare, iar alocarea emitentilor pe țări este mai diversificată.

Cea mai mare expunere este față de obligațiunile corporative emise de companii din România ce dețin o pondere de 47% din valoarea totală a obligațiunilor corporative din portofoliile asigurătorilor, urmate de SUA (26%) și Franța (7%).

Figura 49 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni corporative în funcție de țara emitentă la 31 decembrie 2024



Sursa: ASF, rapoartări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF, calcule ASF

Din valoarea investițiilor în obligațiuni corporative, doar 3,1% reprezintă plasamente în obligațiuni cu un nivel de calitate a creditului de 4 și 5, iar 0,8% din investițiile în obligațiuni corporative sunt plasamente în obligațiuni fără rating.

Tabelul 16 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului

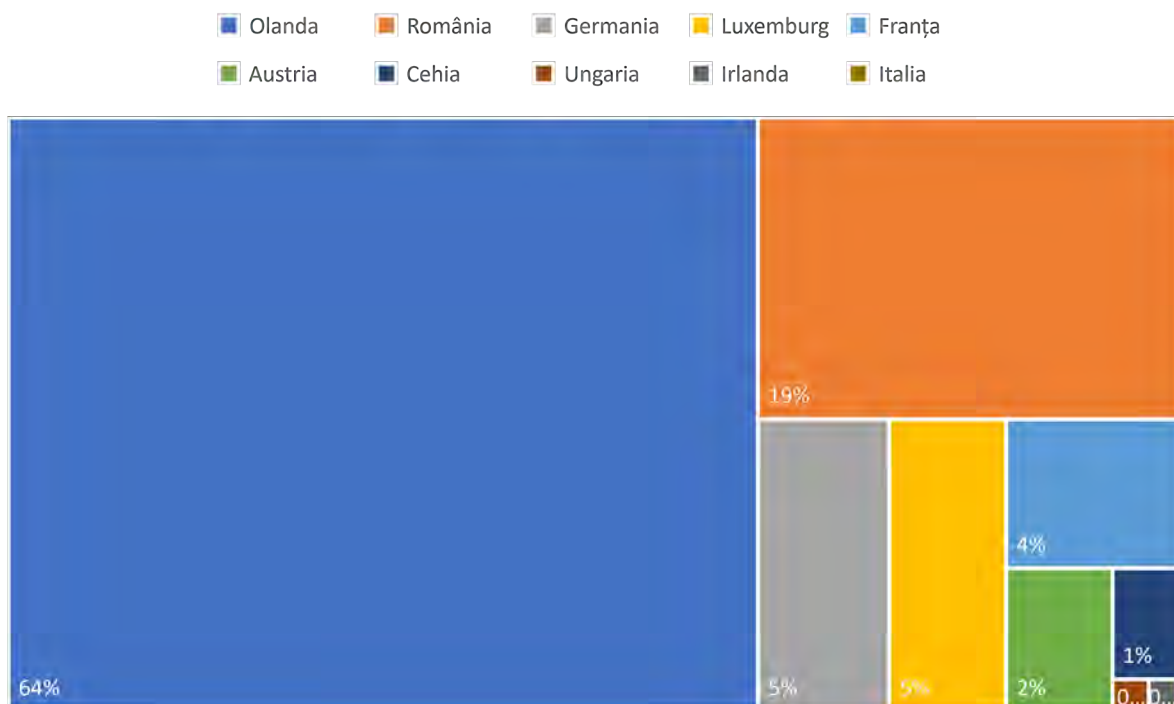
Nivel de calitate a creditului	Pondere în total investiții guvernamentale
0	0,4%
1	0,7%
2	34,4%
3	60,6%
4	2,9%
5	0,2%
Fără rating	0,8%

Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF, calcule ASF

Fonduri de investiții

Valoarea investițiilor în organisme de plasament colectiv a societăților de asigurare se situa la circa 4,62 miliarde lei la finalul anului 2024, în creștere ușoară față de finalul trimestrului II 2024 (4,58 miliarde lei). Din valoarea totală a plasamentelor în fonduri de investiții, 64% era investită în fonduri domiciliate în Olanda.

Figura 50 Investițiile societăților de asigurare în organisme de plasament colectiv în funcție de țara de origine a emitentului la 31 decembrie 2024



Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF, calcule ASF

Entități relevante sistemic

Din perspectiva dimensiunii pieței locale de asigurări, valoarea activelor totale ale societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF conform regimului Solvabilitate II a depășit pragul de 36 miliarde lei la finalul anului 2024, reprezentând circa 2,1% din PIB.

Tabelul 17 Activele totale aferente societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF la finalul anului 2024 și ponderea acestora în PIB

Societate	Active totale (mil. lei)	%PIB*
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	6.733	0,4%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	6.259	0,4%
NN ASIGURARI DE VIATA S.A.	4.999	0,3%
OMNIASIG VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	3.703	0,2%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	3.247	0,2%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	2.483	0,1%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	2.259	0,1%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	2.009	0,1%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	876	0,1%
UNIQA ASIGURARI S.A.	782	0,0%
PAID S.A.	554	0,0%
ONIX ASIGURARI S.A.	489	0,0%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA S.A.	359	0,0%
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	260	0,0%
ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	185	0,0%
COMPANIA DE ASIGURARI - REASIGURARI EXIM ROMANIA	173	0,0%
ABC INSURANCE S.A.	160	0,0%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI S.A.	126	0,0%
EAZY ASIGURARI S.A.	120	0,0%
GARANTA ASIGURARI S.A.	86	0,0%
EUROLIFE FFH ASIGURARI DE VIATA S.A.	78	0,0%
ASITO KAPITAL S.A.	62	0,0%
NN ASIGURARI S.A.	50	0,0%
EUROLIFE FFH ASIGURARI GENERALE S.A.	35	0,0%
Total	36.089	2,1%

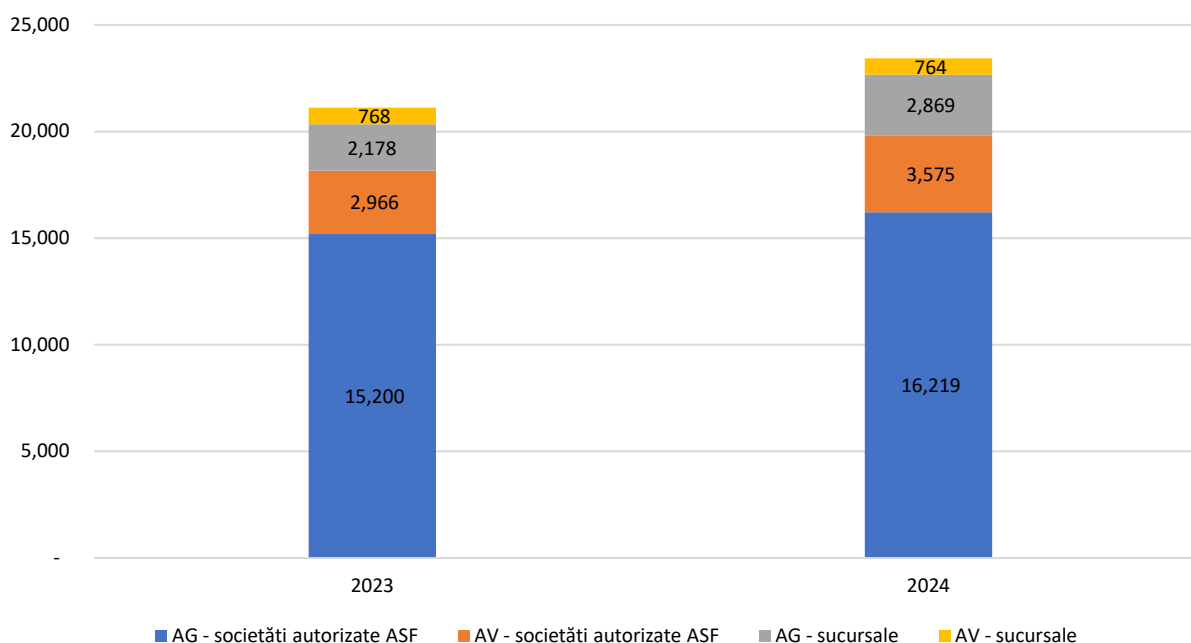
Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF conform Solvabilitate II, INS, calcule ASF; PIB este calculat ca suma ultimelor patru trimestre (T4 2023 – T3 2024).

Societatea Allianz Tiriac înregistrează cea mai mare valoare a activelor totale, cu o pondere de 0,39% în PIB, urmată de Groupama (0,36%) și NN Asigurări de Viață (0,29%).

În ceea ce privește activitatea de subscriere, volumul de prime brute subscrise²³ în anul 2024 s-a situat la 23,4 miliarde lei, în creștere cu 11% față de 2023 (21,1 miliarde lei) și reprezentând circa 1,4% din PIB. Societățile autorizate și supravegheate de ASF au subscris prime brute în valoare de 19,8 miliarde lei, în creștere cu 9% față de 2023, iar sucursalele au subscris un volum al primelor brute în sumă de 3,6 miliarde lei, un avans de 23% față de 2023.

²³ Societăți autorizate de ASF și sucursale.

Figura 51 Evoluția volumului de prime brute subscrise pe categorii de activități (asigurări generale și de viață)



Sursa: ASF

Tabelul 18 Clasamentul primelor 10 societăți de asigurare după volumul primelor brute subscrise în anul 2024

Societate	2023	Cotă de piață 2023	2024	Cotă de piață 2024
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	4.087.128.393	19,4%	4.390.196.097	18,7%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	3.492.340.904	16,5%	3.678.787.639	15,7%
OMNIASIG VIG	2.381.726.531	11,3%	2.782.107.146	11,9%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	1.427.071.656	6,8%	1.833.859.016	7,8%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	1.602.425.889	7,6%	1.812.836.458	7,7%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	986.692.078	4,7%	1.223.401.894	5,2%
NN ASIGURARI DE VIATA SA	1.019.391.746	4,8%	1.149.310.037	4,9%
AXERIA IARD	789.818.438	3,7%	1.009.051.200	4,3%
HELLAS DIRECT INSURANCE	551.628.552	2,6%	936.066.797	4,0%
Metropolitan Life	568.676.404	2,7%	698.606.250	3,0%
Total 1-10	16.906.900.591	80%	19.514.222.535	83%
Alte companii	4.205.589.810	20%	3.913.088.042	17%
Total	21.112.490.401	100%	23.427.310.577	100%

Sursa: ASF; sunt incluse și sucursalele care derulează activitate pe teritoriul României; pentru anul 2023 sunt incluse și PBS de Euroins România în trimestrul I 2023, înainte de retragerea autorizației de funcționare

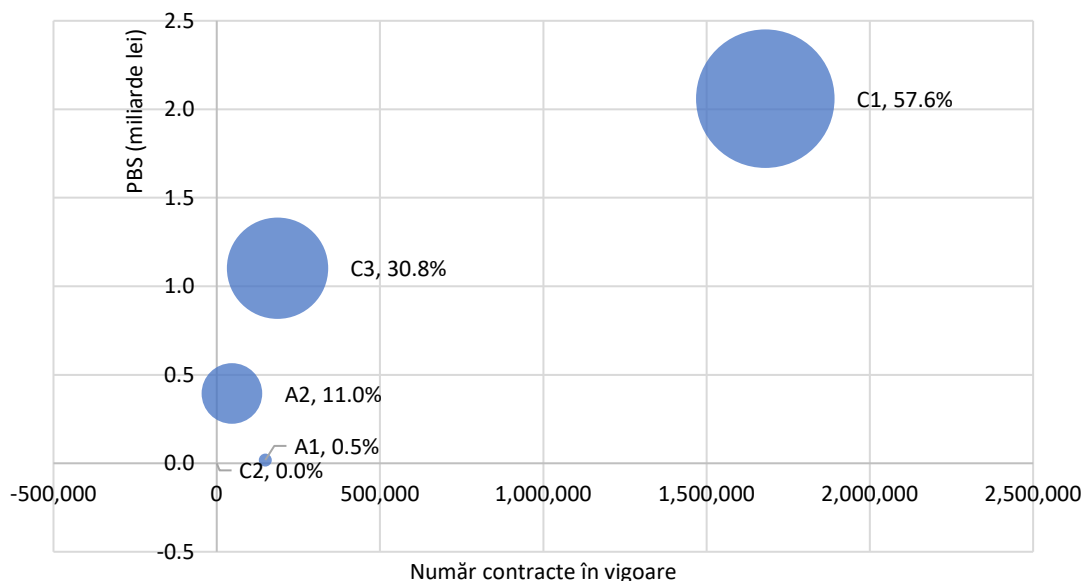
Din perspectiva dimensiunii (indiferent de modalitatea de măsurare - prime brute subscrise, active, rezerve tehnice), nicio societate de asigurare nu depășește 1% din PIB, deci nu ar exista argumente pentru a fi considerată sistemică potrivit acestui criteriu.

Din perspectiva analizei gradului de substituibilitate pe piața asigurărilor din România, ASF a identificat mai multe segmente vulnerabile, ca urmare a gradului ridicat de concentrare și volumului semnificativ de prime brute subscrise, dar și pe fondul existenței unui număr relativ redus de asigurători autorizați de ASF pentru a desfășura aceste activități:

- piața asigurărilor de viață;
- piața RCA;
- piața CASCO (clasa A3);
- piața asigurărilor de garanții (clasa A15).

La 31 decembrie 2024, 12 societăți erau autorizate de ASF să practice activitate de asigurări de viață, din care șase societăți desfășoară exclusiv activitate de asigurări de viață, iar șase sunt companii compozite.

Figura 52 Primele brute subscrise și numărul contractelor în vigoare pe clase de asigurări de viață în anul 2024



Sursa: ASF; nu sunt incluse sucursalele

Gradul de concentrare este ridicat atât pe piața asigurărilor auto facultative, cât și pe cea aferentă asigurărilor auto obligatorii (RCA). Primele 3 societăți pe piața RCA dețin o cotă cumulată de 56% din portofoliul de asigurări RCA din România (inclusiv sucursale și societatea care desfășoară activitate în baza libertății de a presta servicii), în scădere comparativ cu perioadele anterioare, pe fondul avansului înregistrat de volumul de prime brute subscrise de cele două sucursale ce derulează activitate pe acest segment.

Tabelul 19 Clasamentul societăților de asigurare în funcție de primele brute subscrise pentru RCA în anul 2024

Nr. crt.	Societate	Prime brute subscrise - RCA (lei)	Cotă de piață
1	GROUPAMA ASIGURARI S.A.	2.392.151.808	24,1%
2	ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	2.020.505.970	20,3%
3	GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	1.130.872.095	11,4%
	Total 1-3	5.543.529.873	55,8%
4	AXERIA IARD	1.008.274.429	10,1%
5	HD Insurance	935.682.682	9,4%
	Total 1-5	7.487.486.984	75,3%
6	GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	877.240.601	8,8%
7	ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	758.767.128	7,6%
	Total 1-7	9.123.494.713	91,8%
8	OMNIASIG VIG	684.885.583	6,9%
9	EAZY ASIGURARI S.A.	66.075.749	0,7%
10	DALLBOGG	63.018.247	0,6%
	Total	9.937.474.292	100,0%

Sursa: ASF; sunt incluse și sucursalele și societatea care desfășoară activitate în baza libertății de a presta servicii (FoS: Dallbogg)

Tabelul 20 Clasamentul primelor 10 societăți de asigurare în funcție de primele brute subscrise pentru clasa A3 în anul 2024

Nr. crt.	Societate	Prime brute subscrise A3 (lei)	Cotă de piață
1	OMNIASIG VIG	1.223.302.918	30,0%
2	GROUPAMA ASIGURARI S.A.	1.194.736.090	29,3%
3	ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	482.803.184	11,9%
	Total 1-3	2.900.842.192	71,3%
4	GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	467.414.932	11,5%
5	ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	353.606.889	8,7%
	Total 1-5	3.721.864.013	91,4%
6	UNIQA ASIGURARI S.A.	125.433.271	3,1%
7	Porsche	124.063.167	3,0%
	Total 1-7	3.971.360.451	97,5%
8	ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	42.684.850	1,0%
9	SIGNAL IDUNA ASIGURARI S.A.	19.966.029	0,5%
10	GARANTA ASIGURARI S.A.	17.602.765	0,4%
	Total 1-10	4.051.614.095	99,5%
	Altele	19.639.380	0,5%
	Total	4.071.253.475	100,0%

Sursa: ASF; sunt incluse și sucursalele

Tabelul 21 Clasamentul primelor 10 societăți de asigurare în funcție de primele brute subscrise pentru asigurările de garanții (A15) în anul 2024

Nr. crt.	Societate	Prime brute subscrise A15 (lei)	Cotă de piață
1	ONIX ASIGURARI S.A.	78.636.107	27,4%
2	ABC INSURANCE S.A.	62.410.145	21,8%
3	EXIM ROMANIA S.A.	47.213.029	16,5%
	Total 1-3	188.259.281	65,7%
4	OMNIASIG VIG	19.344.780	6,7%
5	ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	19.203.447	6,7%
	Total 1-5	226.807.508	79,1%
6	ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	18.952.619	6,6%
7	GROUPAMA ASIGURARI S.A.	18.842.585	6,6%
	Total 1-7	264.602.712	92,3%
8	ASITO KAPITAL S.A.	11.082.256	3,9%
9	Compagnie française	9.495.444	3,3%
10	ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	832.406	0,3%
	Total 1-10	286.012.818	99,8%
	Altele	708.183	0,2%
	Total	286.721.001	100,0%

Sursa: ASF; sunt incluse și sucursalele

Concentrare

Se menține gradul ridicat de concentrare pe piața asigurărilor din România, măsurat atât din perspectiva volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurare, cât și pe societăți. Totodată, sectorul asigurărilor rămâne dominat de asigurările generale ce dețin o pondere de 81% în volumul total de prime brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, în timp ce ponderea activității de asigurări de viață se menține la un nivel relativ redus, de 19%.

Asigurări generale

În ceea ce privește activitatea de asigurări generale, asigurările auto reprezintă 73,5% din acest sector, din perspectiva primelor brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, nivel în ușoară scădere față de cel înregistrat în anul 2023 (74,9%).

Tabelul 22 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale

	2021	2022	2023	2024
A1	1.6%	0.4%	0.3%	0.3%
A2	3.0%	3.2%	3.2%	3.7%
A3	22.6%	20.9%	21.1%	21.3%
A4	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
A5	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%
A6	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%
A7	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
A8	11.4%	10.9%	11.2%	12.1%
A9	2.4%	2.5%	2.2%	2.4%
A10	49.4%	53.4%	53.8%	52.2%
A11	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
A12	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
A13	2.6%	2.7%	2.7%	2.8%
A14	1.1%	1.1%	1.1%	0.9%
A15	2.8%	2.0%	1.6%	1.5%
A16	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%
A17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
A18	1.0%	1.2%	1.1%	1.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Sursa: ASF; incl. sucursalele

Din perspectiva gradului de concentrare în funcție de primele brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, primele cinci companii însumează o cotă de piață cumulată de circa 71% pe segmentul asigurărilor generale, nivel relativ similar cu situația înregistrată în anul 2023.

Tabelul 23 Cotele de piață pentru activitatea de asigurări generale

Societate	2023	Cotă piață 2023	2024	Cotă piață 2024
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	4.024.814.464	23,2%	4.317.959.611	22,6%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	3.133.839.022	18,0%	3.235.683.458	17,0%
OMNIASIG VIG	2.381.726.531	13,7%	2.782.107.146	14,6%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	1.302.312.278	7,5%	1.703.766.329	8,9%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	1.505.985.852	8,7%	1.571.738.138	8,2%
Total 1-5	12.348.678.147	71,1%	13.611.254.682	71,3%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	932.224.819	5,4%	1.166.271.998	6,1%
AXERIA IARD	789.818.438	4,5%	1.009.051.200	5,3%
HELLAS DIRECT INSURANCE	551.628.552	3,2%	936.066.797	4,9%
UNIQA ASIGURARI S.A.	414.855.122	2,4%	452.265.202	2,4%
POOL-UL DE ASIGURARE P.A.I.D.	205.290.467	1,2%	293.453.358	1,5%
Total 1-10	15.242.495.545	87,7%	17.468.363.237	91,5%
Altele	2.136.007.101	12,3%	1.619.889.995	8,5%
Total	17.378.502.646	100,0%	19.088.253.233	100,0%

Sursa: ASF; incl. sucursalele

Asigurări de viață

În ceea ce privește segmentul asigurărilor de viață, acesta este dominat de asigurările de viață tradiționale (clasa C1) și asigurările de viață cu componentă investițională (clasa C3) ce dețin o pondere cumulată de 88% în volumul total de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață de către societățile autorizate de ASF și sucursale.

Tabelul 24 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață

	2021	2022	2023	2024
C1	67.1%	66.3%	59.4%	59.0%
C2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
C7	26.3%	21.1%	28.1%	28.6%
A1	0.2%	4.6%	3.4%	3.3%
A2	6.4%	8.0%	9.0%	9.1%

Sursa: ASF; incl. sucursalele

Din perspectiva gradului de concentrare în funcție de primele brute subscrise de societățile autorizate de ASF și sucursale, primele cinci companii însumează o cotă de piață cumulată de 73,1% pe segmentul asigurărilor de viață, în ușoară creștere comparativ cu 2023 (72,8%).

Tabelul 25 Cotele de piață pentru activitatea de asigurări de viață

Societate	2023	Cotă piață 2023	2024	Cotă piață 2024
NN ASIGURARI DE VIATA SA	1.019.391.746	27,3%	1.149.310.037	26,5%
Metropolitan Life	568.676.404	15,2%	698.606.250	16,1%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	478.636.130	12,8%	522.621.031	12,0%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	358.501.882	9,6%	443.104.181	10,2%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	294.952.284	7,9%	358.680.054	8,3%
Total 1-5	2.720.158.446	72,8%	3.172.321.553	73,1%
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	274.042.129	7,3%	315.343.956	7,3%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA SA	177.020.607	4,7%	261.843.928	6,0%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	96.440.037	2,6%	241.098.320	5,6%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	124.759.378	3,3%	130.092.687	3,0%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	62.313.929	1,7%	72.236.486	1,7%
Total 1-10	3.454.734.526	92,5%	4.192.936.930	96,6%
Altele	279.253.229	7,5%	146.120.414	3,4%
Total	3.733.987.755	100%	4.339.057.344	100%

Sursa: ASF; incl. sucursalele

4.3. Solvabilitate

Valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital de solvabilitate se afla la nivelul de circa 9,6 miliarde lei la 31 decembrie 2024, în creștere cu aproximativ 18% comparativ cu anul anterior, în timp ce valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital minim se situa la 9,1 miliarde lei, în creștere cu 19%.

La 31 decembrie 2024, se observă scăderea ratei SCR la nivelul pieței asigurărilor (160%) comparativ cu anul precedent (165%). Dinamica a avut loc pe fondul creșterii mai rapide a cerinței de capital de solvabilitate (+22%) față de avansul înregistrat de valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere necesarul de capital. Creșterea cerinței de capital de solvabilitate a avut loc și ca urmare a scăderii gradului de cedare în reasigurare de către asigurătorii autorizați de ASF

.Figura 53 Evoluția cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței de capital minim (MCR)

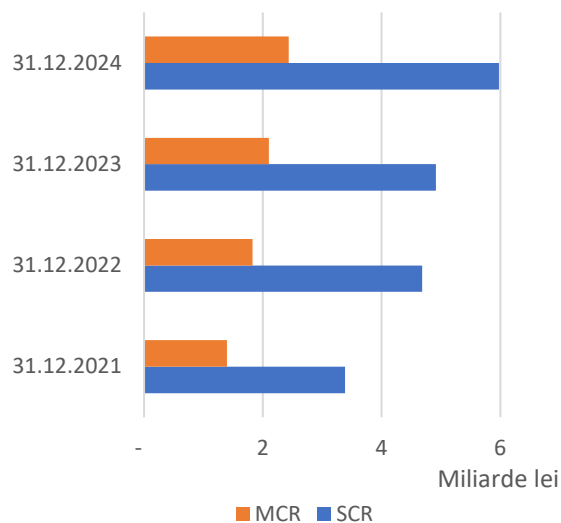


Figura 54 Evoluția fondurilor proprii eligibile să acopere SCR și MCR

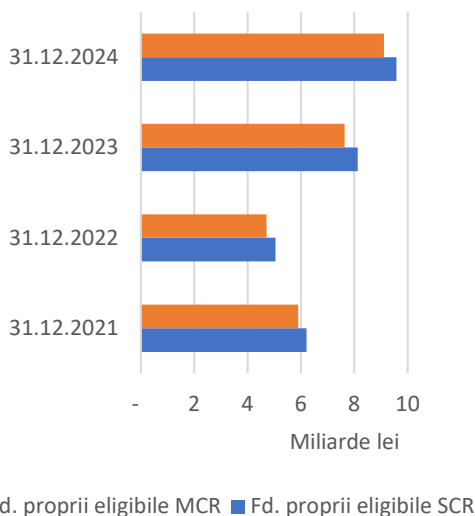
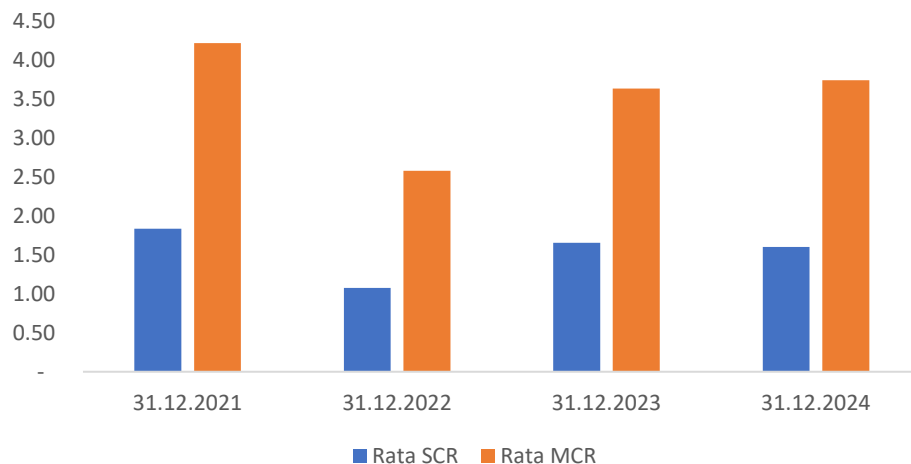


Figura 55 Evoluția ratelor de solvabilitate



Sursa: ASF, raportări trimestriale Solvabilitate II

Figura 56 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări generale

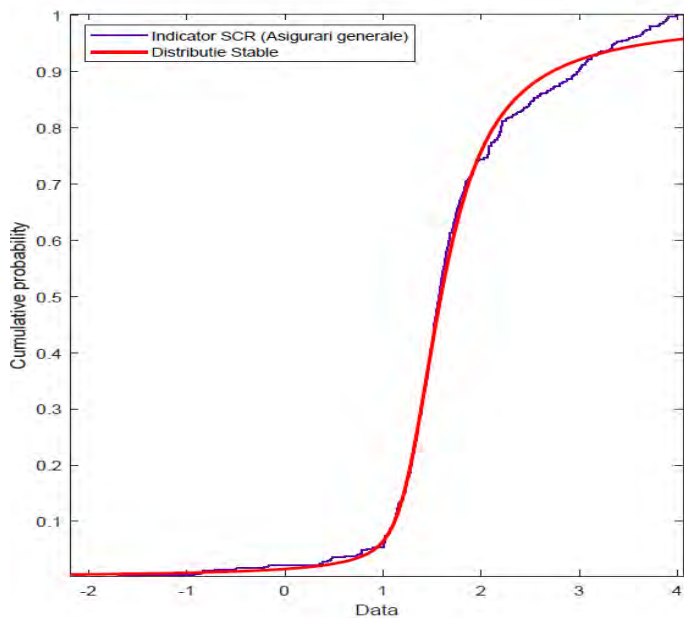
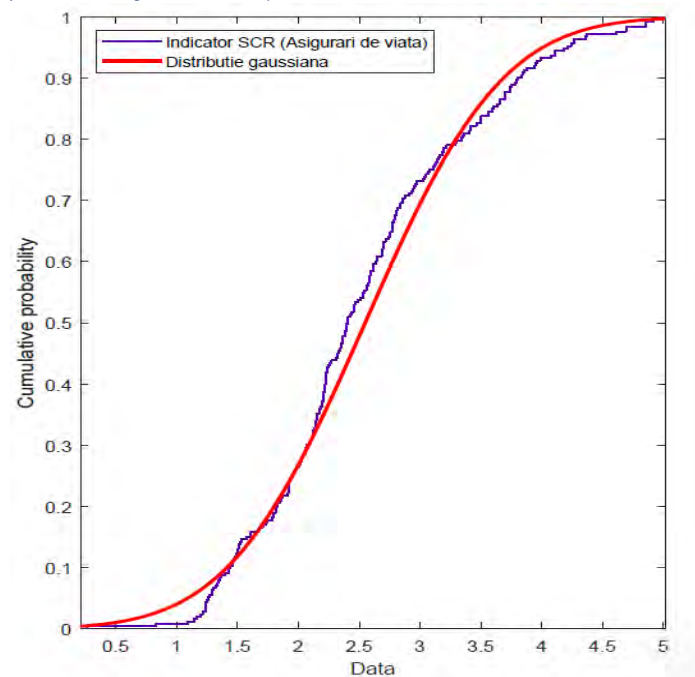


Figura 57 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări de viață



Sursa: ASF, raportări trimestriale Solvabilitate II

Rata SCR este un indicator esențial pentru stabilitatea societăților ce practică asigurări generale, reprezentând capitalul necesar pentru a face față riscurilor. Modelarea acestui indicator printr-o distribuție *Stable* este o alegere adecvată, având în vedere natura sa asimetrică și volatilă.

Media estimată a ratei SCR este de aproximativ 2,27.

Parametrul de stabilitate α (1.1463) sugerează o distribuție puternic leptocurtică, ceea ce indică o probabilitate ridicată de apariție a valorilor extreme.

Parametrul γ (0.2846) determină scala distribuției și sugerează că volatilitatea ratei SCR este ridicată.

Parametrul δ (1.5152) indică poziția centrală a distribuției și confirmă faptul că nivelul tipic al ratei SCR este relativ ridicat, dar susceptibil la variații extreme.

Modelarea ratelor SCR pentru societățile care practică activitatea de asigurări de viață prin distribuția normală sugerează o comportare relativ previzibilă a cerințelor de capital, fără prezența unor valori extreme semnificative.

Media estimată a ratei SCR este de 2,55. Varianța relativ scăzută (0,79) sugerează că nivelul ratei de solvabilitate nu variază semnificativ între societăți, ceea ce înseamnă că piața asigurărilor de viață este mai stabilă comparativ cu alte sectoare financiare. Această observație reflectă caracterul pe termen lung al polițelor de asigurări de viață și predictibilitatea fluxurilor financiare asociate.

Parametrul μ (2,55) confirmă faptul că majoritatea companiilor operează într-un interval bine definit al ratelor SCR, ceea ce este favorabil din perspectiva gestionării riscurilor. Parametrul σ (0,89) indică o dispersie moderată a valorilor ratelor,

ceea ce sugerează că, deși există unele variații între companii, acestea nu sunt extreme și pot fi gestionate eficient.

Matricea de covarianță arată o corelație practic inexistentă între estimările parametrilor μ și σ , ceea ce indică stabilitatea modelului și o bună separare a efectelor mediei și volatilității asupra distribuției SCR. Rezultatele analizei sugerează că sectorul asigurărilor de viață are un nivel de capitalizare relativ stabil, cu variații moderate între companii.

Distribuția normală a SCR indică faptul că riscurile din acest domeniu sunt mai puțin afectate de factori extremi și imprevizibili, ceea ce asigură o mai bună predictibilitate și gestionare a capitalului.

Faptul că varianța este redusă arată că majoritatea societăților de asigurări de viață operează în parametri similari în ceea ce privește cerințele de capital. Acest lucru poate fi explicat prin natura predictibilă a produselor de asigurare de viață, unde fluxurile financiare sunt mai bine controlate decât în alte tipuri de asigurări.

Utilizarea distribuției Stable sugerează că ratele SCR aferente societăților compozite prezintă un comportament extrem de variabil, cu potențial pentru valori extreme și asimetrie ridicată și reflectă complexitatea modelelor de afaceri care combină atât produse tradiționale de viață, cât și componente investiționale sau generale.

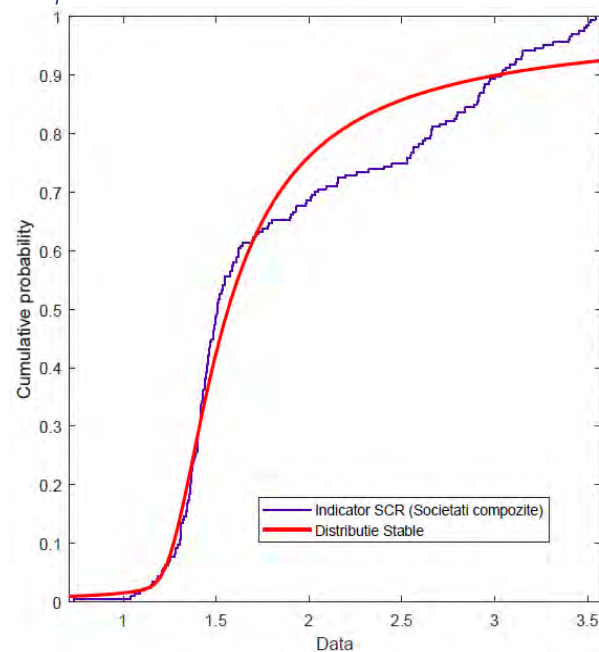
Parametrul α (0.9187) se situează sub valoarea de referință 2, ceea ce înseamnă că distribuția ratelor SCR este puternic leptocurtică și prezintă cozi grele.

Parametrul β (0.8842) arată o asimetrie puternică, ceea ce indică faptul că rata SCR este mai predispusă la valori mari decât la valori mici. Această caracteristică este tipică pentru societățile de asigurare compozite, unde riscurile financiare și actuariale sunt combinate și pot amplifica expunerea la șocuri externe.

Parametrul γ (0.1923) indică o volatilitate ridicată, ceea ce confirmă că ratele de solvabilitate sunt foarte sensibile la condițiile de piață și la factori de stres.

Parametrul δ (1.4624) determină poziția centrală a distribuției, indicând un nivel tipic ridicat al ratelor SCR. Matricea de covarianță arată o corelație moderată între parametrii α , β , γ și δ , ceea ce sugerează că forma distribuției este puternic influențată de variațiile tuturor acestor parametri, reflectând complexitatea ratelor pentru societățile compozite.

Figura 58 Distribuția ratelor SCR aferente societăților compozite



Sursa: ASF, raportări trimestriale Solvabilitate II

4.4. Lichiditate

Indicatorul de lichiditate este o măsură a capacității societăților de asigurare de a își onora obligațiile pe termen scurt față de beneficiarii asigurărilor, prin deținerea unor active care permit mobilizarea eficientă și în timp util a resurselor financiare pentru plata daunelor asiguraților.

Astfel, indicatorul de lichiditate se determină ca raportul dintre activele lichide și obligațiile pe termen scurt ale asiguraților față de asigurați, iar potrivit cerințelor legale, valoarea acestuia trebuie să fie supraunitară.

La 31 decembrie 2024, indicatorul de lichiditate pentru asigurările generale, precum și elementele care contribuie la formarea acestuia se regăsesc în tabelul de mai jos.

Tabelul 26 Indicatorul de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale

Perioada	Titluri de stat (mil. lei)	Obligațiuni municipale (mil. lei)	Valori mobiliare tranzacționate (mil. lei)	Depozite (mil. lei)	Cont curent și Casierie (mil. lei)	Obligații pe termen scurt (mil. lei)	Indicator lichiditate
Dec. 2024	14.207	81	822	1.568	222	5.475	3,09
Dec. 2023	11.300	79	678	1.716	259	4.463	3,14
Modificare 2024 vs 2023	26%	2%	21%	-9%	-14%	23%	

Sursa: ASF;

Pe de altă parte, indicatorul de lichiditate pentru asigurările de viață, precum și elementele care contribuie la formarea acestuia se regăsesc în tabelul următor.

Tabelul 27 Indicatorul de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață

Perioada	Titluri de stat (mil. lei)	Obligațiuni municipale (mil. lei)	Valori mobiliare tranzacționate (mil. lei)	Depozite (mil. lei)	Cont curent și Casierie (mil. lei)	Obligații pe termen scurt (mil. lei)	Indicator lichiditate
Dec. 2024	6.084	70	1.820	276	129	2.226	3,76
Dec. 2023	5.109	68	1.620	201	124	1.940	3,67
Modificare 2024 vs 2023	19%	2%	12%	37%	4%	15%	

Sursa: ASF

Asigurări generale

La nivelul pieței asigurărilor, se observă o ușoară scădere a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale (3,09) în anul 2024 comparativ cu 2023 (3,14), pe fondul creșterii mai rapide a obligațiilor pe termen scurt ale asiguraților (+23%) comparativ cu avansul înregistrat de activele lichide. Valoarea activelor lichide s-a situat la un nivel de 16,9 miliarde lei, în creștere cu circa 20% față de situația de la finalul anului 2023, conform raportărilor transmise de societățile de asigurare. Creșterea a avut loc pentru toate clasele de active, cu excepția depozitelor și numerarului. Valoarea depozitelor se situa la 1,6 miliarde lei la finalul anului 2024, în scădere cu 9% față de finele anului 2023 (1,7 miliarde lei). Pe de altă parte, obligațiile pe termen scurt ale asiguraților, reprezentate de rezerva brută de daune avizate, au crescut cu aproximativ 23%, de la 4,5 miliarde lei (2023) la 5,5 miliarde lei (2024).

Dintre cele 19 societăți care practică asigurări generale, 13 societăți au raportat un indicator de lichiditate peste media calculată la nivelul pieței de asigurări generale.

Analiza lichidității societăților care practică asigurări generale utilizând o distribuție de tipul Student-t oferă o perspectivă detaliată asupra variațiilor acestui indicator. Estimările parametrilor sugerează o lichiditate în general stabilă, dar expusă unor fluctuații semnificative și unor șocuri potențiale. Nivelul mediu al lichidității este estimat la 2,37, indicând o capacitate relativ bună a pieței de a absorbi tranzacțiile. Variabilitatea lichidității, reflectată de deviația standard de 0.84, sugerează fluctuații considerabile în timp, ceea ce ar putea implica episoade de stres financiar. Prezența unor valori extreme este confirmată de parametrul $v = 2,79$, ceea ce arată că distribuția lichidității prezintă cozi mai grele decât o distribuție normală, indicând apariția unor șocuri bruște și intense. Corelația între volatilitate și riscul extrem este vizibilă în matricea de covarianță, unde legătura dintre σ și v arată că o creștere a volatilității este asociată cu o distribuție mai plată, ceea ce poate reflecta episoade de scădere accentuată a lichidității.

În acest context, analiza sugerează că societățile care practică asigurări generale sunt expuse la riscuri de lichiditate. Deși nivelul mediu al lichidității este relativ stabil, volatilitatea și prezența extremelor indică faptul că anumite condiții de piață pot amplifica riscurile, afectând capacitatea pieței de a funcționa eficient în momente de stres.

La finalul anului 2024, cele mai multe societăți au înregistrat un indicator de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale ce depășea nivelul de 5. Dintre toate societățile ce au derulat activitate pe segmentul asigurărilor generale în anul 2024, doar trei asigurători au înregistrat un indicator de lichiditate situat sub media pe termen lung a indicatorului (2,37). Conform raportărilor asigurătorilor, indicatorul de lichiditate se menține supraunitar în cazul tuturor societăților.

Figura 59 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale

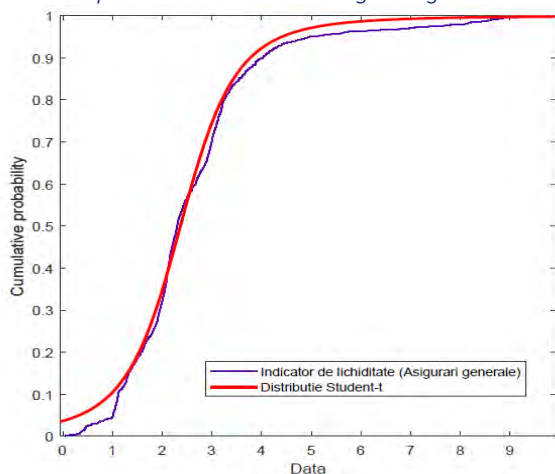
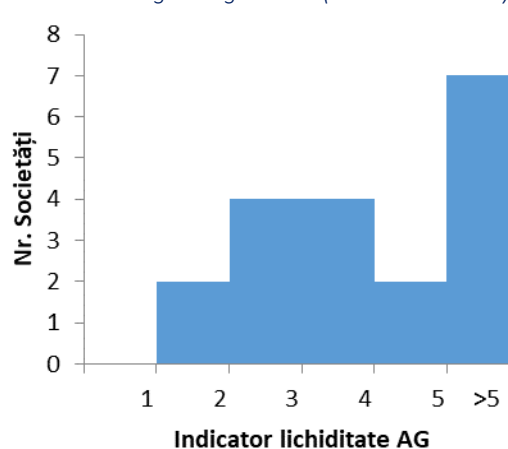


Figura 60 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale (decembrie 2024)



Sursa: ASF

Asigurări de viață

În ceea ce privește indicatorul de lichiditate aferent pieței de asigurări de viață, se constată o creștere ușoară a acestuia, de la un nivel de 3,67 (decembrie 2023) la 3,76 (decembrie 2024).

Valoarea activelor lichide s-a situat la un nivel de 8,4 miliarde lei, în creștere cu circa 18% la sfârșitul anului 2024 față de finalul anului precedent. Creșterea a fost susținută în principal de majorarea valorii investițiilor în titluri de stat și valori mobiliare tranzacționate. Obligațiile pe termen scurt au fost în sumă de 2,2 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 15% față de finalul lui 2023.

Dintre cele 12 societăți care au raportat pentru activitatea de asigurări de viață, șase societăți au înregistrat un indicator de lichiditate situat peste media la nivelul pieței asigurărilor calculată pentru finalul anului 2024.

Evaluarea indicatorului de lichiditate pentru asigurările de viață a fost realizată utilizând distribuția Birnbaum-Saunders. Media estimată a indicatorului de lichiditate este de 4,64, ceea ce indică un nivel moderat spre ridicat al capacității pieței de asigurări de viață de a gestiona obligațiile financiare. Acest aspect sugerează că sectorul dispune, în medie, de resurse suficiente pentru a acoperi obligațiile. Varianța ridicată (7,11) sugerează fluctuații semnificative în nivelul lichidității, ceea ce înseamnă că, deși media se situează la un nivel confortabil, pot exista perioade în care lichiditatea poate deveni insuficientă, necesitând mecanisme suplimentare de gestionare a riscului.

Parametrul β (4.008), care influențează poziția centrală a distribuției, este relativ apropiat de media generală, ceea ce confirmă faptul că indicatorul de lichiditate tinde să fie stabil în majoritatea cazurilor. Parametrul γ (0.5629) indică gradul de dispersie și asimetrie al distribuției, sugerând că valorile extreme au o probabilitate semnificativă de apariție. Această caracteristică este esențială în analiza lichidității asigurărilor de viață, în care evenimente neprevăzute pot determina apariția unor cereri mari și rapide de lichiditate. Matricea de covarianță arată o corelație aproape inexistentă între β și γ ($-6.02e-07$), ceea ce indică o independență statistică între media lichidității și nivelul volatilității sale, consolidând stabilitatea modelului.

Rezultatele statistice sugerează că sectorul asigurărilor de viață are, în medie, o lichiditate adecvată, însă prezintă riscuri legate de volatilitate și apariția unor episoade de cerere extremă de lichiditate. Distribuția Birnbaum-Saunders confirmă că acest indicator este influențat de evenimente rare, dar cu impact ridicat, ceea ce evidențiază importanța unor strategii eficiente de gestionare a riscului.

Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață arată că doar aproximativ 10% din observații se află sub valoarea de 2, cu o medie pe termen lung de 4,64, luând în calcul raportările lunare ale societăților în perioada 2016 – 2024.

Figura 61 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață

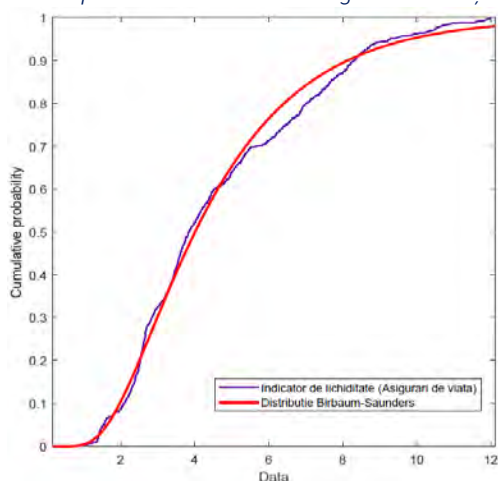
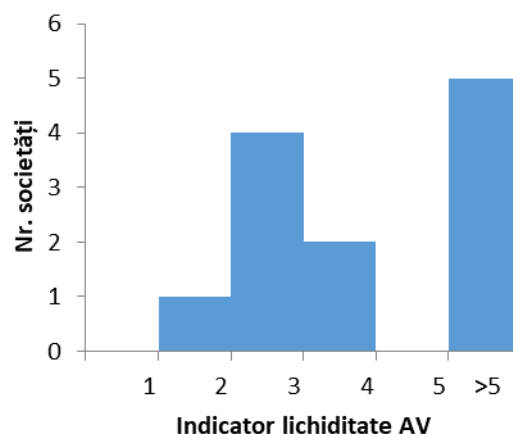


Figura 62 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață (decembrie 2024)



Sursa: ASF

În luna decembrie 2024, dintre cele 12 societăți care derulau activitate de asigurări de viață, cinci societăți înregistrau un indicator de lichiditate mai mare de 5, iar șapte societăți au înregistrat un indicator de lichiditate situat sub media pe termen lung (4,64). Cea mai mare abatere în acest sens de la media pe termen lung a fost înregistrată de o societate cu o cotă de circa 10% pe piața asigurărilor de viață, însă indicatorul de lichiditate este supraunitar, conform raportărilor.

4.5. Rezerve tehnice – Solvabilitate II

Unul dintre cele mai importante mecanisme ce stau la baza funcționării eficiente a pieței asigurărilor îl reprezintă constituirea rezervelor tehnice de către societățile de asigurare, pentru a asigura onorarea obligațiilor acestora față de asigurați, în cazul în care au loc evenimentele asigurate.

Astfel, constituirea unui nivel suficient al rezervelor tehnice, de natură să susțină plata tuturor obligațiilor față de asigurați, reprezintă un pilon important al managementului riscului aferent societăților de asigurare, contribuind la asigurarea stabilității financiare a companiilor respective.

La finalul anului 2024, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare totală de 22 miliarde lei, conform regimului Solvabilitate II, în creștere cu circa 19% față de anul anterior, repartizate pe cele două categorii de asigurare, după cum urmează:

- rezervele tehnice brute constituite pentru asigurările generale au înregistrat un volum de 13 miliarde lei, reprezentând 59% din totalul rezervelor tehnice brute, în creștere cu 23% față de finalul anului 2023;
- pentru asigurări de viață, societățile au constituit rezerve tehnice brute în valoare de circa 9 miliarde lei, nivel aferent unei ponderi de 41% din totalul rezervelor tehnice brute, în creștere cu 15% față de anul precedent.

Figura 63 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare

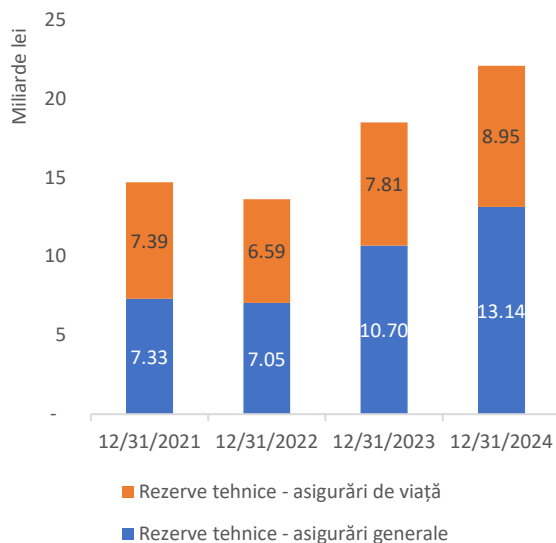


Figura 64 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață

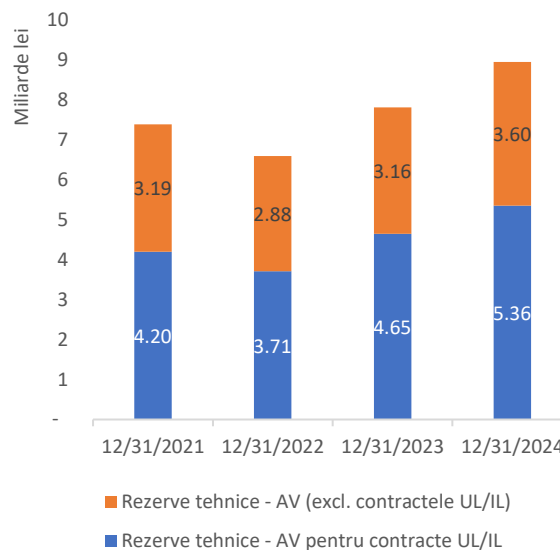
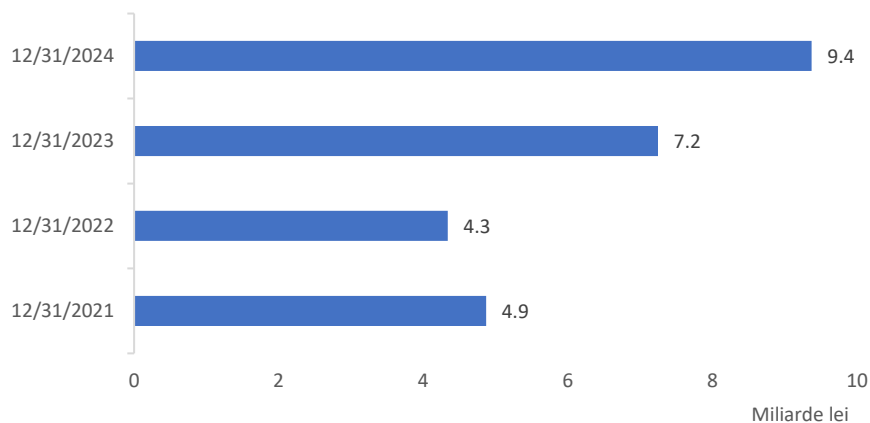


Figura 65 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru RCA



Sursa: ASF, raportări trimestriale Solvabilitate II

4.6. Reasigurare

Asigurări generale

Pentru o parte importantă de produse de asigurări generale (ex. asigurările care acoperă riscuri de catastrofe naturale, asigurările de răspundere civilă etc), ca parte a strategiei proprii de management al riscurilor, asigurătorii apelează frecvent la tehnici de diminuare a riscurilor de subscriere prin încheierea, de regulă, de contracte de reasigurare. În anul 2024, aproximativ 20% din primele brute subscrise au fost cedate în reasigurare.

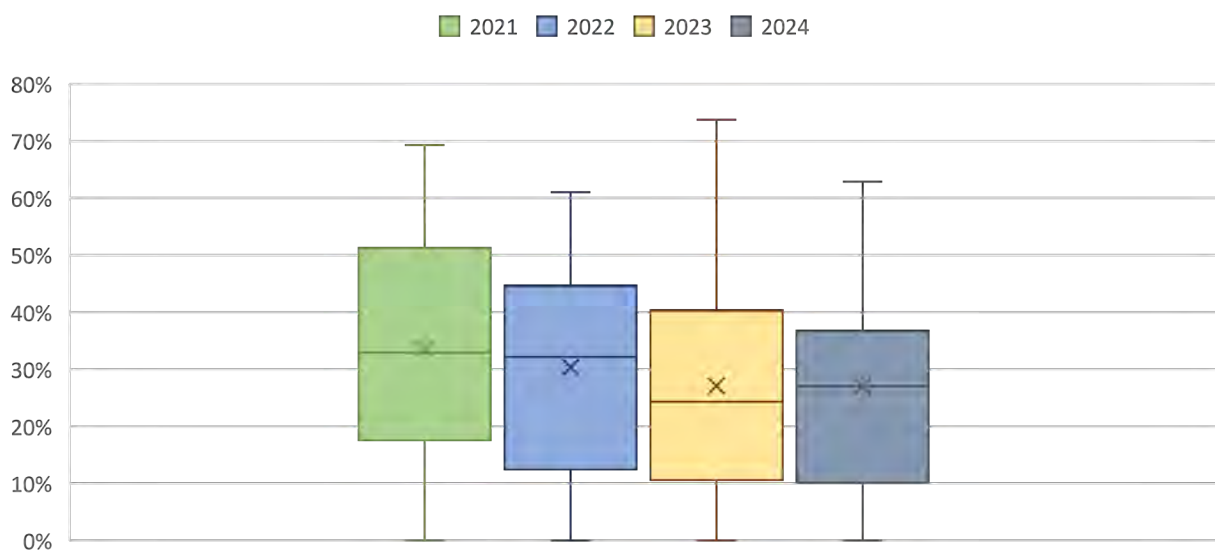
Tabelul 28 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2021 – 2024 pentru activitatea de asigurări generale

Perioada	PBS	Prime nete de reasigurare	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare
2021	11.630.849.176	7.521.877.687	64,67%	35,33%
2022	13.859.994.108	9.242.937.544	66,69%	33,31%
2023	15.200.431.729	10.061.672.326	66,19%	33,81%
2024	16.219.101.601	13.021.365.008	80,28%	19,72%

Sursa: ASF

Gradul de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise este un indicator calculat ca raportul dintre primele cedate în reasigurare (partea din prime transferată societății de reasigurare în vederea preluării de către aceasta a riscurilor asigurate) și volumul total al primelor brute subscrise.

Figura 66 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2021 –2024 pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF

Indicator al dimensiunii programelor de reasigurare derulate de societăți și, implicit, al transferului riscurilor, gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări generale a variat între 0% (în cazul a două societăți ce practică doar asigurări generale, Onix și Geroma) și 63% (valoarea maximă observată - PAID) în anul 2024.

Asigurări de viață

În mod tradițional, există diferențe importante în ceea ce privește politica de reasigurare între activitățile de asigurări de viață și cele de asigurări generale. În cazul asigurărilor de viață, în general societățile de asigurare rețin o parte mult mai mare din riscul subscris.

Ca urmare a faptului că asigurările de viață sunt de regulă contracte de asigurare pe durate mari și riscul se distribuie în timp, iar despăgubirile sunt relativ previzibile statistic, asigurătorii de viață acumulează rezerve semnificative în timp, ceea ce le permite să acopere despăgubirile fără să apeleze la fel de mult la cedarea în reasigurare precum o fac societățile de asigurări generale.

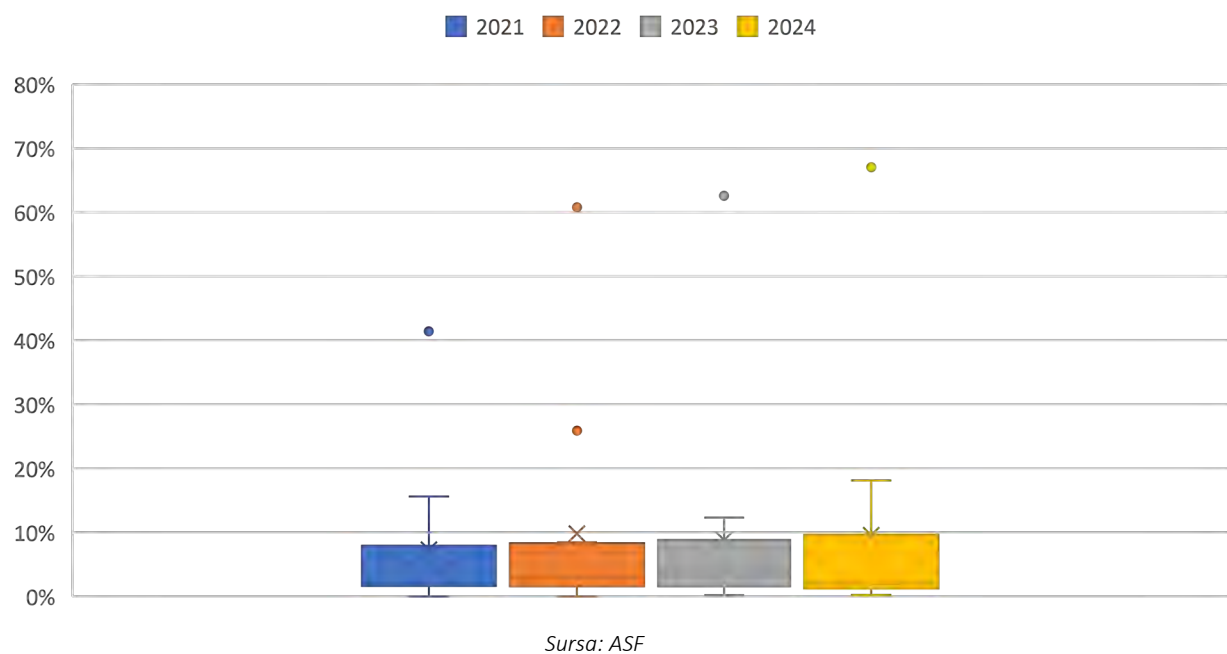
Tabelul 29 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2021 – 2024 pentru activitatea de asigurări de viață

Perioada	PBS	Prime nete de reasigurare	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare
2021	2.610.269.095	2.396.932.537	91,83%	8,17%
2022	2.646.990.610	2.359.998.726	89,16%	10,84%
2023	2.966.025.896	2.751.707.645	92,77%	7,23%
2024	3.574.631.853	3.328.656.421	93,12%	6,88%

Sursa: ASF

Gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări de viață a variat între 0,3% (pentru o societate ce deține o cotă de piață de circa 9% pe segmentul asigurărilor de viață) și 67% (valoarea maximă înregistrată) la nivelul anului 2024.

Figura 67 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2021 –2024 pentru activitatea de asigurări de viață



5. Stabilitatea pieței pensiilor private

Structura sistemului de pensii private din România prevede mai multe mecanisme de protejare a drepturilor participanților, dintre care amintim: segregarea activelor dintre administratori și fonduri, verificări suplimentare și validări de către depozitari, provizioane tehnice constituite de către administratori, cerințe de raportare și transparență sporită, cărora li se adaugă Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private (FGDSPP). Această construcție a pieței împreună cu toate mecanismele de protecție a drepturilor persoanelor înscrise în sistem au rolul de a diminua riscurile asupra stabilității pieței pensiilor private din România.

Ținând cont de incertitudinea perspectivelor macrofinanciare, precum și de existența probabilității de materializare a unor riscuri de piață, inclusiv sistemice, există posibilitatea ca activele fondurilor de pensii private să înregistreze scăderi în perioada următoare, acestea fiind direct influențate de mecanismul de evaluare prin marcare la piață.

Prin natura lor, fondurile de pensii private sunt investitori pe termen lung, care nu au un comportament speculativ, ci preferabil unul de păstrare a instrumentelor până la scadență și încasarea periodică a drepturilor ce li se cuvin aferente acestora (cupoane, dividende etc.).

Până în prezent, fondurile de pensii private au depășit cu bine perioadele de vulnerabilitate ale piețelor financiare, continuând tendința de creștere a activelor totale.

5.1. Piața pensiilor private în context internațional

Potrivit raportului publicat de OCDE, Pension Markets in Focus 2024, activele destinate pensionării în țările OCDE, au crescut cu 10%, în termeni nominali, ajungând la 63,1 trilioane USD la finalul anului 2023. Această creștere a fost impulsionată de veniturile din investiții obținute de furnizorii de pensii și de fondurile publice de rezervă pentru pensii, ca urmare a evoluțiilor pozitive de pe piețele de acțiuni. De asemenea, fluxurile de numerar pozitive din contribuții, care au depășit plățile de beneficii și alte cheltuieli, au susținut această creștere a activelor.

În ciuda creșterii din 2023, activele destinate pensionării²⁴ în OCDE erau încă cu 5% sub nivelul din 2021, în termeni nominali. Aceasta se datorează pierderilor semnificative din investiții suferite în anul 2022, cauzate de creșterea ratelor dobânzilor și de scăderea evaluărilor acțiunilor. Furnizorii de pensii din SUA și din unele mari piețe nu au reușit să recupereze aceste pierderi până la sfârșitul anului 2023, influențând tendința generală în zona OCDE. În contrast, în majoritatea celorlalte piețe de pensii, în general mai mici, activele

²⁴ Potrivit datelor OCDE, valoarea activelor acoperă toate schemele de pensii în care activele sunt acumulate pentru a susține plățile viitoare ale beneficiarilor, cu excepția sistemelor de tip pay-as-you-go (PAYG). Pensiile vor fi finanțate prin diverse vehicule investiționale (fonduri de pensii, contracte individuale de asigurare de pensie, fonduri administrate de bănci sau companii de investiții), administrate public sau privat, obligatorii sau voluntare, ocupaționale sau personale, cu beneficii definite (DB) sau contribuții definite (DC), fiind incluse aici și rezervele contabile ale angajatorilor.

furnizorilor de pensii au depășit nivelul din 2021 până la finalul anului 2023, datorită recuperării mai rapide a pierderilor mai mici din investiții și a excedentului de contribuții față de plățile de beneficii și alte cheltuieli.

Creșterea activelor în 2023 se aliniază tendinței pe termen lung de majorare a activelor destinate pensionării, în ciuda unor episoade de declin, precum criza financiară din 2008 și pandemia COVID-19. Activele s-au triplat în ultimele două decenii în OCDE, de la 20,8 trilioane USD la finalul anului 2003 la 63,1 trilioane USD la finalul anului 2023, în prețuri curente. Această tendință pe termen lung, se datorează, parțial, veniturilor pozitive din investiții obținute de furnizorii de pensii și de fondurilor publice de rezervă pentru pensii. De asemenea, măsurile implementate de guverne pentru a încuraja economisirea pentru pensionare, creșterea participării și a contribuțiilor la planurile de pensii și consolidarea rezervelor pentru planurile publice de pensii au contribuit la această creștere.

Solvabilitatea planurilor cu beneficii definite a continuat să se îmbunătățească în anul 2023, pe măsură ce creșterea activelor a depășit-o pe cea a obligațiilor. Raportul dintre active și obligații, adică rata de finanțare, a atins un nivel record în Regatul Unit și SUA, deși a rămas sub 100% în SUA. Performanța pozitivă a piețelor de acțiuni a compensat scăderea ratelor de actualizare spre sfârșitul anului 2023, conducând la rate de finanțare mai ridicate. Cu toate acestea, tranziția de la planurile DB a cele DC a continuat, deoarece unii angajatori au profitat de îmbunătățirea ratelor de finanțare pentru a închide planurile DB și a transfera riscurile și obligațiile asociate.

În tabelul de mai jos este prezentat gradul de penetrare al pensiilor private în statele europene membre OCDE, dar și din SUA pentru comparabilitate. Se poate observa faptul că în ultimul deceniu majoritatea statelor au înregistrat creșteri ale activelor pentru pensionare raportat la produsul intern brut al fiecărei țări.

Nivelul gradului de penetrare diferă de la un stat la altul, statele cu cele mai mari niveluri de active tind să fie cele cu sisteme de pensii obligatorii sau cvasi-obligatorii. În Islanda și în Elveția, unde angajatorii sunt obligați să asigure pensii ocupaționale angajaților, furnizorii de pensii dețin active în cuantum de 182% și, respectiv, 160% din PIB. În Danemarca și în Olanda, unde angajatorii trebuie să contribuie la planuri de pensii în funcție de ramura industriei, gradul de penetrare al activelor din pensii este, de asemenea, la un nivel ridicat. Statele cu sisteme de pensii opționale sau cu un sistem de pensii încă recent tind să aibă valori mai mici ale activelor acumulate în planurile de economisire pentru pensionare. În SUA, populația a economisit pentru pensionare de-a lungul a multe decenii, astfel că furnizorii de pensii dețin acum active în valoare de 39 trilioane USD, reprezentând aproximativ 70% din activele deținute în zona OCDE. În state cu sisteme recente de pensii sau bazat pe un sistem de pensii facultative, cum ar fi Grecia, Ungaria, Turcia, activele rămân la un nivel scăzut.

Activele din schemele de pensii din jurisdicțiile non-OCDE au crescut în 2023 comparativ cu anul precedent, în multe dintre cazuri mai rapid decât în unele state OCDE. Printre statele non-OCDE, remarcăm România care deține active în schemele de pensionare în procent de 8,3% din PIB la finalul anului 2023, în creștere cu 1,2 pp față de anul 2022 și cu mult în creștere comparativ cu anul 2013 (2,3%). Croația este în topul acestor state cu un procent al activelor de 28,9% din PIB.

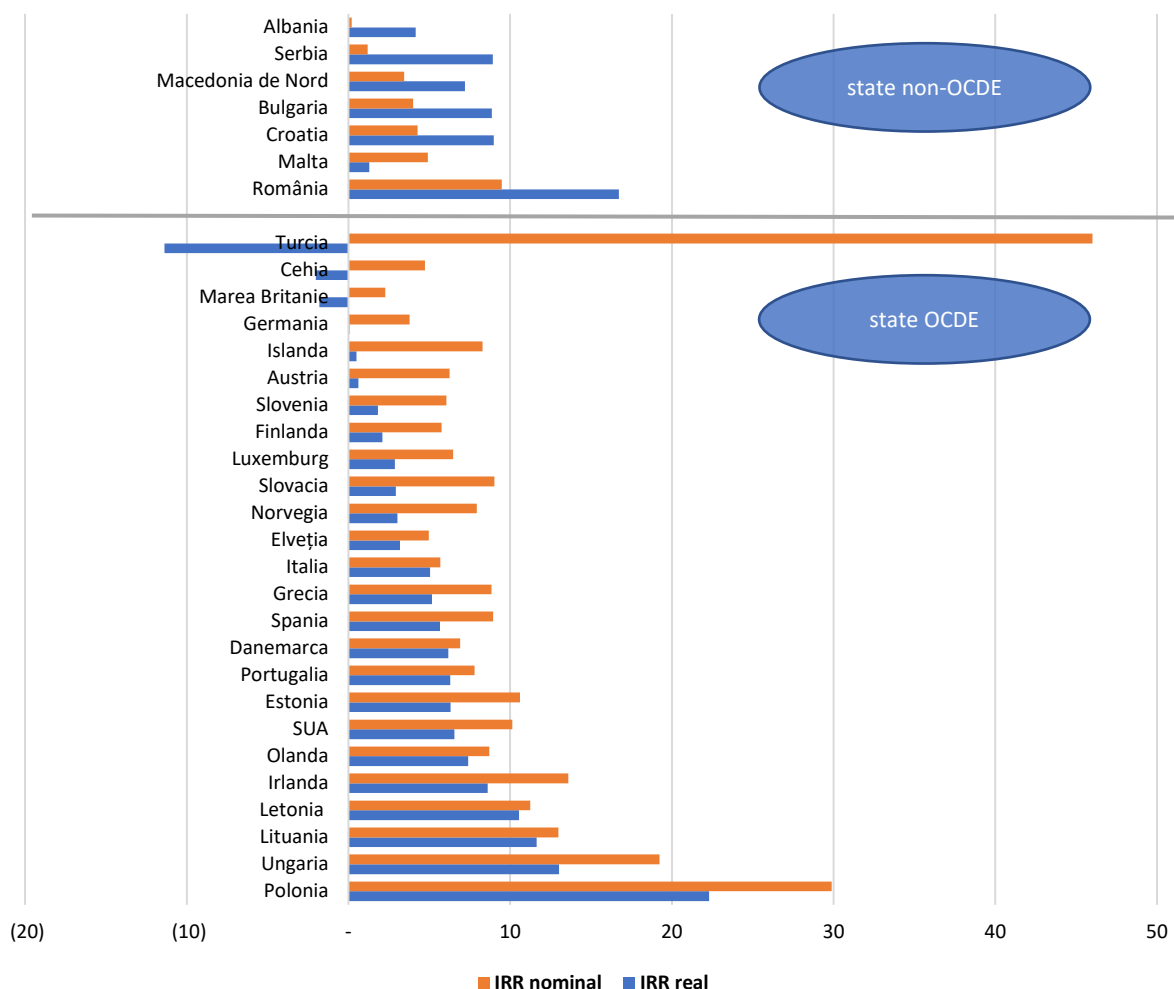
Tabelul 30 Evoluția gradului de penetrare al pensiilor private în anul 2023, conform OCDE

State OCDE	2013	2023	State non-OCDE	2013	2023
Danemarca	184,89	198,09	Croatia	17,8	28,9
Islanda	143,97	181,82	Macedonia de Nord	5,4	16,5
Elveția	123,62	159,75	Bulgaria	8,3	12,6
Olanda	145,45	147,07	România	2,3	8,3
SUA	134,96	142,52	Serbia	0,5	0,7
Suedia	67,45	106,59	Albania	0,0	0,3
Marea Britanie	80,62	79,25			
Finlanda	56,54	60,70			
Irlanda	49,95	26,13			
Letonia	8,45	19,54			
Estonia	10,76	15,25			
Slovacia	9,66	14,40			
Portugalia	9,47	13,73			
Franța	8,70	12,16			
Italia	7,34	11,22			
Spania	14,18	11,15			
Lituania	4,60	10,31			
Norvegia	8,05	9,26			
Polonia	19,02	8,21			
Cehia	7,13	8,11			
Austria	5,64	6,82			
Slovenia	6,38	6,75			
Germania	6,11	6,47			
Ungaria	3,91	4,48			
Turcia	1,39	2,83			
Luxemburg	1,95	1,70			
Grecia	0,54	1,01			

Sursa: OCDE; gradul de penetrare a fost calculat ca raport dintre valoarea totală a activelor pentru pensionare, exceptând sistemul public de tip PAYG (pay-as-you-go), și PIB

Creșterea activelor din anul 2023 a rezultat parțial din performanțele investiționale pozitive pe care furnizorii de pensii și fondurile de pensii publice le-au avut de-a lungul anului. Ratele nominale de rentabilitate a investițiilor au fost pozitive și au depășit rata inflației în multe dintre cazuri. Performanța investițională a fost determinată într-o mare măsură și de dezvoltarea pozitivă a pieței de acțiuni din 2023. Acest fapt se poate observa și în cazul Poloniei, Lituaniei și Letoniei, care au înregistrat cele mai mari rate de rentabilitate din statele analizate, aceste state având în portofoliu predominant acțiuni.

Figura 68 Rata anuală reală de rentabilitate a investițiilor în anul 2023 (%), în statele europene



Sursa: OCDE; rata de rentabilitate a investițiilor (IRR) este calculată a raportul dintre venitul net din investiții la finalul anului 2023 și nivelul mediu al activelor pe parcursul anului; pentru unele state valorile au fost furnizate direct de jurisdicții sau provin din publicațiile oficiale naționale.

Structura investițională a schemelor de pensii din statele europene, ne arată faptul că statele care nu sunt membre OCDE au o politică de investiții mai conservatoare, investind predominant în certificate de trezorerie și obligațiuni (ex. România deținea la finalul anului 2023 circa 73% din active în obligațiuni, conform statisticilor OCDE).

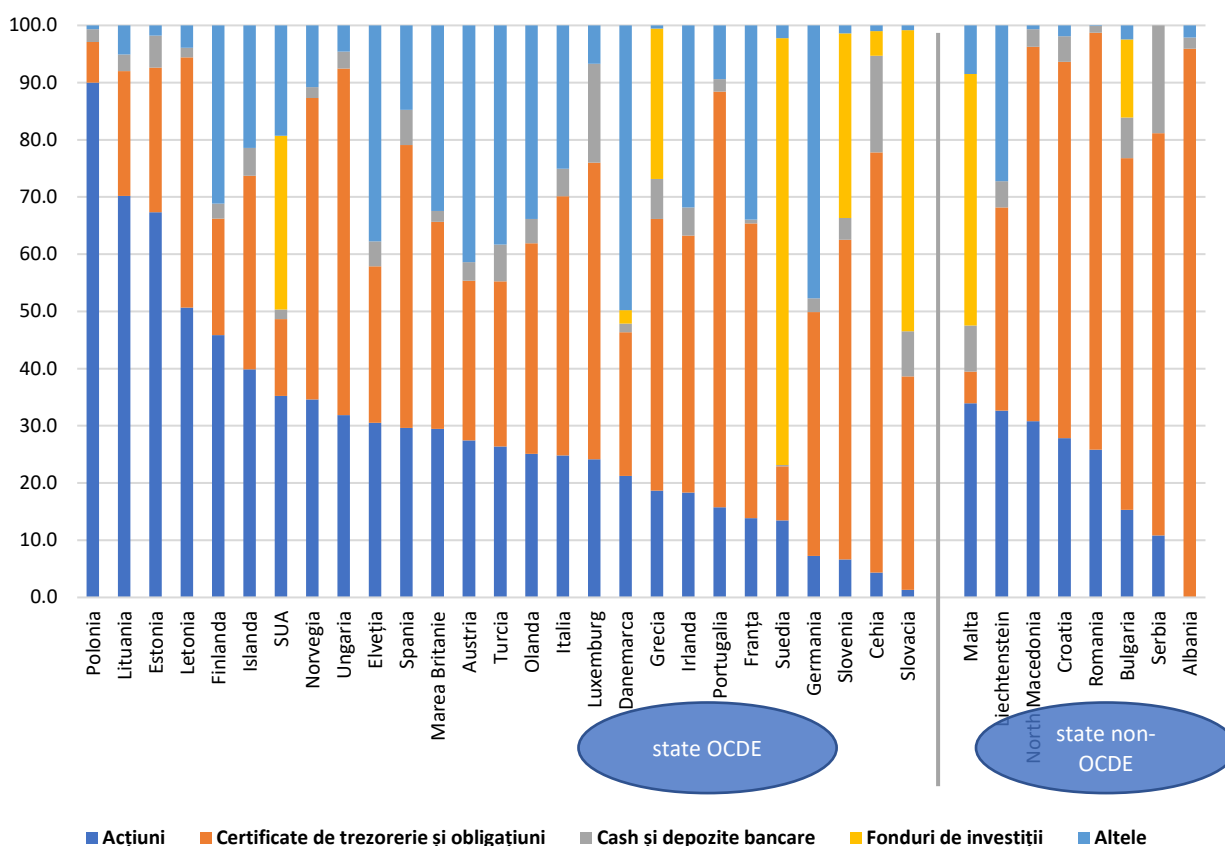
Prețurile acțiunilor au crescut, la nivel global, în anul 2023, pe măsură ce presiunile inflaționiste s-au diminuat și investitorii se așteptau la reduceri ale ratei dobânzii. Evoluțiile pozitive de pe piețele de acțiuni i-au favorizat pe cei care investesc mai mult în acțiuni, cum ar fi furnizorii de pensii din Letonia, Lituania și Polonia. Pe de altă parte, Cehia a avut una dintre cele mai scăzute performanțe tocmai datorită faptului că investește o pondere mică în acțiuni.

Obligațiunile sunt principalul instrument în care investesc furnizorii de pensii, iar o creștere a randamentelor duce la pierderi pentru obligațiunile emise anterior cu un nivel mai scăzut al randamentului

și invers. În vreme ce randamentele obligațiunilor de stat pe termen lung au crescut și au atins un maxim în octombrie 2023 în marile economii avansate, acestea au scăzut în ultimul trimestru deoarece investitorii se așteptau la reduceri ale ratelor dobânzii. Și randamentele titlurilor de stat pe termen lung în economiile emergente au scăzut de asemenea, la finalul anului 2023.

Sectorul imobiliar a avut de suferit în anul 2023 ca urmare a inflației ridicate și a creșterii ratelor de dobândă. Furnizorii de pensii și fondurile publice care investesc în imobiliare au suferit pierderi din această clasă de active în anul analizat. Tranzacțiile cu imobiliare au scăzut din cauza diferenței dintre prețul ofertat de vânzători și prețul pe care potențialii cumpărători erau dispuși să îl plătească. Tendința angajatorilor de a permite angajaților să lucreze de la distanță a condus, de asemenea, la creșterea numărului de locuri vacante în clădirile de birouri și la o scădere a chirilor. Conform analizei OCDE, fondurile de pensii din Australia, Canada și fondurile AP 1-4 suedeze au suferit pierderi de pe urma acestor tendințe. În România, fondurile de pensii private nu pot investi direct în această clasă de active, în schimb aveau plasamente reduse în acțiuni listate specializate în imobiliare (0,22% din activele totale la finalul anului 2023).

Figura 69 Structura investițională a mijloacelor de economisire pentru pensionare în statele europene în anul 2023 (%)



Sursa: OCDE; categoria „Altele” include împrumuturi, terenuri și clădiri, contracte de asigurare nealocate, fonduri speculative, fonduri de capital privat, produse structurate, alte fonduri mutuale (neinvestite în acțiuni, certificate de trezorerie și obligațiuni sau cash și depozite) și alte investiții. Valorile negative, datorate instrumentelor derivate, au fost excluse din calculele alocării activelor. Datele privind alocarea activelor din această figură includ atât investiții directe în acțiuni, certificate de trezorerie și obligațiuni, numerar și depozite, cât și investiții indirecte prin fonduri de investiții atunci când datele sunt disponibile. Când informațiile nu sunt

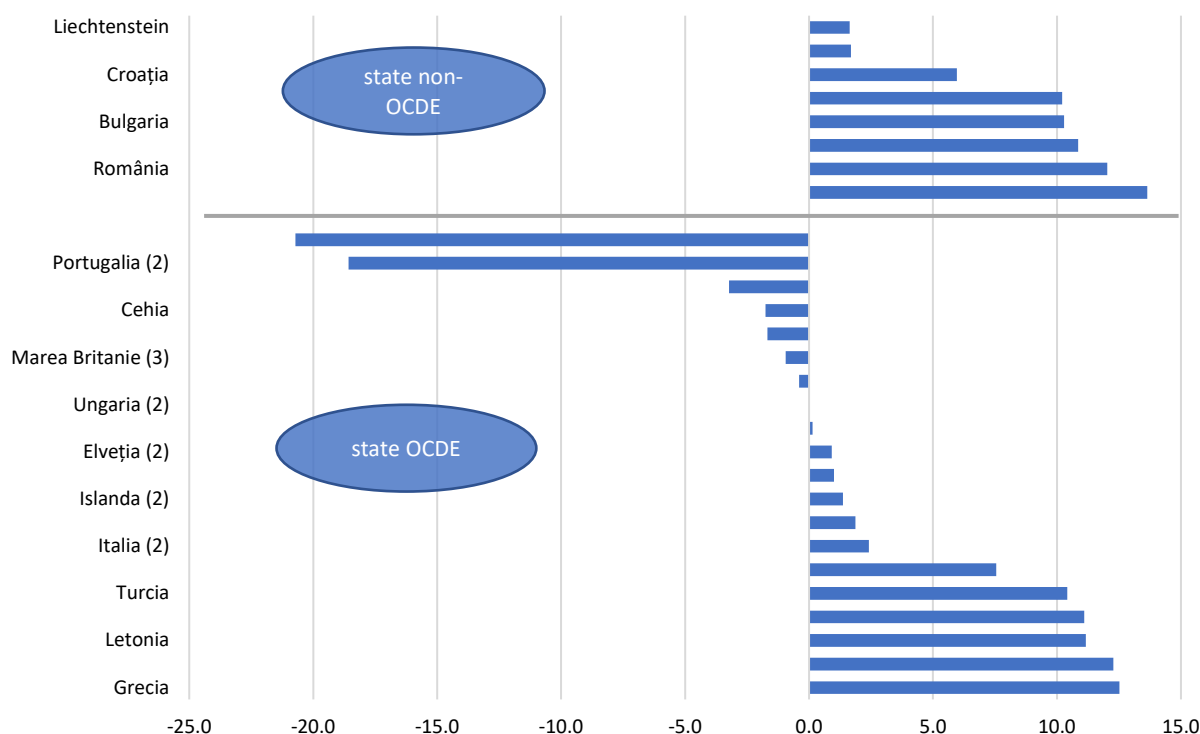
disponibile, figura arată doar investițiile directe în acțiuni, titluri și obligațiuni, numerar și depozite și alte active, iar investițiile în schemele de plasament colectiv sunt prezentate într-o categorie separată.

Creșterea activelor din schemele de pensii se datorează și fluxului de numerar pozitiv rezultat din excedentul contribuțiilor față de plățile efectuate și a cheltuielilor. Figura de mai jos ne arată că majoritatea furnizorilor de pensii au înregistrat un exces de contribuții față de plățile și cheltuielile efectuate.

În 2023, fluxurile de numerar pozitive au fost mai mari în jurisdicțiile care și-au introdus recent scheme de pensii private sau care și-au mărit numărul de participanți. În aceste cazuri contribuțiile au fost mai mari decât plățile de beneficii deoarece în aceste scheme de pensii s-au înscris mulți participanți și un număr mult mai mic dintre aceștia ajungeau la vârsta pensionării. Situația aceasta contrastează cu sistemele mai mature, care plătesc beneficii unei proporții mai mari de membri.

Și creșterea forței de muncă și a salariilor au contribuit la active mai mari în sistemele de pensii. Ratele de ocupare a forței de muncă s-au îmbunătățit în anul 2023, multe dintre statele OCDE înregistrând niveluri record. Ratele de ocupare a forței de muncă ridicate sau în creștere conduc la o proporție mai mare a populației de vârstă activă care poate accesa un plan de pensii. Salariile reale au crescut cu 3,5%, în medie, între trimestrul I 2023 și trimestrul I 2024, în statele OCDE. Lituania, care a avut printre cel mai mare excedent al contribuțiilor față de cheltuieli, este unul dintre statul OCDE unde salariile reale au crescut cu 4,9%.

Figura 70 Excedentul contribuțiilor în schemele de pensionare față de cheltuieli, în statele europene, în anul 2023 (% din active)

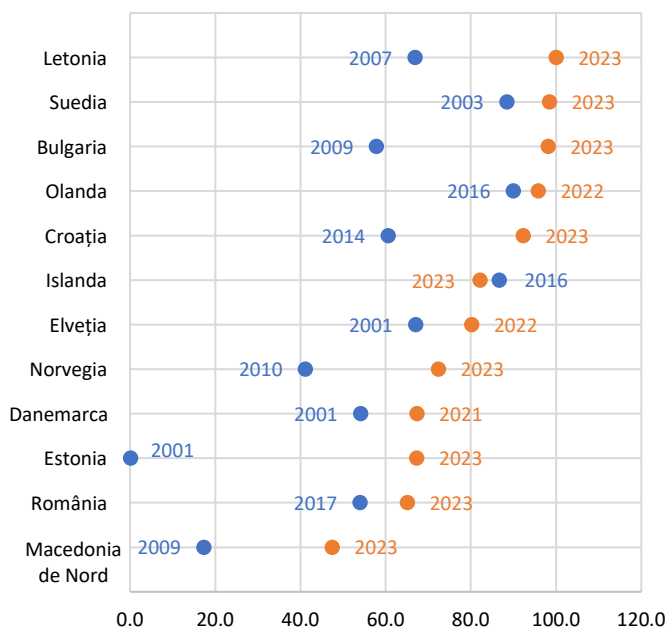


Sursa: OCDE; excedentul se calculează ca diferența dintre modificarea activelor la finalul anului 2023 față de anul 2022 și venitul din investiții (net de cheltuielile cu investițiile) realizat în cursul anului 2023 și este exprimat ca procent din activele de la finalul

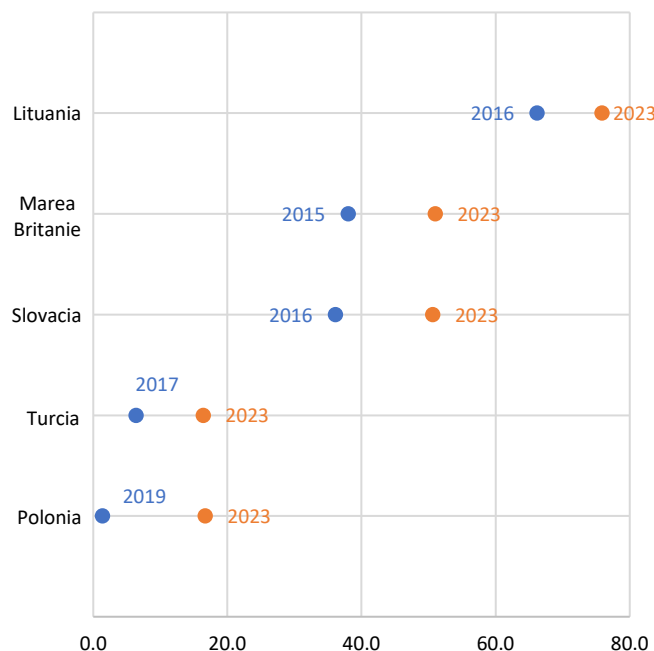
anului 2022. (1) Datele se referă la pilonul II de pensii. (2) Datele se referă doar la fondurile de pensii. (3) Excedentul contribuțiilor față de cheltuieli este calculat ca diferență dintre contribuții și suma beneficiilor și cheltuielile operaționale. (4) Datele fac referire la fondurile de pensii și la rezervele înscrise în bilanț (eng. book reserves).

Figura 71 Ponderea populației de vârstă activă care participă la un plan de pensii private, în statele UE, pe cea mai lungă perioadă disponibilă pentru fiecare jurisdicție

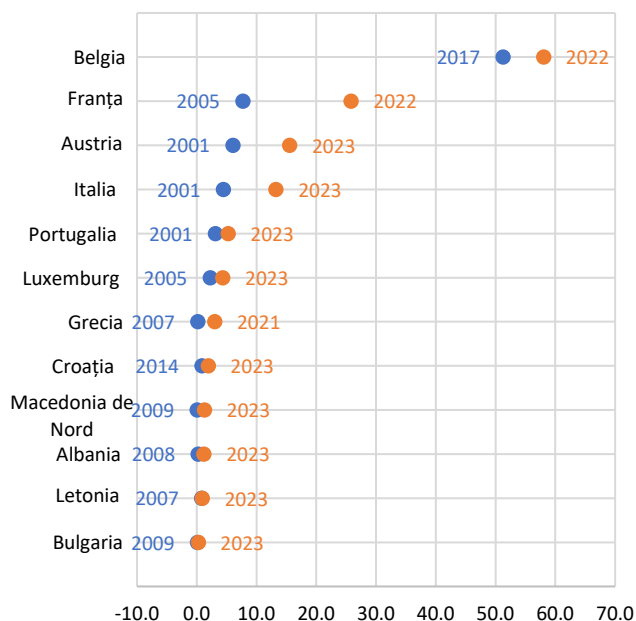
A. Plan de pensii obligatoriu sau cvasi-obligatoriu



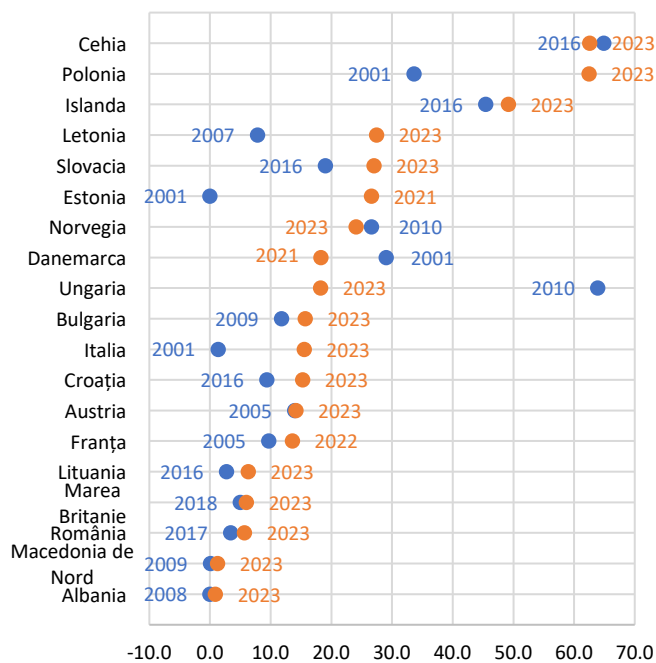
B. Plan de pensii cu înscriere automată



C. Plan de pensii voluntar ocupațional



D. Plan de pensii personal ocupațional



Sursa: OCDE; Graficul arată ce procent din populația activă participă la o schemă de pensii în două perioade diferite: ultimul an pentru care există date disponibile (marcat cu portocaliu) și primul an pentru care sunt disponibile aceste informații (marcat cu albastru); Graficele sunt realizate pentru fiecare tip de schema de pensii: obligatorie sau cvasi-obligatorie, cu înrolare automată, voluntară ocupațională și personală ocupațională.

Numărul participanților a crescut pentru toate tipurile de scheme. Creșterea a fost mai moderată în planurile de pensii voluntare. Și statele au încercat să încurajeze participarea la schemele de pensii prin introducerea unor planuri obligatorii (ex. Grecia) sau prin programe cu înscriere automată (ex. Polonia, Turcia, Marea Britanie), extinderea bazei de persoane eligibile pentru un plan de pensii (ex. Norvegia), facilitarea înființării de planuri de către angajatori (ex. Spania), reducerea sarcinii angajatorilor de a crea un plan (ex. SUA) și conceperea unor planuri care vizează o populație specifică. Țările au utilizat, de asemenea, stimulente financiare și campanii de comunicare pentru a încuraja oamenii să contribuie la un plan de pensii.

Evoluția pozitivă de pe piața muncii și creșterea salariilor influențează, de asemenea, participarea și contribuțiile la schemele de pensii. O proporție mai mare de persoane care lucrează, sporește accesul populației active la aranjamentele de pensii oferite la locul de munca. Contribuțiile cresc, de asemenea, în mod mecanic atunci când reprezintă un procent fix din salariu și, respectiv, din creșterile salariale. Îmbunătățirea ratelor de ocupare a forței de muncă după COVID-19 este probabil să fi contribuit la creșterea numărului de persoane care participă la o schemă de pensii și la creșterea contribuțiilor. Creșterea inflației a dus însă la o creștere mai lentă a contribuțiilor în ultimii 5 ani comparativ cu ultimii 10, 15 și 20 de ani, cum este cazul Turciei.

5.2. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private

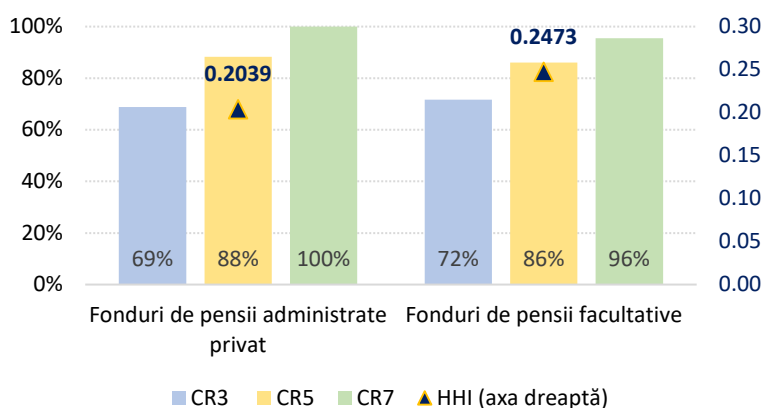
Tensiunile de ordin geopolitic și comercial acumulate pe plan internațional împreună cu predictibilitatea tot mai scăzută a măsurilor și a politicilor adoptate au determinat o creștere a incertitudinii la nivel global care a declanșat reacții pe piețele financiare și valutare. În plus, intensificarea riscurilor politice și economice interne pentru statele europene și SUA, tendința de creștere a disponibilizărilor și efectele politicii comerciale tarifare demarate de SUA la începutul anului 2025 accentuează riscurile unei recesiuni sau crize economice. În acest context, răspunsul piețelor financiare la nivel global și local poate duce la o materializare a riscul de piață, pe fondul creșterii contagiunii și a înrăutățirii perspectivelor macrofinanciare la scară largă.

Investițiile fondurilor de pensii private sunt bazate pe principiul administrării prudente, astfel încât să asigure securitatea, diversificarea, calitatea, lichiditatea și profitabilitatea activelor fondului de pensii private, iar cadrul legal presupune limite maxime din portofoliile fondurilor atât pe clase de active, cât și pe dețineri individuale, pentru a permite diversificarea riscurilor și pentru a evita concentrarea pe un singur emitent. În prezent, portofoliile investiționale ale fondurilor de pensii private cuprind un mix de active financiare precum acțiuni, obligațiuni corporative, obligațiuni municipale, obligațiuni emise de entități străine neguvernamentale, titluri de stat, investiții în fonduri mutuale, depozite bancare, fonduri de mărfuri și metale prețioase, instrumente derivate etc. Administratorii au obligația de asemenea, de a respecta politica de investiții autorizată de ASF.

Având în vedere caracterul obligatoriu al sistemului de pensii administrate privat din România, au fost instituite legal mai multe mecanisme de protecție a participanților, printre care se numără rata minimă de rentabilitate pentru fiecare categorie de risc a fondurilor de pensii private. Situația în care un fond ar obține periodic rate de rentabilitate inferioare ratei minime ar determina declanșarea aplicării unor măsuri speciale de supraveghere în vederea redresării situației. Nici unul din fondurile de pensii private existente nu a înregistrat rate de rentabilitate inferioare pragurilor minime. În contextul în care există un număr restrâns de fonduri de pensii în Pilonul II și în Pilonul III, s-a constatat în timp o abordare similară din partea administratorilor în ceea ce privește alocarea strategică a portofoliului investițional, caracterizată printr-o expunere moderată la risc și totodată printr-o preferință pentru titlurile emise de către statul român.

Piața pensiilor administrate privat (Pilon II) înregistrează un grad ridicat de concentrare, primele trei fonduri de pensii totalizând 69% din active la finalul lunii decembrie 2024 și în cazul fondurilor de pensii facultative (Pilon III), gradul de concentrare este asemănător, primele trei fonduri însumând 72% din active. Principalii indicatori utilizați de Consiliul Concurenței subliniază gradul ridicat de concentrare, situație explicabilă din motive legate de structura pieței, a numărului redus de fonduri de pensii private și de mecanismul de repartizare aleatorie pe Pilonul II, prin care majoritatea participanților nou intrați sunt distribuiți în cote egale tuturor administratorilor de fonduri de pensii din Pilonul II.

Figura 72 Gradul de concentrare al fondurilor de pensii private (în funcție de valoarea totală a activelor la finalul lunii decembrie 2024 calculat pe baza indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței)²⁵



Sursa: prelucrare ASF

Contribuțiile participanților la fondurile de pensii private se virează direct în contul fondului de pensii înregistrat la banca depozitară, aceasta din urmă fiind autorizată, reglementată, supravegheată și controlată de către Banca Națională a României. Depozitarii sunt solidar răspunzători, împreună cu administratorii fondurilor de pensii private, de păstrarea în siguranță a activelor fondurilor de pensii private, de verificarea respectării cerințelor legale referitoare la operațiunile cu active și a calculării zilnice a valorii unitare a activului net, precum și de notificarea ASF referitoare la orice nereguli sau erori constatate. La finalul lunii decembrie 2024, serviciile de depozitare a activelor erau oferite de trei instituții de credit autorizate de Banca Națională a României (BNR): BRD-GSG, care deține cea mai ridicată pondere a activelor, de aproximativ 82 %, Raiffeisen, 13,6%, și BCR, 4,5%.

Tabelul 31 Cota de piață a depozitarilor fondurilor de pensii private la 31 decembrie 2024

Depozitar	Valoare active în custodie (miliarde lei)	% în total active
BRD GSG SA	128.2	81.95%
Raiffeisen Bank SA	21.2	13.58%
BCR SA	7.0	4.47%
Total	156.4	100.0%

Sursa: prelucrare ASF

Piața serviciilor de depozitare pentru fondurile de pensii private prezintă un *grad ridicat de concentrare*, iar complexitatea și importanța mecanismelor de depozitare pentru buna funcționare a acestor piețe fac ca riscul de substituie să fie ridicat pentru entitatea cu cea mai mare cotă de piață pe acest segment, respectiv BRD – Groupe Societe Generale. Aceasta face obiectul supravegherii prudențiale de către Banca Națională

²⁵ CR3, CR5 și CR7 reprezintă cota de piață a primelor trei, cinci, respectiv fonduri de pensii private din fiecare pilon, în timp ce HHI reprezintă Indicele Herfindhal-Hirschman, calculat ca sumă a pătratelor cotelor de piață a fondurilor de pensii din fiecare pilon; cu cât HHI are valoare mai mare, cu atât gradul de concentrare este mai ridicat.

a României și este deja inclusă în categoria altor instituții de importanță sistemică din România (fiindu-i impus un amortizor suplimentar de capital ca urmare a includerii în această categorie pe baza scorului calculat conform metodologiei armonizate cu ghidul Autorității Bancare Europene).

Fondurile de pensii private trebuie să opteze la înființare, prin prospect, pentru o categorie de risc, exprimată din punct de vedere al politicii de investiții, în care trebuie să își păstreze încadrarea: risc scăzut, risc mediu și risc ridicat. În general, o categorie de risc scăzut presupune o politică de investiții adversă față de riscuri, cu expuneri mai reduse pe acțiuni și alte instrumente mai volatile. În acest caz, și randamentele așteptate sunt mai reduse, fiind corelate cu nivelul de risc asumat. La polul opus, o categorie de risc ridicat presupune un apetit mai mare pentru acțiuni sau alte plasamente care pot oferi randamente mai mari. În cadrul Pilonului II sunt șase fonduri de pensii în categoria risc mediu și un fond care este în categoria de risc ridicat (FPAP Aripa administrat de Generali Societate de Administrare a Fondurilor de Pensii Private SA). În Pilonul III sunt opt fonduri de pensii facultative în categoria de risc mediu și două în categoria de risc ridicat (NN Activ administrat de NN Asigurări de Viață SA și AZT Vivace administrat de ALLIANZ-ȚIRIAC PENSII PRIVATE Societate de administrare a fondurilor de pensii private SA).

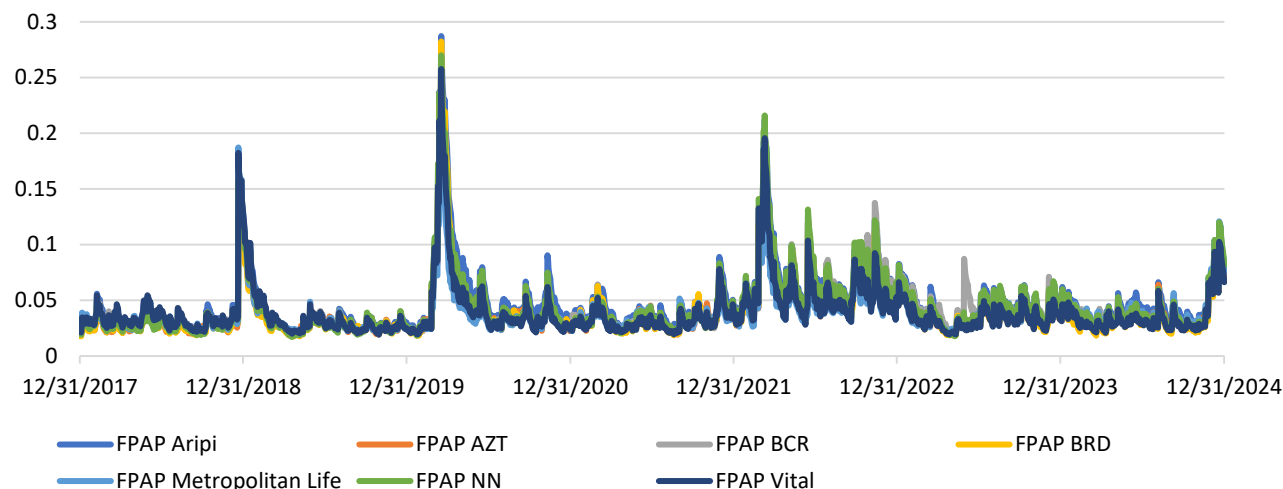
Riscul de piață reprezintă riscul de pierdere rezultat din fluctuațiile nefavorabile ale prețurilor de piață ale activelor, ratelor de dobândă sau ale cursului de schimb. Acesta este în general gestionat de către administratori prin diversificare, urmărind diminuarea componentei de risc sistemic, dar și prin monitorizarea pozițiilor individuale și a indicatorilor de risc, concomitent cu posibilitatea gestionării active a portofoliilor pe termen scurt. Incertitudinea desfășurării evenimentelor și a relațiilor geopolitice pe plan extern împreună cu instabilitatea politică pe plan local, concomitent cu implementarea unor măsuri corective pentru reducerea deficitului bugetar, continuă să aibă un impact puternic asupra volatilității piețelor financiare globale și locale, accentuând riscurile pe piețele de capital.

La finalul lunii decembrie 2024, fondurile de pensii private au investit majoritatea activelor în instrumente financiare denominate în monedă locală (88,1%), urmate de instrumente financiare denominate în euro în procent de 11,1% și în dolar american 0,8%. Ținând cont de expunerea limitată pe instrumente financiare denominate în valută, riscul valutar se situa la un nivel redus, o parte dintre administratori utilizând pentru protecție instrumente financiare derivate de tipul contractelor forward, încheiate pe piața bancară, pentru protecție și pentru a își conserva valoarea deținerilor denominate în euro.

Perioadele de volatilitate de pe piața financiară se reflectă pe termen scurt și asupra activelor fondurilor de pensii private care pot înregistra episoade de scădere, evoluția acestora depinzând de contextul macrofinanciar. Cu toate acestea, activele fondurilor de pensii au crescut rapid după perioadele temporare de declin.

În anul 2024, volatilitatea valorii unitare a activelor nete ale fondurilor de pensii private s-a menținut la un nivel redus, până în ultima parte a anului când piețele financiare locale și globale au resimțit tensiunile acumulate, creșterea incertitudinii și accentuarea îngrijorărilor referitoare la perspectivele de evoluție viitoare.

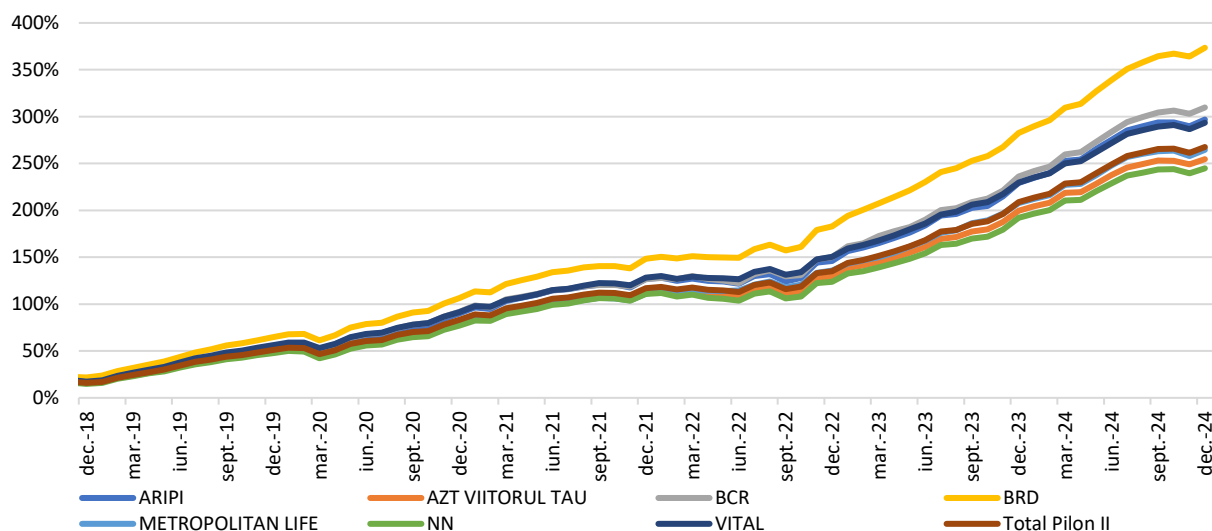
Figura 73 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II – GARCH (1,1)



Sursa: calcule ASF (model Garch)

Valoarea activelor totale aferente fondurilor de pensii administrate privat (Pilon II) a crescut cu mai mult de 267% de la începutul anului 2018 până la finalul anului 2024, sistemul de pensii private fiind încă în perioada de acumulare, iar plățile fiind la un nivel redus, dar în creștere. Cele mai mari accentuate dinamici ale activelor le putem observa în cazul FPAP BRD și FPAP BCR. Creșterea activelor totale este rezultatul contribuțiilor virate și a rezultatelor investiționale, din care sunt deduse plățile efectuate către participanți pentru pensionare, deces sau invaliditate, precum și comisioanele legale suportate din activul fondului (comisionul perceput de administrator din activul net și cheltuielile cu aduditul fondului²⁶).

Figura 74 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (ian. 2018=100%)

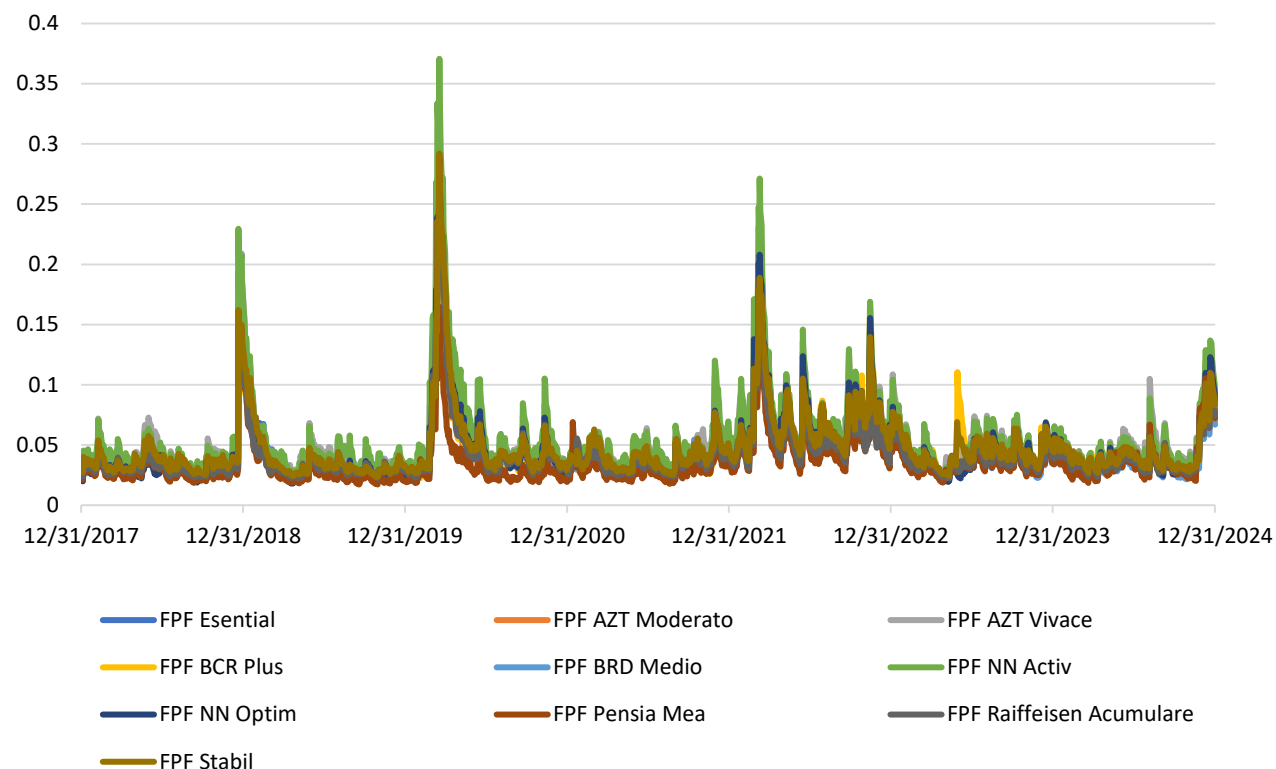


Sursa: prelucrare ASF

²⁶ conform art. 86 alin. (1) și art. 108 alin. (2) din Legea 411/2004 republicată privind fondurile de pensii administrate privat.

Volatilitatea anualizată a unităților de fond din Pilonul III urmează același trend precum cel înregistrat în cazul Pilonului II.

Figura 75 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III – GARCH (1,1)

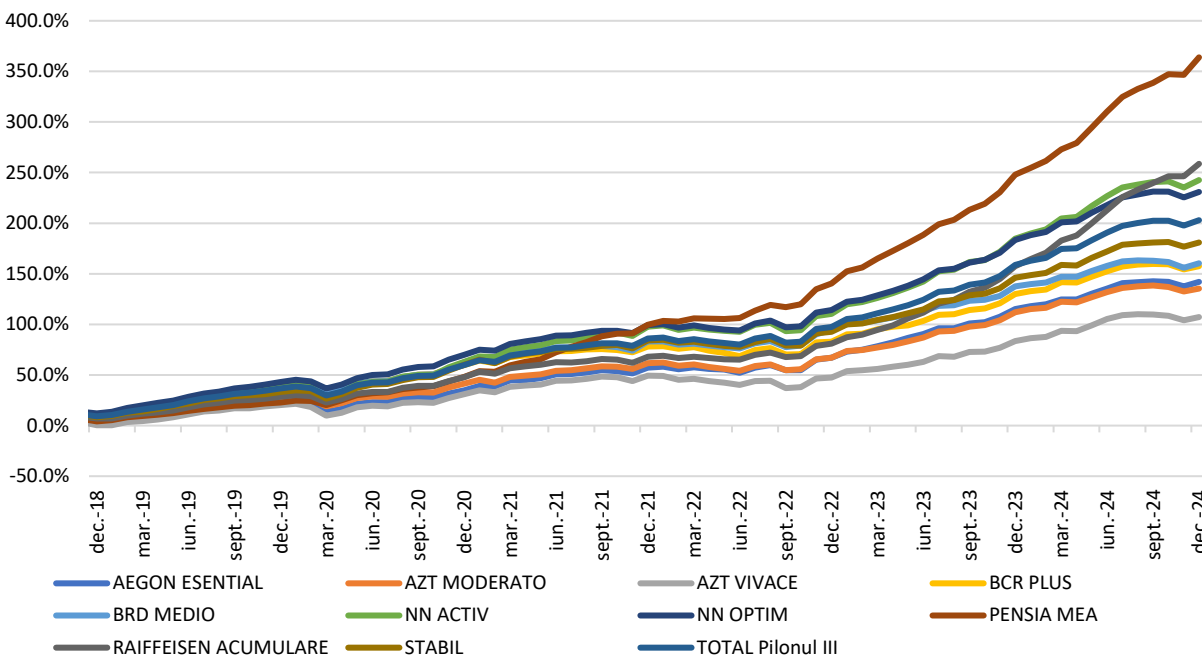


Sursa: calcule ASF (model Garch)

Și fondurile de pensii facultative au înregistrat creșteri majore ale activelor din ianuarie 2018 până la finalul anului 2024, de peste 200%, cele mai accentuate dinamici fiind înregistrate de către FPF Pensia Mea și FPF Raiffeisen Acumulare. Creșterea activelor totale este rezultatul contribuțiilor virate și a rezultatelor investiționale, din care sunt deduse plățile efectuate către participanți pentru pensionare, deces sau invaliditate, precum și cheltuielile legale suportate din activul fondului (comisioanele de administrare, de depozitare, de tranzacționare, bancare și taxele de auditare ale fondului²⁷).

²⁷ conform art. 47 alin. (3) din Legea 204/2006 privind pensiile facultative.

Figura 76 Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (ian. 2018 =100%)



Sursa: prelucrare ASF

Ținând cont de incertitudinea perspectivelor macrofinanciare, precum și de existența probabilității de materializare a unor riscuri de piață, există posibilitatea ca activele fondurilor de pensii private să înregistreze scăderi în perioada următoare, acestea fiind direct influențate de mecanismul de evaluare prin marcare la piață. Prin natura lor, fondurile de pensii private sunt investitori pe termen lung, care nu au un comportament speculativ, ci preferabil unul de păstrare a instrumentelor până la scadență și încasarea periodică a drepturilor ce li se cuvin aferente acestora (cupoane, dividende etc.). Până în prezent, fondurile de pensii private au depășit cu bine perioadele de vulnerabilitate ale piețelor financiare, continuând tendința de creștere a activelor totale și a perioadei de acumulare.

Ținând cont de cerințele de calitate aplicabile emitenților instrumentelor cu venit fix eligibile pentru a fi deținute în portofoliile fondurilor de pensii private, *riscul de credit* se menține redus, dar în creștere, în contextul intensificării vulnerabilităților și a incertitudinilor privind apariția unor potențiale crize economice, în urma tensionării relațiilor geopolitice și comerciale pe plan global, care pot afecta solvabilitatea emitenților de obligațiuni.

Riscul de lichiditate se află la un nivel scăzut, un procent de 1,91% din activele fondurilor de pensii private fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt. Din punct de vedere al lichidității, în prezent, sistemul de pensii private este rezilient în fața oricăror solicitări de plată a activului, ca urmare a faptului că se află în perioada de acumulare (fondurile încasând contribuții lunar), iar ieșirile din sistem (cauzate de deces, invaliditate, pensionare, transfer) sunt în continuare reduse, dar în creștere.

Pe pilonul II, pe parcursul anului 2024 au fost efectuate plăți ale activului personal net în valoare de circa 1,09 miliarde lei către 52.426 participanți sau beneficiari. Din valoarea totală a plăților efectuate, un procent

de 56,4% este aferent deschiderii dreptului la pensie, 16,6% ca urmare a decesului participantului și 26,9% ca urmare a invalidității. Nivelul plăților efectuate în anul 2024 a reprezentat 0,73% din activele totale de la finalul lunii decembrie 2024.

Pe Pilonul III, au fost efectuate plăți ale activului personal net în cuantum de aproximativ 113 milioane lei către 11.611 participanți sau beneficiari. Din valoarea totală a plăților efectuate, un procent de 88,2% este aferent deschiderii dreptului la pensie, 6,1% ca urmare a decesului participantului și 5,8% ca urmare a invalidității. Nivelul plăților efectuate în anul 2024 a reprezentat 2,04% din activele totale de la finalul lunii iunie 2024.

Pentru acoperirea valorii minime garantate administratorii fondurilor de pensii administrate privat au obligația constituirii din sume proprii a unui provizion tehnic conform prevederilor *Normei nr. 13/2012 privind calculul actuarial al provizionului tehnic pentru fondurile de pensii administrate privat*. Provizionul tehnic se constituie pentru acoperirea riscurilor aferente garanției investiționale minime obligatorii stabilite prin *Legea nr. 411/2004* și este utilizat în cazul în care valoarea activului personal al unui participant scade sub valoarea contribuțiilor plătite către participant, pe întreg parcursul perioadei active, diminuate cu penalitățile de transfer și comisioanele legale. Opțional, administratorii din Pilonul III pot oferi garanții similar cu Pilonul II. În prezent există trei fonduri de pensii facultative care garantează participanților suma contribuțiilor nete.

Valoarea totală a activelor care acoperă provizionul tehnic constituite de către administratori a fost în valoare de 1,27 miliarde lei la finalul anului 2024, iar plasamentele acestor active au fost realizate în titluri emise de statul român (91,2%) și depozite bancare la băncile depozitare (8,8%). Dintre acestea, 1,22 miliarde lei au fost pe Pilonul II și 49,4 milioane lei pe Pilonul III.

Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private reprezintă o altă pârghie de siguranță a sistemului de pensii private.

Riscul operațional se află la un nivel redus, dar în creștere, în contextul intensificării atacurilor cibernetice la scară largă. Administratorii fondurilor de pensii au obligația de a monitoriza/evalua permanent procesele operaționale pentru a diminua acest risc. În acest sens, este aplicată *Norma ASF nr. 6/2015 privind gestionarea riscurilor operaționale generate de sistemele informatice utilizate de entitățile reglementate, autorizate/avizate și/sau supravegheate de ASF*. Până în acest moment nu au fost raportate atacuri cibernetice asupra industriei fondurilor de pensii.

Structura sistemului de pensii private din România prevede mai multe mecanisme de protejare a drepturilor participanților, dintre care amintim: segregarea activelor dintre administratori și fonduri, verificări suplimentare și validări de către depozitari, provizioane tehnice constituite de către administratori, cerințe de raportare și transparență sporită, cărora li se adaugă Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private (FGDSPP). Această construcție a pieței împreună cu toate mecanismele de protecție a drepturilor persoanelor înscrise în sistem au rolul de a diminua riscurile asupra stabilității pieței pensiilor private din România.

5.3. Entități relevante sistemic

Activele totale cumulate pentru Pilonul II și III depășeau valoarea de 156,4 miliarde lei la sfârșitul lunii decembrie 2024; raportate la PIB, activele totale cumulate ale sistemului de pensii private din România reprezentau circa 9,06% din PIB anual (calculat ca suma ultimelor 4 trimestre).

Principalul indicator pentru evaluarea dimensiunii fondurilor de pensii private este valoarea activelor totale, iar o entitate este considerată a fi relevantă din punct de vedere sistemic potrivit acestui criteriu dacă ponderea activelor sale totale în PIB depășește nivelul de 2%.

Tabelul 32 Dimensiunea sistemică a fondurilor de pensii private

Tip fond	Fond	Activ total 31 dec. 2024 (mld. lei)	% în PIB la 31 dec. 2024
PII	NN	50,9	2.95%
PII	AZT VIITORUL TAU	31,5	1.83%
PII	METROPOLITAN LIFE	21,2	1.23%
PII	VITAL	15,4	0.89%
PII	ARIPI	14,0	0.81%
PII	BCR	11,0	0.64%
PII	BRD	6,7	0.39%
PIII	NN OPTIM	2,43	0.14%
PIII	BCR PLUS	0,84	0.05%
PIII	NN ACTIV	0,71	0.04%
PIII	AZT MODERATO	0,51	0.03%
PIII	PENSIA MEA	0,29	0.02%
PIII	BRD MEDIO	0,27	0.02%
PIII	RAIFFEISEN ACUMULARE	0,25	0.01%
PIII	AZT VIVACE	0,18	0.01%
PIII	STABIL	0,05	0.00%
PIII	ESENȚIAL	0,02	0.00%
PII	Total PII	150,9	8.74%
PIII	Total PIII	5,6	0.32%
PII+PIII	Total PII + PIII	156,4	9.06%

Sursa: calcule ASF

Trei fonduri de pensii private din Pilonul II au valoarea activului total de peste 1% din PIB, din care un singur fond de pensii se situează peste pragul de 2% (FPAP NN). Acesta poate fi considerat relevant din punct de vedere sistemic din perspectiva criteriului privind dimensiunea. Ca urmare a caracteristicii de investitori instituționali pe termen lung a fondurilor de pensii și a fazei de acumulare în care se regăsesc în prezent, este puțin plauzibilă situația în care acestea să genereze șocuri de lichiditate și de preț asupra piețelor

financiare prin vânzări forțate de active. Pentru sistemul de pensii private din România, riscurile privind stabilitatea și buna funcționare a fondurilor de pensii se mențin la niveluri reduse, având în vedere mecanismul de implementare și funcționare a sistemului de pensii private din România de tip contribuții definite cu garanții absolute și relative. În plus, unul dintre mecanismele importante de protejare a drepturilor participanților, ce contribuie la stabilitatea sistemului de pensii private, este separarea activelor administratorilor de activele fondurilor de pensii private.

La nivelul întregului sistem de pensii private (Pilon II și Pilon III), cea mai mare expunere a activelor era față de statul român, respectiv 67%. Topul primilor 10 emitenți arată că fondurile de pensii private au investit 4,3% acțiuni, obligațiuni și instrumente bancare emise de către Banca Transilvania, 4,2% în acțiuni emise de către Hidroelectrica, 4% în acțiuni OMV Petrom, 2,6% în acțiuni Romgaz, 1,8% în acțiuni și instrumente bancare emise de către BRD GSG, 1,5% în obligațiuni și instrumente bancare emise de BCR, 1,1% în obligațiuni și instrumente bancare emise de Raiffeisen Bank și 1,1% în unități de fond emise de Xtrackers Euro Stoxx 50, restul plasamentelor pe emitent fiind sub 1% din activele totale. Valoarea plasamentelor în primii 10 emitenți din portofoliile fondurilor de pensii private, incluzând statul român, însumează 88,5% din activele totale.

Tabelul 33 Top 10 emitenți din portofoliile fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2024

Emitent	Țară	Valoare lei	Procent active totale
Ministerul Finantelor Publice	RO	104.908.849.662	67,1%
Banca Transilvania SA	RO	6.777.566.271	4,3%
Hidroelectrica SA	RO	6.577.368.554	4,2%
OMV Petrom SA	RO	6.290.542.242	4,0%
Romgaz SA	RO	4.077.345.337	2,6%
BRD - Groupe Societe Generale SA	RO	2.771.057.357	1,8%
Banca Comerciala Romana	RO	2.406.864.576	1,5%
Raiffeisen Bank SA	RO	1.719.693.508	1,1%
Xtrackers Euro Stoxx 50 UCITS ETF 1C / Xtrackers	LU	1.643.063.680	1,1%
Med Life SA	RO	1.314.717.981	0,8%
Total Top 10 emitenți		138.487.069.168	88,5%
Alți emitenți		17.947.566.421	11,5%
Total		156.434.635.589	100,0%

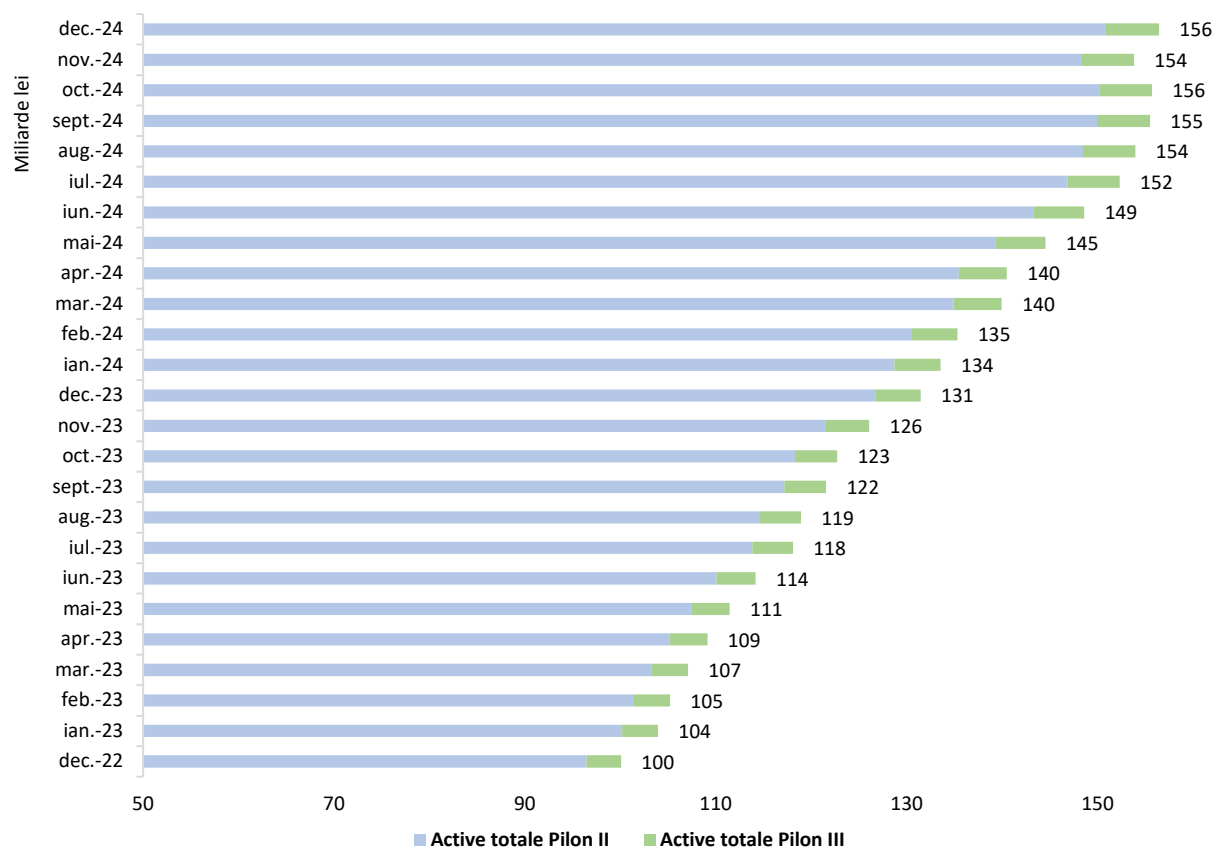
Sursa: calcule ASF

5.4. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România

Sistemul de pensii private din România reprezintă o sursă stabilă de capital autohton, care, prin plasamentele sale, contribuie la finanțarea statului român și a mediului privat, având totodată un rol de stabilizator pe piețele financiare, datorită orizontului investițional pe termen lung. Obiectivul fundamental al fondurilor de pensii private este investirea prudentă în active de calitate, pentru obținerea unui venit suplimentar pentru participanții săi după vârsta pensionării.

În anul 2020, a fost instituit cel de-al patrulea pilon de pensii, respectiv sistemul de pensii ocupaționale. La începutul anului 2020, Parlamentul a adoptat Legea nr. 1/2020 privind pensiile ocupaționale, care transpune prevederile Directivei UE 2341/2016 privind activitățile și supravegherea instituțiilor pentru furnizarea de pensii ocupaționale (IORP II). Obiectivul acestui nou sistem este să asigure o componentă suplimentară de pensie, finanțată în principal de angajatori și în subsidiar de către angajați. În anul 2022 a fost autorizat primul administrator de fonduri de pensii ocupaționale, respectiv BCR PENSII, Societate de Administrare a Fondurilor de Pensii Private SA. În prezent nu există nici un fond de pensii ocupaționale înființat.

Figura 77 Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private



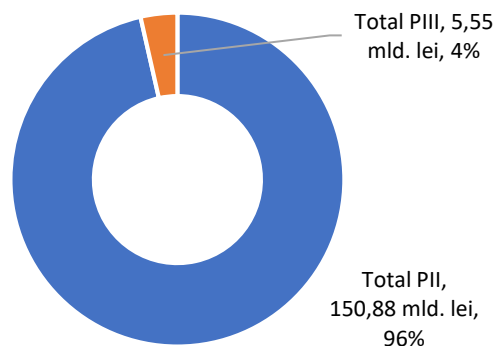
Sursa: prelucrare ASF

Valoarea activelor totale aflate în administrare, la nivelul întregului sistem de pensii private, a atins la finalul lunii decembrie 2024 nivelul de 156,4 miliarde de lei (31,45 miliarde de euro), cu un număr de 9,12 milioane de participanți.

La 31 decembrie 2024, politica investițională din cadrul portofoliilor de active ale fondurilor de pensii private continuă să fie concentrată pe piața locală de capital. Ponderea investițiilor în instrumente cu venit fix reprezenta aproximativ 72% din totalul portofoliului investițional al fondurilor de pensii private, în timp ce un procent de 23% era fost investit în acțiuni.

Figura 78 Structura sistemului de pensii private

Activele fondurilor din pilonul II reprezintă peste 96% din totalul activelor sistemului de pensii private din România, în timp ce dimensiunea pilonului III rămâne una redusă.

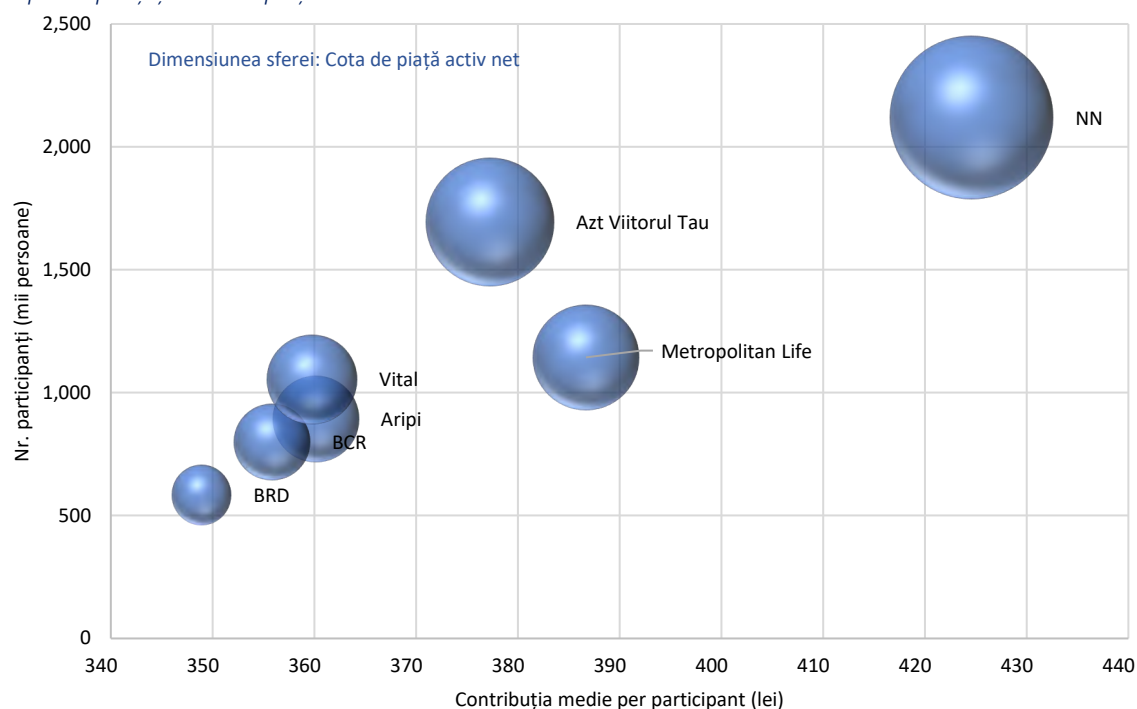


Sursa: prelucrare ASF

Pe parcursul anului 2024, au fost virate contribuții brute către fondurile de pensii administrate privat în cuantum de 17,90 miliarde lei, cu 40% mai mult comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. În Pilonul III au fost virate contribuții brute în valoare de 752 milioane lei, în creștere cu 25% față de anul 2023.

La nivelul fondurilor de pensii administrate privat, contribuția medie a participanților în luna decembrie 2024 a fost de circa 384 lei, înregistrând o creștere de 39% comparativ cu aceeași dată a anului anterior. Fondul de pensii administrate privat cu cea mai mare contribuție medie per participant, dar și cu cei mai mulți participanți înscrși a fost FPAP NN, având o cotă de piață de aproximativ 34% (calculată după activele totale).

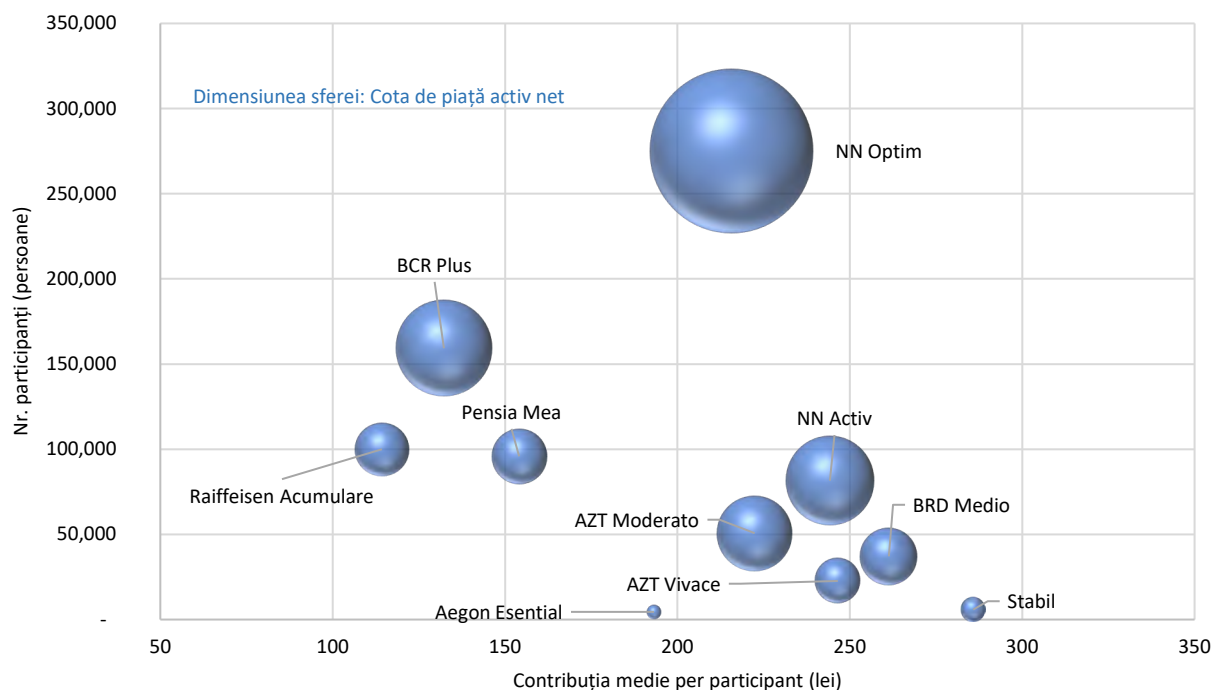
Figura 79 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2024



Sursa: prelucrare ASF

În ceea ce privește fondurile de pensii facultative, contribuția medie per participant în luna decembrie 2024 a fost de aproximativ 185 lei, în creștere cu 9,7% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2023. Fondul de pensii facultative cu cel mai mare număr de participanți este FPF NN Optim, înregistrând totodată și cota de piață cea mai mare după activele totale (44%).

Figura 80 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2024



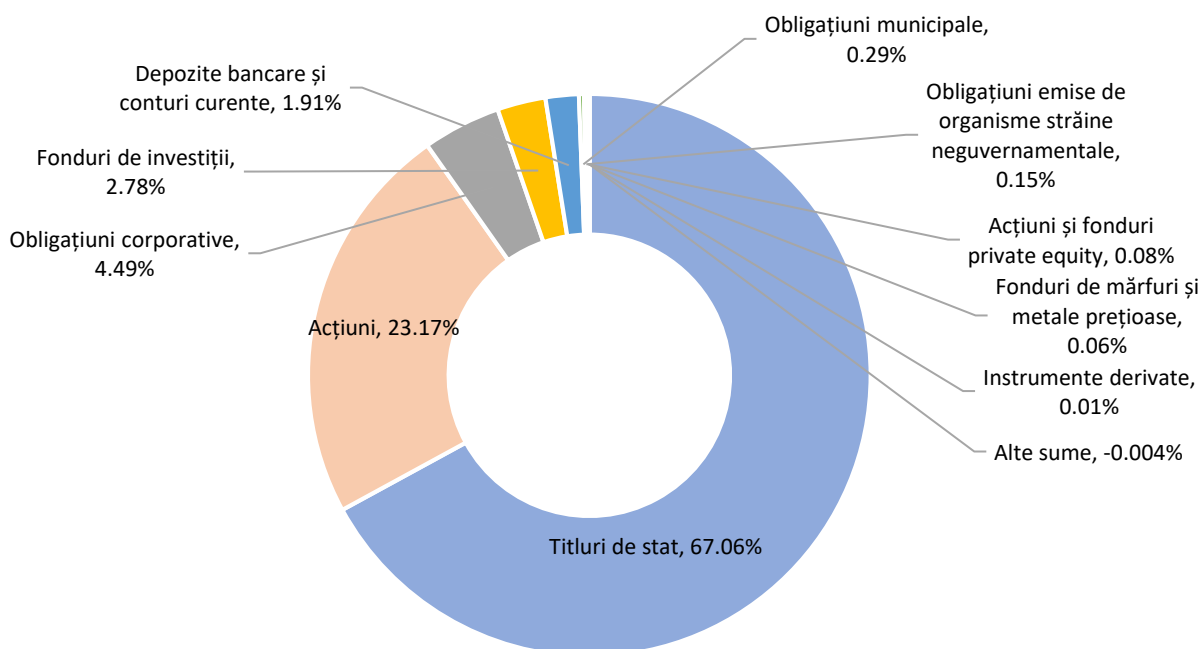
Sursa: prelucrare ASF

Fondurile de pensii private au un profil de risc moderat, investind preponderent în titluri emise de statul român, urmate de companii listate pe piața locală de capital, care sunt lichide și care au obligații de a respecta cerințe de guvernanță corporativă, stimulând astfel dezvoltarea pieței primare și secundare.

Politica investițională se bazează pe diversificarea portofoliilor fondurilor de pensii private, diminuând riscul sistemic de piață în perioadele în care apar vulnerabilități pe piețele financiare. Fondurile de pensii private investesc într-un mix de active precum acțiuni, obligațiuni corporative, obligațiuni municipale, obligațiuni supranaționale, titluri de stat, unități de fond aferente OPCVM, depozite bancare. Totodată, sistemul de pensii private a urmărit de-a lungul timpului cerințele legale de prudențialitate și securitate a portofoliilor, pentru a asigura calitatea, lichiditatea și profitabilitatea activelor.

Cea mai mare pondere în portofoliile fondurilor de pensii private a fost deținută în permanență de instrumentele financiare cu venit fix (în special titluri de stat și obligațiuni corporative). La 31 decembrie 2024 ponderea instrumentelor cu venit fix era de aproximativ 72% din portofoliile fondurilor de pensii private, iar 67,06% din active erau investite în titluri emise de statul român. Încă de la înființarea fondurilor de pensii private, investițiile acestora s-au realizat preponderent în emitenți din România, la finalul lunii decembrie 2024, plasamentele fondurilor de pensii fiind efectuate local în procent de 94%. Majoritatea instrumentelor românești sunt reprezentate de titluri de stat, acțiuni listate la Bursa de Valori București, obligațiuni corporative, fonduri de investiții și depozite bancare.

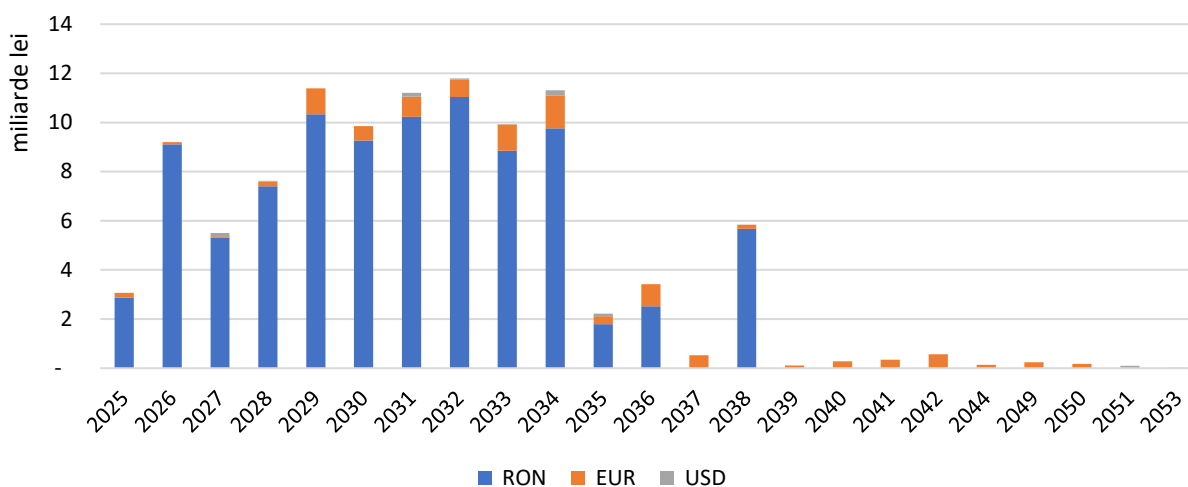
Figura 81 Structura activelor fondurilor de pensii private (Pilon II și Pilon III) la 31 decembrie 2024



Sursa: prelucrare ASF

Titlurile de stat din portofoliile fondurilor de pensii private sunt emise de statul român și sunt denominate în RON (89,8%), EUR (9,4%) și USD (0,8%). Din punct de vedere al orizontului investițional, majoritatea sunt deținute pe termen mediu, cu data maturității până în anul 2034 (aproximativ 87% din totalul titlurilor de stat), restul fiind emisiuni pe termen lung, cu data maturității până în 2053.

Figura 82 Anul maturității titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private la data de 31 decembrie 2024



Sursa: prelucrare ASF

Fondurile de pensii private sunt investitori instituționali semnificativi pe piața de capital, investind în emitenți care respectă guvernanta corporativă și sunt transparente. La 31 decembrie 2024, sistemul pensiilor private din România avea investiții în acțiuni în procent de 23,17%, iar 86,4% din acest procent este reprezentat de 10 companii, aflate în topul celor mai tranzacționate companii la pe segmentul principal la BVB.

Tabelul 34 Principalele investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2024

Denumire emitent	Valoare dețineri (lei)	% în total portofoliu acțiuni listate
Banca Transilvania SA	6.667.755.624	18,4%
Hidroelectrica SA	6.577.368.554	18,1%
OMV Petrom SA	6.290.542.242	17,4%
Romgaz SA	3.642.069.692	10,0%
BRD - Groupe Societe Generale SA	2.531.580.845	7,0%
Med Life SA	1.314.717.981	3,6%
Electrica SA	1.208.185.744	3,3%
Nuclearelectrica SA	1.196.012.470	3,3%
Transgaz SA	960.336.289	2,6%
Digi Communications NV	939.987.968	2,6%
Alți emitenți	4.917.299.154	13,6%
Total	36.245.856.563	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Din totalul investițiilor în acțiuni, un procent de 1,6% îl reprezintă trei emitenți tranzacționați specializați în imobiliară, în valoare totală de 296 milioane lei (0,4% din activele totale din Pilonul II și III).

Investițiile fondurilor de pensii în obligațiuni corporative au reprezentat un procent de 4,49% din activele totale ale sistemului de pensii private. Astfel, fondurile de pensii private au investit în obligațiuni corporative emise atât pe plan local, cât și în extern, în mod majoritar, de către grupuri financiare sau bancare. O mare parte dintre obligațiunile corporative au fost emise în România (63,6%), Spania (13,5%), și SUA (11,4%).

Tabelul 35 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2024

Denumire emitent	Țara emitent	Valoare dețineri	% total portofoliu obligațiuni corporative
Banca Comerciala Romana	RO	2.092.932.503	29,8%
Raiffeisen Bank SA	RO	1.125.906.701	16,0%
Banco Santander SA	ES	950.557.863	13,5%
Citigroup Inc	US	437.753.242	6,2%
Romgaz SA	RO	435.275.645	6,2%
Unicredit Bank SA	RO	412.760.626	5,9%
BNP Paribas	FR	376.801.923	5,4%
CEC Bank SA	RO	289.387.628	4,1%
Citigroup Global Markets Holdings Inc	US	206.855.202	2,9%

OTP Bank Nyrt	HU	127.193.750	1,8%
Alți emitenți		571.065.793	8,1%
Total		7.026.490.876	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Plasamentele fondurilor de pensii în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare au reprezentat un procent de 2,78% din activele totale ale sistemului de pensii private. Fondurile de pensii private au investit în OPCVM-uri emise preponderent în Irlanda (46,6%), Luxemburg (42,9%) și România (10,2%). Investițiile în fonduri și metale prețioase au fost în valoare de aproximativ 88,4 milioane de lei (0,06% din activele totale) și au avut ca activ suport aurul.

Tabelul 36 Plasamentele în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2024

10	Țara OPCVM	Valoare dețineri	% total portofoliu OPCVM
Xtrackers Euro Stoxx 50 UCITS ETF 1C / Xtrackers	LU	1.643.063.680	37,8%
iShares Europe ex - UK Index Fund (IE) / BlackRock Inc	IE	687.329.667	15,8%
iShares S&P 500 Information Technology Sector UCITS ETF USD (Acc) / BlackRock Inc	IE	532.444.278	12,2%
iShares US Index Fund (IE) - USD Acc / BlackRock Inc	IE	196.306.265	4,5%
iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc) / BlackRock Inc	IE	186.532.170	4,3%
BT Obligatiuni / BT Asset Management	RO	177.937.472	4,1%
Xtrackers Artificial Intelligence & Big Data UCITS ETF 1C / Xtrackers (IE) PLC	IE	168.757.400	3,9%
GuardCap Global Equity Fund / GuardCap Asset Management Limited	IE	137.626.193	3,2%
BT Maxim / BT Asset Management	RO	91.374.622	2,1%
Schroder ISF Global Disruption / Schroder Investment Management Luxembourg	LU	86.143.326	2,0%
Alte OPCVM		442.230.229	10,2%
Total		4.349.745.300	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Plasamentele în depozite bancare și conturi curente ale fondurilor de pensii private au reprezentat un procent de 1,91% din activele totale (nivel mai redus față de cel de 4% înregistrat la finalul anului precedent) și au fost realizate exclusiv la bănci din România. Dintre acestea, depozitele în lei au fost în quantum de 96,8%, cele în euro 3%, restul de 0,2% fiind denuminate în dolari americani și alte valute. Sumele depuse la ING Bank România, Raiffeisen Bank și Exim Banca Românească au cumulat 61% din depozite și conturi curente.

Tabelul 37 Plasamentele în depozite bancare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2024

Denumire bancă	Valoare (RON)	% în total depozite și conturi curente
ING Bank Romania	853.909.873	28,5%
Raiffeisen Bank SA	593.786.807	19,8%
Exim Banca Romaneasca SA	371.686.433	12,4%

Banca Comerciala Romana	313.932.073	10,5%
Citibank Romania	310.201.082	10,4%
CEC Bank SA	308.282.594	10,3%
BRD - Groupe Societe Generale SA	239.476.512	8,0%
Unicredit Bank SA	1.172.050	0,0%
Alte bănci	14.580	0,0%
Total	2.992.462.004	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

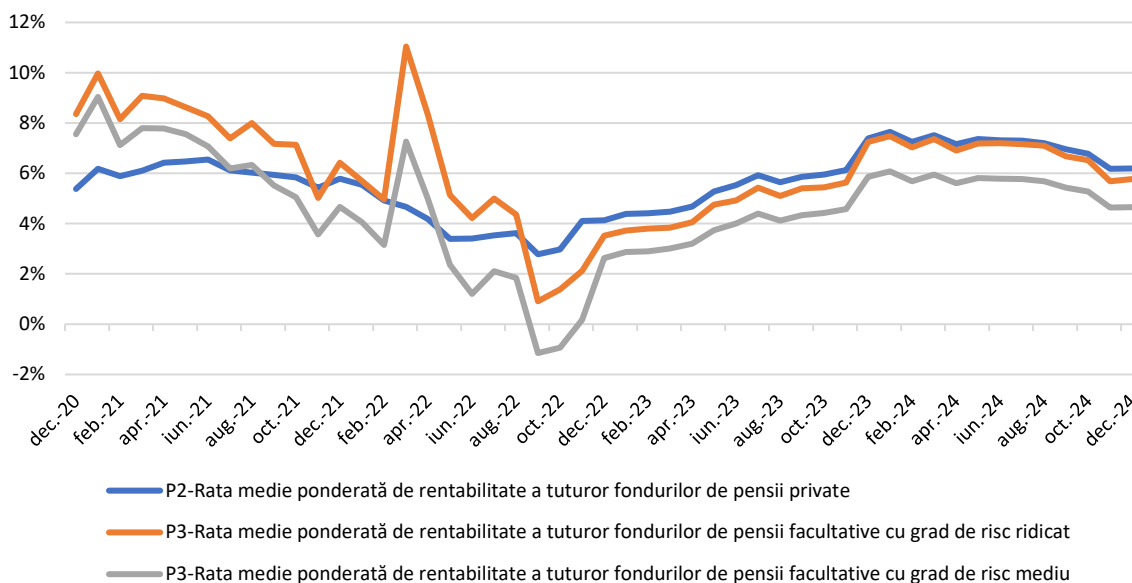
Investițiile fondurilor de pensii private în obligațiuni municipale au reprezentat 0,29% din activele totale, respectiv 448 milioane lei și au fost realizate în emitenți români, majoritatea fiind emise de către Municipiul București. Plasamentele în obligațiuni supranaționale au fost în procent de 0,15% din activele totale (239 milioane lei), în Black Sea Trade and Development Bank.

Investițiile în private equity ale fondurilor de pensii private au fost în valoare de aproximativ 130,3 milioane de lei (0,08% din activele totale) și au fost realizate prin acțiuni private equity (28,3 milioane de lei), respectiv fonduri de private equity (102 milioane de lei), în emitenți din Luxemburg.

Randamentele unităților de fond

La 31 decembrie 2024 rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii administrate privat (Pilonul II) a fost de 6,1917%, iar în ceea ce privește fondurile de pensii facultative (Pilonul III), rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu grad de risc ridicat a fost de 5,7781%, în timp ce rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu risc mediu a fost de 4,6482%.

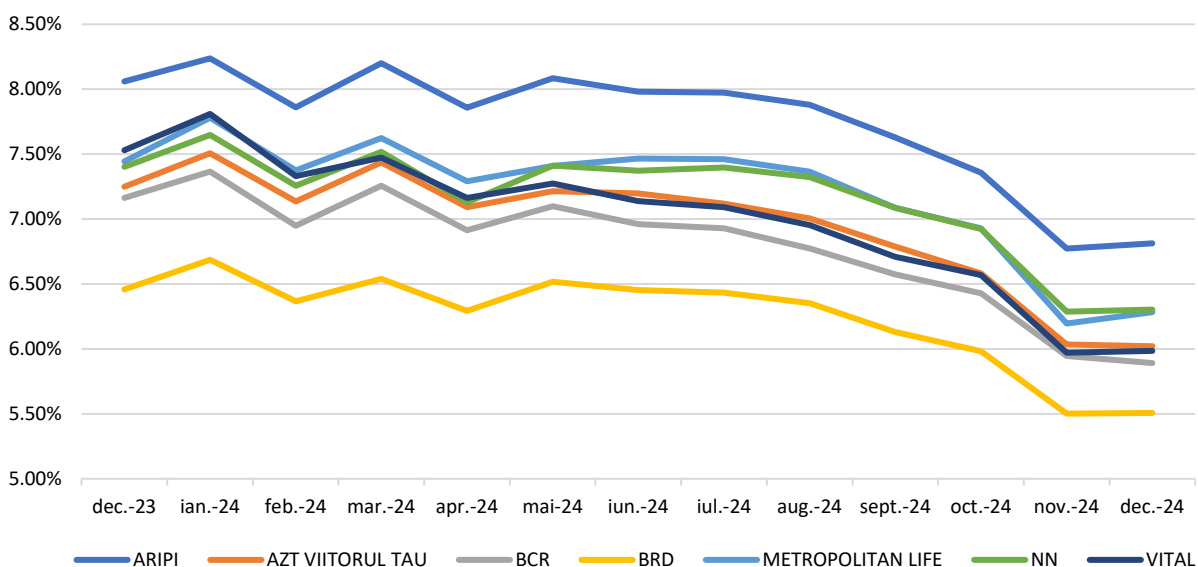
Figura 83 Evoluția ratelor medii de rentabilitate ale fondurilor de pensii private



Sursa: prelucrare ASF

Rata de rentabilitate a unui fond de pensii administrat privat (Pilonul II) pe o perioadă reprezintă diferența dintre valoarea unității de fond din ultima zi lucrătoare a perioadei și valoarea unității de fond din ultima zi lucrătoare ce precedă perioada respectivă, totul raportat la valoarea unității de fond din ultima zi lucrătoare ce precedă perioada respectivă. Rata de rentabilitate anualizată a unui fond de pensii administrat privat se măsoară pentru perioada ultimelor 60 de luni anterioare efectuării calculului.

Figura 84 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat



Sursa: prelucrare ASF

Toate fondurile de pensii administrate privat au înregistrat scăderi ale ratelor de rentabilitate anualizate la finalul anului 2024, comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, pe fondul acumulării tensiunilor pe piețele financiare, generate de incertitudinile geopolitice și de vulnerabilitatea perspectivelor macrofinanciare la nivel global.

Pe termen lung, randamentul anualizat²⁸ al fondurilor de pensii private din Pilonul II aferent întregii perioade de funcționare a acestora s-a menținut la un nivel ridicat.

Tabelul 38 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la finalul lunii decembrie 2024 (calculat față de 21.05.2008)

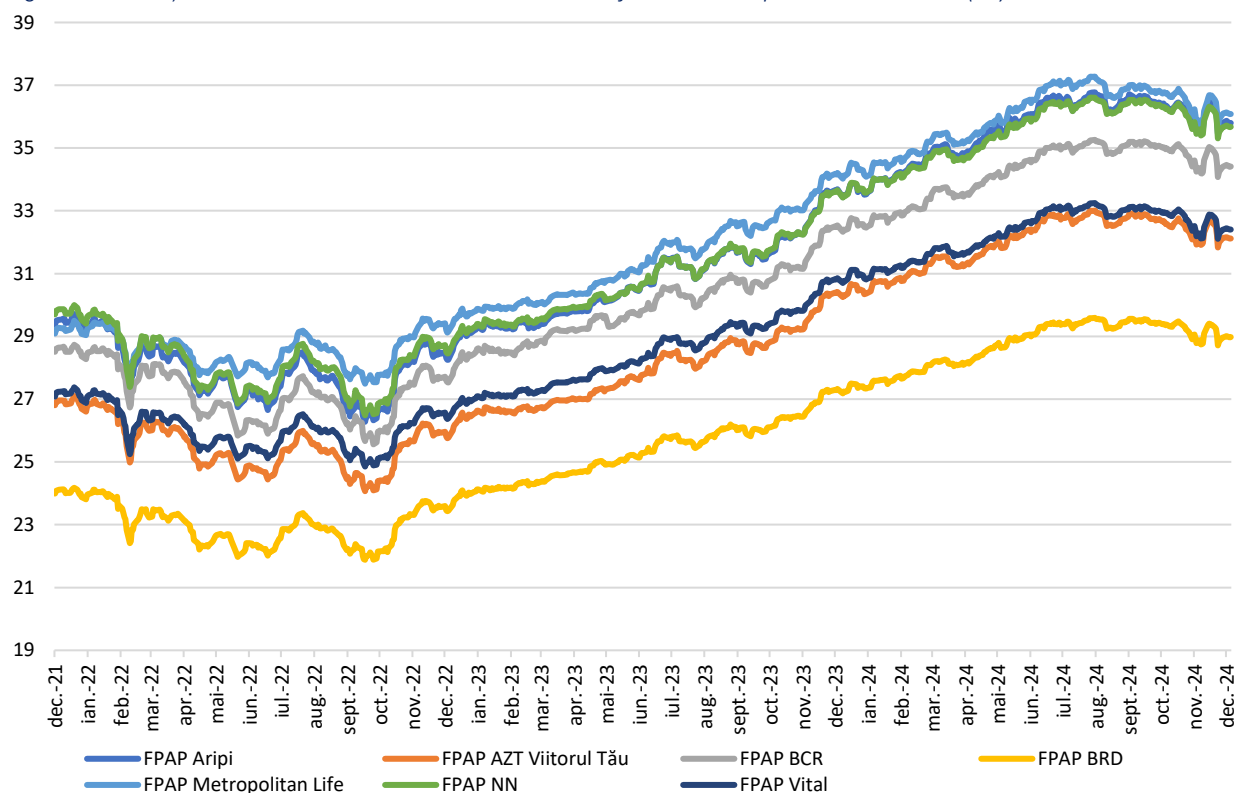
FPAP Arip	FPAP AZT Viitorul Tău	FPAP BCR	FPAP BRD	FPAP Metropolitan Life	FPAP NN	FPAP Vital
7,98%	7,27%	7,72%	6,61%	8,02%	7,95%	7,33%

Sursa: prelucrare ASF

Valoarea unității de fond (VUAN) este raportul dintre valoarea activului net al fondului de pensii la o anumită dată și numărul total de unități ale fondului la aceeași dată.

²⁸ Randamentul anualizat este randamentul mediu anual calculat pe termen lung, de la înființarea sistemului de pensii private până în prezent

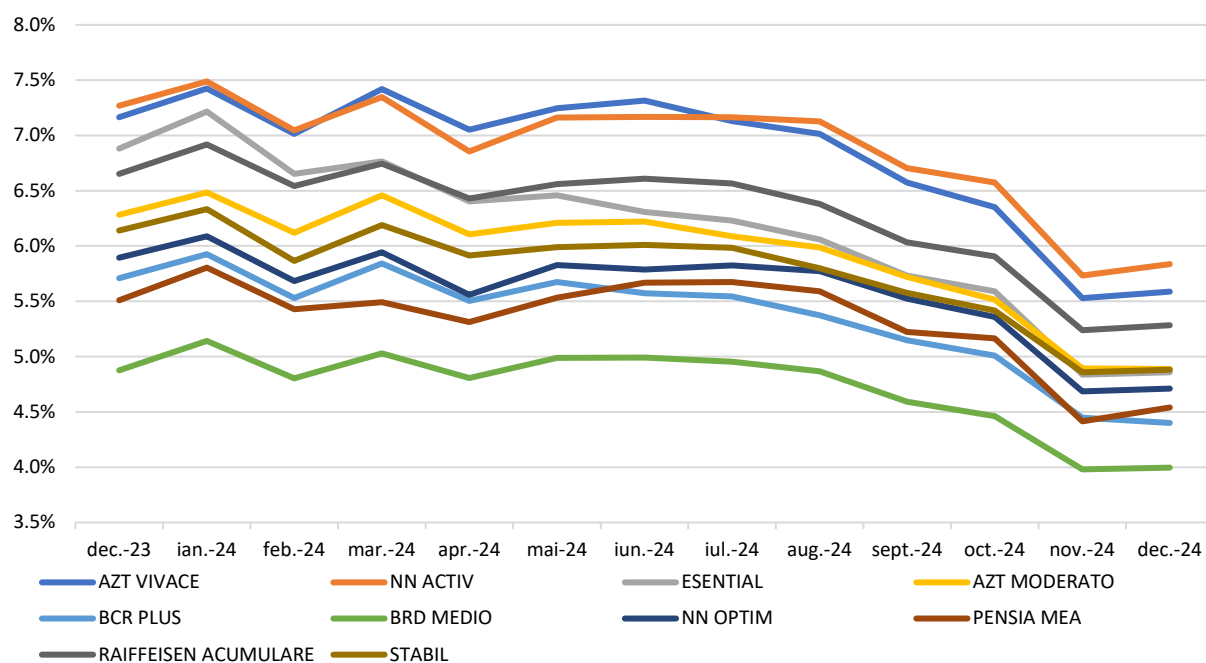
Figura 85 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei)



Sursa: prelucrare ASF

Rata de rentabilitate a fondurilor de pensii facultative reprezintă rata anualizată a produsului randamentelor zilnice, măsurată pe o perioadă de 60 de luni.

Figura 86 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative



Sursa: prelucrare ASF

Similar cu rezultatele observate în Pilonul II, toate fondurile de pensii facultative au înregistrat scăderi ale ratelor de rentabilitate anualizate, la finalul anului 2024 comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent.

Pe termen lung, randamentul anualizat²⁹ al fondurilor de pensii facultative din Pilonul III aferent întregii perioade de funcționare a acestora s-a menținut la un nivel pozitiv, ușor mai scăzut ca în Pilonul II.

Tabelul 39 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la finalul lunii decembrie 2024 (calculat în funcție de data lansării fiecărui fond de pensii facultative)

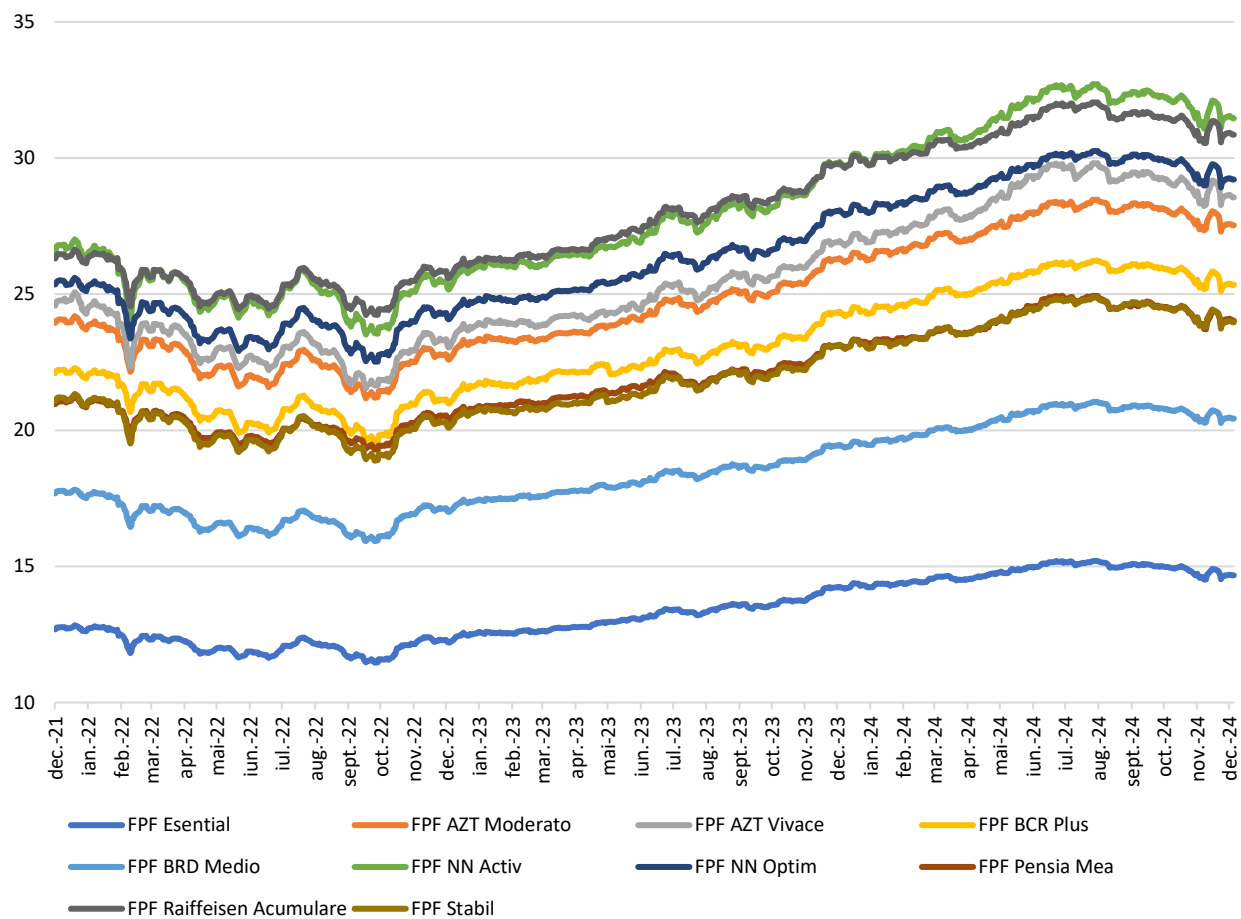
FPF Esențial	FPF AZT Moderato	FPF AZT Vivace	FPF BCR Plus	FPF BRD Medio	FPF NN Activ	FPF NN Optim	FPF Pensia Mea	FPF Raiffeisen Acumulare	FPF Stabil
4,25%	5,94%	6,20%	5,44%	4,71%	6,73%	6,37%	5,11%	7,10%	5,72%

Sursa: prelucrare ASF

Datorită structurii asemănătoare a plasamentelor, evoluția randamentelor unităților de fond aferente fondurilor de pensii facultative din cadrul Pilonului III urmează aceeași tendință prezentată în cadrul fondurilor aferente Pilonului II, cu mențiunea că unele fonduri au fost lansate mai recent și de aceea istoricul performanțelor pe termen lung în cazul lor este diferit. Pe termen scurt însă, evoluțiile randamentelor sunt apropiate ca tendință la nivelul întregii piețe a fondurilor private de pensii.

²⁹ Randamentul anualizat este randamentul mediu anual calculat pe termen lung, de la înființarea sistemului de pensii private până în prezent

Figura 87 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III



Sursa: prelucrare ASF

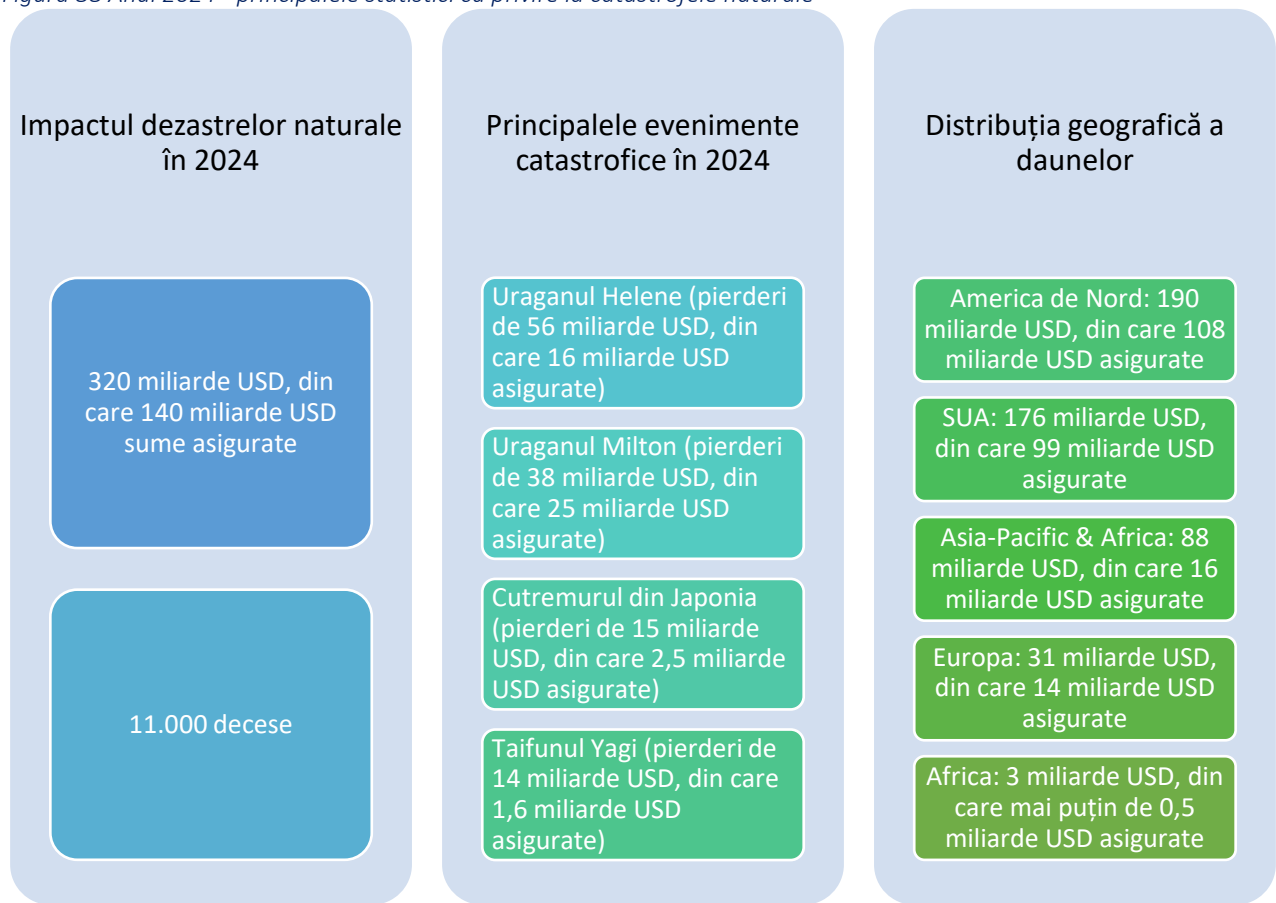
6. Finanțe sustenabile

6.1. Pierderile generate de catastrofele naturale la nivel global

Potrivit Munich Re, în anul 2024, dezastrele naturale au provocat la nivel global pierderi totale în valoare de 320 miliarde USD, dintre care aproximativ 140 miliarde USD au fost asigurate. Aceste cifre reprezintă o creștere semnificativă față de anul precedent și depășesc mediile pe termen lung. Principalele cauze ale acestor pierderi au fost uraganele puternice, furtunile severe și inundațiile, fenomene amplificate de schimbările climatice. America de Nord a fost deosebit de afectată, înregistrând pierderi mai mari decât de obicei, în timp ce Europa a suferit inundații extreme.

Aceste evenimente subliniază impactul schimbărilor climatice și necesitatea ca societățile să se pregătească pentru catastrofe meteorologice mai severe.

Figura 88 Anul 2024 - principalele statistici cu privire la catastrofele naturale



Sursa: informații publicate de Munich Re

Uraganele Helene și Milton, care au lovit SUA în septembrie și, respectiv, octombrie au provocat cele mai semnificative daune, în valoare de 94 miliarde USD, din care 41 miliarde USD au reprezentat daune asigurate. Au fost înregistrate peste 250 de decese.

Al treilea cel mai costisitor dezastru natural al anului, în ceea ce privește pierderile totale, a fost cutremurul din Japonia. Numeroase clădiri s-au prăbușit și mii de oameni au rămas fără curent electric sau apă potabilă timp de săptămâni întregi. Mai mult de 200 de persoane au fost ucise. Pierderile totale estimate s-au ridicat la aproximativ 15 miliarde USD, în timp ce pierderile asigurate au fost de aproximativ 2,5 miliarde USD.

Dezastrul natural în care au fost pierdute cele mai multe vieți omenești a fost Taifunul Yagi: aproximativ 850 de persoane au fost ucise când acesta a străbătut Filipine, insula chineză Hainan, vârful sudic al provinciei chineze Guangdong, Vietnam și Myanmar în septembrie. Taifunul Yagi a fost, de asemenea, unul dintre cele mai costisitoare dezastre ale anului, cu pierderi totale de 14 miliarde USD, doar o mică parte fiind asigurată – în jur de 1,6 miliarde USD.

În Europa, pierderile suferite în urma dezastrelor naturale în anul 2024 s-au ridicat la 31 miliarde USD, din care 14 miliarde USD fiind asigurate. Cele mai mari daune au fost provocate de furtuni severe, inundații și valuri de căldură, fenomene accentuate de schimbările climatice.

Dintre statele europene, în Spania, în regiunea Valencia a fost înregistrată cea mai gravă catastrofă din punct de vedere al pierderilor financiare, dar și umane. Inundațiile extreme au dus la pierderi financiare de aproximativ 11 miliarde USD, din care 4,2 miliarde USD au fost asigurate. Au fost înregistrate mai mult de 200 de decese.

Inundațiile din Europa Centrală și de Est, din septembrie 2024, au provocat daune în valoare totală de peste 9 miliarde USD, din care 4 miliarde USD au fost acoperite de asigurări.

Concluzionând, în Europa, dezastrele naturale au generat pierderi economice considerabile, iar fenomenele meteorologice extreme au devenit tot mai frecvente. Deși gradul de asigurare a fost ridicat în unele cazuri, anumite evenimente, precum seceta, au evidențiat un deficit de protecție financiară. Aceste tendințe subliniază necesitatea unor măsuri mai eficiente de adaptare la schimbările climatice.

6.2. Evaluarea EIOPA privind deficitul de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale

Conform Tabloului de bord european cu privire la deficitul de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale³⁰ publicat cu frecvență anuală de EIOPA, deficitele de protecție variază semnificativ între statele membre, precum și între diferitele pericole.

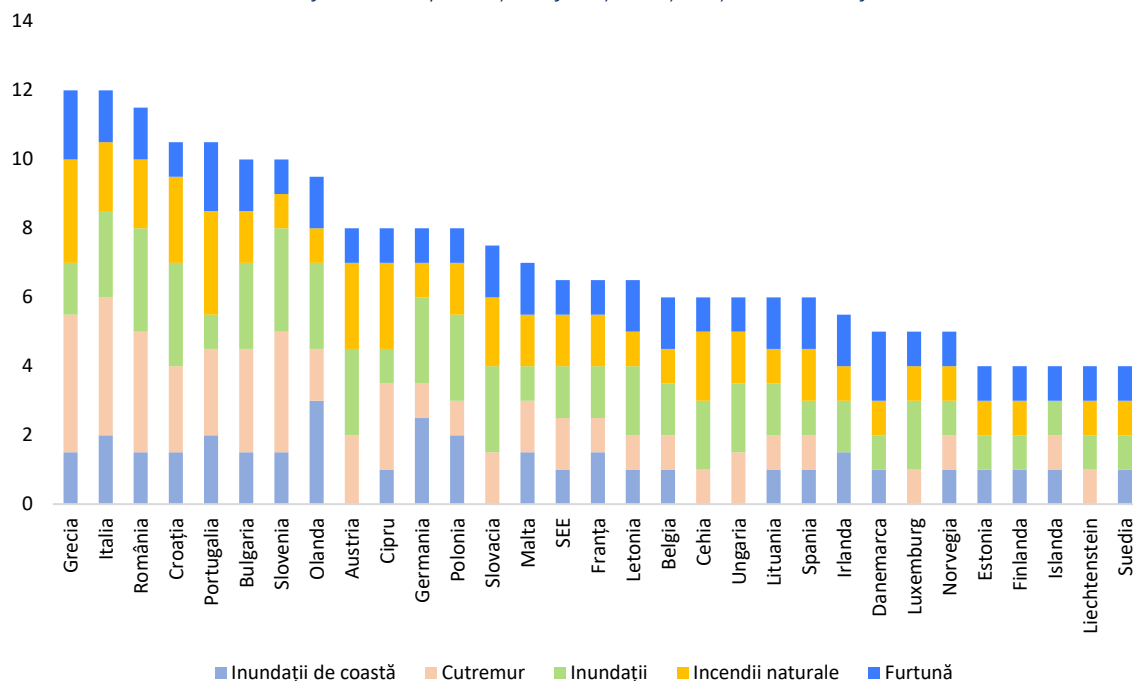
Cel mai mic deficit de protecție la momentul actual este observat pentru furtuni (toate țările au un scor mai mic sau egal cu 2). Furtuna este un pericol bine asigurat în general, în special în țările în care există un risc ridicat. Inundațiile de coastă reprezintă un pericol care ar putea fi mai relevant în ceea ce privește schimbările climatice. În prezent, o țară (Olanda) arată un deficit de protecție (scor ≥ 3) și o țară (Germania) ar trebui monitorizată (scor = 2,5). Incendiile naturale (de vegetație) sunt, de asemenea, puternic afectate de schimbările climatice. În prezent, două țări, Portugalia și Grecia, prezintă un deficit de protecție (scor ≥ 3). Trei țări, Austria, Croația și Cipru, ar trebui monitorizate (scor = 2,5). Pentru inundații³¹, trei țări au un deficit de protecție: România, Slovenia și Croația. Șapte țări ar trebui monitorizate îndeaproape, Țările de Jos, Italia, Germania, Slovacia, Bulgaria, Polonia și Austria. Cutremurul este pericolul în care scorul deficitului de protecție este cel mai mare atât pentru Grecia, cât și pentru Italia (scor = 4 – deficit de protecție foarte mare). Alte trei țări prezintă, de asemenea, în prezent un deficit de protecție: România, Slovenia și Bulgaria (scor ≥ 3). În plus, trei țări ar trebui monitorizate, Cipru, Croația și Portugalia (scor = 2,5).

Figura următoare prezintă valoarea agregată a scorului actual al deficitului de protecție pentru fiecare țară, conform informațiilor publicate de EIOPA. Grecia, Italia și România sunt țările care au cel mai mare scor total actual al deficitului de protecție a asigurărilor pentru catastrofe naturale. Cele trei țări au riscuri ridicate din această perspectivă și un grad scăzut de penetrare a asigurărilor, în special în cazul cutremurelor.

³⁰ https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/dashboard-insurance-protection-gap-natural-catastrophes_en

³¹ Inundații pluviale și fluviale, fără a include inundațiile de coastă.

Figura 89 Scorul actual total al deficitului de protecție în funcție de țară și de catastrofa naturală în 2024



Sursa: EIOPA, Tabloul de bord european cu privire la deficitul de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale

Conform Tabloului de bord european cu privire la deficitul de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale publicat de EIOPA, doar un sfert din pierderi au fost asigurate în trecut (1980-2023) în Europa. Cele mai mari pierderi neasigurate se regăsesc în trei regiuni: Italia (cutremur), Germania (inundații) și Italia (inundații), ceea ce corespunde unei ponderi de aproximativ 48% din pierderile neasigurate din Europa. Pentru toate cele trei pericole/regiuni, penetrarea asigurărilor a fost foarte scăzută (97%, 77% și 97% din aceste pierderi istorice nu au fost asigurate pentru fiecare pericol/regiune).

Tabelul 40 Deficitul actual de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale în țările din Spațiul Economic European (SEE) în perioada 2022 - 2024

Țară	2022	2023	2024
Austria	8	8	8
Belgia	6	6	6
Bulgaria	10	10	10
Croația	10,5	10,5	10,5
Cipru	8	8	8
Cehia	6	6	6
Danemarca	5	5	5
SEE	6	6,5	6,5
Estonia	4	4	4
Finlanda	4	4	4
Franta	5,5	6,5	6,5
Germania	8,5	8	8
Grecia	12	12	12
Ungaria	6	6	6
Islanda	4	4	4

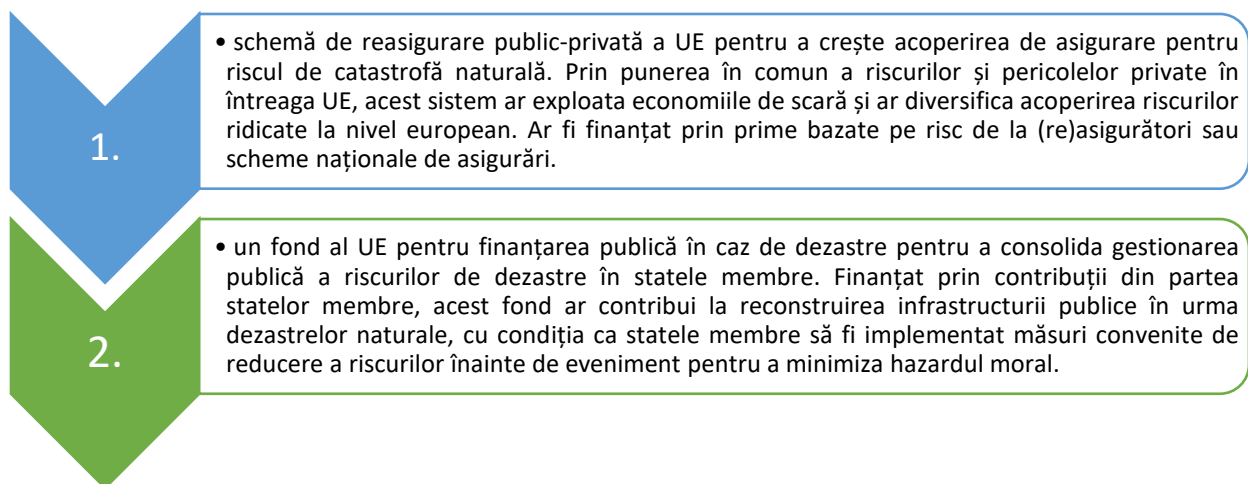
Irlanda	5	5,5	5,5
Italia	12	12	12
Letonia	7	7	6,5
Liechtenstein	4	4	4
Lituania	6	6	6
Luxemburg	4,5	5,5	5
Malta	7	7	7
Olanda	10	9,5	9,5
Norvegia	5	5	5
Polonia	8	8	8
Portugalia	10,5	10,5	10,5
România	10,5	11,5	11,5
Slovacia	8	7,5	7,5
Slovenia	8	10	10
Spania	5	6	6
Suedia	4	4	4

Sursa: EIOPA, Tabloul de bord european cu privire la deficitul de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale

6.3. Abordarea europeană pentru reducerea impactului economic al catastrofelor naturale

Autoritatea Europeană pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA) și Banca Centrală Europeană (BCE) au lansat un document comun cu privire la o propunere în vederea reducerii impactului economic al catastrofelor naturale în UE. Lucrarea se bazează pe un document comun din 2023, care propune o abordare a asigurării pentru catastrofe naturale, implicând atât sectorul privat, cât și sectorul public. Această propunere vine ca un răspuns în contextul frecvenței și severității tot mai mari ale catastrofelor naturale legate de schimbările climatice și al pierderilor economice tot mai semnificative pe care acestea le implică. Propunerea urmărește să atenueze riscurile asociate de stabilitate macroeconomică și financiară în UE prin protejarea populației, companiilor și guvernelor de astfel de pierderi.

Soluția comună propusă de BCE și EIOPA se bazează pe doi piloni complementari, astfel:



Pe măsură ce catastrofele naturale devin din ce în ce mai frecvente și mai grave, este de așteptat ca asigurările să devină mai puțin accesibile, iar deficitul deja considerabil de protecție a asigurărilor este probabil să se extindă în continuare. În același timp, lucrarea arată că schemele naționale de asigurare public-privată contribuie la reducerea deficitului de protecție a asigurărilor în mai multe țări. Acesta examinează modul în care aceste scheme utilizează fonduri private și publice pentru a face acest lucru.



Anexa 1 - Metodologia de calcul pentru indicatorii CoVaR, Delta CoVaR și Pierdere Marginală Așteptată (MES)

Măsurile CoVaR și Delta CoVaR provin din investigațiile realizate de Adrian și Brunnermeier (2016)³² și au la bază Valoarea-la-Risc pentru o instituție X^i și o cuantilă specificată q .

Adrian și Brunnermeier (2016) au introdus conceptul de CoVaR ca o metodă de evaluare a valorii la risc a sistemului financiar, condiționată de dificultățile financiare ale instituțiilor individuale. CoVaR derivă din Valoarea-la-Risc (VaR), care reprezintă pierderile maxime potențiale pe care o instituție financiară i le poate înregistra într-o anumită perioadă de deținere, la un nivel de încredere prestabilit. În mod obișnuit, VaR este definită drept cuantila q a distribuției randamentelor, având forma:

$$P(X^i \leq VaR_q^i) = q$$

unde X^i reprezintă randamentele instituției financiare i , iar $(1 - q)$ este intervalul de încredere.

CoVaR poate fi exprimat drept cuantila q a distribuției de probabilitate condiționată de forma:

$$P(X^j \leq CoVaR_q^{j|i} | X^i = VaR_q^i) = q$$

În acest context, $CoVaR_q^{j|i}$ arată pierderea maximă posibilă a instituției financiare j în momentul când instituția financiară i suferă o pierdere de VaR_q^i la nivelul de încredere $(1 - q)$.

Propagarea riscului de la instituția financiară i către instituția financiară j poate fi evaluată prin compararea valorilor CoVaR corespunzătoare situației de stres financiar cu cele aferente unei stări de referință (valori mediane), conform relației următoare:

$$\Delta CoVaR_q^{j|i} = CoVaR_q^{j|i} - CoVaR_q^{j|i, median}$$

Se observă faptul că $\Delta CoVaR_q^{j|i}$, unde j reprezintă sistemul financiar, măsoară contribuția instituției financiare i la riscul sistemic al întregului sistem.

Acharya et al. (2017) demonstrează faptul că este posibil să izolăm contribuția la riscul sistemic a unei anumite instituții cu ajutorul *marginal expected shortfall* (MES). Forma matematică a modelului este:

$$MES_{5\%}^B = \frac{1}{\text{număr de zile}} \sum_{\{t: \text{cuantila } 5\% \text{ din sistem}\}} R_t^B.$$

³² Pentru o discuție exhaustivă asupra construcției măsurilor vezi Adrian T.; Brunnermeier M.K. CoVaR. American Economic Review 2016, 106(7), 1705–1741.

Evaluând mai profund metodele propuse de Acharya et al. (2017)³³, remarcăm o definiție mai rafinată a modelului. Autorii definesc MES drept pierderea pe termen scurt pentru o firmă influențată de înregistrarea de piață a unei pierderi superioare valorii sale la risc pentru $\alpha\%$.

Fie $r_{i,t}$ randamentul logaritmic zilnic pentru firmă și $r_{m,t}$ randamentul zilnic al indicelui de piață specific pieței pe care operează firma. În aceste condiții MES devine:

$$MES_{i,t} = E_t(r_{i,t+1} | r_{m,t+1} < q_{\alpha,t}(r_{t+1}) = C)$$

$$MES_{i,t} = E_t(r_{i,t+1} | r_{m,t+1} < C),$$

unde C este o constantă pentru ceea ce dorim să considerăm „tail risk”.

Fie, de asemenea, *Expected shortfall* (ES) pentru o piață, pierderea așteptată la nivelul indicelui condițională de faptul că această pierdere este superioară pragului C.

$$ES_t = E_t(r_{t+1} | r_{t+1} < C)$$

În momentul în care toate firmele analizate fac parte dintr-o piață specifică, este simplu de observat că MES pentru o firmă reprezintă derivata valorii ES a pieței în funcție de capitalizare, fapt ce explică termenul de “marginal” din titulatura măsurii. Este util de specificat faptul că în acest caz, valoarea MES pentru o firmă poate fi interpretată ca participarea sa la riscul sistemic total al pieței.³⁴

³³ Acharya, V. V.; Pedersen, L. H.; Philippon, T.; Richardson, M. Measuring systemic risk. The Review of Financial Studies 2017, 30(1), 2-47

³⁴ Vezi Idier et al. (2013) How Useful is the Marginal Expected Shortfall for the Measurement of Systemic Exposure? A practical assessment, European Central Bank Working Papers Series, no. 1546/May 2013

Anexa 2 - Metodologia de calcul pentru testarea bulelor speculative raționale

Într-o serie de articole cu o mare influență asupra cercetării academice, Phillips, Wu, și Yu (2011)³⁵ și Phillips, Shi și Yu (2015)³⁶ au dezvoltat cadru de modelare pentru testarea existenței bulelor speculative. Pornind de la aceste contribuții, cele mai relevante proceduri de testare – SADF (*sup augmented Dickey–Fuller*) și versiunea generalizată a testului (GSADF) – au fost utilizate într-o baterie de studii empirice în care caracterul exploziv al datelor este interpretat drept prezența unei bule speculative. Domeniul de acoperire al acestor cercetări a vizat întregul spectru al piețelor financiare, de la investigații asupra piețelor acțiunilor (Nguyen și Waters, 2022) la studii asupra dinamicii valutare (Hu și Oxley, 2017).

Testul *Generalized Sup ADF* (GSADF) este un test statistic utilizat pentru a detecta prezența unei rădăcini unitare într-o serie de timp. Această proprietate indică prezența unei tendințe ce nu poate fi explicată prin procesul stohastic curent. Testul GSADF este o extensie a testului tradițional *Augmented Dickey-Fuller* (ADF), care este folosit pentru a testa o rădăcină unitară într-o serie de timp univariată. Dacă o serie de timp financiară manifestă o rădăcină unitară, înseamnă că media și varianța seriei se vor schimba în timp și este considerată nestaționară. În alte cuvinte, există o tendință ce nu poate fi explicată pe baza procesului stohastic. În contextul bulelor speculative, acest lucru ar putea indica faptul că prețul actual al unui activ este determinat de anumite tipare de tranzacționare (de natură speculativă sau induse de o anumită percepție), mai degrabă decât de elemente de valoare fundamentală a activului.

Testul GSADF pentru caracter exploziv aplicat seriei de timp $\{y_t\}_{t=0}^T$ derivă din statistica ADF pentru un parametru θ de forma:

$$y_t = c + \theta y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \lambda_i \Delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Unde: Δ reprezintă operatorul de primă diferență, iar $\varepsilon_t \sim (0, \sigma^2)$. Obiectivul este acela de a testa ipoteza nulă $H_1: \theta = 1$ de rădăcină unitară versus alternativa de caracter exploziv $H_1: \theta > 1$.

Phillips, Shi, și Yu (2015) definesc statistica SADF ca statistica sup-ADF ce derivă din estimarea recursivă a regresiei empirice din Ecuația 1. Considerând un subeșantion delimitat de r_1 și r_2 , formalizarea testului este dată de:

$$SADF(r_0) \equiv \sup\{ADF_{r_1=0}^{r_2}\}$$

Testul GSADF are la bază aceeași logică ca în cazul de mai sus, însă utilizează mai multe subeșantioane în procesarea regresiei din Ecuația 1. Statistica este definită de tipul: $GSADF(r_0) \equiv \sup\{ADF_{r_1}^{r_2}\}$

³⁵ Phillips, P. C., Wu, Y., & Yu, J. (2011). Explosive Behavior in the 1990s NASDAQ: When Did Exuberance Escalate Asset Values? *International Economic Review*, 52(1), 201-226.

³⁶ Phillips, P. C., Shi, S. and Yu, J. (2015) Testing for Multiple Bubbles: Historical Episodes of Exuberance and Collapse in the S&P 500. *International Economic Review*, 56, 1043-1078

Listă tabele

<i>Tabelul 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial.....</i>	<i>17</i>
<i>Tabelul 2 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, ianuarie 2025.....</i>	<i>29</i>
<i>Tabelul 3 Tabloul riscurilor piața pensiilor ocupaționale din UE, EIOPA, ianuarie 2025.....</i>	<i>32</i>
<i>Tabelul 4 Tabloul riscurilor la nivel național.....</i>	<i>36</i>
<i>Tabelul 5 Interpretarea cuantilelor pentru indicele BET.....</i>	<i>45</i>
<i>Tabelul 6 Descrierea companiilor analizate.....</i>	<i>49</i>
<i>Tabelul 7. Corelații Spearman pentru perioada 2018 - 2024.....</i>	<i>50</i>
<i>Tabelul 8 Corelații Spearman pentru perioada 2024 (ianuarie – decembrie).....</i>	<i>51</i>
<i>Tabelul 9 Randamentele burselor de acțiuni la 30 decembrie 2024.....</i>	<i>75</i>
<i>Tabelul 10 Investițiile societăților în active alternative pe categorii de clase de active și societăți la 31 decembrie 2024.....</i>	<i>86</i>
<i>Tabelul 11 Investițiile în sectorul imobiliar ale societăților de asigurare pe tipuri de investiții și de asigurători (T2 2024).....</i>	<i>88</i>
<i>Tabelul 12 Expunerea față de sectorul imobiliar a societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în funcție de tipul de societate și clasa de active imobiliare în trimestrul II 2024</i>	<i>88</i>
<i>Tabelul 13 Expunerea față de sectorul imobiliar a societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în funcție de tipul de societate și clasa de active imobiliare la 31 decembrie 2024</i>	<i>89</i>
<i>Tabelul 14 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în total investiții în funcție de tipul de plasament (uz propriu, indirect și altele) – 31 decembrie 2024.....</i>	<i>89</i>
<i>Tabelul 15 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului.....</i>	<i>92</i>
<i>Tabelul 16 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului.....</i>	<i>93</i>
<i>Tabelul 17 Activele totale aferente societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF la finalul anului 2024 și ponderea acestora în PIB.....</i>	<i>94</i>
<i>Tabelul 18 Clasamentul primelor 10 societăți de asigurare după volumul primelor brute subscrise în anul 2024</i>	<i>95</i>
<i>Tabelul 19 Clasamentul societăților de asigurare în funcție de primele brute subscrise pentru RCA în anul 2024</i>	<i>97</i>
<i>Tabelul 20 Clasamentul primelor 10 societăți de asigurare în funcție de primele brute subscrise pentru clasa A3 în anul 2024.....</i>	<i>97</i>
<i>Tabelul 21 Clasamentul primelor 10 societăți de asigurare în funcție de primele brute subscrise pentru asigurările de garanții (A15) în anul 2024.....</i>	<i>98</i>
<i>Tabelul 22 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale</i>	<i>99</i>
<i>Tabelul 23 Cotele de piață pentru activitatea de asigurări generale</i>	<i>99</i>
<i>Tabelul 24 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață</i>	<i>100</i>
<i>Tabelul 25 Cotele de piață pentru activitatea de asigurări de viață.....</i>	<i>100</i>
<i>Tabelul 26 Indicatorul de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale.....</i>	<i>104</i>
<i>Tabelul 27 Indicatorul de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață.....</i>	<i>104</i>
<i>Tabelul 28 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2021 – 2024 pentru activitatea de asigurări generale.....</i>	<i>109</i>
<i>Tabelul 29 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2021 – 2024 pentru activitatea de asigurări de viață.....</i>	<i>110</i>
<i>Tabelul 30 Evoluția gradului de penetrare al pensiilor private în anul 2023, conform OCDE.....</i>	<i>114</i>

<i>Tabelul 31 Cota de piață a depozitarilor fondurilor de pensii private la 31 decembrie 2024.....</i>	<i>121</i>
<i>Tabelul 32 Dimensiunea sistemică a fondurilor de pensii private</i>	<i>127</i>
<i>Tabelul 33 Top 10 emitenți din portofoliile fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2024</i>	<i>128</i>
<i>Tabelul 34 Principalele investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2024</i>	<i>134</i>
<i>Tabelul 35 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2024</i>	<i>134</i>
<i>Tabelul 36 Plasamentele în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2024</i>	<i>135</i>
<i>Tabelul 37 Plasamentele în depozite bancare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2024.....</i>	<i>135</i>
<i>Tabelul 38 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la finalul lunii decembrie 2024 (calculat față de 21.05.2008)</i>	<i>138</i>
<i>Tabelul 39 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la finalul lunii decembrie 2024 (calculat în funcție de data lansării fiecărui fond de pensii facultative).....</i>	<i>140</i>
<i>Tabelul 40 Deficitul actual de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale în țările din Spațiul Economic European (SEE) în perioada 2022 - 2024</i>	<i>145</i>

Listă figuri

<i>Figura 1 Evoluția indicilor de riscuri geopolitici</i>	<i>10</i>
<i>Figura 2 Evoluția indicelui GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index)</i>	<i>11</i>
<i>Figura 3 Principali indici internaționali (1 ianuarie 2022=100).....</i>	<i>12</i>
<i>Figura 4 Indicatori globali pentru riscul macroeconomic</i>	<i>13</i>
<i>Figura 5 Indicatori de avertizare timpurie</i>	<i>14</i>
<i>Figura 6 Creștere economică trimestrială (ca modificare procentuală față de perioada anterioară).....</i>	<i>16</i>
<i>Figura 7 Rata inflației (IAPC).....</i>	<i>18</i>
<i>Figura 8 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani)</i>	<i>19</i>
<i>Figura 9 Sentiment economic</i>	<i>20</i>
<i>Figura 10 Incertitudinea economică</i>	<i>21</i>
<i>Figura 11 Indici bursieri (sectorul financiar)</i>	<i>28</i>
<i>Figura 12 Dinamica riscului sistemic. Surse și canale de transmisie.....</i>	<i>38</i>
<i>Figura 13 Indicator compozit de risc sistemic pentru piețele financiare europene</i>	<i>39</i>
<i>Figura 14 Indicatori de tensiune financiară (CLIFS): Austria, Bulgaria, Polonia, România, Ungaria</i>	<i>40</i>
<i>Figura 15 Evoluția sectorului energetic pe țări (1 ian 2022=100).....</i>	<i>42</i>
<i>Figura 16 Cuantilograma pentru indicele BET</i>	<i>45</i>
<i>Figura 17 Prețuri de închidere</i>	<i>50</i>
<i>Figura 18 Randamente și volatilitate condiționată pentru indicele BET.....</i>	<i>52</i>
<i>Figura 19 Randamente și volatilitate condiționată pentru BRD</i>	<i>52</i>
<i>Figura 20 Randamente și volatilitate condiționată pentru DIGI.....</i>	<i>53</i>
<i>Figura 21 Randamente și volatilitate condiționată pentru H2O.....</i>	<i>53</i>
<i>Figura 22 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNG.....</i>	<i>54</i>
<i>Figura 23 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNP.....</i>	<i>54</i>
<i>Figura 24 Randamente și volatilitate condiționată pentru TLV.....</i>	<i>55</i>
<i>Figura 25 Valoarea-la-Risc (VaR, 95%)</i>	<i>56</i>
<i>Figura 26 Valoarea-la-Risc Condiționată (CoVaR, 95%)</i>	<i>57</i>
<i>Figura 27 Pierdere Marginală Așteptată (MES, 95%).....</i>	<i>58</i>
<i>Figura 28 Rezultate model Delta CoVaR.....</i>	<i>59</i>
<i>Figura 29 Test SADF pentru detectarea unei dinamice de tip bulă rațională pentru indicele BET</i>	<i>63</i>
<i>Figura 30 Funcțiile de distribuție și densitate pentru indicatorul de lichiditate Amihud</i>	<i>64</i>
<i>Figura 31 Dependențe multivariate dintre indicii reprezentativi pentru piața de capital europeană.....</i>	<i>68</i>
<i>Figura 32 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru.....</i>	<i>71</i>
<i>Figura 33 Tipare ciclice de evoluție financiară. Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România.....</i>	<i>73</i>
<i>Figura 34 Indice de contagiune.....</i>	<i>76</i>
<i>Figura 35 Dinamica volumului de prime brute subscrise pe categorii de activități (asigurări generale și de viață) și țări din Spațiul Economic European în trimestrul II 2024 față de trimestrul II 2023.....</i>	<i>79</i>
<i>Figura 36 Ratele cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței minime de capital (MCR) (Trim. III 2024)</i>	<i>80</i>
<i>Figura 37 Rata daunei</i>	<i>81</i>
<i>Figura 38 Rata cheltuielilor.....</i>	<i>81</i>
<i>Figura 39 Rata combinată a daunei</i>	<i>82</i>
<i>Figura 40 Investițiile sectorului asigurărilor în perioada T2 2021 – T2 2024.....</i>	<i>82</i>
<i>Figura 41 Evoluția nivelului de calitate a creditului aferent portofoliilor de obligațiuni pentru sectorul asigurărilor.....</i>	<i>83</i>
<i>Figura 42 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile guvernamentale în funcție de țara emitentă....</i>	<i>84</i>
<i>Figura 43 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile corporative în funcție de țara emitentă.....</i>	<i>84</i>

<i>Figura 44 Valoarea activelor alternative pe categorii de societăți și ponderea acestora în investițiile totale la 31 decembrie 2024</i>	<i>85</i>
<i>Figura 45 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în totalul investițiilor imobiliare în funcție de tipul de plasament</i>	<i>89</i>
<i>Figura 46 Investițiile totale ale societăților de asigurare pe clase de active la finalul trimestrului II 2024 și trimestrului IV 2024</i>	<i>90</i>
<i>Figura 47 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă la 31 decembrie 2024</i>	<i>91</i>
<i>Figura 48 Investițiile în obligațiuni guvernamentale românești descompusă pe emitenți</i>	<i>91</i>
<i>Figura 49 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni corporative în funcție de țara emitentă la 31 decembrie 2024</i>	<i>92</i>
<i>Figura 50 Investițiile societăților de asigurare în organisme de plasament colectiv în funcție de țara de origine a emitentului la 31 decembrie 2024</i>	<i>93</i>
<i>Figura 51 Evoluția volumului de prime brute subscrise pe categorii de activități (asigurări generale și de viață)</i>	<i>95</i>
<i>Figura 52 Primele brute subscrise și numărul contractelor în vigoare pe clase de asigurări de viață în anul 2024</i>	<i>96</i>
<i>Figura 53 Evoluția cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței de capital minim (MCR)</i>	<i>101</i>
<i>Figura 54 Evoluția fondurilor proprii eligibile să acopere SCR și MCR</i>	<i>101</i>
<i>Figura 55 Evoluția ratelor de solvabilitate</i>	<i>101</i>
<i>Figura 56 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări generale</i>	<i>102</i>
<i>Figura 57 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări de viață</i>	<i>102</i>
<i>Figura 58 Distribuția ratelor SCR aferente societăților compozite</i>	<i>103</i>
<i>Figura 59 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale</i>	<i>105</i>
<i>Figura 60 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale (decembrie 2024)</i>	<i>105</i>
<i>Figura 61 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață</i>	<i>107</i>
<i>Figura 62 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață (decembrie 2024)</i>	<i>107</i>
<i>Figura 63 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare</i>	<i>108</i>
<i>Figura 64 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață</i>	<i>108</i>
<i>Figura 65 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru RCA</i>	<i>108</i>
<i>Figura 66 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2021 – 2024 pentru activitatea de asigurări generale</i>	<i>109</i>
<i>Figura 67 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2021 – 2024 pentru activitatea de asigurări de viață</i>	<i>111</i>
<i>Figura 68 Rata anuală reală de rentabilitate a investițiilor în anul 2023 (%), în statele europene</i>	<i>115</i>
<i>Figura 69 Structura investițională a mijloacelor de economisire pentru pensionare în statele europene în anul 2023 (%)</i>	<i>116</i>
<i>Figura 70 Excedentul contribuțiilor în schemele de pensionare față de cheltuieli, în statele europene, în anul 2023 (% din active)</i>	<i>117</i>
<i>Figura 71 Ponderea populației de vârstă activă care participă la un plan de pensii private, în statele UE, pe cea mai lungă perioadă disponibilă pentru fiecare jurisdicție</i>	<i>118</i>
<i>Figura 72 Gradul de concentrare al fondurilor de pensii private (în funcție de valoarea totală a activelor la finalul lunii decembrie 2024 calculat pe baza indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței</i>	<i>121</i>
<i>Figura 73 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II – GARCH (1,1)</i>	<i>123</i>
<i>Figura 74 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (ian. 2018=100%)</i>	<i>123</i>
<i>Figura 75 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III – GARCH (1,1)</i>	<i>124</i>

<i>Figura 76 Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (ian. 2018 =100%)</i>	<i>125</i>
<i>Figura 77 Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private</i>	<i>129</i>
<i>Figura 78 Structura sistemului de pensii private.....</i>	<i>130</i>
<i>Figura 79 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2024.....</i>	<i>131</i>
<i>Figura 80 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2024.....</i>	<i>132</i>
<i>Figura 81 Structura activelor fondurilor de pensii private (Pilon II și Pilon III) la 31 decembrie 2024</i>	<i>133</i>
<i>Figura 82 Anul maturității titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private la data de 31 decembrie 2024</i>	<i>133</i>
<i>Figura 83 Evoluția ratelor medii de rentabilitate ale fondurilor de pensii private.....</i>	<i>137</i>
<i>Figura 84 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat</i>	<i>138</i>
<i>Figura 85 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei).....</i>	<i>139</i>
<i>Figura 86 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative</i>	<i>140</i>
<i>Figura 87 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III.....</i>	<i>141</i>
<i>Figura 88 Anul 2024 - principalele statistici cu privire la catastrofele naturale</i>	<i>142</i>
<i>Figura 89 Scorul actual total al deficitului de protecție în funcție de țară și de catastrofa naturală în 2024</i>	<i>145</i>

Bibliografie

- Accornero, M., Cascarino, G., Felici, R., Parlapiano, F., & Sorrentino, A. M. (2017). Credit risk in banks' exposures to non-financial firms. *European Financial Management*, 24(5), 775–791. <https://doi.org/10.1111/eufm.12138>
- Acharya, V. V., Pedersen, L. H., Philippon, T., & Richardson, M. (2016). Measuring Systemic Risk. *Review of Financial Studies*, 30(1), 2–47. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw088>
- Acharya, V. V.; Pedersen, L. H.; Philippon, T.; Richardson, M. (2017) Measuring systemic risk, *The Review of Financial Studies*, 30(1), 2-47
- Adrian, T., & Brunnermeier, M. K. (2016). CoVaR. *American Economic Review*, 106(7), 1705–1741. <https://doi.org/10.1257/aer.20120555>
- Adrian, T.; Brunnermeier, M.K. CoVaR (2016). *American Economic Review*, 106(7), 1705–1741.
- Akhtaruzzaman M., Boubaker S., Nguyen D.K., Rahman M.R., (2022) Systemic risk-sharing framework of cryptocurrencies in the COVID–19 crisis *Finance Research Letters*, 47, Article 102787
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31–56. [https://doi.org/10.1016/s1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/s1386-4181(01)00024-6)
- Anton, M., & Polk, C. (2014). Connected Stocks. *The Journal of Finance*, 69(3), 1099–1127. <https://doi.org/10.1111/jofi.12149>
- Armanious, A. (2024). Too-systemic-to-fail: Empirical comparison of systemic risk measures in the Eurozone financial system. *Journal of Financial Stability*, 73, 101273–101273. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2024.101273>
- Avesani, R., & Garcia Pascual, A. I. (2006). A new risk indicator and stress testing tool: A multifactor Nth-to-default CDS basket. IMF Working Paper No. 06/105
- Borri N. (2018) Local currency systemic risk *Emerging Markets Review*, 34, pp. 111-123
- Bostandzic D., Weiss G.N. Why do some banks contribute more to global systemic risk? *Journal of Financial Intermediation*, 35 (2018), pp. 17-40
- Bostandzic, D., & Weiß, G. N. F. (2018). Why do some banks contribute more to global systemic risk? *Journal of Financial Intermediation*, 35, 17–40. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2018.03.003>
- Brunnermeier, M., Rother, S., & Schnabel, I. (2020). Asset Price Bubbles and Systemic Risk. *Review of Financial Studies*, 33(9), 4272–4317. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa011>
- Caporin M., Naeem M.A., Arif M., Hasan M., Vo X.V., Shahzad S.J.H., (2021) Asymmetric and time-frequency spillovers among commodities using high-frequency data *Resources Policy*, 70, Article 101958
- Caporin, M., Fontini, F., Panzica, R. (2023) The systemic risk of US oil and natural gas companies, *Energy Economics*, Elsevier, vol. 121(C)
- CBI (2022), *Tax incentives for issuers and investors*
- Chang, C.-L., McAleer, M., & Roengchai Tansuchat. (2012). Conditional correlations and volatility spillovers between crude oil and stock index returns. *The North American Journal of Economics and Finance*, 25, 116–138. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2012.06.002>
- Chen Y., Lin J. (2024) Measuring systemic risk in Asian foreign exchange markets, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 146
- Chen, L., Li, H., Liu, F. H., & Zhou, Y. (2021). Bank regulation and systemic risk: cross country evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 57(1), 353–387. <https://doi.org/10.1007/s11156-020-00947-0>
- Cheng, C. S. A., Xie, J., & Zhong, Y. (2022). Common institutional blockholders and tail risk. *Journal of Banking & Finance*, 148, 106723–106723. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106723>
- Chu, Y., Deng, S., & Xia, C. (2019). Bank Geographic Diversification and Systemic Risk. *Review of Financial Studies*, 33(10), 4811–4838. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz148>
- Cucinelli, D., & Soana, M. G. (2023). Systemic risk in non financial companies: Does governance matter? *International Review of Financial Analysis*, 87, 102601–102601. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102601>
- Diebold, F.X., Yilmaz, K. (2009) Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers, with Application to Global Equity Markets. *The Economic Journal*, 119, 158-171
- Duan, Y., Fan, X., & Wang, Y. (2022). Economic policy uncertainty and bank systemic risk: A cross-country analysis. *Pacific-Basin Finance Journal*, 75, 101828–101828. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101828>

Dungey, M., Flavin, T., O'Connor, T., & Wosser, M. (2022). Non-financial corporations and systemic risk. *Journal of Corporate Finance*, 72, 102129. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102129>

Durbin, J., Koopman, S.J., (2012) *Time series analysis by state space methods*, Oxford University Press

EIOPA – Raportul privind perspectivele sectorului european de asigurări 2024 (European Insurance Overview Report 2024)

EIOPA – Set de indicatori statistici, www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/insurance-statistics_ro

EIOPA – Tabloul riscurilor – ianuarie 2025

EIOPA, *Financial Stability Report* - decembrie 2024

EIOPA, *Dashboard on insurance protection gap for natural catastrophes* – noiembrie 2024

Ellis L., Haldane A., Moshirian F. (2014) Systemic risk, governance and global financial stability *Journal of Banking and Finance*, 45, pp. 175-181

ESMA (2023) *Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System*, JC 2023

ESMA (2023), *ESMA TRV Risk Analysis, ESG names and claims in the EU fund industry*

ESMA (2023), *ESMA TRV Risk Analysis, The European sustainable debt market – do issuers benefit from an ESG pricing effect?*

ESMA *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities (TRV) No. 2/2024*

European Central Bank (2009) *The Concept of Systemic Risk – Financial Stability Review*

European Central Bank (2022), *ECB climate agenda 2022*

European Central Bank (2023) *The Road to Paris: stress testing the transition towards a net-zero economy*, *Occasional Paper Series*

Evanoff, D., Hoelscher, D., Kaufman, G. (2009). *Globalization and systemic risk*. *World Scientific Studies in International Economics*.

Fang, L., Sun, B., Li, H., & Yu, H. (2018). Systemic risk network of Chinese financial institutions. *Emerging Markets Review*, 35, 190–206. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.02.003>

Fondul Monetar Internațional - Indicatori financiari pentru schimbarea climatică, climatedata.imf.org/pages/fi-indicators#fr1

Fondul Monetar Internațional (2023) *Global Financial Stability Report October 2023: Financial and Climate Policies for a High-Interest-Rate Era*

Fondul Monetar Internațional, *World Economic Outlook (august 2024)*;

Freixas X., Laeven L., Peydró J.L., (2015) *Systemic Risk, Crises, and Macroprudential Regulation* MIT Press, Cambridge, Massachusetts

Gong X.-Z., Liu H., Chen C., Zhao W., Wu N. (2020.) *Energy Performance of Chinese Residential Buildings Integrated with PEFC-CGS*, *Wuhan Ligong Daxue Xuebao/Journal of Wuhan University of Technology*, 42 (3), 65 – 70. <https://doi.org/10.3963/j.issn.1671-4431.2020.03.010>

He, J. J., & Huang, J. (2017). *Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings*. *Review of Financial Studies*, 30(8), 2674–2718. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx028>

Hu, Y. Oxley, L., (2017) *Are there bubbles in exchange rates? Some new evidence from G10 and emerging market economies*, *Economic Modelling*, Elsevier, vol. 64(C), pages 419-442

ICMA (2021), *Green Bond Principles*

ICMA (2022), *Guidance Handbook*

Idier et al. (2013) *How Useful is the Marginal Expected Shortfall for the Measurement of Systemic Exposure? A practical assessment*, *European Central Bank Working Papers Series*, no. 1546/May 2013

Idier, J., Lame, G., & Mésonnier, J.-S., (2013). *How Useful is the Marginal Expected Shortfall for the Measurement of Systemic Exposure? A Practical Assessment*. *European Central Bank Working Papers Series*, no. 1546/May 2013. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2259548>

Iselin, M., Liao, S., & Zhang, H. H. (2021). *Common Mutual Fund Ownership and Systemic Risk*. *Contemporary Accounting Research*, 38(3), 2157–2191. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12678>

Lehar A. (2005) *Measuring systemic risk: a risk management approach* *Journal of Banking and Finance*, 29 (10), pp. 2577-2603

Liow, K. H. (2015). *Volatility spillover dynamics and relationship across G7 financial markets*. *The North American Journal of Economics and Finance*, 33, 328–365. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2015.06.003>

Lu, Y., & Wang, Y. (2023). *Bank liquidity hoarding and bank systemic risk: The moderating effect of economic policy uncertainty*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 82, 102189–102189. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102189>

McLemore P., Mihov A., Sanz L. (2022) *Global Banks and Systemic Risk: The Dark Side of the Financial Connectedness*, *Journal of International Money and Finance*, 129, Article 102734

Munich RE - Natural disasters in 2024, ianuarie 2025

Nguyen, Q. N., Waters G. A., (2022) Detecting periodically collapsing bubbles in the S&P 500, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Volume 83, Pages 83-91

OECD (2022), "Climate Change and Corporate Governance," *Corporate Governance*, OECD Publishing

OECD (2024), *Global Debt Report 2024: Bond Markets in a High-Debt Environment*, OECD Publishing, Paris

OECD (2024), *Pension Markets in Focus 2024*, OECD Publishing

Patro, D. K., Qi, M., & Sun, X. (2012). A simple indicator of systemic risk. *Journal of Financial Stability*, 9(1), 105–116. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2012.03.002>

Pellegrini, C. B., Cincinelli, P., Meoli, M., & Urga, G. (2022). The contribution of (shadow) banks and real estate to systemic risk in China. *Journal of Financial Stability*, 60, 101018–101018. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2022.101018>

Phillips, P. C., Shi, S., Yu, J. (2015) Testing for Multiple Bubbles: Historical Episodes of Exuberance and Collapse in the S&P 500. *International Economic Review*, 56, 1043-1078

Phillips, P. C., Wu, Y., Yu, J. (2011). Explosive Behavior in the 1990s NASDAQ: When Did Exuberance Escalate Asset Values? *International Economic Review*, 52(1), 201-226.

Poledna, S., Hinteregger, A., & Thurner, S. (2018). Identifying Systemically Important Companies by Using the Credit Network of an Entire Nation. *Entropy*, 20(10), 792–792. <https://doi.org/10.3390/e20100792>

Rahman M.R., Naem, M.A., Yarovaya L., Mohapatra S. (2024) Unravelling systemic risk commonality across cryptocurrency groups, *Finance Research Letters*, Vol. 65

Reis R. *Commercial Real Estate Investments - A macroeconomic outlook and recessionary scenarios for insurers*, iun. 2024, Gallagher Research Center

Renn, O., Laubichler, M., Lucas, K., Kröger, W., Schanze, J., Scholz, R. W., & Schweizer, P. (2022). Systemic Risks from Different Perspectives. *Risk Analysis*, 42(9), 1902–1920. <https://doi.org/10.1111/risa.13657>

Scheibe, K. P., & Blackhurst, J. (2017). Supply chain disruption propagation: a systemic risk and normal accident theory perspective. *International Journal of Production Research*, 56(1-2), 43–59. <https://doi.org/10.1080/00207543.2017.1355123>

Shahzad S.J.H., Bouri E., Ahmad T., Naeem M.A., (2022) Extreme tail network analysis of cryptocurrencies and trading strategies *Fin. Res. Lett.*, 44, Article 102106

Si, D.-K., & Li, X.-L. (2022). Shadow banking business and firm risk-taking: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 62, 101729. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101729>

The World Bank, *Global Financial Development Report*

Umar M., Farid S., Naeem M.A. (2022) Time-frequency connectedness among clean-energy stocks and fossil fuel markets: Comparison between financial, oil and pandemic crisis *Energy*, 240, Article 122702

Usman, M. (2022) Bank contribution to financial sector systemic risk and expected returns: Evidence from large U.S. banks, *Borsa Istanbul Review*, Available online 17 October 2022

Varotto, S., & Zhao, L. (2017). Systemic risk and bank size. *Journal of International Money and Finance*, 82, 45–70. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.12.002>

Wang D., Wang Y., Yangjingzhuo L. (2024) Temperature variability, natural disasters and bank systemic risk: Evidence from Chinese city commercial banks, *Economics Letters*, Vol. 242.

Wang, G.-J., Jiang, Z.-Q., Lin, M., Xie, C., & Stanley, H. E. (2018). Interconnectedness and systemic risk of China's financial institutions. *Emerging Markets Review*, 35, 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.12.001>

Wang, Y., Song, G., & Lu, Y. (2025). Geopolitical risk, bank regulation, and systemic risk: A cross-country analysis. *Finance Research Letters*, 106893. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.106893>

Yang, Z. H., Chen, L. X., & Chen, Y. T. (2020). Cross-market contagion of economic policy uncertainty and systemic financial risk: A nonlinear network connectedness analysis. *Economic Research Journal*, 55(1), 67-83.

Yang, Z. H., Zhou, Y. G., & Gong, H. (2020). Global systemic financial risk spillovers and their external impact. *Social Sciences in China*, 12, 69-90.