

# EVOLUȚIA PIEȚEI DE CAPITAL

ÎN TRIMESTRUL I 2025

2025

# EVOLUȚIA PIEȚEI DE CAPITAL

## ÎN TRIMESTRUL I 2025

### Notă

Acest raport prezintă evoluția pieței de capital în trimestrul I al anului 2025. Ca urmare a rotunjirilor este posibil ca totalurile să nu corespundă exact sumei componentelor sau să apară mici diferențe față de variațiile procentuale indicate în grafice sau tabele.

Toate drepturile rezervate.

Reproducerea informațiilor în scopuri educative și necomerciale este permisă numai cu indicarea sursei.

Autoritatea de Supraveghere Financiară, Splaiul Independenței nr. 15, sector 5, cod poștal 050092, București  
TELVÉRDE: 0800.825.627  
Internet: <http://www.asfromania.ro>  
E-mail: [office@asfromania.ro](mailto:office@asfromania.ro)

|                                                                                                                          |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Sumar martie 2025 .....                                                                                                  | 3  |
| SINTEZĂ.....                                                                                                             | 4  |
| 1. Contextul macroeconomic intern și internațional .....                                                                 | 8  |
| <b>1.1. Evoluții macroeconomice si financiare la nivel european</b> .....                                                | 10 |
| <b>1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale</b> .....                                                           | 12 |
| <b>1.3. Evoluții bursiere locale</b> .....                                                                               | 19 |
| <b>1.4. Statistici privind organismele de plasament colectiv și fondurile de investiții alternative din Europa</b> ..... | 26 |
| 2. Tendințe și riscuri pe piața de capital .....                                                                         | 31 |
| <b>2.1. Analiza riscurilor – Fonduri de obligațiuni</b> .....                                                            | 31 |
| <b>2.2. Metode de evaluare a performanței ajustate la risc pentru fondurile de investiții</b> .....                      | 36 |
| <b>2.3. Analize wavelet</b> .....                                                                                        | 39 |
| <b>2.4. Influenta riscului geopolitic asupra piețelor bursiere europene</b> .....                                        | 46 |
| 3. Piața primară și emitenți.....                                                                                        | 50 |
| <b>3.1. Oferte publice</b> .....                                                                                         | 50 |
| <b>3.2. Alte operațiuni speciale/ Alte evenimente corporative</b> .....                                                  | 51 |
| <b>3.3. Operațiuni transfrontaliere</b> .....                                                                            | 52 |
| <b>3.4. Noi emitenți listați/admiși la tranzacționare pe Piața Reglementată sau pe Segmentul SMT al BVB</b> .....        | 53 |
| 4. Statisticile BVB .....                                                                                                | 54 |
| <b>4.1. Piața Reglementată</b> .....                                                                                     | 56 |
| <b>4.2. Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT)</b> .....                                                          | 61 |
| <b>4.3. Sisteme de decontare a titlurilor de valoare</b> .....                                                           | 64 |
| 5. Intermediari .....                                                                                                    | 67 |
| 6. Organismele de plasament colectiv .....                                                                               | 72 |
| <b>6.1. Societăți de administrare a investițiilor</b> .....                                                              | 72 |
| <b>Administrarea portofoliilor individuale</b> .....                                                                     | 74 |
| <b>Administrarea organismelor de plasament colectiv (OPC)</b> .....                                                      | 74 |
| <b>6.2. Organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM)</b> .....                                            | 76 |
| <b>6.3. Fonduri de investiții alternative (FIA)</b> .....                                                                | 78 |
| <b>6.4. Societățile de investiții (SI)</b> .....                                                                         | 79 |
| Bibliografie selectivă.....                                                                                              | 81 |
| Anexa 1 .....                                                                                                            | 82 |
| Listă tabele.....                                                                                                        | 83 |
| Listă grafice.....                                                                                                       | 84 |



## SINTEZĂ

După o perioadă prelungită și fără precedent de șocuri succesive, economia globală părea să fi intrat într-o etapă de relativă stabilizare, caracterizată de ritmuri de creștere economică moderate, însă inferioare celor anticipate. Totuși, contextul internațional a cunoscut transformări semnificative, pe fondul reconfigurării priorităților politice la nivelul guvernelor din întreaga lume și al intensificării incertitudinilor, care au atins niveluri istorice.

Estimările privind evoluția economiei mondiale au fost revizuite considerabil în sens descendent față de proiecțiile publicate în actualizarea din ianuarie 2025 a raportului World Economic Outlook. Această revizuire reflectă menținerea unor bariere tarifare la cote fără precedent în ultima sută de ani, precum și un mediu economic caracterizat de volatilitate accentuată. În ceea ce privește dinamica inflației globale, aceasta este estimată să înregistreze un declin într-un ritm mai lent decât cel estimat.

Perspectivile economice sunt expuse unor riscuri accentuate de scădere, pe fondul intensificării tensiunilor comerciale și al volatilității piețelor financiare. Divergențele și instabilitatea politicilor economice, corelate cu deteriorarea percepției investitorilor, ar putea conduce la o înăsprire suplimentară a condițiilor financiare la nivel global. Escaladarea conflictelor comerciale, precum și accentuarea incertitudinilor în sfera politicilor comerciale, riscă să afecteze în mod semnificativ perspectivele de creștere economică, atât pe termen scurt, cât și pe termen lung. De asemenea, un declin al cooperării internaționale ar putea compromite eforturile de consolidare a unei economii globale mai reziliente și mai echitabile.

Piața financiară a manifestat o capacitate notabilă de adaptare în contextul recente corecții bursiere. Cu toate acestea, evaluările acțiunilor rămân la niveluri ridicate, iar diferențialele de credit (credit spreads) nu par să reflecte în mod adecvat riscurile fundamentale asociate. Fondurile deschise de investiții în obligațiuni corporative au înregistrat ieșiri semnificative de capital și nu dispun, în prezent, de mecanisme suficiente pentru a face față unor șocuri majore de lichiditate. În eventualitatea reapariției unor episoade de turbulență financiară, aceste fonduri ar putea fi constrânse să recurgă la vânzări accelerate de active, ceea ce ar putea transforma ajustările normale ale prețurilor în corecții dezordonate și sistemice.

Tensiunile comerciale exercită un impact direct asupra performanței economice a întreprinderilor europene cu o expunere ridicată la comerțul internațional, afectându-le atât veniturile, cât și structura costurilor operaționale. Simultan, deteriorarea încrederii în piețele financiare ar putea genera o atitudine investițională mai prudentă, inclusiv în rândul sectoarelor economice mai puțin expuse în mod direct politicilor tarifare. Această situație complexă are potențialul de a îngreuna suplimentar gestionarea riscului de credit pentru intermediarii financiari din zona euro. În plus, o eventuală creștere economică situată sub nivelul așteptărilor ar putea exercita presiuni suplimentare asupra finanțelor publice, deja tensionate ca urmare a majorării cheltuielilor destinate sectorului apărării.

În acest context, economia zonei euro este estimată să înregistreze o încetinire a ritmului de creștere până la 0,8% în anul 2025, urmată de o redresare modestă, care ar putea conduce la o creștere de 1,2% în anul 2026. Principalii factori care contribuie la încetinirea dinamicii economice în 2025 includ nivelul ridicat al

incertitudinii și persistența politicilor comerciale restrictive. Totuși, pentru anul 2026, se preconizează o ameliorare susținută de o accelerare a consumului intern, determinată de creșterea salariilor reale, precum și de o relaxare fiscală anticipată în Germania, în urma reformei regulii fiscale cunoscută sub denumirea de „frâna datoriei”.

La scară globală, inflația este prognozată să scadă până la 4,3% în anul 2025 și să ajungă la 3,6% în anul 2026, conform scenariului de bază. În economiile avansate, procesul de dezinflație este așteptat să se deruleze într-un ritm mai accelerat, cu o revenire a inflației către ținta stabilită de băncile centrale, atingând un nivel estimat de 2,2% în 2026. În schimb, în economiile emergente și în curs de dezvoltare, acest proces se desfășoară într-un ritm mai lent, cu o rată proiectată de 4,6% pentru același an. Comparativ cu actualizarea previziunilor din ianuarie 2025, noile estimări indică o ușoară revizuire în sens ascendent a inflației globale.

Uniunea Europeană a intrat în anul 2025 beneficiind de o bază economică mai robustă decât cea anticipată. Conform prognozelor economice de primăvară publicate de Comisia Europeană, se preconizează că economia Uniunii va continua să înregistreze o creștere moderată pe parcursul acestui an, urmată de o accelerare a dinamicii economice în 2026, în pofida incertitudinilor tot mai pronunțate legate de evoluțiile politicilor globale și de intensificarea tensiunilor în domeniul comerțului internațional.

În România, Produsul Intern Brut (PIB) a înregistrat o creștere de 0,2% în termen brut și de 0,5% în termeni ajustați sezonier, față de același trimestru al anului 2024. Seria ajustată sezonier a PIB-ului trimestrial a fost revizuită ca urmare a includerii estimărilor aferente primului trimestru din anul 2025. În această perioadă, dinamica PIB a fost marcată de stagnare în raport cu trimestrul anterior. Totodată, față de aceeași perioadă a anului precedent, se constată o creștere de 0,5% în termeni ajustați sezonier și de 0,2% în termeni neajustați.

Pe parcursul întregului interval analizat, România a înregistrat cea mai ridicată rată a inflației din regiune, menținându-se constant la un nivel de peste 5%. Deși s-a observat o tendință de diminuare a inflației între lunile ianuarie și august 2024, aceasta s-a manifestat într-un ritm semnificativ mai lent decât în celelalte economii din regiune, fiind urmată de o perioadă de stabilizare la un nivel relativ înalt (cuprins între 5% și 5,5%) până în luna martie 2025. Această evoluție indică o rigiditate sporită a componentei de bază a inflației, cauzată atât de persistența unor șocuri de cost, cât și de menținerea unei cereri interne robuste.

Această dinamică inflaționistă poate fi, totodată, un indiciu al intensificării presiunilor bugetare, în condițiile în care indexarea cheltuielilor publice în funcție de rata inflației ar putea contribui suplimentar la amplificarea deficitului fiscal.

La finalul lunii martie 2025, indicii Bursei de Valori București (BVB) au consemnat, în general, evoluții pozitive comparativ cu sfârșitul anului precedent. Astfel, indicele de referință BET, care reflectă performanța celor mai lichide companii listate pe piața reglementată a BVB, a înregistrat o apreciere de 4,74% la data de 31 martie 2025, față de nivelul înregistrat la finalul anului 2024.

Valoarea totală a tranzacțiilor realizate pe piața reglementată și pe Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT) a atins 10,09 miliarde lei, marcând o creștere de 58,58% în raport cu aceeași perioadă a anului anterior. Cu toate acestea, numărul total de tranzacții derulate în primul trimestru al

anului 2025 a scăzut cu 17% comparativ cu trimestrul I din 2024. Din totalul valorii tranzacționate, aproximativ 98,6% s-a realizat pe piața reglementată, restul fiind aferent tranzacțiilor de pe SMT.

Tranzacțiile cu titluri de stat au înregistrat o valoare de aproximativ 3,9 miliarde lei la finalul lunii martie 2025, în creștere față de perioada corespunzătoare a anului precedent. Aceste instrumente financiare au reprezentat cea mai importantă clasă de active, deținând o pondere de 39,2% din volumul total tranzacționat la BVB în primele trei luni ale anului.

La sfârșitul trimestrului I din 2025, capitalizarea bursieră aferentă pieței reglementate a atins nivelul de 368,15 miliarde lei, înregistrând o creștere de aproximativ 1,5% față de finalul lunii decembrie 2024. În ceea ce privește lichiditatea companiilor listate, Banca Transilvania (TLV) s-a situat pe prima poziție, cu o pondere de 30,27% în valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată. Aceasta a fost urmată de OMV Petrom (SNP), Romgaz (SNG), Hidroelectrica (H2O) și BRD Groupe Société Générale (BRD).

În primul trimestru al anului 2025, pe piața reglementată au fost realizate 98.008 tranzacții cu instrumente cu venit fix (inclusiv obligațiuni, EUR-BOND, EUR-TBILLS, EUR-TBONDS și titluri de stat), cu o valoare totală de aproximativ 7,06 miliarde lei. Aceasta reprezintă o majorare de circa 5,05 miliarde lei față de valoarea aferentă aceleiași perioade din 2024. Numărul tranzacțiilor cu titluri de credit a înregistrat o creștere semnificativă în comparație cu primul trimestru din 2023. Totodată, valoarea medie per tranzacție a crescut, ajungând la 72,05 mii lei, față de 67,2 mii lei înregistrată în perioada similară a anului precedent.

La finalul primului trimestru al anului 2025, pe piața reglementată administrată de Bursa de Valori București (BVB) activau un număr de 26 de intermediari, dintre care 16 erau Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 reprezentau instituții de credit locale, iar 7 erau entități autorizate în alte state membre ale Uniunii Europene. În cadrul Sistemului Multilateral de Tranzacționare (SMT), numărul total al intermediarilor activi era de 20, dintre care 15 SSIF, 3 instituții de credit locale și 2 entități autorizate în alte state membre ale UE.

Pe ansamblul pieței administrate de BVB (piața reglementată și SMT), cei mai activi intermediari în primul trimestru al anului 2025 au fost SSIF-urile, care au intermediat tranzacții în valoare de aproximativ 11,48 miliarde lei. Intermediarii locali (SSIF și instituții de credit) au generat aproximativ 95% din valoarea totală intermediată. Dintre entitățile autorizate în alte state membre ale Uniunii Europene, cele mai active au fost firmele de investiții, acestea deținând o cotă de piață cumulată de circa 4% din totalul tranzacțiilor pe piețele la vedere.

La data de 31 martie 2025, valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România se ridica la aproximativ 45,5 miliarde lei, marcând o creștere de circa 2,6% față de sfârșitul anului 2024. În această perioadă, activau pe piața locală 18 administratori autorizați, dintre care 6 erau autorizați exclusiv ca societăți de administrare a investițiilor (SAI), 4 exclusiv ca administratori de fonduri de investiții alternative (AFIA), iar 8 dețineau dublă autorizație.

Tot la 31 martie 2025, în România erau autorizate 92 de organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) și 38 de fonduri de investiții alternative (FIA), inclusiv cele 5 societăți de investiții (SI) listate și Fondul Proprietatea (FP). Serviciile de depozitare pentru cele 130 de OPC erau furnizate de patru depozitari autorizați.

Similar perioadelor anterioare, la finalul trimestrului I din 2025, sectorul administrării de fonduri a fost dominat de grupurile bancare, acestea gestionând cea mai mare parte a activelor cumulate ale SAI-urilor. Primele cinci SAI-uri în funcție de volumul activelor administrate erau toate afiliate sistemului bancar și gestionau active în valoare totală de aproximativ 24,6 miliarde lei, ceea ce corespunde unui procent de 91,10% din totalul activelor administrate din industria fondurilor de investiții (cu excepția SI-urilor și Fondului Proprietatea).

Gradul ridicat de concentrare al pieței OPCVM este reflectat și prin valoarea indicelui Herfindahl-Hirschman (HHI), care se situa, la 31 martie 2025, la 0,2292. De asemenea, acest nivel de concentrare este confirmat de indicatorii CR (*concentration ratio*), în condițiile în care primele trei SAI-uri cumulau 74,01% din activele OPCVM și 70,1% din activele FIA.

Activele nete aferente celor șase societăți de investiții listate (SI) însumau, la aceeași dată, aproximativ 16,66 miliarde lei, înregistrând o creștere de 1,29% față de sfârșitul anului 2024, când valoarea acestora era de 16,45 miliarde lei. Cele mai mari volume de active nete erau deținute de entitățile LION, INFINITY și EVER.

## 1. Contextul macroeconomic intern și internațional

După traversarea unei perioade prelungite și fără precedent de șocuri succesive, economia globală părea să fi intrat într-o fază de stabilizare, caracterizată prin rate de creștere constante, însă inferioare celor prognozate anterior. Cu toate acestea, contextul internațional s-a modificat semnificativ, pe măsură ce guvernele din întreaga lume își reconfigurează prioritățile politice, iar incertitudinile ating noi niveluri record.

Prognozele privind creșterea economică globală au fost revizuite substanțial în sens descendent față de actualizarea din ianuarie 2025 a raportului World Economic Outlook, reflectând atât menținerea unor niveluri tarifare efective nemaîntâlnite în ultima sută de ani, cât și un climat economic marcat de o volatilitate accentuată. În ceea ce privește inflația globală, se estimează că aceasta va înregistra o scădere într-un ritm mai lent decât cel anticipat în prognoza din luna ianuarie.

Perspectivile economice sunt dominate de riscuri pronunțate de scădere, în contextul amplificării tensiunilor comerciale și al ajustărilor în piețele financiare. Divergențele dintre orientările politice, precum și volatilitatea acestora, alături de deteriorarea sentimentului investitorilor, ar putea conduce la o înăsprire suplimentară a condițiilor financiare la nivel global. Escaladarea conflictelor comerciale și accentuarea incertitudinilor privind politicile comerciale riscă să afecteze și mai profund perspectivele de creștere economică atât pe termen scurt, cât și pe termen lung. În plus, o diminuare a cooperării internaționale ar putea periclita eforturile de consolidare a unei economii mondiale mai reziliente<sup>1</sup>.

Pe măsură ce riscurile politice interne din statele membre ale zonei euro au început să se atenueze, incertitudinile externe s-au amplificat considerabil, în special cele generate de caracterul imprevizibil al unei game largi de politici promovate de Statele Unite ale Americii. Persistă un grad ridicat de ambiguitate în privința unor domenii esențiale ale politicii economice — precum comerțul internațional, reglementările și politicile fiscale — precum și în legătură cu angajamentul noii administrații americane față de cooperarea internațională.

Deși este dificil de estimat impactul acestor incertitudini pe termen mediu și lung, acestea creează un risc semnificativ de fragmentare geopolitică și economică la scară globală, amplificând probabilitatea producerii unor evenimente rare, dar cu un potențial impact sistemic major.

Chiar dacă recente declarații privind încheierea unor acorduri comerciale între Statele Unite și anumiți parteneri internaționali sugerează o posibilă detensionare a relațiilor comerciale, preocupările legate de o escaladare a acestora într-un conflict comercial de amploare persistă. Un asemenea scenariu ar putea avea consecințe negative considerabile asupra creșterii economice globale, asupra nivelului inflației și asupra valorii activelor financiare. Având în vedere gradul ridicat de deschidere al economiei zonei euro, precum și integrarea profundă a întreprinderilor europene în lanțurile globale de aprovizionare, regiunea rămâne deosebit de vulnerabilă în fața unor astfel de riscuri.

---

<sup>1</sup> FMI (2025) World Economic Outlook, A Critical Juncture amid Policy Shifts

Piața financiară a demonstrat reziliență în timpul recente corecții bursiere. Cu toate acestea, evaluările acțiunilor se mențin la niveluri ridicate, iar diferențele de randament (*credit spreads*) nu reflectă pe deplin riscurile fundamentale de credit. Fondurile deschise care investesc în obligațiuni corporative au înregistrat retrageri de capital și nu par suficient pregătite pentru a face față unor șocuri de lichiditate majore. În eventualitatea unor noi episoade de turbulență, aceste fonduri ar putea fi nevoite să vândă rapid active, ceea ce ar transforma ajustările normale de prețuri în corecții dezordonate.

Tensiunile comerciale influențează direct performanța firmelor europene dependente de comerțul internațional, afectându-le veniturile și costurile operaționale. În plus, deteriorarea încrederii în piață ar putea determina o atitudine mai precaută din partea investitorilor, afectând inclusiv sectoarele mai puțin expuse direct la tarife. Această situație riscă să complice procesul de gestionare a riscului de credit pentru intermediarii financiari din zona euro. O eventuală creștere economică sub așteptări ar putea exercita presiuni suplimentare asupra finanțelor publice, deja solicitate de nevoile crescute de cheltuieli în domeniul apărării.

În acest context, creșterea economică a zonei euro este estimată să încetinească ușor la 0,8% în 2025, urmând să se redreseze modest până la 1,2% în 2026. Factorii care frânează creșterea în 2025 includ incertitudinea ridicată și politicile comerciale restrictive. Totuși, în 2026, o redresare moderată ar putea fi susținută de o creștere a consumului intern — determinată de majorarea salariilor reale — și de o relaxare fiscală anticipată în Germania, în urma reformării regulii fiscale cunoscute sub denumirea de „frâna datoriei”.

La nivel global, inflația este prognozată să scadă la 4,3% în 2025 și la 3,6% în 2026, conform scenariului de referință. În economiile avansate, inflația ar urma să revină mai rapid către ținta băncilor centrale, atingând 2,2% în 2026. În schimb, în economiile emergente și în curs de dezvoltare, ritmul de dezinflație este mai lent, cu o proiecție de 4,6% pentru același an. Comparativ cu actualizarea previziunilor economice din ianuarie 2025, estimările actuale indică o ușoară creștere a inflației globale.

Creșterea comerțului global este, de asemenea, revizuită în jos, fiind estimată la doar 1,7% în 2025 — o scădere de 1,5 puncte procentuale față de prognoza din ianuarie. Această revizuire reflectă, în principal, intensificarea restricțiilor tarifare și, într-o măsură mai mică, atenuarea unor factori ciclici care au susținut anterior expansiunea comerțului cu bunuri.

## 1.1. Evoluții macroeconomice și financiare la nivel european

Uniunea Europeană a intrat în anul 2025 de pe o bază economică mai solidă decât se anticipase inițial. Potrivit prognozelor economice de primăvară ale Comisiei Europene, se estimează că economia Uniunii va continua să înregistreze o creștere moderată în cursul acestui an, cu o accelerare preconizată pentru anul 2026, în ciuda creșterii incertitudinilor legate de evoluțiile politicilor globale și a intensificării tensiunilor în sfera comerțului internațional.

Se preconizează faptul că, în anul 2025, produsul intern brut real va înregistra o creștere de 1,1% la nivelul Uniunii Europene și de 0,9% în zona euro, menținând, în linii generale, ritmul de expansiune economică estimat pentru anul 2024. Pentru anul 2026, prognozele indică o accelerare a creșterii economice, aceasta urmând să atingă 1,5% în Uniunea Europeană și 1,4% în zona euro. Rata inflației totale în zona euro este estimată să scadă de la 2,4% în 2024 la o medie de 2,1% în 2025 și 1,7% în 2026. În cazul Uniunii Europene, evoluția inflației urmează o traiectorie similară, fiind anticipată o reducere sub pragul de 2% în 2026, începând de la un nivel ușor superior celui din zona euro în anul 2024<sup>2</sup>.

În ultimul trimestru din 2024, economia UE a surprins pozitiv, înregistrând o creștere de 0,4%, impulsionată în principal de cererea internă robustă. Această evoluție favorabilă a continuat și în primul trimestru al anului 2025, cu o creștere preliminară a PIB-ului real de 0,3%.

Cu toate acestea, previziunile actuale reflectă o revizuire semnificativ descendentă a perspectivelor de creștere, cauzată în principal de deteriorarea contextului comercial global și de intensificarea incertitudinilor legate de politicile tarifare.

Previziunile de primăvară se bazează pe o serie de ipoteze referitoare la politica tarifară: s-a presupus că tarifele SUA aplicabile importurilor din UE și din alte economii partenere vor fi menținute la 10% (nivelul din 9 aprilie), cu excepția celor mai ridicate pentru oțel, aluminiu și automobile (25%), și a excepțiilor acordate anumitor produse, precum cele farmaceutice și microprocesoarele. În același timp, se consideră că tarifele bilaterale SUA-China, deși reduse comparativ cu cele din aprilie, rămân suficient de ridicate pentru a descuraja comerțul bilateral de bunuri<sup>3</sup>.

Creșterea economică globală în afara UE este acum estimată la 3,2% pentru 2025 și 2026 — o scădere față de proiecția de 3,6% din toamna anului 2024. Această revizuire reflectă perspective mai slabe în economiile majore, în special în Statele Unite și China. Încetinirea comerțului mondial este chiar mai accentuată, cu implicații directe asupra exporturilor europene.

Se estimează că exporturile UE vor crește cu doar 0,7% în 2025, pe fondul unei noi contracții a exporturilor de bunuri, parțial compensată de reziliența exporturilor de servicii, mai puțin afectate de tensiunile comerciale. În 2026, exporturile ar urma să se redrezeze, înregistrând o creștere de 2,1%.

---

<sup>2</sup> Comisia Europeană (2025) Previziunile economice din primăvara anului 2025: Creștere moderată pe fondul incertitudinii economice globale

<sup>3</sup> Comisia Europeană (2025) Previziunile economice din primăvara anului 2025: Creștere moderată pe fondul incertitudinii economice globale

În 2024, extinderea continuă a ocupării forței de muncă a dus la crearea a 1,7 milioane de noi locuri de muncă în cadrul economiei Uniunii Europene, atingându-se un nivel record la nivelul UE. În ciuda unui ritm moderat de creștere economică, se estimează că vor fi generate încă 2 milioane de locuri de muncă până la finalul orizontului de prognoză. Ca urmare, rata șomajului este anticipată să atingă un nou minim istoric de 5,7% în 2026.

După ce a atins un vârf de 5,3% în 2024, creșterea salariilor nominale este prevăzută să încetinească treptat în 2025 și 2026. Cu toate acestea, lucrătorii vor continua să beneficieze de creșteri ale salariilor reale, fiind de așteptat ca aceștia să-și recupereze integral pierderile de putere de cumpărare suferite în anii anteriori, pe fondul inflației ridicate.

Procesul de scădere a inflației, început la sfârșitul anului 2022, este de așteptat să progreseze în mod constant. După ce a coborât la 2,4% în 2024, inflația măsurată prin indicele armonizat al prețurilor de consum (IAPC) în zona euro este estimată să atingă ținta de 2% stabilită de Banca Centrală Europeană încă din 2025, urmând să scadă și mai mult în 2026.

Reducerea semnificativă a prețurilor la materiile prime energetice, observată începând cu toamna anului 2024, este un factor esențial în această evoluție, alături de aprecierea monedei euro, care contribuie suplimentar la reducerea presiunilor inflaționiste.

După o scădere la 3,2% din PIB în 2024, deficitul bugetar agregat al Uniunii Europene este proiectat să crească ușor la 3,3% în 2025 și să se mențină la acest nivel în 2026. În același timp, ponderea datoriei publice în PIB este estimată să crească la 83,2% în 2025 și la 84,5% în 2026, marcând o ușoară inversare după patru ani de ajustare bugetară relativ rapidă.

Perspectivile economice rămân marcate de incertitudini ridicate, cu riscuri care înclină preponderent spre o evoluție negativă. Continuarea procesului de fragmentare a comerțului internațional ar putea frâna creșterea economică și reaprinde presiunile inflaționiste. În plus, intensificarea fenomenelor climatice extreme reprezintă o sursă persistentă de risc pentru evoluția activității economice.

Pe de altă parte, o detensionare a relațiilor comerciale dintre UE și SUA sau accelerarea integrării comerciale a UE cu alți parteneri — inclusiv prin semnarea de noi acorduri de liber schimb — ar putea avea un impact pozitiv asupra creșterii economice. De asemenea, creșterea cheltuielilor pentru apărare ar putea susține cererea internă.

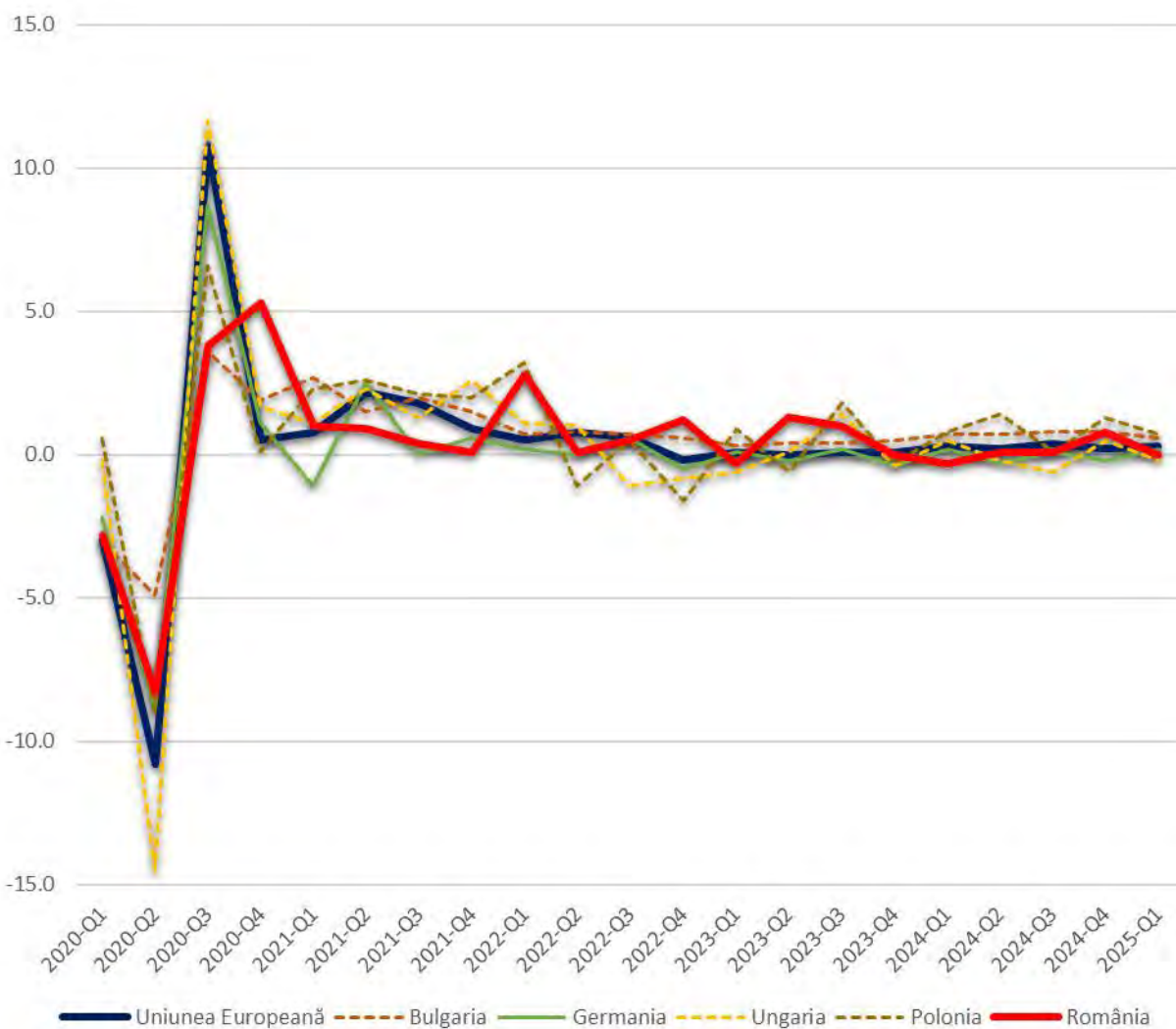
Pe termen mediu, reziliența economică a Uniunii ar putea fi consolidată prin promovarea unor reforme menite să stimuleze competitivitatea, precum aprofundarea pieței unice, dezvoltarea unei uniuni economice și de investiții mai integrate, precum și printr-o agendă ambițioasă de simplificare administrativă.

## 1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

### Creștere economică

Graficul 1 prezintă evoluția creșterii economice în intervalul 2020 –T1 2025. Detalierea dinamicii PIB pentru România pe trimestre în intervalul 2023 – 2025 este prezentată sintetic în Tabelul 1.

Grafic 1 Creștere economică trimestrială (% modificare procentuală față de trimestrul anterior)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Produsul Intern Brut a crescut cu 0,2% în termeni brut și cu 0,5% în termeni ajustați sezonier comparativ cu același trimestru din 2024, iar seria ajustată sezonier a PIB-ului trimestrial a fost revizuită ca urmare a includerii estimărilor pentru trimestrul I al anului 2025.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> [https://insse.ro/cms/sites/default/files/com\\_presa/com\\_pdf/pib\\_tr1r2025.pdf](https://insse.ro/cms/sites/default/files/com_presa/com_pdf/pib_tr1r2025.pdf)

În primul trimestru al anului 2025, Produsul Intern Brut a stagnat comparativ cu trimestrul anterior. Față de același trimestru din 2024, PIB-ul a înregistrat o creștere de 0,5% pe seria ajustată sezonier și de 0,2% pe seria brută.

Tabel 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial

|                                                                            |             | Trim. I | Trim. II | Trim. III | Trim. IV | An    |
|----------------------------------------------------------------------------|-------------|---------|----------|-----------|----------|-------|
| <b>- în % față de perioada corespunzătoare din anul precedent</b>          |             |         |          |           |          |       |
| <b>-</b>                                                                   |             |         |          |           |          |       |
| <b>Serie brută</b>                                                         | <b>2023</b> | 102,7   | 101,2    | 102,3     | 103,3    | 102,4 |
|                                                                            | <b>2024</b> | 100,3   | 100,9    | 101,5     | 100,5    | 100,8 |
|                                                                            | <b>2025</b> | 100,2   | -        | -         | -        | -     |
| <b>Serie brută prin metoda volumelor înălțuite cu an de referință 2020</b> | <b>2023</b> | 101,6   | 103,0    | 102,9     | 102,0    | 102,4 |
|                                                                            | <b>2024</b> | 102,1   | 100,9    | 100,1     | 100,5    | 100,8 |
|                                                                            | <b>2025</b> | 100,4   | -        | -         | -        | -     |
| <b>Serie ajustată sezonier<sup>*)</sup></b>                                | <b>2023</b> | 101,6   | 102,8    | 103,1     | 102,0    | -     |
|                                                                            | <b>2024</b> | 101,9   | 100,9    | 100,1     | 100,4    | -     |
|                                                                            | <b>2025</b> | 100,5   | -        | -         | -        | -     |
| <b>- în % față de trimestrul precedent -</b>                               |             |         |          |           |          |       |
| <b>Serie ajustată sezonier<sup>**)</sup></b>                               | <b>2023</b> | 100,0   | 101,3    | 100,6     | 100,1    | -     |
|                                                                            | <b>2024</b> | 99,9    | 100,3    | 99,8      | 100,5    | -     |
|                                                                            | <b>2025</b> | 100,0   | -        | -         | -        | -     |

<sup>\*)</sup> ajustare sezonieră pe baza seriei brute de volume înălțuite cu an de referință 2020

Sursa: Date INS

După un an 2024 lipsit de dinamism, economia României părea să intre pe o traiectorie de redresare la începutul lui 2025, susținută în special de sectoarele construcțiilor, agriculturii și serviciilor, precum și de perspectivele mai bune pentru exporturi. Cu toate acestea, incertitudinile generate de introducerea tarifelor vamale de către SUA, alături de volatilitatea politică și fiscală internă accentuată, sunt de așteptat să afecteze negativ exporturile, încrederea în economie și, în cele din urmă, investițiile și consumul.

În acest context, creșterea reală a PIB-ului este estimată la un nivel moderat de 1,4% în 2025, cu o accelerare prognozată până la 2,2% în 2026. Inflația este anticipată să se reducă, dar va rămâne ridicată, în timp ce rata șomajului va scădea ușor. Deficitul bugetar general a atins 9,3% din PIB în 2024, alimentat de creșteri semnificative ale salariilor și pensiilor din sectorul public. Acesta este prognozat să scadă ușor la 8,6% din PIB în 2025 și la 8,4% în 2026, ca efect al unui pachet de măsuri adoptate la finalul anului 2024.<sup>5</sup>

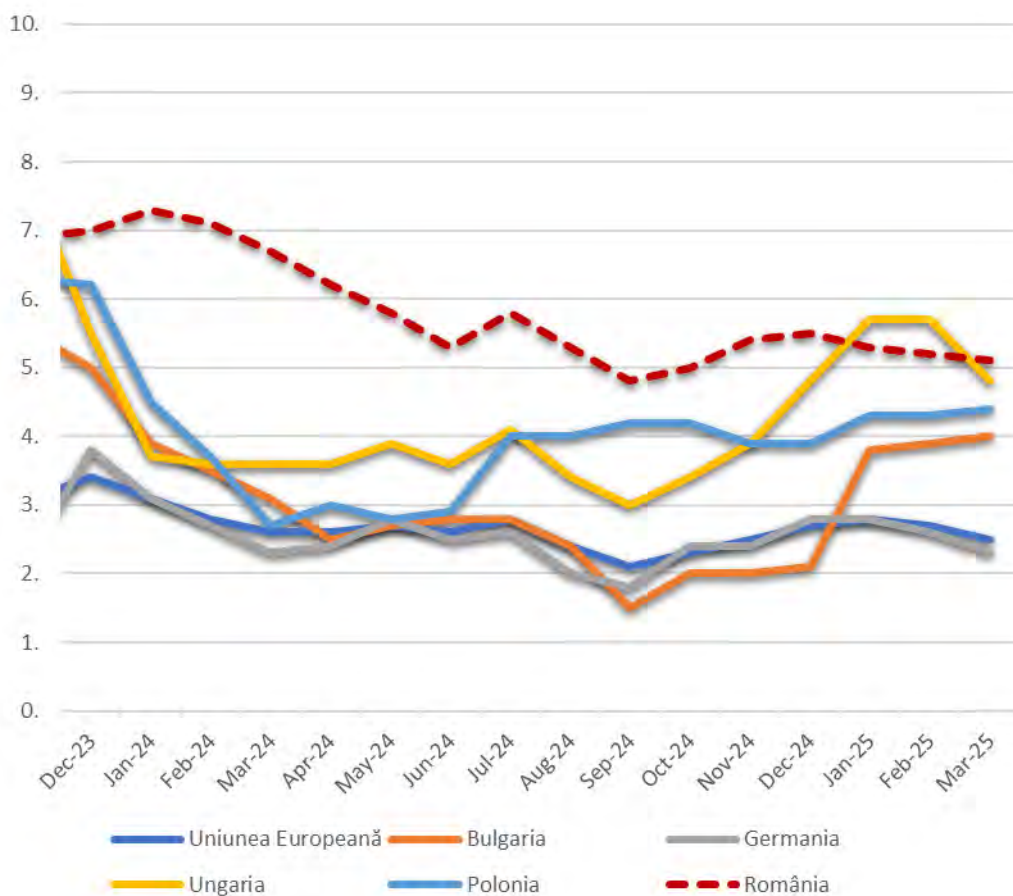
Sursa: Date INS

<sup>5</sup>[https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-economies/romania/economic-forecast-romania\\_en?prefLang=ro](https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-economies/romania/economic-forecast-romania_en?prefLang=ro)

## Dinamica inflației

Pe tot parcursul intervalului analizat, România înregistrează cea mai ridicată rată a inflației, menținându-se constant peste 5%. Deși există o tendință de scădere între ianuarie și august 2024, aceasta este mai lentă decât în celelalte țări din regiune și urmată de o stabilizare în platou la niveluri înalte (între 5–5,5%) până în martie 2025. Această traiectorie sugerează o rigiditate crescută a inflației de bază în România, reflectând atât șocuri de cost persistente, cât și o cerere internă robustă. Aceasta tendință poate indica și posibile tensiuni bugetare, deoarece indexarea cheltuielilor cu inflația poate alimenta și mai mult deficitul fiscal.

Grafic 2 Rata inflației (indicele armonizat al prețurilor de consum -IAPC)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

## Rata dobânzii

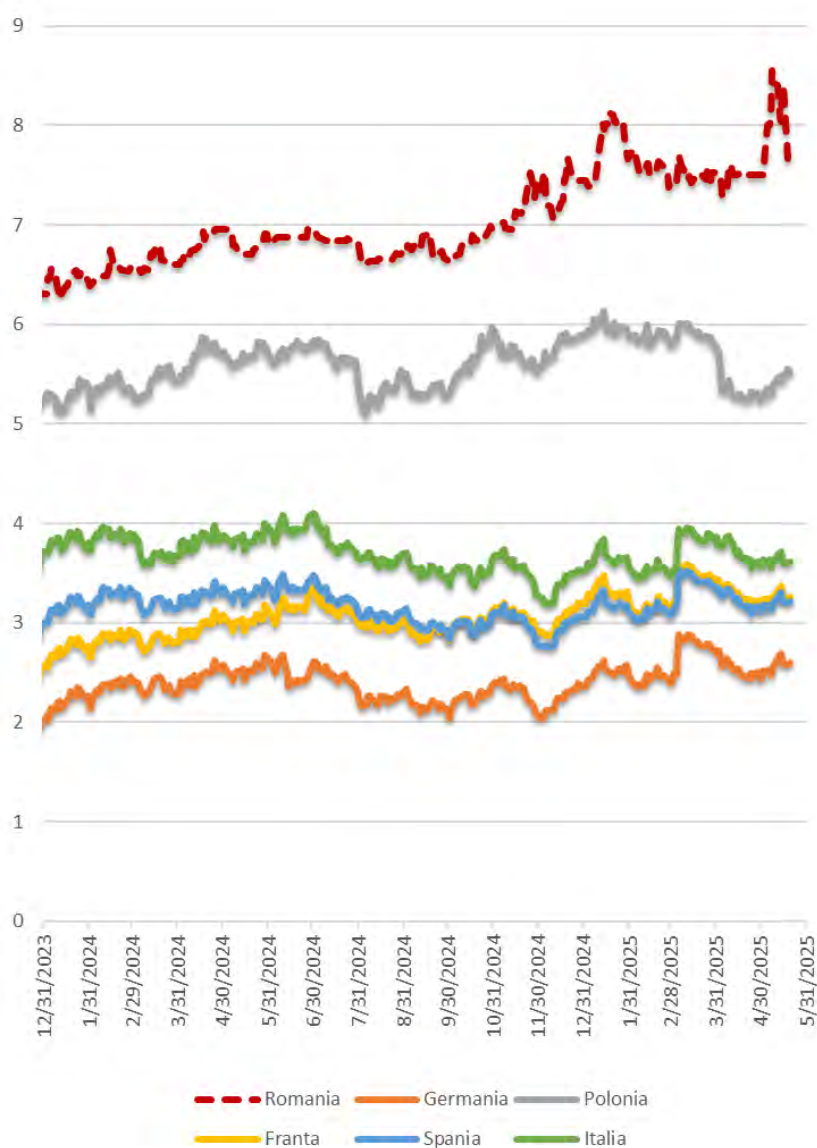
Graficul ilustrează evoluția randamentelor obligațiunilor suverane pe 10 ani pentru cinci economii europene – România, Polonia, Germania, Bulgaria, și Ungaria – în perioada decembrie 2023 – mai 2025<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Având în vedere dinamica recente și disponibilitatea datelor, o serie de analize sunt extinse până la nivelul lunii mai 2025.

Diferențele dintre curbele de randament reflectă percepții variate ale investitorilor asupra riscului suveran, stabilității fiscale și așteptărilor privind politica monetară în fiecare țară.

În primele 5 luni din 2025 România se remarcă prin randamentele cele mai ridicate, situate constant între 7,3% și 8,5%, semnificativ peste cele ale celorlalte state analizate. Evoluția este marcată de o volatilitate pronunțată, culminând în mai 2025 cu o creștere bruscă urmată de o corecție rapidă, care semnalează un episod de tensiune financiară, o criză de încredere – cauzată de reacțiile negative ale piețelor la evenimentele de natură politică. Volatilitatea accentuată a randamentului sugerează incertitudine ridicată cu privire la sustenabilitatea datoriei publice și a politicii fiscale, dar și la capacitatea instituțională de a gestiona riscurile.

Grafic 3 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani)



Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

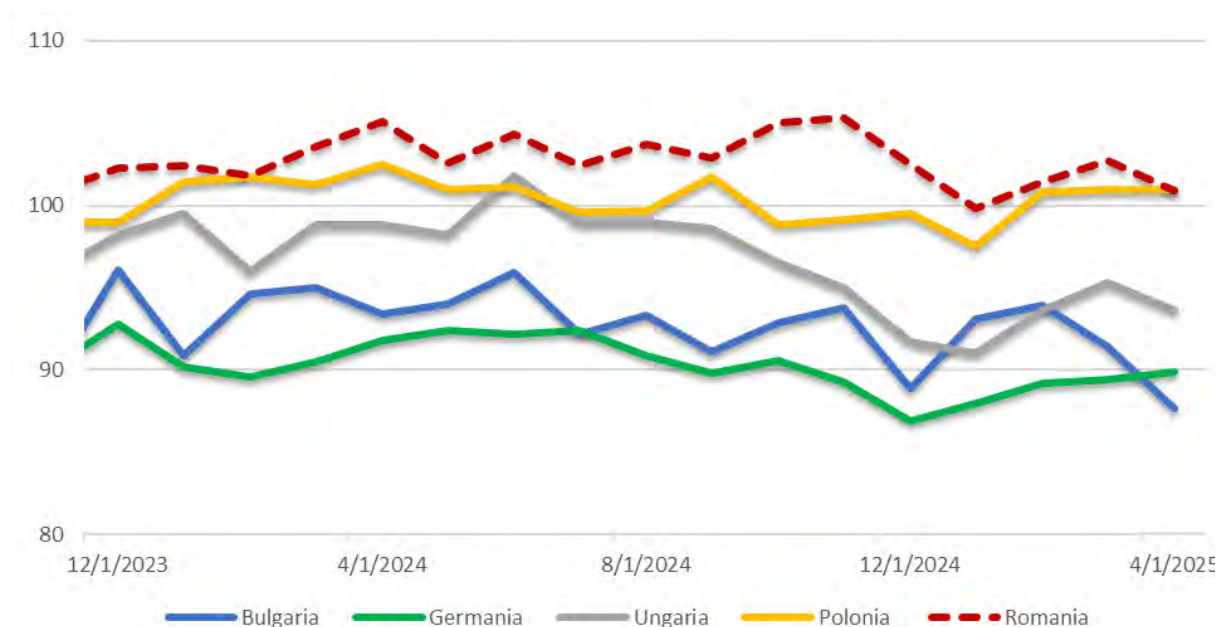
## Sentiment economic

Indicatorul de sentiment economic (ESI) este un indicator compozit conceput pentru a reflecta dinamica PIB, oferind o imagine asupra încrederii mediului de afaceri și a consumatorilor în evoluția economiei. Calculat de către Eurostat pentru economiile europene, ESI reprezintă un instrument esențial în anticiparea tendințelor macroeconomice. Un sentiment economic pozitiv este asociat, în general, cu așteptări de creștere, în timp ce o scădere a încrederii poate semnala o posibilă contracție economică. Figura 7 compară sentimentul economic al României cu alte țări (UE-27, Germania, Bulgaria, Polonia și Ungaria) în perioada decembrie 2023 – mai 2025.

De la începutul lui 2024 și până în primăvara anului 2025, România a rămas economia cu cel mai optimist climat economic din regiune: indicatorul a urcat de la puțin peste 102 de puncte în ianuarie 2024 până aproape de 107 puncte la începutul trimestrului III, pentru ca apoi să revină moderat în jurul valorii de 101-102 în aprilie 2025. Polonia a urmat un parcurs asemănător, dar ceva mai temperamental: după un vârf ușor peste 103 în primăvară, sentimentul economic s-a așezat treptat spre pragul de 100, semn că optimismul populației s-a temperat puțin.

În contrast, economiile mari din Europa Centrală și de Est au resimțit o spiră descendentă: atât Germania, cât și Ungaria înregistrau la începutul anului 2024 cu valori în jur de 98-100 de puncte, însă pe parcursul verii și toamnei indicatorii lor au scăzut constant, coborând spre 88-90 puncte la finele anului. Cel mai slab ritm l-a înregistrat Bulgaria, unde sentimentul economic, plecat în jur de 94 de puncte la sfârșitul lui 2023, a alunecat treptat spre pragul de 88 în aprilie 2025. Asta înseamnă că, în vreme ce România și Polonia au rămas rezonabil de optimiste, restul statelor analizate au trecut printr-o deteriorare vizibilă a percepției economice, reflectând probabil incertitudini interne și externe acumulate în ultimul an și jumătate.

Grafic 4 Sentiment economic



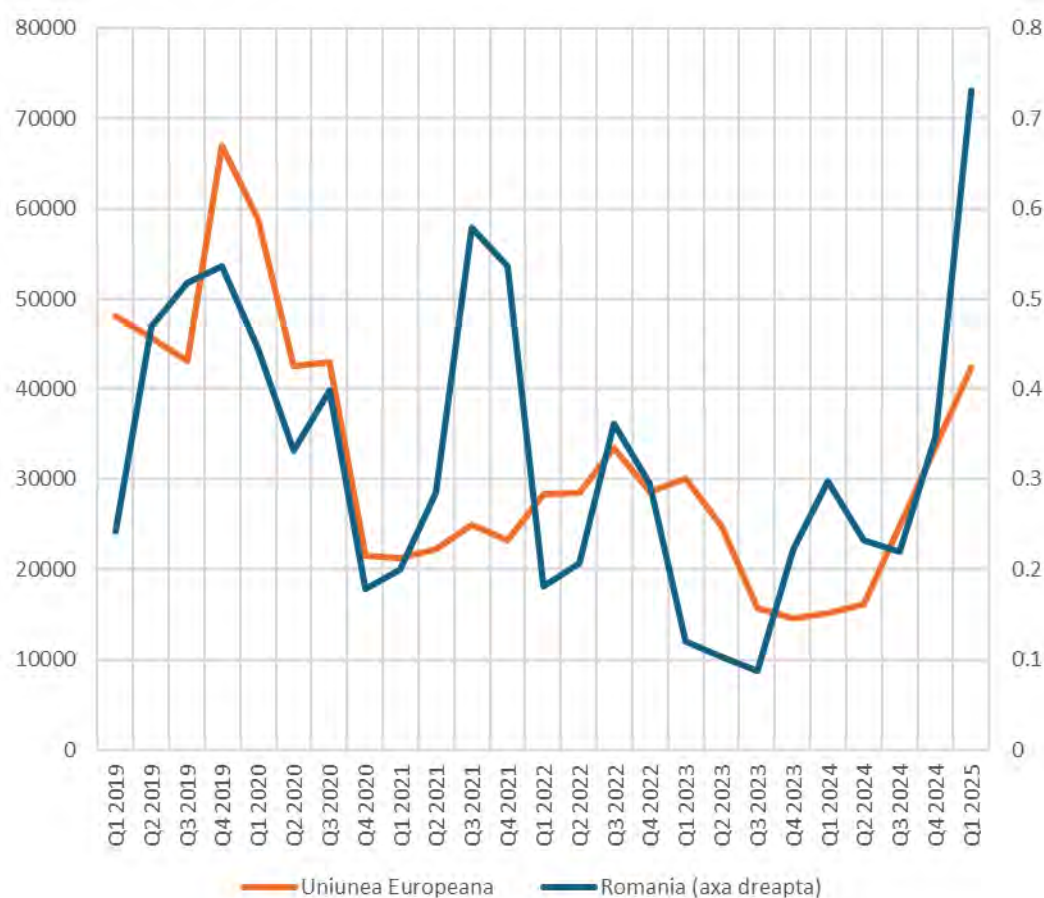
Sursa: Prelucrare ASF

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.

Indicele calculat pentru România a cunoscut o creștere rapidă în primul trimestru din 2025 continuând creșterea înregistrată în trimestrul IV din 2024.

Grafic 5 Incertitudinea economică



Sursa: LSEG, calcule ASF

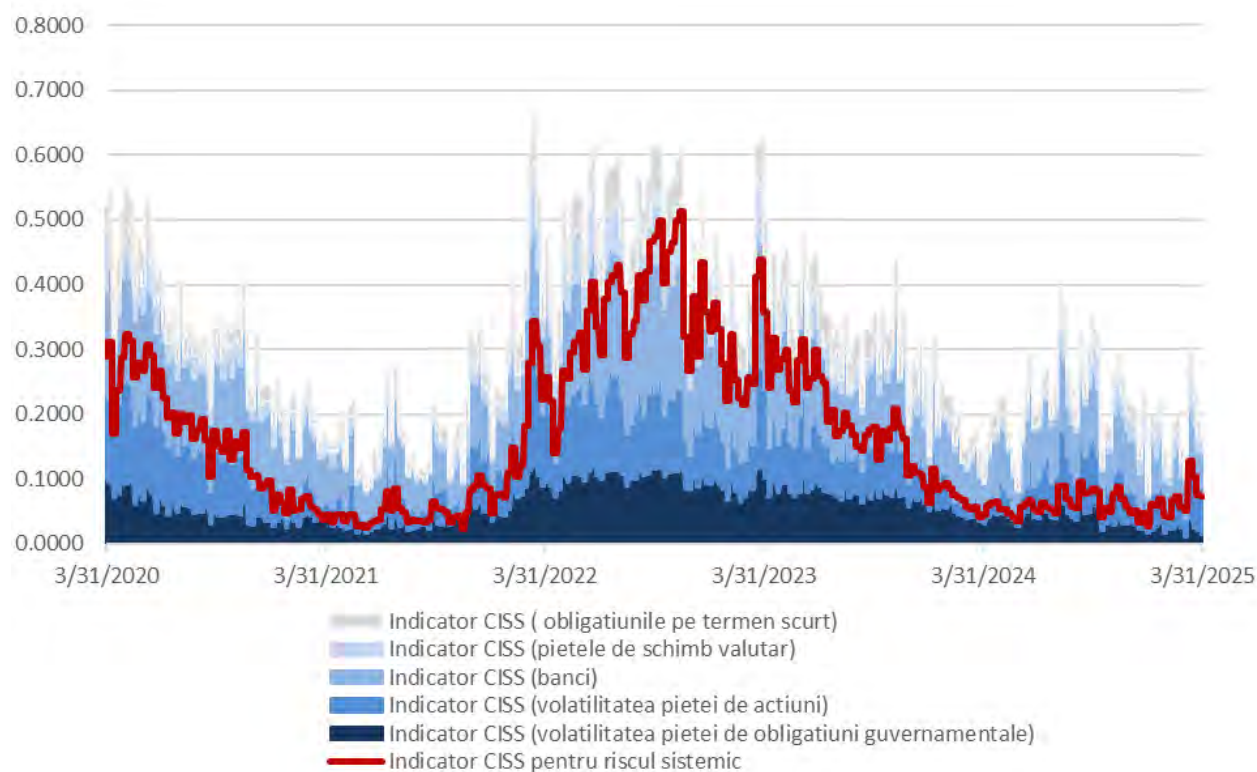
Dinamica CISS în primul trimestru din 2025 reflectă o perioadă de ușoară creștere a riscului sistemic în Europa. Evoluția indicatorului indică o fază de intensificare față de perioada anterioară în care riscurile sistemice au fost în mare măsură atenuate. Ciclurile de tensiune s-au succedat la câteva luni distanță și sugerează influența combinată a știrilor macroeconomice, politice și a evenimentelor globale asupra percepției de risc sistemic.

Sub-indicatorii care reflectă volatilitatea pieței de acțiuni și a sectorului bancar explică creșterea indicatorului de risc sistemic, în timp ce contribuțiile pieței valutare și ale obligațiunilor pe termen scurt rămân marginale.

Lipsa volatilității și a oscilațiilor bruște în primele două luni ale anului 2025, cu indicele CISS sistemic coborât chiar sub 0,05, reflectă continuarea relaxării condițiilor financiare și amortizarea tensiunilor sistemice, transmisia eficientă a politicii monetare, inflația stabilizată în jurul țintelor anunțate și așteptări ancorate privind nivelul dobânzilor, alături de reducerea presiunilor geopolitice. Evenimentele geopolitice din martie 2025 au condus la o reapariția volatilității cu o creștere a indicelui CISS spre 0,12 semn că evoluțiile globale pot decompresa rapid climatul de stabilitate din 2024.

Toate aceste evoluții care indică o volatilitate redusă dar în ușoară creștere confirmă persistența unui risc sistemic scăzut în primul trimestru al anului.

Grafic 6 Indicatorul CISS pentru riscul sistemic



Sursa: BCE, calcule ASF

### 1.3. Evoluții bursiere locale

Majoritatea indicilor bursei românești au înregistrat evoluții negative în martie 2025, cea mai mare scădere fiind înregistrată de către indicii BET-FI (-2,1%) și BETAeRO (-1,95%).

Tabel 2 Randamentele burselor de acțiuni (data de referință - 31 martie 2025)

|                       | 28-feb.-25 | 30-dec.-24 | 30-sept.-24 | 29-mar.-24 |
|-----------------------|------------|------------|-------------|------------|
| Indici internaționali | 1 lună     | 3 luni     | 6 luni      | 12 luni    |
| EA (EUROSTOXX)        | -3.06%     | 7.37%      | 5.07%       | 4.28%      |
| FR (CAC 40)           | -3.96%     | 5.55%      | 2.03%       | -5.06%     |
| DE (DAX)              | -1.72%     | 11.32%     | 14.69%      | 19.85%     |
| IT (FTSE MIB)         | -1.56%     | 11.31%     | 11.51%      | 9.50%      |
| GR (ASE)              | 4.82%      | 14.67%     | 16.07%      | 18.48%     |
| IE (ISEQ)             | -7.23%     | 4.42%      | 2.95%       | 2.32%      |
| ES (IBEX)             | -1.59%     | 13.29%     | 10.59%      | 18.61%     |
| UK (FTSE 100)         | -2.58%     | 5.01%      | 4.20%       | 7.92%      |
| US (DJIA)             | -4.20%     | -1.28%     | -0.78%      | 5.51%      |
| IN (NIFTY 50)         | 6.30%      | -0.53%     | -8.88%      | 5.34%      |
| SHG (SSEA)            | 0.43%      | -0.51%     | -0.05%      | 9.64%      |
| JPN (N225)            | -4.14%     | -10.72%    | -6.07%      | -11.77%    |
| Indici BVB            | 1 lună     | 3 luni     | 6 luni      | 12 luni    |
| BET                   | -0.04%     | 4.74%      | -0.59%      | 2.86%      |
| BET-FI                | -2.10%     | -2.21%     | -2.05%      | -0.20%     |
| BET-NG                | -0.31%     | 5.64%      | 2.38%       | 3.33%      |
| BET-XT                | -0.22%     | 3.70%      | -1.25%      | 3.11%      |
| BET-BK                | -1.44%     | 3.63%      | -1.51%      | 4.40%      |
| BETPlus               | -0.03%     | 4.46%      | -0.92%      | 2.88%      |
| BET-TR                | -0.04%     | 4.74%      | -0.55%      | 9.32%      |
| BET-XT-TR             | -0.22%     | 3.70%      | -1.21%      | 8.95%      |
| BET-TRN               | -0.04%     | 4.74%      | -0.55%      | 8.77%      |
| BET-XT-TRN            | -0.22%     | 3.71%      | -1.21%      | 8.44%      |
| BETAeRO               | -1.95%     | -1.93%     | -11.62%     | -20.67%    |
| ROTX                  | 0.30%      | 5.02%      | 0.00%       | 4.55%      |

Sursa: BVB, calcule ASF,

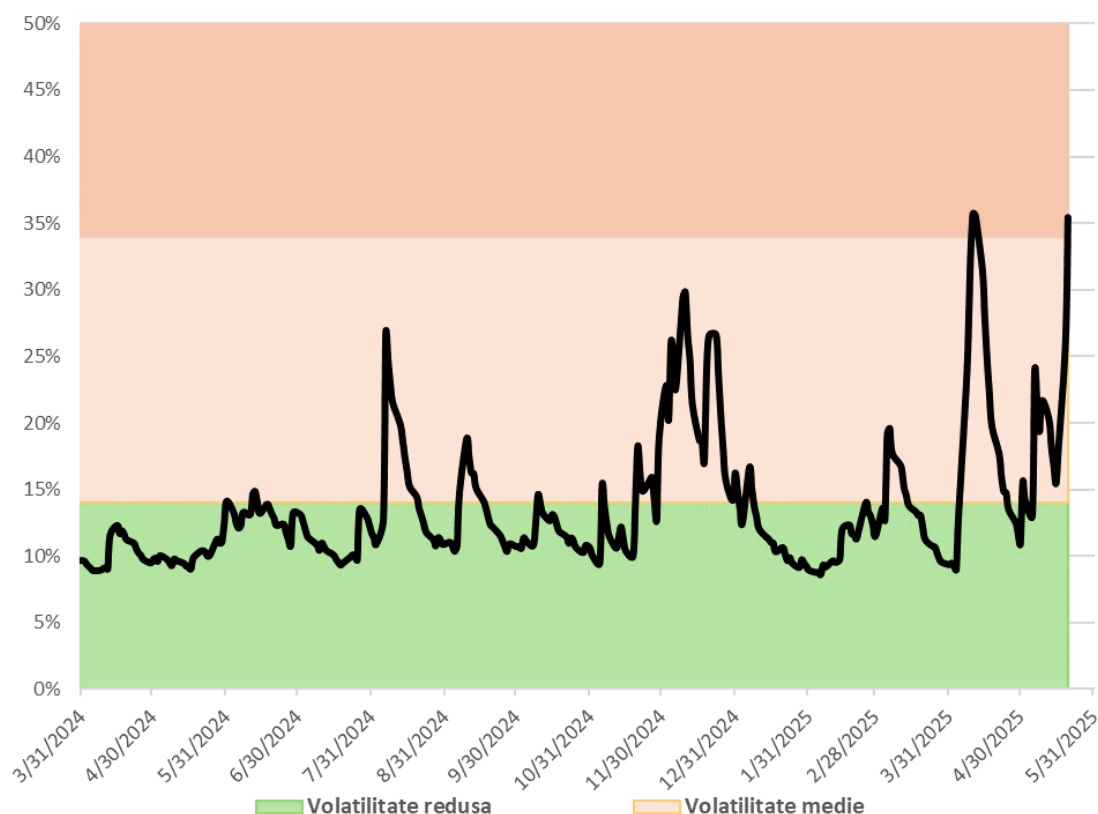
Volatilitatea reprezintă un indicator de măsurare a riscului și cuantifica incertitudinea pe care investitorii o iau în considerare atunci când tranzacționează active financiare. În momente de incertitudine, volatilitatea piețelor crește, concomitent cu efectele de contagiune la nivelul piețelor financiare, iar corelațiile dintre activele financiare devin mult mai ridicate.

Pe parcursul primului trimestru din 2025, volatilitatea indicilor Bursei de Valori București a fost mai mare comparativ cu cea din anul 2024.

Creșterea volatilității indicelui BET din lunile aprilie și mai a fost determinată de incertitudinile generate de procesul electoral. Volatilitatea înregistrată în aceste luni a fost mai mare decât cea din decembrie 2024 când România a avut parte de evenimente politice semnificative și anume: pe 6 decembrie 2024, Curtea Constituțională a anulat primul tur al alegerilor prezidențiale din cauza interferențelor rusești în favoarea candidatului extremei drepte Călin Georgescu, în timp ce pe 23 decembrie 2024 a fost format un nou guvern de coaliție pro-european, condus de actualul prim-ministru Marcel Ciolacu, cu scopul de a rezolva criza politică.

Creșterea volatilității și scăderea cursului de schimb EUR/RON în luna mai 2025 se aliniază cu turbulențele politice generate de alegerile prezidențiale. Această instabilitate politică a sporit incertitudinea pe piețele financiare, ducând la o volatilitate sporită și la o depreciere temporară a leului românesc față de euro.

Grafic 7 Volatilitatea indicilor BVB, model GARCH(1,1), distribuție Student-t



Sursa: LSEG, calcule ASF

În cadrul modelelor *Markov - Switching*, volatilitatea unei activ financiar poate fi descompusă între diferite stări sau regimuri care variază în timp și pot astfel surprinde dinamica volatilității variabile în timp. Analiza volatilității variabile în timp este utilă ca un semnal inițial de *early-warning* (indicator de avertizare timpurie), deoarece trecerea volatilității de la un regim de volatilitate redus la un regim de volatilitate ridicat poate indica apariția unor șocuri financiare la nivelul activului financiar analizat.

Această clasă de modele presupune că procesul de volatilitate subiacent urmează un proces de tipul unui lanț Markov care determină probabilitatea de trecere de la un regim de volatilitate la altul. La un moment dat, dinamica activului financiar analizat se află într-una dintre stările de volatilitate predefinite (de exemplu, volatilitate scăzută sau volatilitate ridicată) iar probabilitățile de tranziție depind de starea curentă și de datele istorice.

În practică modelele Markov - Switching permit o interpretare plauzibilă a neliniarităților din datele financiare care apar ca urmare a șocurilor financiare subiacente și a comportamentului de piață. Conceptul de bază este că randamentele activelor pot trece de la o stare la altă, iar fiecare stare are propriile sale caracteristici distincte caracterizate de o distribuție specifică. Astfel, în contextul modelelor

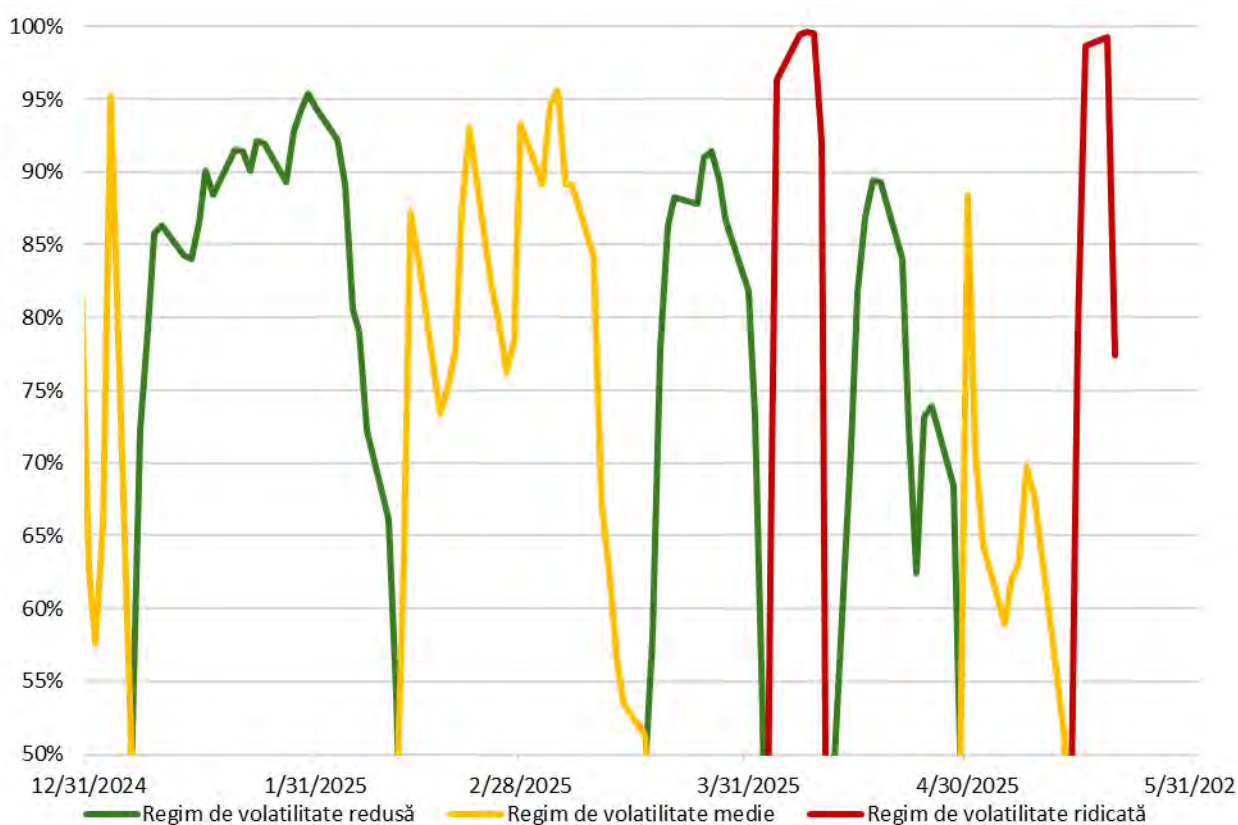
Markov-Switching, un regim de volatilitate reprezintă o anumită stare de volatilitate. Aceste regimuri pot fi caracterizate de diferite niveluri de incertitudine a pieței, de risc sau de fluctuații ale prețurilor. În perioadele de stabilitate economică sau de creștere a piețelor, regimul de volatilitate poate fi scăzut, indicând prețuri relativ stabile, dar în perioadele de criză financiară sau de incertitudine sporită, regimul de volatilitate poate fi ridicat, reflectând fluctuații mai mari ale prețurilor.

În Graficul 8 este estimat un model Markov - Switching cu 3 regimuri de volatilitate potrivit metodologiei lui Kim și Nelson, 1998<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Kim, C. J., & Nelson, C. R. (1998). Business cycle turning points, a new coincident index, and tests of duration dependence based on a dynamic factor model with regime switching. *Review of Economics and Statistics*, 80(2), 188-201.

Grafic 8 Indicele BET: descompunerea volatilității în trei regimuri de volatilitate



Sursa: LSEG, calcule ASF

Descompunerea indicelui BET în trei regimuri de volatilitate indică faptul că în primul trimestru din 2025 (ianuarie-martie 2025) evoluția pieței de capital din Romania a fost stabilă, cu perioade scurte de volatilitate moderată și ridicată. Aceste dinamici subliniază importanța monitorizării evenimentelor specifice care ar putea declanșa tranziții între regimurile de volatilitate.

În jurul datei de 31 martie 2025, modelul semnalează un vârf brusc de volatilitate ridicată: probabilitatea regimului 3 (linia roșie) urcă peste 95% și se menține aproape de 100% câteva zile, sugerând un șoc major de piață (de exemplu, o surpriză macro sau o corecție abruptă). După acest episod, probabilitatea revine rapid sub 20%, tranzitând mai întâi în regimul mediu (galben) și apoi în cel de volatilitate redusă (verde).

Un al doilea vârf de volatilitate ridicată apare în mai, cu aceeași persistență ridicată. Aceste două episoade de volatilitate ridicată din primele 5 luni pun în evidență atât persistența șocurilor, cât și capacitatea modelului de a surprinde tranziții rapide între regimuri. Aceste caracteristici sunt esențiale în modelarea riscului pe piețe volatile.

Reprezentarea probabilităților filtrate peste pragul de 50 % scoate în evidență perioadele clare în care stările de volatilitate au oscilat:

În perioada ianuarie-mai 2025 regimul de volatilitate redusă (verde) a dominat în majoritatea zilelor, astfel:

- o De la începutul lunii ianuarie 2025 până în jurul datei de 10 februarie, cu valori peste 85–95%.
- o Redobândește controlul imediat după episodul de volatilitate medie, până la sfârșitul lunii martie.
- o Se mai manifestă din nou în prima jumătate a lunii aprilie.

Regimul de volatilitate medie (galben) apare în două perioade distincte:

- o Între 10 februarie și 5 martie, când piața trece pe un nivel moderat de risc.
- o Un scurt interval spre finalul lui aprilie, sugerând o nouă etapă de incertitudine mai puțin severă.

Regimul de volatilitate ridicată (roșu) se activează doar în două “vârfuri” foarte scurte:

- o La 31 martie 2025 – probabilitate aproape de 100% pe câteva zile, marcând un șoc de piață foarte concentrat.
- o La mijlocul lunii mai 2025 – o revenire similară, tot de durată redusă, indicând o corecție rapidă.

Rezultatele modelului arată că:

- o Exista durate contrastante între regimurile de volatilitate: regimurile cu volatilitate scăzută sau medie persistă săptămâni, în timp ce șocurile de volatilitate ridicată durează doar câteva zile.
- o Modelul este robust deoarece tranzițiile nete între verde (regim de volatilitate scăzută) trece în galben (regimul de volatilitate medie) în roșu (regim de volatilitate ridicată) reflectă fidel probabilitățile de tranziție dintre stări ( $p_{12}$ ,  $p_{23}$  și persistența  $p_{33} \approx 0.88$ .) Persistența reflectă probabilitatea de a rămâne în aceeași stare.

## Indicele de contagiune pentru indicii bursieri

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.

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 pentru realizarea estimării și calibrării conține date zilnice în intervalul decembrie 2011-mai 2025.

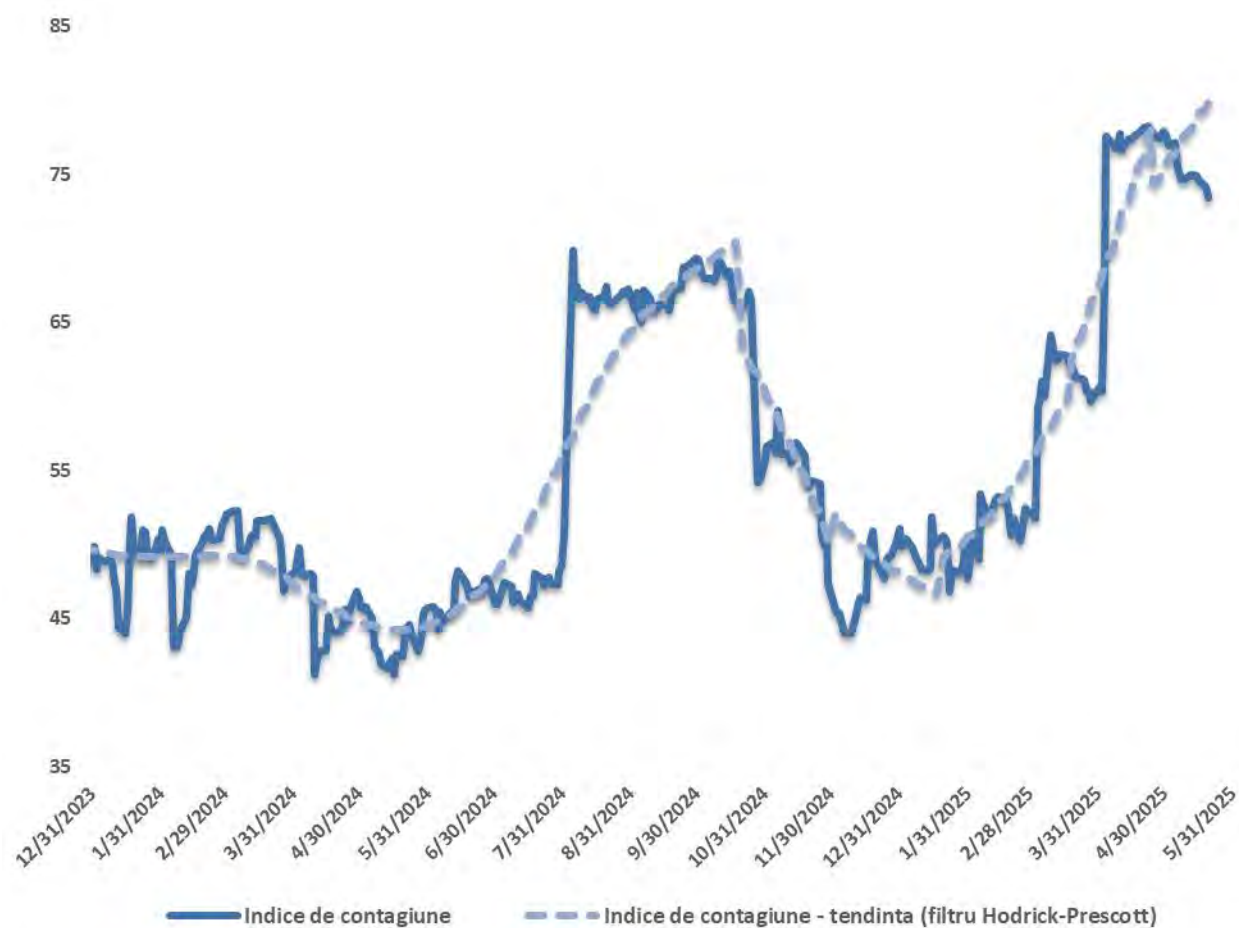
În graficul următor este prezentată dinamica indicelui de volatilitate în perioada decembrie 2023-mai 2025. Evoluția intensității fenomenelor de contagiune este realizată prin comparație cu valorile anterioare ale indicelui. Axa verticală ia valori între 35 și 85, sugerând o gamă largă de variații în conectivitatea sistemică

În jurul lunii martie 2025, se observă o salt brusc al indicelui de contagiune — de la aproximativ 60 la 75. Acest comportament este neliniar și semnalează o ruptură structurală care indică o schimbare de regim care s-a datorat escaladării geopolitice pe tema tarifelor comerciale cu efecte potențatoare asupra economiei, deoarece șocurile macroeconomic produc dezechilibre multiple la nivelul economiei mondiale. Totodată aceasta a determinat și o creștere puternică a volatilității sau a corelațiilor între piețe. Din punct de vedere statistic, aceasta instabilitate în modelul VAR utilizat este observabilă în descompunerea erorilor de prognoză.

În primul trimestru și ulterior în aprilie și mai, analiza tendinței indicelui de contagiune (linia filtrată HP) indică o traiectorie ascendentă persistentă, ceea ce sugerează că această creștere a contagiunii nu este doar zgomot tranzitoriu, ci reflectă o modificare structurală. Din punct de vedere econometric, acest lucru indică un regim ne-staționar al contagiunii.

Creșterea indicelui de contagiune are implicații pentru riscul sistemic. Astfel valorile în creștere indică reducerea segmentării piețelor, creșterea vulnerabilității sistemice precum și scăderea potențialului de diversificare.

Grafic 9 Indice de contagiune



Sursa: LSEG, calcule ASF

#### 1.4. Statistici privind organismele de plasament colectiv și fondurile de investiții alternative din Europa

Potrivit datelor publicate de EFAMA, activele nete ale OPCVM-urilor și FIA-urilor au crescut cu 13,1% în 2024, încheind anul la 23,4 trilioane EUR. Activele nete ale OPCVM-urilor și ale FIA-urilor au crescut cu 15,8 % și, respectiv, 8,4 %. Cea mai mare parte a creșterii a fost determinată de performanțele solide ale piețelor bursiere globale și de intrările nete robuste. Vânzările nete de OPCVM-uri s-au ridicat la 617 miliarde EUR, în timp ce vânzările nete de FIA-uri au atins 48 miliarde EUR.

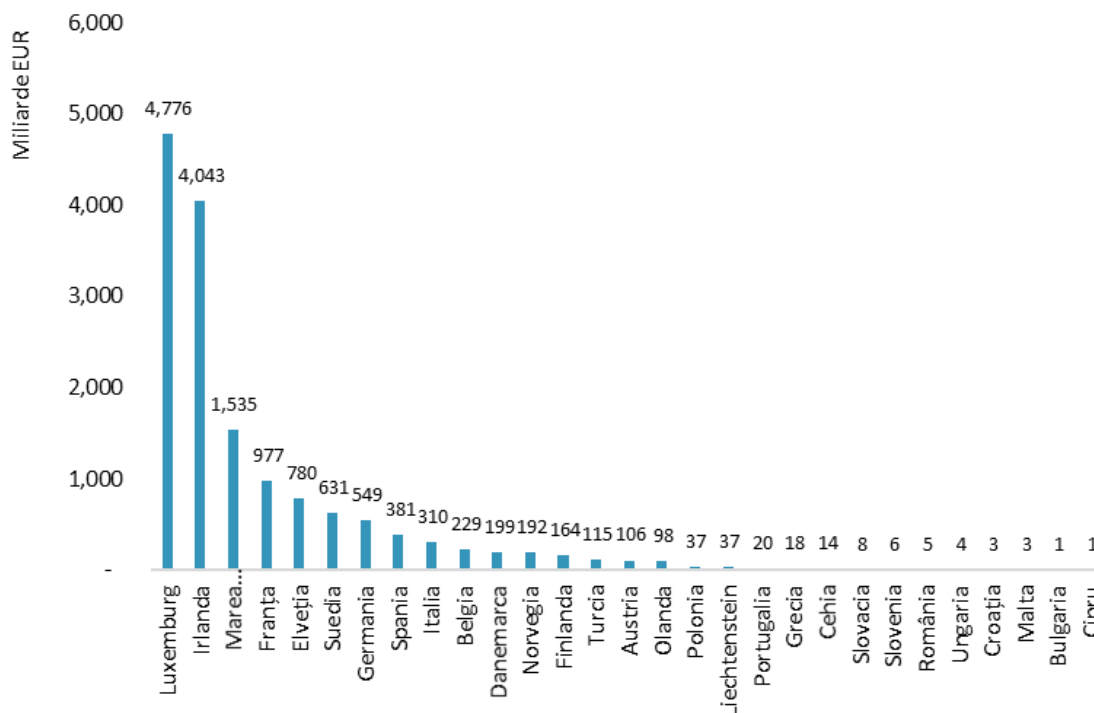
Vânzările nete de fonduri de acțiuni și-au revenit puternic în 2024, susținute de intrările record în ETF-urile de acțiuni. ETF-urile pe acțiuni au atras un flux net record de 192 de miliarde EUR de bani noi, în timp ce fondurile de acțiuni non-ETF s-au confruntat cu ieșiri nete de 54 de miliarde EUR. Irlanda a reprezentat cea mai mare parte a intrărilor nete de OPCVM-uri pe acțiuni (174 miliarde EUR).

Fondurile de obligațiuni au înregistrat o creștere a intrărilor, ca urmare a scăderii ratelor dobânzilor. Intrările nete au crescut la 312 miliarde EUR în 2024, mai mult decât dublu față de 122 miliarde EUR înregistrate în 2023. Irlanda și Luxemburg au înregistrat cele mai mari intrări nete, respectiv 107 miliarde EUR și 73 miliarde EUR. Franța a reprezentat cea mai mare parte a vânzărilor nete pe piața fondurilor de obligațiuni FIA (27 de miliarde EUR).

Fondurile cu active multiple au înregistrat al doilea an consecutiv de ieșiri nete. Ieșirile nete din OPCVM-urile cu active multiple au fost de 38 de miliarde EUR, în comparație cu ieșirile nete de 120 de miliarde în 2023. În schimb, FIA cu active multiple au înregistrat intrări nete de 38 de miliarde EUR, cu vânzări nete solide în Germania (27 de miliarde EUR) și Regatul Unit (19 miliarde EUR).

Fondurile de piață monetară (FPM) OPCVM au atras intrări nete record în 2024, atingând un nou maxim de 223 de miliarde EUR, față de 169 de miliarde EUR în 2023. Creșterea a fost determinată în mare parte de inversarea curbei randamentelor în cea mai mare parte a anului 2024, combinată cu utilizarea FPM ca investiție "de refugiu" în condiții de piață incerte. Irlanda (107 miliarde EUR), Luxemburg (68 miliarde EUR) și Turcia (22 miliarde EUR) au înregistrat cele mai mari intrări nete.

Grafic 10 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 31 martie 2025



Sursa: EFAMA

Activele nete ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) s-au situat la o valoare de aproximativ 15,242 miliarde EUR la finalul lunii decembrie 2024, în creștere cu 16% față de finalul lunii decembrie 2023.

Tabel 3 Activele nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu

| Țara                 | 31.12.2023  |            | 31.12.2024  |            |               |                                                     |
|----------------------|-------------|------------|-------------|------------|---------------|-----------------------------------------------------|
|                      | Număr OPCVM | Activ net  | Număr OPCVM | Activ net  | Cotă de piață | Modificare Trim. III 2024 față de Trim. IV 2023 (%) |
| Austria              | 879         | 97.637     | 874         | 105.827    | 0,69%         | 8,39%                                               |
| Cehia                | 220         | 24.121     | 119         | 13.576     | 0,09%         | -43,72%                                             |
| Franța               | 3.092       | 915.830    | 3.093       | 976.950    | 6,41%         | 6,67%                                               |
| Germania             | 2.865       | 486.666    | 2.959       | 549.131    | 3,60%         | 12,84%                                              |
| Ungaria              | 38          | 1.555      | 53          | 3.793      | 0,02%         | 144,01%                                             |
| Polonia              | 257         | 28.572     | 257         | 36.782     | 0,24%         | 28,73%                                              |
| România              | 92          | 3.504      | 92          | 4.688      | 0,03%         | 33,78%                                              |
| Total țări analizate | 7.443       | 1.557.885  | 7.447       | 1.690.746  | 11,09%        | 8,53%                                               |
| Total OPCVM          | 35.814      | 13.149.017 | 36.959      | 15.241.653 | 100,00%       | 15,91%                                              |

Sursa: EFAMA

Conform statisticilor EFAMA, în trimestrul IV 2024, intrările nete cumulate ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) s-au situat la o valoare de circa 216 miliarde EUR. La nivelul pieței europene de OPCVM, în cazul fondurilor de obligațiuni au fost înregistrate intrări nete (+73,05 miliarde EUR). Cea mai mare valoare a ieșirilor nete a fost înregistrată de fondurile diversificate (-4,99 miliarde EUR).

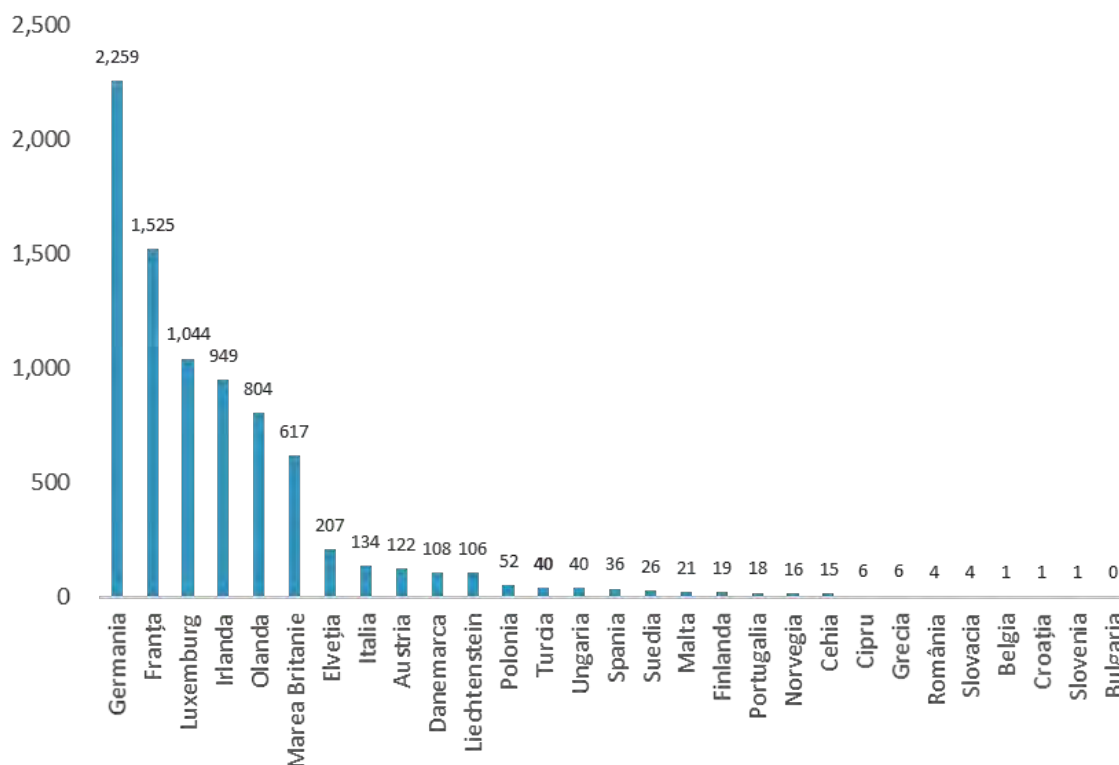
*Tabel 4 Vânzările nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu în trimestrul IV 2024*

| Țara                        | Fonduri de acțiuni | Fonduri de obligațiuni | Fonduri diversificate | Fonduri monetare | Garantate    | Fonduri ARIS | Alte fonduri | Total          |
|-----------------------------|--------------------|------------------------|-----------------------|------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Austria                     | (237)              | 633                    | (115)                 |                  |              | 7            | (4)          | 284            |
| Cehia                       |                    |                        |                       |                  |              |              |              |                |
| Franța                      | (1.34)             | 3.212                  | (1.954)               | (8.341)          | 798          |              |              | (7.62)         |
| Germania                    | 340                | 262                    | (70)                  | (130)            | 9            | (26)         | 286          | 669            |
| Ungaria                     | 39                 | 42                     | 46                    | 4                |              | 83           |              | 214            |
| Polonia                     | (40)               | 1.513                  | (30)                  |                  |              | 1            | (4)          | 1.439          |
| România                     | (10)               | 125                    | 9                     |                  |              | (0)          | 42           | 165            |
| <b>Total țări analizate</b> | <b>(1.249)</b>     | <b>5.787</b>           | <b>(2.115)</b>        | <b>(8.467)</b>   | <b>807</b>   | <b>64</b>    | <b>319</b>   | <b>(4.854)</b> |
| <b>Total OPCVM</b>          | <b>71.848</b>      | <b>73.050</b>          | <b>(4.985)</b>        | <b>72.208</b>    | <b>1.068</b> | <b>1.402</b> | <b>1.340</b> | <b>215.930</b> |

Sursa: EFAMA

Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (FIA) din Europa se situau la o valoare de 8,182 miliarde EUR la finalul anului 2024, în creștere cu 9 % comparativ cu sfârșitul trimestrului IV 2023. Germania este țara cu cele mai mari active nete ale FIA (2.259 miliarde EUR), la polul opus situându-se Bulgaria (168 milioane EUR).

Grafic 11 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 31 decembrie 2024



Sursa: EFAMA

Tabel 5 Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu

| Țara                 | 31.12.2023 |           | 31.12.2024 |           |               |                                                     |
|----------------------|------------|-----------|------------|-----------|---------------|-----------------------------------------------------|
|                      | Număr FIA  | Activ net | Număr FIA  | Activ net | Cotă de piață | Modificare Trim. III 2024 față de Trim. IV 2023 (%) |
| Austria              | 1.109      | 113.790   | 1.119      | 121.391   | 1,52%         | 6,68%                                               |
| Cehia                | 18         | 2.643     | 21         | 3.679     | 0,05%         | 39,17%                                              |
| Franța               | 7.676      | 1.361.030 | 7.722      | 1.475.518 | 18,43%        | 8,41%                                               |
| Germania             | 4.851      | 2.166.195 | 4.888      | 2.264.346 | 28,28%        | 4,53%                                               |
| Ungaria              | 521        | 35.051    | 535        | 39.063    | 0,49%         | 11,44%                                              |
| Polonia              | 794        | 45.225    | 757        | 50.703    | 0,63%         | 12,11%                                              |
| România              | 32         | 3.592     | 36         | 3.734     | 0,05%         | 3,96%                                               |
| Total țări analizate | 15.001     | 3.727.526 | 15.078     | 3.958.433 | 49,43%        | 6,19%                                               |
| Total FIA            | 30.573     | 7.535.926 | 30.551     | 8.007.884 | 100,00%       | 6,26%                                               |

Sursa: EFAMA

La nivel european, intrările nete ale FIA s-au situat la o valoare de circa 20,82 miliarde EUR în trimestrul IV 2024. Cele mai mari valori ale intrărilor nete au fost înregistrate de fondurile diversificate (circa 7,52

miliarde EUR), în timp ce fondurile de acțiuni au înregistrat cele mai mari valori ale ieșirilor nete cumulate (11,48 miliarde EUR).

*Tabel 6 Vânzările nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în trimestrul IV 2024 în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu*

| Țara      | Fonduri de acțiuni | Fonduri de obligațiuni | Fonduri diversificate | Fonduri monetare | Garantate | Fonduri ARIS | Fonduri imobiliare | Alte fonduri | Total  |
|-----------|--------------------|------------------------|-----------------------|------------------|-----------|--------------|--------------------|--------------|--------|
| Austria   | 432                | 120                    | 167                   |                  | 85        | (10)         | (348)              | (2)          | 443    |
| Cehia     |                    |                        |                       |                  |           |              |                    |              |        |
| Franța    | 3.660              | 17.945                 | 433                   | (960)            | 10        |              |                    |              | 21.088 |
| Germania  | 1.368              | (2.764)                | 10.446                | (229)            |           | 13           | 580                | 7.430        | 16.842 |
| Ungaria   | 98                 | 256                    | 427                   | (219)            | 104       | 663          | 64                 | (191)        | 1.202  |
| Polonia   | 130                | 117                    | 514                   |                  |           | 0            |                    | (32)         | 728    |
| România   | (0)                |                        |                       |                  |           | (0)          |                    | (4)          | (5)    |
| Total FIA | (11.484)           | 17.442                 | 11.259                | (1.748)          | (800)     | (58)         | (2.416)            | 8.623        | 20.818 |

Sursa: EFAMA

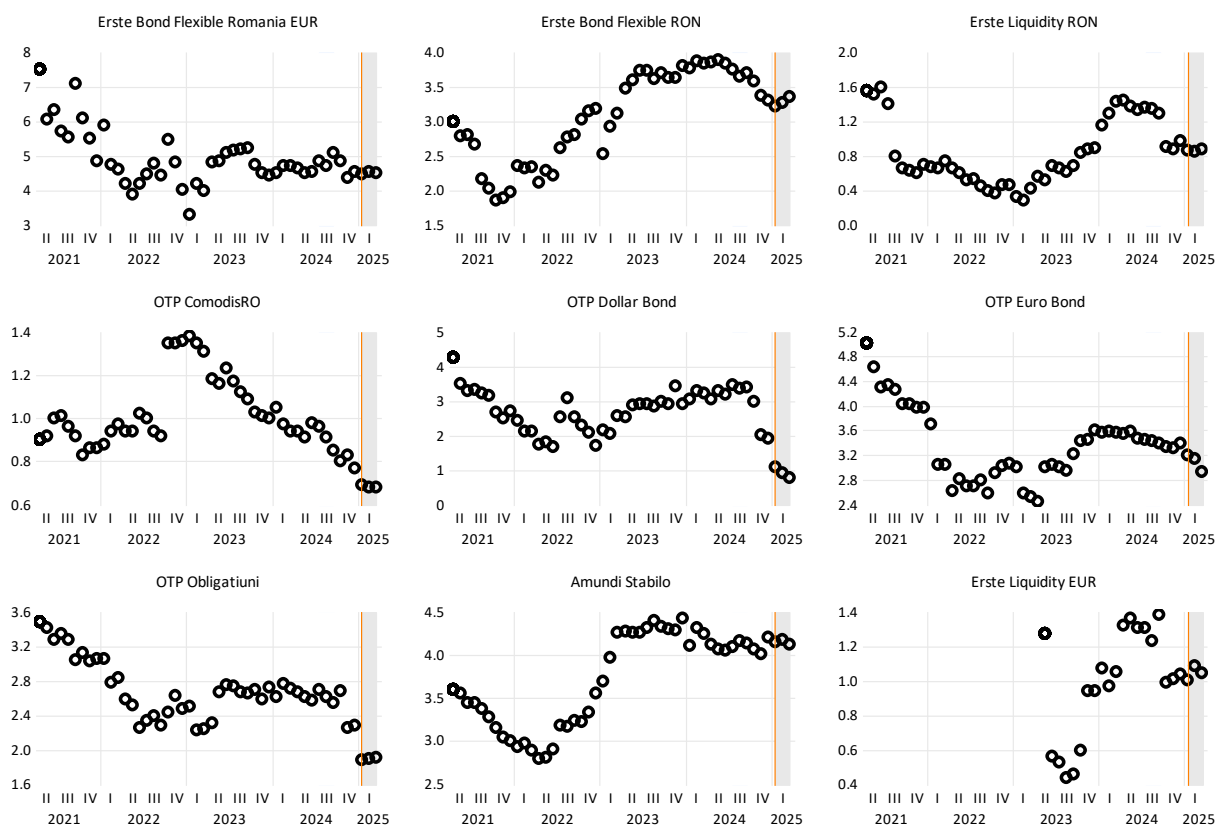
## 2. Tendințe și riscuri pe piața de capital

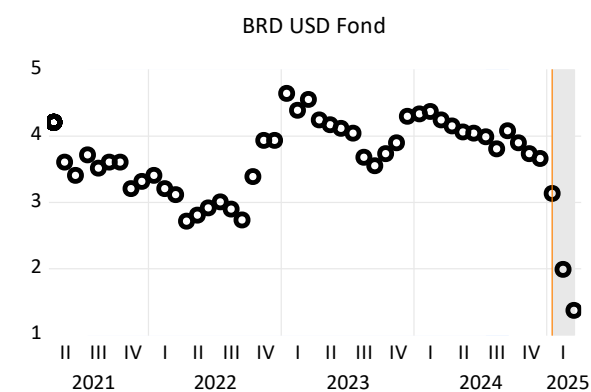
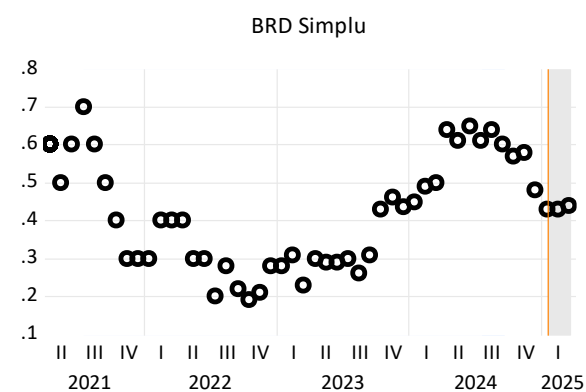
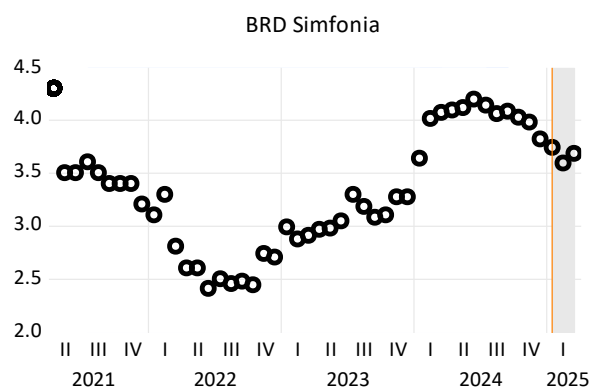
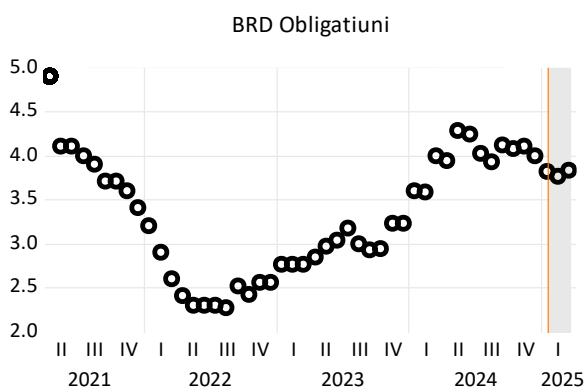
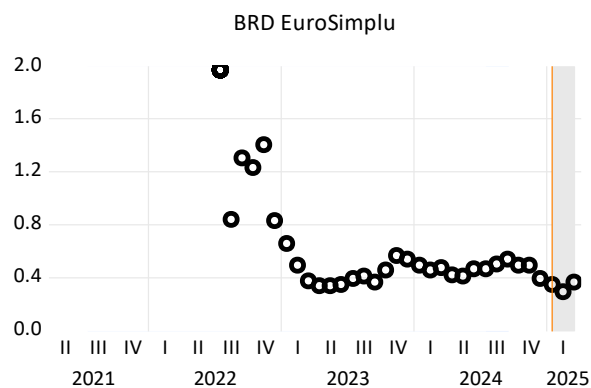
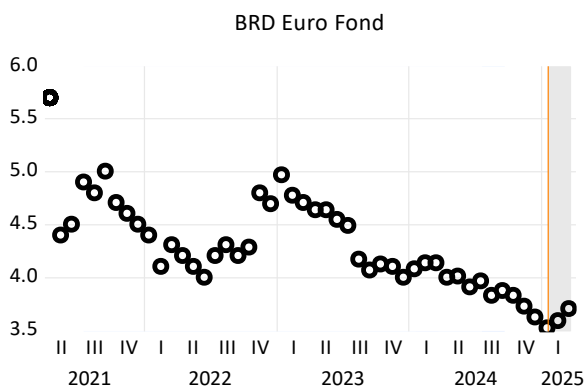
### 2.1. Analiza riscurilor – Fonduri de obligațiuni

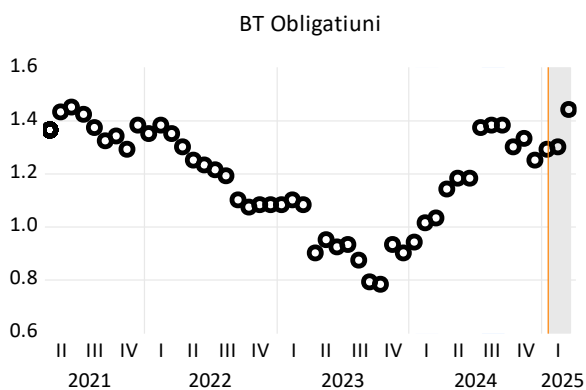
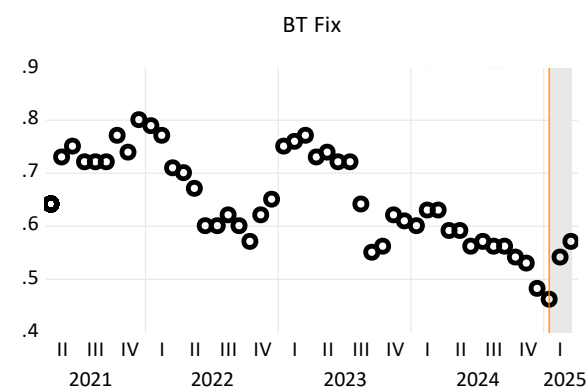
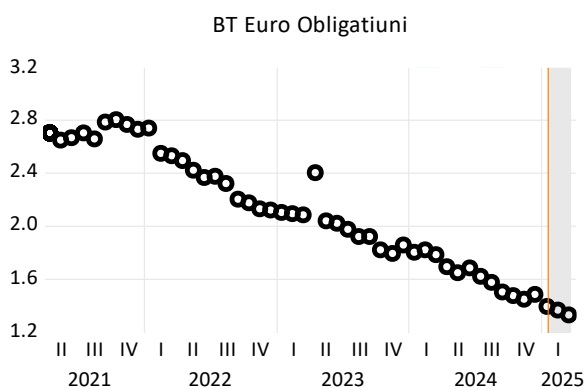
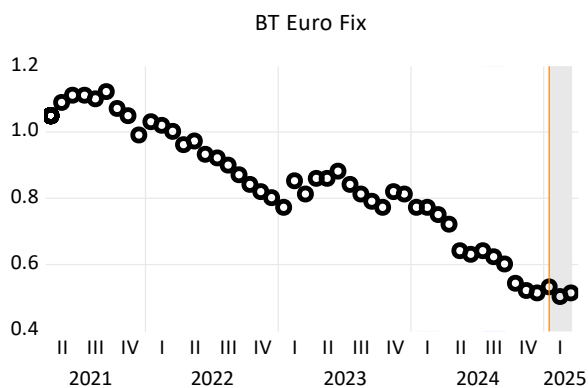
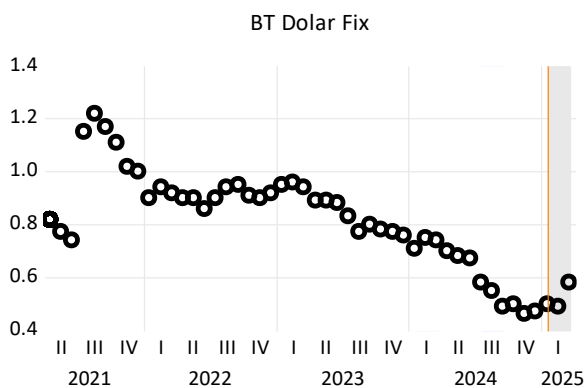
#### Durata modificată

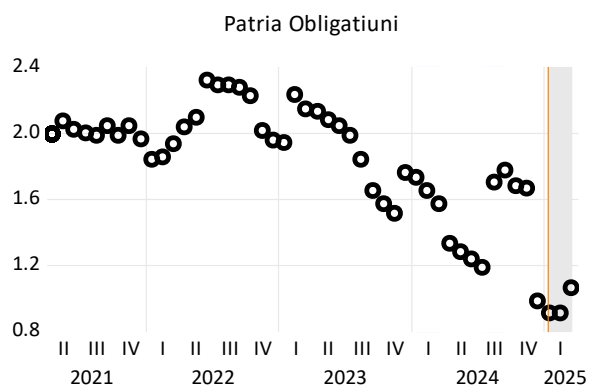
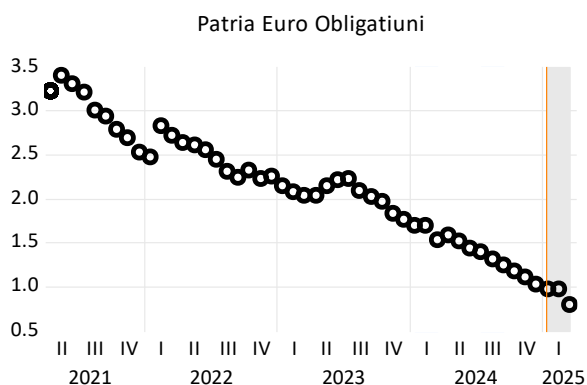
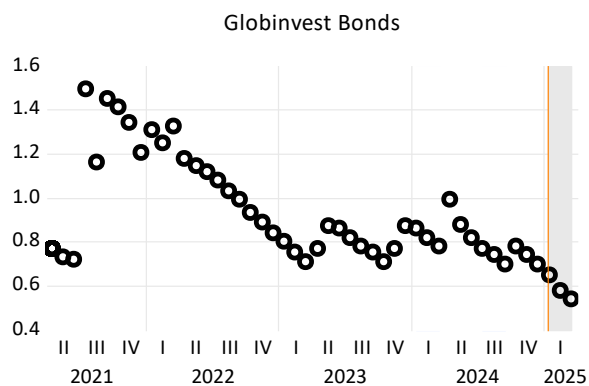
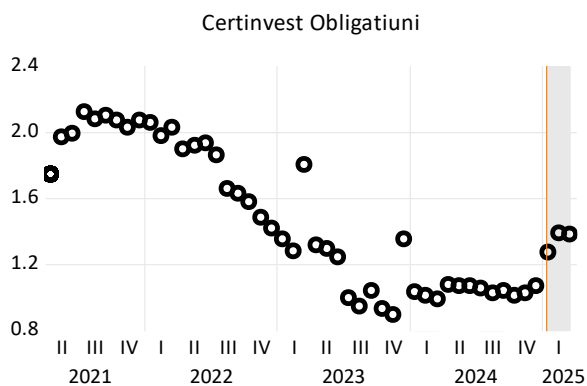
Durata modificată a unui portofoliu compus din instrumente cu venit fix indică procentul estimat de variație a valorii acestuia în cazul modificării cu un punct procentual a randamentelor titlurilor incluse în portofoliu. Acest indicator este esențial pentru investitori, întrucât oferă o evaluare a sensibilității valorii portofoliului în raport cu modificările liniare ale nivelului ratelor dobânzilor. De exemplu, în situația în care un investitor deține o obligațiune cu o durată modificată de 2, se poate anticipa o diminuare a prețului obligațiunii cu aproximativ 2% în contextul unei creșteri cu 1% a ratelor dobânzilor.

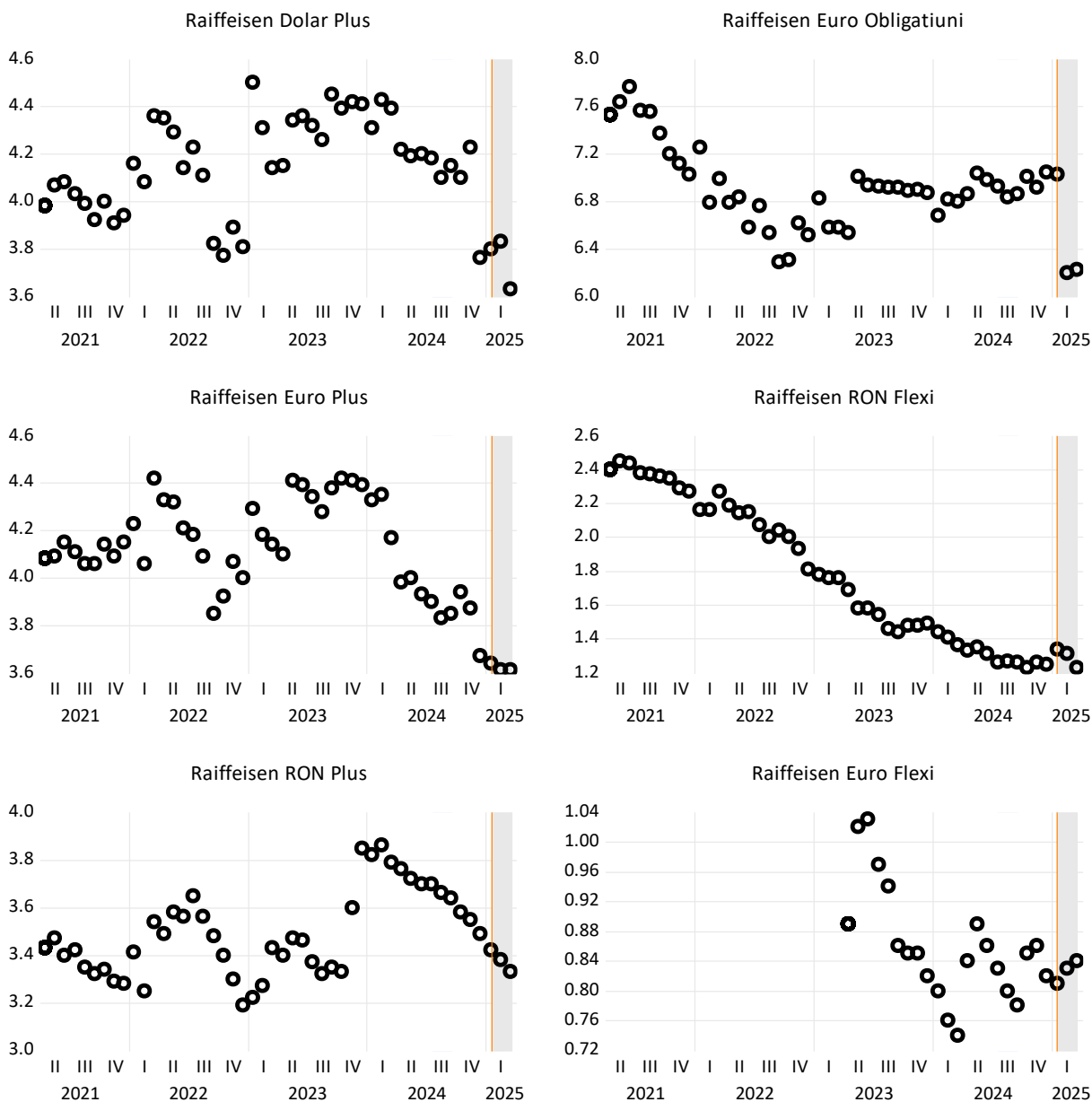
Grafic 12 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni în 2024











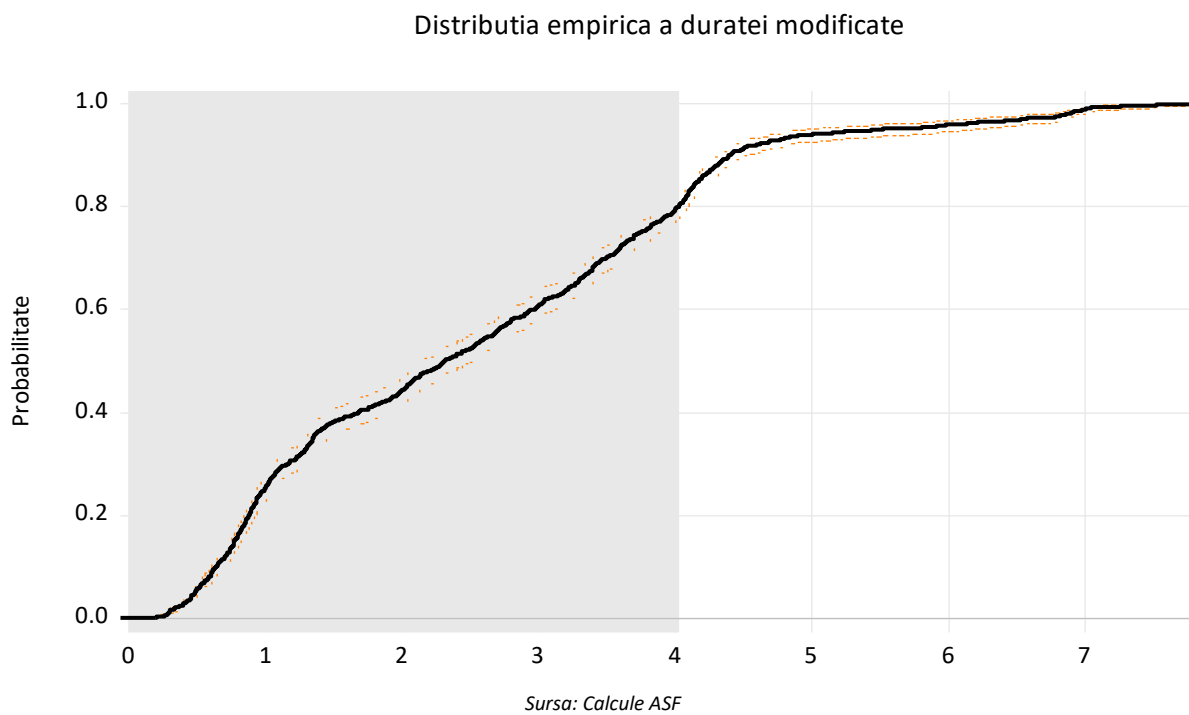
Sursa: Calcule ASF

Graficul următor ilustrează distribuția cumulativă empirică (*empirical c.d.f*) a duratei modificate aferente fondurilor de investiții în obligațiuni, observată pe o perioadă recentă. Se observă că majoritatea fondurilor analizate au durate modificate relativ scurte spre medii, având o concentrație semnificativă între valorile 1 și 4. În mod specific, aproximativ 80% dintre observații sunt incluse în acest interval, aspect reflectat în creșterea abruptă a curbei în această zonă. Dincolo de valoarea de 4, ritmul de creștere a distribuției cumulative încetinește considerabil, indicând că un procent mic din totalul fondurilor prezintă durate modificate mai mari.

Valoarea maximă a duratei modificate atinsă este ușor peste 7, moment în care distribuția cumulativă ajunge exact la 1. Aceasta sugerează că niciun fond din setul analizat nu depășește acest prag al duratei modificate. Această structură a distribuției indică o tendință generală a administratorilor fondurilor de

investiții de a evita expunerea semnificativă la riscul de dobândă pe durate lungi, reflectând preferința pentru instrumente financiare cu sensibilitate moderată la fluctuațiile ratelor dobânzilor.

Grafic 13 Distribuția empirică a duratei modificate (martie 2021-martie 2025)



## 2.2. Metode de evaluare a performanței ajustate la risc pentru fondurile de investiții

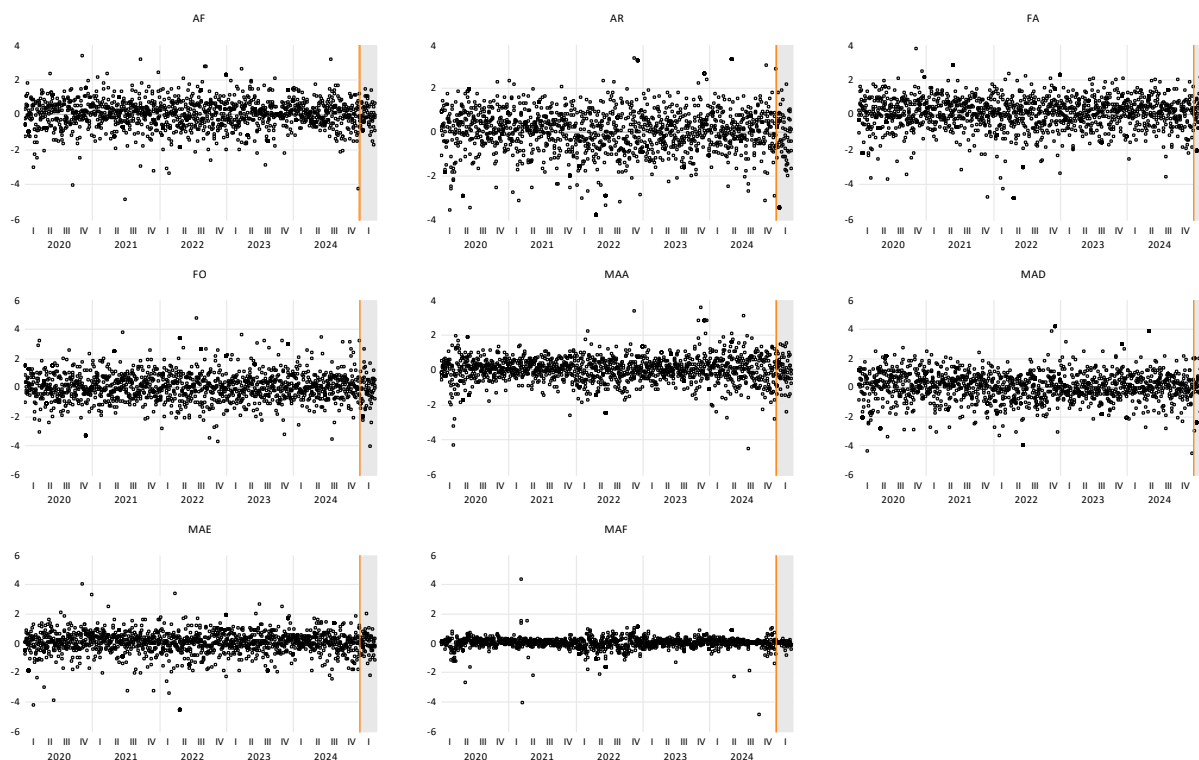
Rata Sharpe constituie un indicator esențial în evaluarea performanței investiționale, exprimând raportul dintre randamentul unei investiții și nivelul său specific de risc. Această măsură statistică se fundamentează pe premisa conform căreia randamentele excedentare obținute într-o anumită perioadă pot fi explicate, în principal, printr-un nivel mai ridicat al volatilității și nu neapărat printr-o abilitate superioară de gestionare a investițiilor. Cu alte cuvinte, rata Sharpe cuantifică randamentele suplimentare generate de un portofoliu în raport cu o măsură agregată a riscului (de regulă, abaterea standard), oferind astfel o perspectivă asupra performanței ajustate la risc.

Rata Sortino, pe de altă parte, reprezintă o variantă rafinată a ratei Sharpe, fiind utilizată pentru a evalua randamentul excedentar obținut per unitate de risc orientat descendent (așa-numitul *downside risk*). Aceasta înlocuiește abaterea standard generală cu abaterea standard a randamentelor negative, punând accent exclusiv pe riscurile asociate pierderii. Astfel, rata Sortino oferă o analiză mai detaliată și mai relevantă a riscului, fiind deosebit de utilă în contextul strategiilor de investiții care vizează protejarea capitalului.

Graficele 18 și 19 prezintă evoluția zilnică a valorilor ratelor Sharpe și Sortino, calculate pentru fondurile analizate în intervalul 2020 – trimestrul I 2025. Fiecare cadran corespunde unei clase distincte de fonduri,

identificate prin abrevieri. Secțiunea evidențiată prin hașură delimitează evoluțiile corespunzătoare primului trimestru al anului 2025, facilitând astfel o interpretare distinctă a performanței recente.

Grafic 18: Dinamica ratei Sharpe în funcție de strategia investițională<sup>8</sup>



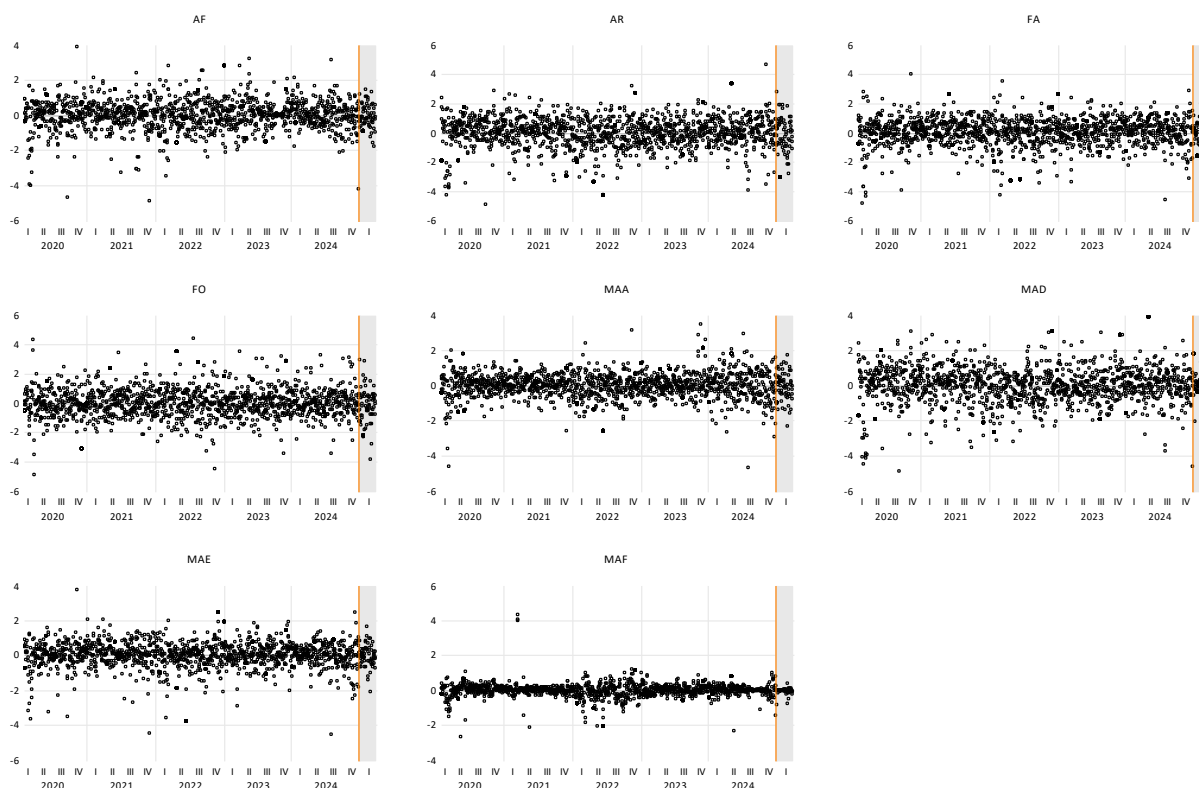
Sursa: Prelucrare ASF

Majoritatea fondurilor prezintă o rată Sharpe oscilantă în jurul valorii de 0, ceea ce indică o performanță ajustată la risc modestă (nici randamente excesive față de risc, nici pierderi accentuate). Se observă o dispersie moderată a valorilor pentru cele mai multe clase de fonduri, indicând o variabilitate a randamentelor ajustate la risc de-a lungul perioadei analizate. Aceste observații sunt similare cu cele raportate la edițiile precedente în care se remarcă o relativă uniformitate în valorile ratei Sharpe. Fondurile AR și FO par să prezinte o dispersie ceva mai accentuată a valorilor ratei Sharpe, sugerând o variație mai mare a performanței ajustate la risc. În perioada evidențiată prin hașură se remarcă o concentrare a valorilor aproape de zero pentru majoritatea fondurilor, ceea ce poate sugera o relativă stagnare sau o scădere a performanței ajustate la risc în primele luni ale anului 2025.

În T1 2025, rata Sharpe este semnificativ concentrată în jurul valorii 0 pentru toate clasele de fonduri. Această distribuție sugerează o perioadă de stagnare a performanței, în care fondurile nu au fost capabile să ofere randamente ajustate la risc pozitive, dar nici nu au suferit pierderi excesive.

<sup>8</sup> AF – Alte fonduri; AR – Absolute return; FA – Fond acțiuni; FO – Fond obligațiuni; MAA – Multi-active agresive; MAD- Multi-active defensive; MAE - Multi-active echilibrate; MAF – Multi – active flexibile

Grafic 19. Dinamica ratei Sortino în funcție de strategia investițională



Sursa: Prelucrare ASF

Rata Sortino, fiind o versiune ajustată a ratei Sharpe care penalizează doar volatilitatea negativă (riscul de pierdere), oferă o perspectivă mai rafinată asupra performanței ajustate la risc. Majoritatea claselor de fonduri prezintă o distribuție densă în jurul valorii zero, ceea ce semnalează că randamentele excedentare ajustate la riscul descendent au fost modeste.

Comparativ cu rata Sharpe, valorile ratei Sortino sunt ușor mai concentrate, sugerând că volatilitatea negativă a fost relativ controlată în perioada analizată. Clasele AF, AR și FO par să înregistreze o variabilitate mai mare a ratei Sortino, ceea ce poate indica perioade intermitente de pierderi semnificative sau randamente fluctuante ajustate la pierdere. În intervalul evidențiat (primele 3 luni ale anului 2025), ratele Sortino pentru toate clasele de fonduri par să nu se abată semnificativ de la media istorică, sugerând o perioadă de stabilitate relativă, fără creșteri sau scăderi notabile ale performanței ajustate la pierderi. Această stabilitate poate indica fie condiții de piață favorabile, fie strategii prudente adoptate de administratori.

În T1 2025, rata Sortino nu se abate semnificativ față de distribuțiile anterioare. Astfel, nu se observă un șoc negativ, dar nici o îmbunătățire clară. Aceasta indică o stabilitate relativă, posibil generată de condiții de piață calme sau strategii conservatoare de administrare a riscului.

## 2.3. Analize wavelet

Analiza wavelet (*Continuous Wavelet Transform*; CWT) este utilă pentru semnalele nestaționare care variază în timp și frecvență<sup>9</sup>. Acest tip de analiză (CWT) este adesea folosită pentru a identifica evenimente de frecvență localizate în timp, periodicități sau tendințe cât și pentru identificarea modelelor oscilațiilor în datele din seriile financiare de timp.

Mai mult, vizualizarea descompunerii frecvențelor este utilă pentru interpretarea modului în care evoluează caracteristicile de frecvență ale datelor, făcându-le potrivite pentru analiza seriilor de date dependente de timp.

În graficul următor este reprezentată spectrograma (Transformata Wavelet Continuă, CWT) indicelui BET), care utilizează wavelet-ul Morlet<sup>10</sup> și prezintă modul în care conținutul de frecvență al semnalului se schimbă în timp.

Pe axa verticală este reprezentată frecvență în axa logaritmică, indicând o gamă de frecvențe analizate și care permite descompunerea componentelor de frecvență joase de cele înalte din date. Frecvențele joase corespund cu tendința pe termen lung. Frecvențele joase ( $\sim 10^{-2}$  Hz) indică tendințe pe termen lung și cicluri macroeconomice în timp ce frecvențele medii ( $\sim 10^{-1}$  Hz) sunt asociate cu oscilații săptămânale sau lunare ale pieței.

Gradientul de culoare indică puterea sau amplitudinea semnalului la fiecare frecvență în timp. Culoarele mai calde (galben/portocaliu) sugerează o putere mai mare sau o prezență mai puternică a semnalului, în timp ce culorile mai reci (albastru) indică o putere mai mică. Regiunile mai întunecate (albastru) reprezintă o activitate mai scăzută, sugerând perioade mai stabile sau mai puțin volatile.

Regiunile galben-verzi la frecvențe mai mici sugerează tendințe de bază semnificative sau schimbări ale pieței în anumite intervale de timp. Zonele albastre mai dense sugerează perioade de relativ calm sau stabilitate pe diferite frecvențe. Analiza este realizată pentru perioada ianuarie 2024-mai 2025.

Această analiză CWT evidențiază dinamica pe cele trei frecvențe ale indicelui BET în primele 5 luni din 2025. Astfel la frecvențele înalte care corespund unor cicluri de aproximativ 5–10 zile de tranzacționare, rezultatele indică că indicii au înregistrat fluctuații rapide deosebit de puternice determinate de o succesiune de evenimente de piață de scurtă durată. După aceasta, energia la frecvențe înalte scade spre niveluri mai moderate (verzi), cu scurte reveniri în martie și la începutul lunii mai.

În schimb în banda de frecvențe joase se poate observa o acumulare treptată a energiei din martie până în mai. Această bandă galbenă în partea de jos a graficului indică o tendință mai persistentă, care evoluează lent, și care devine dominantă pe măsură ce piața și-a stabilizat o mișcare direcțională susținută.

Între aceste două extreme, frecvențele din gama medie prezintă creșteri intermitente în februarie și aprilie, sugerând apariția ocazională a ciclurilor pe termen intermediar (de ordinul unei luni). Împreună, analiza CWT evidențiază că comportamentul indicelui în prima parte a anului 2025 a fost condus de un val

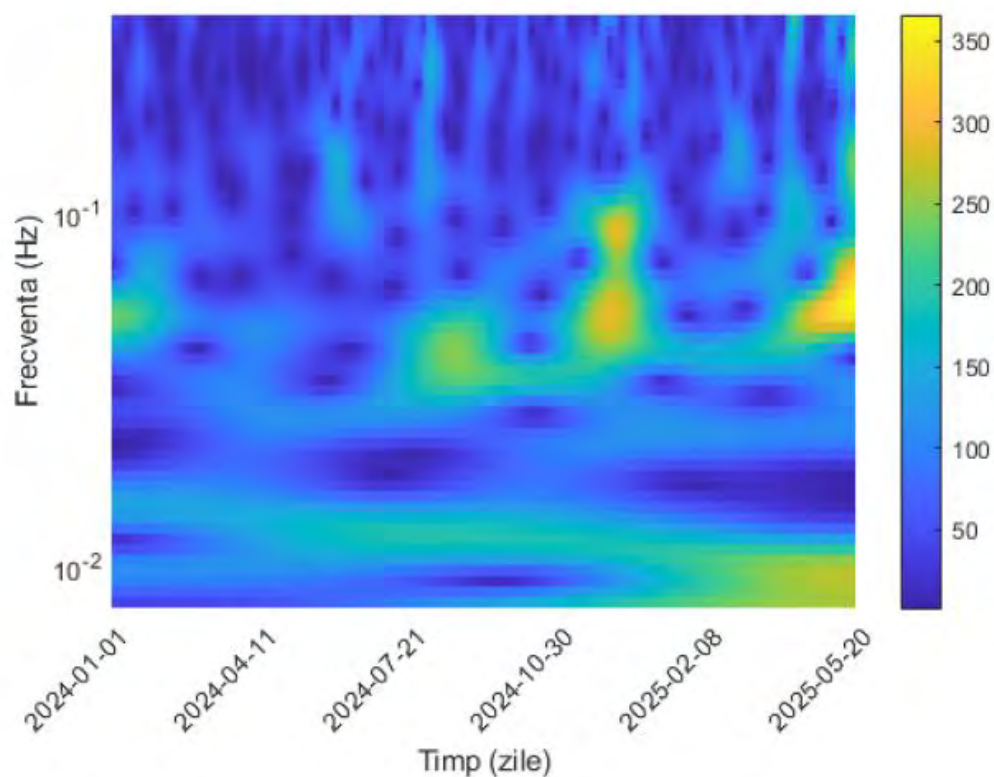
<sup>9</sup> Detalii referitoare la CWT sunt oferite în Anexa 1

<sup>10</sup> [MorletWavelet—Wolfram Language Documentation](#)

de volatilitate de scurtă durată în ianuarie, urmat de o tranziție graduală către dinamici de trend pe termen mai lung, pe măsură ce sezonul a avansat.

În mai 2025, se reia o intensificare a energiei la frecvențe înalte vizibilă ca o nouă pată galbenă spre mijlocul lunii. Aceasta sugerează un val de volatilitate de termen foarte scurt determinată de incertitudinea din preajma alegerilor prezidențiale.

Grafic 14 Analiza CWT pentru indicele BET din Romania



Sursa: LSEG, calcule ASF

## Corelații condiționate

Corelația condiționată măsoară relația dintre două variabile, ținând cont de influența altor variabile. Piețele financiare sunt influențate de numeroși factori care se schimbă în timp iar analizele de tipul corelație condiționată ajută la înțelegerea modului în care evoluează relația dintre două active, luând în considerare această dinamică. Piețele financiare prezintă adesea perioade de volatilitate ridicată și scăzută. Modelele de corelație condiționată (*Dynamic Conditional Correlation*), pot captura aceste schimbări în volatilitate.

În graficul următor sunt prezentate corelațiile condiționate ale pieței de capital din România cu cele mai multe burse europene pentru perioada ianuarie 2024-mai 2025.

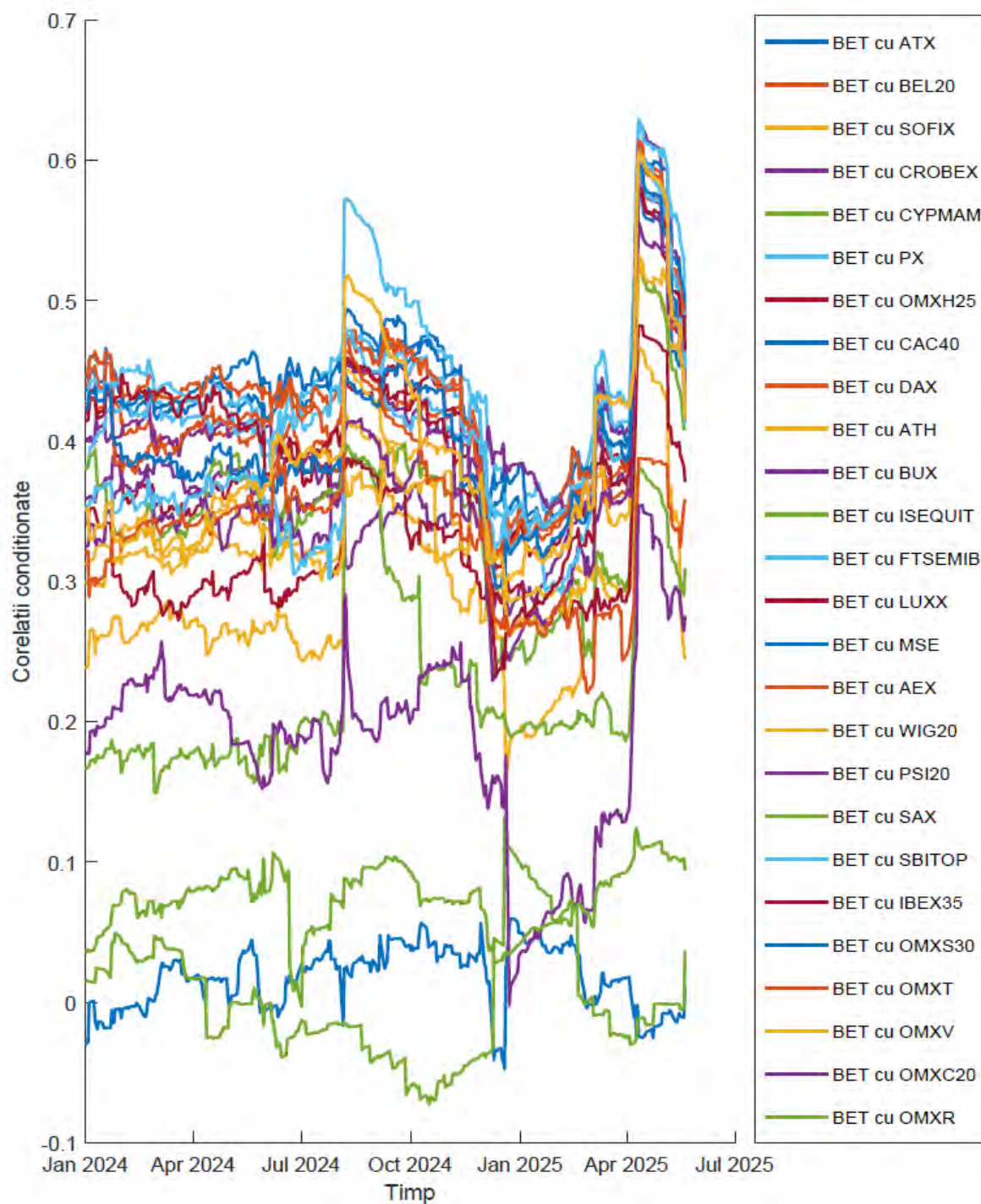
În primele 5 luni din 2025 se observă o tendință generală de creștere a corelațiilor, cu un salt brusc în jurul lunii aprilie 2024. Această creștere sincronizată a corelațiilor între piețele bursiere sugerează apariția unui șoc comun cu impact sistemic care a fost generat de tensiunile financiare generate de politicile vamale.

Înainte de acest moment, corelațiile condiționate dintre BET și ceilalți indici se situau în jurul valorii de 0,3 – 0,4, indicând o interdependență moderată. După șocul din aprilie, multe dintre aceste corelații urcă rapid către niveluri de 0,5 – 0,6, ceea ce indică o sincronizare accentuată a mișcărilor bursiere europene. Această convergență temporară este tipică în perioade de stres financiar, când piețele reacționează la factori comuni și diversificarea devine mai puțin eficientă.

În ceea ce privește diferențierea regională, se remarcă faptul că piețele din Europa Centrală și de Est, precum cele din Cehia (PX), Ungaria (BUX) sau Polonia (WIG20), au o corelație mai mare și mai stabilă cu piața românească, ceea ce reflectă o integrare regională mai strânsă. În schimb, alte piețe mai mici sau mai periferice, cum sunt cele din Croația (CROBEX), Islanda (ISEQUIT) sau statele baltice (OMXT, OMXR), prezintă corelații mai scăzute și mai volatile, semnalând o conexiune mai slabă cu evoluția BET.

În concluzie, graficul ilustrează atât o integrare moderată a pieței de capital românești în contextul european, cât și o vulnerabilitate la șocuri comune care pot genera episoade de sincronizare financiară ridicată.

Grafic 15 Corelații condiționate dintre România și bursele europene (model DCC, ianuarie 2024-mai 2025)



Sursa: LSEG, calcule ASF

## Coerența wavelet

Coerența wavelet și corelația condiționată sunt instrumente utile pentru analizarea relațiilor dintre variabile, dar sunt potrivite pentru scopuri diferite de analiză a datelor. Coerența wavelet este utilizată în locul corelației condiționate atunci când este necesară reprezentarea detaliată în spațiul timp-frecvență a relației dintre două semnale<sup>11</sup>. Acest lucru este deosebit de util când sunt analizați indicii bursieri în locul randamentelor bursiere.

Modelele DCC extrag corelațiile condiționate dintre indicii bursieri pe baza randamentelor bursiere, ceea ce implică staționarizarea datelor și eliminarea tendinței din date. Spre deosebire de modelele DCC, coerența wavelet include și tendința și poate furniza informații despre relația de fază dintre două semnale, indicând dacă un semnal precedă sau urmează celălalt la frecvențe diferite. Totodată coerența wavelet poate fi vizualizată sub formă de hartă termică, arătând zone de coerență ridicată și scăzută în timp dar și frecvență. Acest lucru poate face mai ușoară identificarea tiparelor și relațiilor care nu sunt evidente din relațiile de corelație condiționată. Coerența wavelet este deosebit de utilă în tratarea seriilor de timp nestaționare datorită capacității sale de a surprinde corelația locală atât în domeniul timpului, cât și în cel al frecvenței și este adecvată pentru analiza relațiilor la scară multiplă. Corelația multirezoluție realizată cu analiza de multirezoluție tip MODWT (*Maximal Overlap Discrete Wavelet Transform*) arată că între indicele pieței de capital din România și indicele STOXX600, există corelații pozitive semnificative dar reduse care corespund ciclurilor din datele analizate la diferite frecvențe inclusiv corelația dintre tendințe (tendința este notată cu S5 în tabelul următor).

Tabel 7 Corelații multirezoluție (MODWT) dintre indicele BET și indicele STOXX 600 (ianuarie -mai 2025)

| Nivel | Corelație | P-value <sup>12</sup> |
|-------|-----------|-----------------------|
| D1    | 0.282     | 0.0001                |
| D2    | 0.192     | 0.0001                |
| D3    | 0.084     | 0.012                 |
| D4    | 0.074     | 0.234                 |
| D5    | -0.370    | 0.378                 |
| S5    | -0.250    | 0.208                 |

Sursa: LSEG, calcule ASF

Nota: cicluri de D1:1-2 zile, D2:2-4 zile, D3: 4-8 zile, D4:8-16 zile, D5: 16-32 zile, S5 -tendința pe termen lung.

<sup>11</sup> Detalii referitoare la coerența wavelet sunt oferite în Anexa 1.

<sup>12</sup> Analiza valorilor p-value din tabelul prezentat relevă faptul că există o corelație statistică semnificativă între coerența wavelet și variabilele analizate la nivelurile de frecvență ridicată, în special pentru componentele D1 și D2. Valorile p extrem de mici pentru aceste două niveluri (9.22e-09 și 0.00012872), chiar și după ajustarea pentru testări multiple, indică o asociere solidă și neîntâmplătoare. La scări temporale scurte, există o legătură clară între comportamentul indicilor analizați. Pentru nivelurile D3 și D4, valorile p sunt inițial sub pragul de semnificație de 0.05, dar după ajustare depășesc acest prag (ajungând la 0.0616 și, respectiv, 0.08635). Aceasta indică o posibilă corelație, dar care nu este suficient de puternică pentru a fi considerată statistic semnificativă. În acest caz, rezultatele pot fi considerate sugestive, dar nu concludente. Pentru componentele D5 și S5, valorile p sunt mari (0.3786 și 0.20895), iar valorile ajustate confirmă lipsa semnificației statistice. Acest lucru indică faptul că la niveluri de frecvență joasă, corespunzătoare tendințelor pe termen lung, nu există o relație clară între cele două serii analizate. În concluzie, rezultatele arată că relația dintre seriile de timp studiate este dominată de coerența pe termen scurt, în timp ce legătura pe termen lung este slabă sau inexistentă din punct de vedere statistic

Graficul de coerență wavelet ilustrează coerența wavelet dintre indicele BET al pieței de capital din România și indicele Stoxx600 pentru perioada analizată (ianuarie 2024-mai 2025) și ajută la identificarea relației timp-frecvență dintre cei doi indici financiari. Coerența este mai puternică la anumite momente și frecvențe, sugerând perioade de coerență ridicate dintre cei doi indici pe fondul unor factori economici comuni. Conul de influență, reprezentat grafic prin linia albă curbă și punctată, delimitează regiunea în care interpretările rezultate din analiza de coerență sunt considerate statistic valide și robuste.

Regiunile colorate în tonuri calde (galben spre roșu) indică coerență ridicată, ceea ce înseamnă că cele două serii prezintă un comportament oscilator comun în acele intervale de timp și frecvențe. Culorile reci (albastru) semnaleză coerență scăzută.

Axa verticală prezintă perioada în zile, afișată în scală logaritmică astfel încât perioadele scurte (2-8 zile) se referă la tendințe foarte rapide, iar cele medii (8-32 zile) indică cicluri medii și lungi (lunare și trimestriale).

Direcția săgeților reflectă diferența de fază între serii și anume

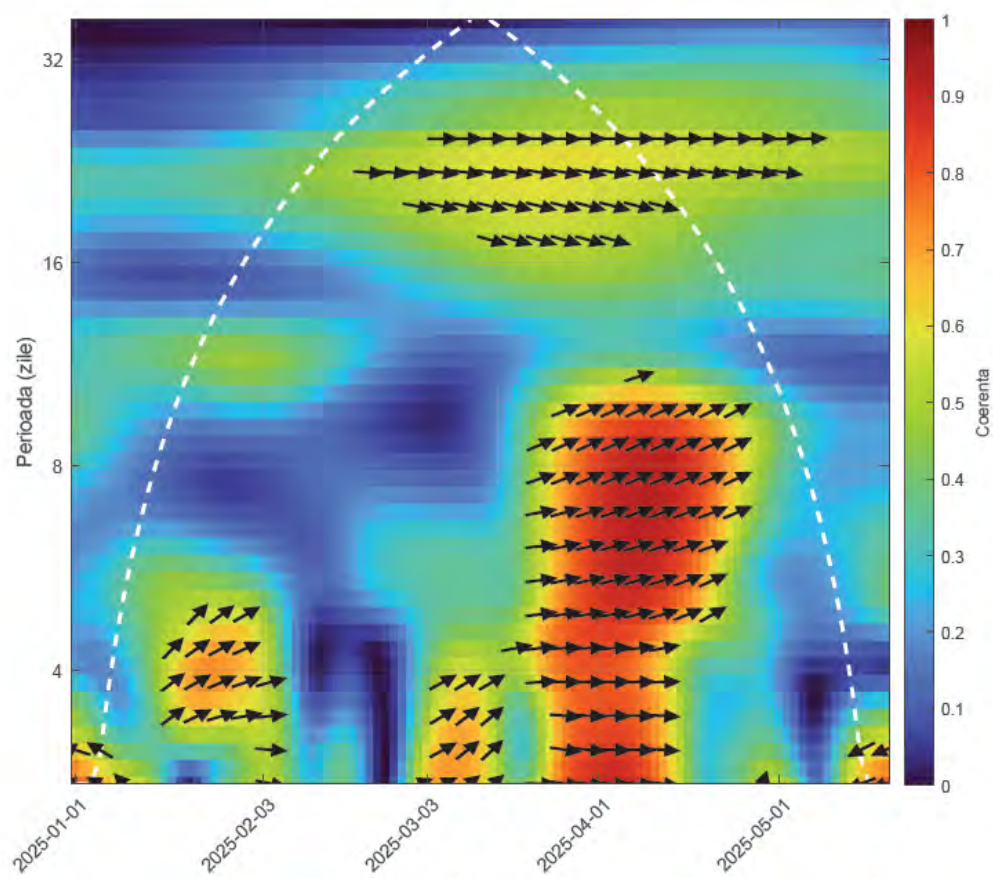
- ➡ (orizontale dreapta): Cele două piețe sunt în fază perfectă (sincronizare directă).
- ➡ (stânga): Perfect defazate (anti-fază: una crește, alta scade).
- ⬇ (în jos): Piața din România conduce (precedă) evoluția STOXX-600.
- ⬆ (în sus): STOXX-600 conduce piața din România.

Rezultatele obținute indică că ciclurile scurte (2-8 zile), reprezentate prin zonele roșii/oranj intense, sunt observate la începutul lui martie, aprilie și mai 2025, indicând momente de volatilitate ridicată, dar sincronizată. Direcția săgeților sugerează că nu există o conducere clară a unei piețe asupra celeilalte în acest interval scurt. Aceasta dinamică indică un comportament speculativ, cu tranzacționări rapide, în care investitorii reacționează simultan la informații financiare comune și la evenimente geopolitice.

În mod particular, observăm clar o intensificare a coerenței în luna aprilie 2025 la cicluri rapide (4-8 zile), ceea ce sugerează o sincronizare puternică și directă a piețelor în perioada respectivă.

Săgețile orientate spre stânga, care sunt rare în grafic, indică o relație de anti-fază, adică o mișcare opusă și simultană a celor două piețe (una crește, cealaltă scade), relație prezentă în luna mai pe fondul scăderilor înregistrate de activele tranzacționate pe Bursa de Valori București.

Grafic 16 Gradul de coerență dintre Indicele BET și indicele european (STOXX600) în perioada ian 2024-mai 2025



Sursa: LSEG, calcule ASF

## 2.4. Influenta riscului geopolitic asupra piețelor bursiere europene

Cuantificarea riscului geopolitic a reprezentat mult timp o provocare din cauza naturii sale subiective și neliniare. Un progres semnificativ a fost realizat prin introducerea indicelui de risc geopolitic (GPR) de către Caldara și Iacoviello (Caldara și Iacoviello, 2022).

Indicele GPR utilizează tehnici de prelucrare a limbajului natural pentru a urmări frecvența termenilor geopolitici în marile ziare, generând astfel un indice lunar care reflectă nivelul perceput al incertitudinii politice globale. Piețele tind să reacționeze puternic și adesea imediat la evoluțiile geopolitice. Hodula, Melecky, și Urban (2024) au identificat un mecanism dual de transmitere prin care aceste evenimente afectează sistemele financiare: canalul financiar (sentimentul investitorilor, lichiditatea, spread-urile de credit) și canalul economiei reale (perturbarea lanțurilor de aprovizionare, prețurile mărfurilor, volatilitatea inflației).

Analiza din acest sub-capitol investighează influența riscului geopolitic asupra interconectării piețelor internaționale de acțiuni folosind un algoritm nelinear Granger. Prin construirea matricelor dinamice de adiacență Granger pentru 26 de indici bursieri europeni și aplicarea testelor de cauzalitate neliniară bazate pe kernel Gaussian, am urmărit evoluția conectivității rețelei prin intermediul valorii proprii maxime (*maximum eigenvalue*) a fiecărei matrice de adiacență. Pentru fiecare matrice a fost calculată valoarea proprie maximă care este un proxy pentru intensitatea interconectării sistemice a rețelei indicilor bursieri europeni în timp. Apoi suprapunem evoluția valorilor proprii cu șocurile indicelui GPR care reflecta șocurile economice de incertitudine generate de economia americană.

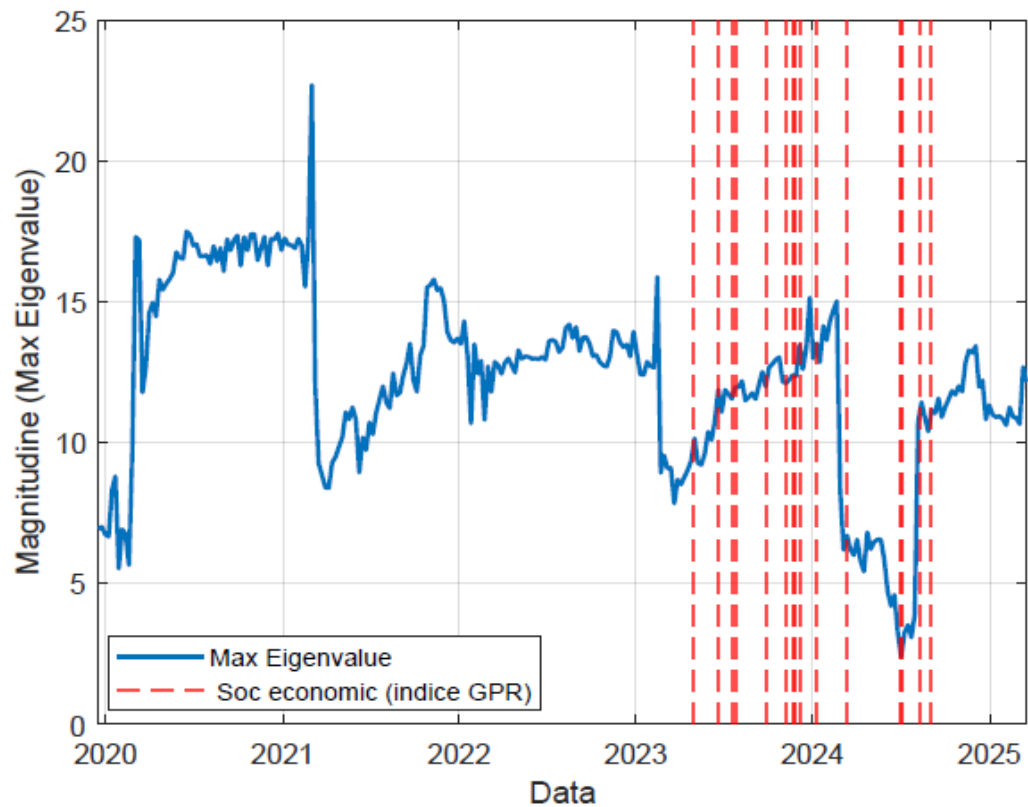
Această abordare permite analizarea măsurii în care turbulențele geopolitice transmise de pe piața SUA coincid cu interconectarea crescută a indicilor bursieri europeni. Este de așteptat ca nu toate șocurile transmise de piața SUA să influențeze piețele europene.

Testul de cauzalitate Granger neliniară prin regresie kernel oferă o abordare flexibilă și robustă pentru identificarea dependențelor direcționale în rețelele financiare. Combinat cu identificarea șocurilor GPR, acest test dezvăluie modul în care riscul sistemic variază ca răspuns la incertitudinea politică globală.

Suprapunem evenimentele de risc geopolitic, capturate de indicele GPR, pentru a evalua vulnerabilitatea pieței la șocuri globale. Rezultatele noastre arată perioade de interdependență cauzală ridicată în timpul stresului geopolitic, oferind astfel un semnal timpuriu, bazat pe date, privind riscul sistemic.

Principala inovație constă în cartografierea structurii cauzale a interacțiunilor pieței și măsurarea stabilității acesteia prin dinamica valorilor proprii ale matricelor de adiacență rezultate.

Grafic 17 Cauzalitatea Granger neliniară pentru piața bursieră europeană



Sursa: LSEG, calcule ASF

În contextul unei rețele de cauzalitate Granger, fiecare indice bursier este un nod, iar o legătură direcționată de la nodul  $i$  către nodul  $j$  există dacă randamentele indicelui  $i$  cauzează nelinear Granger randamentele indicelui  $j$ . Valoarea proprie maximă (*maximum eigenvalue*) oferă informații despre rețea. Astfel, o valoare proprie maximă mare sugerează că rețeaua este mai interconectată sau conține influențe direcționale mai puternice între indici. O valoare proprie maximă mică indică o cauzalitate slabă sau un sistem financiar fragmentat ori decuplat.

Tabel 8 Elemente de interpretare

| Element                 | Interpretare                                              |
|-------------------------|-----------------------------------------------------------|
| Valoare proprie mare    | Interdependență puternică, risc mai ridicat de contagiune |
| Valoare proprie mică    | Independență a piețelor, fragmentare                      |
| Vârfuri după șocuri GPR | Reacții sincronizate, transmiterea stresului              |
| Tendențe în timp        | Schimbări în regimul de conectivitate financiară          |

Sursa: ASF

Când linia albastră crește, *interdependența cauzală* dintre piețe se intensifică datorită:

- riscului crescut de contagiune,
- sincronizării mai puternice a piețelor,
- vulnerabilității crescute la șocuri.

Când linia scade, aceasta implică:

- legături cauzale mai slabe între piețe,
- posibila decuplare sau segmentare a piețelor,
- comportamente mai localizate în dinamica prețurilor.

Liniile roșii întrerupte reprezintă șocurile GPR și marchează zilele cu risc geopolitic extrem (top 1% al randamentelor indicelui GPR). Atunci când liniile roșii coincid cu vârfuri ale curbei valorii proprii:

- sugerează că evenimentele geopolitice amplifică efectele de contagiune,
- sistemul devine mai strâns cuplat în perioadele de stres, semnalând riscul sistemic.

Dacă liniile roșii apar fără un vârf major în valoarea proprie, aceasta poate indica:

- reziliența sistemului financiar,
- șocul geopolitic generat de economia americană nu s-a transmis asupra prin piețelor europene financiare.

Graficul magnitudinii valorii proprii maxime relevă modele distincte care se aliniază cu evenimentele geopolitice și financiare majore, oferind perspective asupra comportamentului sistemic al piețelor europene.

Primul vârf major din 2020 este asociat cu declanșarea pandemiei COVID-19, care a generat o interconectare globală sincronizată, iar al doilea este generat de izbucnirea războiului din Ucraina. În această perioadă, valoarea proprie maximă a rețelei de cauzalitate Granger a crescut puternic, indicând interconexiuni puternice între indicii bursieri. Acest lucru reflectă contagiunea ridicată a pieței, unde șocurile dintr-o țară s-au propagat rapid către altele, conducând la un sistem financiar global puternic interconectat.

Perioada dintre sfârșitul lui 2022 și începutul lui 2023 este marcată de mai multe evenimente cu un risc geopolitic ridicat, dar nu care nu au fost generate de economia americană, și fără o creștere corespunzătoare a valorii proprii maxime. Acest lucru sugerează că, deși riscurile geopolitice au fost ridicate, piețele financiare nu au răspuns cu o activitate cauzală crescută la nivel transfrontalier. O interpretare este că piețele au absorbit aceste riscuri independent, fără să le amplifice prin bucle sistemice de feedback, sugerând reziliență crescută sau răspunsuri mai localizate la șocurile globale. Spre mijlocul și sfârșitul anului 2023, imaginea se schimbă semnificativ. În această perioadă, multiple șocuri GPR coincid cu o creștere notabilă a valorii proprii maxime. Această corelație indică o perioadă de vulnerabilitate sistemică ridicată, în care perturbările geopolitice frecvente induse de economia americană au condus la interdependențe mai strânse între piețe.

În cele din urmă, în 2024 observăm o scădere accentuată a valorii proprii maxime, chiar dacă șocurile GPR rămân frecvente. Această decuplare aparentă între stresul geopolitic și interconectarea piețelor ar putea fi interpretată ca o formă de fragmentare a riscului. Poate reflecta un mediu financiar în care legăturile cauzale dintre piețe slăbesc, posibil datorită intervențiilor politice, schimbărilor comportamentului

investitorilor sau modificărilor structurale ale pieței. Alternativ, poate indica un efect de saturație, în care piețele devin insensibile la tensiunile geopolitice continue, conducând la o structură de rețea mai inertă și mai puțin reactivă.

Creșterea valorii proprii în 2025 semnalează revenirea unui risc sistemic mai ridicat și necesitatea unei vigilențe sporite din partea investitorilor și autorităților.

### 3. Piața primară și emitenți

Conform documentelor aprobate de A.S.F. ofertele publice de cumpărare derulate în perioada ianuarie – martie 2025 au însumat 35,6 milioane lei iar valoarea celor 5 emisiuni de obligațiuni, admise la tranzacționare pe SMT - BVB, a fost de aproximativ 10,8 mil. EUR.

#### 3.1. Oferte publice

##### Oferte publice primare de vânzare

Valorile mobiliare sunt oferite publicului în Uniune numai după publicarea prealabilă a unui prospect ce necesită aprobarea lui de către A.S.F. Perioada de derulare a unei oferte publice de vânzare nu depășește 12 luni, iar cea în care se pot subscrie acțiuni nou-emise în cadrul exercitării dreptului de preferință nu este mai mică de o lună de la data stabilită în prospect, dată ulterioară datei de înregistrare și datei de publicare a hotărârii adunării generale extraordinare a acționarilor sau a consiliului de administrație/directoratului în Monitorul Oficial al României.

În cursul primului trimestru al anului 2025, a fost aprobat un singur prospect aferent unei oferte publice primare de vânzare de acțiuni, emitentul fiind Metalica S.A. Oradea, ofertă finalizată în luna aprilie 2025, valoarea acesteia fiind de 1.302.195 lei.

Pentru acesta s-a realizat procedura impusă de dispozițiile art.21 alin.(5) teza I și teza II din Regulamentul (UE) 2017/1129 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată, și de abrogare a Directivei 2003/71/CE, prospectul fiind publicat pe pagina de internet a autorității și încărcat în mecanismul de stocare al ESMA.

##### Oferte publice de cumpărare

Oferta publică de cumpărare reprezintă oferta unei persoane de a cumpăra valori mobiliare, adresată tuturor deținătorilor acestora, difuzată prin mijloace de informare în masă sau comunicată pe alte căi, dar sub condiția posibilității egale de receptare din partea deținătorilor respectivelor valori mobiliare. Ea trebuie făcută printr-un intermediar autorizat să presteze servicii și activități de investiții, iar prețul oferit este stabilit în conformitate cu reglementările A.S.F.

Primul emitent a ales să deruleze o astfel de ofertă, scopul achiziției fiind diminuarea capitalului social, în timp ce a doua ofertă a fost derulată de un acționar care dorea să-i permită să deruleze ulterior procedura de retragere de la tranzacționare a acțiunilor.

Tabel 9 Oferte publice de cumpărare derulate în perioada 01.01.2025 – 31.03.2025 (conform documentelor aprobate de ASF)

| Emitent/Ofertant                                                                                  | Oferte publice de cumpărare |                   |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------|
|                                                                                                   | Volum (acțiuni cumpărate)   | Valoare (lei)     |
| Turism Hoteluri si Restaurante Marea Neagra S.A./ Turism Hoteluri si Restaurante Marea Neagra S.A | 80.000.000                  | 35.600.000        |
| Transilvania Leasing și Credit IFN S.A./Transilvania Leasing și Credit IFN S.A.                   | 0                           | 0                 |
| <b>TOTAL</b>                                                                                      | -                           | <b>35.600.000</b> |

Sursa: ASF

### 3.2. Alte operațiuni speciale/ Alte evenimente corporative

Pe parcursul anului au fost aprobate următoarele demersuri privind alte evenimente corporative:

- un prospect de ofertă publică primară de vânzare de obligațiuni emise de Stanleybet Capital S.A., în vederea tranzacționării pe Sistemul multilateral de tranzacționare administrat de B.V.B., valoarea împrumutului fiind de 14.812.400 lei;
- patru retrageri de la tranzacționare de pe sistemul multilateral de tranzacționare, administrat de B.V.B., a acțiunilor emise de Retezat S.A. Sibiu, Electroconstructia Elco Timișoara S.A., Anteco S.A. Ploiești și Gastronom S.A. Buzău, dată fiind decizia acționarilor, adoptată în adunarea generală a acționarilor.

Emitenții sunt obligați să se înregistreze la A.S.F. și să ridice certificatul emis ce atestă înregistrarea valorilor mobiliare, să încheie contracte de servicii de registru cu Depozitarul Central pe baza cărora sunt efectuate operațiuni de depozitare și registru. Conform legislației în vigoare până la data de 15.03.2025, modificarea caracteristicilor sau numărului de valori mobiliare/altor instrumente financiare dintr-o anumită clasă, deja admise la tranzacționare sau deja tranzacționate, era înregistrată de instituțiile pieței reglementate, sistemului multilateral de tranzacționare în baza certificatului de înregistrare a valorilor mobiliare/altor instrumente financiare emis de ASF în conformitate cu mențiunile înscrise în certificatul constatatator emis de ORC.

Ulterior acestei date, urmare intrării în vigoare a Legii nr. 11/2025, prin care au fost aduse modificări/completări la Legea nr. 24/2017, privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață, modificarea caracteristicilor sau numărului de valori mobiliare dintr-o anumită clasă, deja admise la tranzacționare, ca urmare a majorării capitalului social, este înregistrată de depozitarul central, operatorul locului de tranzacționare, A.S.F. și de oficiul registrului comerțului. Pentru operațiunile corporative desfășurate de acești emitenți și pentru noile emisiuni de valori mobiliare au fost emise un număr de 33 certificate după cum urmează:

Tabel 10 Numărul de Certificate de Înregistrare a Valorilor Mobiliare pe tipuri de operațiuni, emise în perioada 01.01.2025 – 31.03.2025

| Tip operațiune                                                     | Număr Certificate de<br>Înregistrare a Instrumentelor<br>Financiare |
|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| Majorarea capitalului social                                       | 7                                                                   |
| Diminuarea capitalului social                                      | 5                                                                   |
| Obligațiuni                                                        | 5                                                                   |
| Societăți (acțiuni) nou admise la tranzacționare pe SMT/principală | 2                                                                   |
| Titluri de stat                                                    | 12                                                                  |
| Altele                                                             | 2                                                                   |
| <b>Total</b>                                                       | <b>33</b>                                                           |

Sursa: ASF

### 3.3. Operațiuni transfrontaliere

În conformitate cu prevederile legale, armonizate cu directivele/regulamentele europene, în calitate de stat gazdă, A.S.F. primește de la autoritățile similare din spațiul UE, prospectele aprobate de acestea, certificatul și rezumatul în limba română a prospectelor, această notificare, mai nou, fiind realizată prin intermediul platformei ESMA.

În aceste cazuri, A.S.F. nu inițiază nici o procedură de aprobare a prospectului, însă asigură publicarea pe pagina autorității, așa cum dispune Regulamentul (UE) 2017/1129.

În cursul primului trimestru al anului 2025, A.S.F. a fost notificată cu privire la aprobarea a 6 astfel de prospecte (document unic sau documente separate) și a 30 suplimente (amendamente) la prospectele deja aprobate, CSSF - Commission de Surveillance du Secteur Financier (Luxembourg) fiind autoritatea care a pașaportat cele mai multe documente.

Pentru produsele structurate, în baza prospectelor notificate de Autoritatea statului membru de origine - FMA Austria și a termenilor finali comunicați, au fost emise 18 certificate de înregistrare a produselor structurate emise de Raiffeisen Bank International AG , în vederea tranzacționării la BVB.

Certificatele emise de Raiffeisen Bank International AG sunt de tip Turbo, Long și Short, cu active suport acțiuni (ex: Banca Transilvania S.A. Societatea Nationala de Gaze Naturale Romgaz S.A, Transport Trade Services S.A.), active suport contracte futures (ex: Brent Crud Oil, Copper, Silver, Gold, etc) precum și un Certificat INDEX ( ROTX® RON) care are la bază indicele bursier ROTX (Romanian Traded Index).

### 3.4. Noi emitenți listați/admiși la tranzacționare pe Piața Reglementată sau pe Segmentul SMT al BVB

#### Emitenții de acțiuni

Admiterea la tranzacționare a valorilor mobiliare în cadrul unui sistem multilateral de tranzacționare se face în conformitate cu reglementările proprii ale operatorului de piață care administrează respectivul sistem multilateral de tranzacționare, aprobate de ASF.

În cursul primului trimestru al anului 2025, autoritatea a emis un certificat de înregistrare în vederea admiterii la tranzacționare pe sistemul multilateral de tranzacționare, pentru Microfruits S.A. (admitere tehnică), fiind emis, totodată, și certificatul de înregistrare a acțiunilor GREEN TECH INTERNATIONAL S.A., în vederea tranzacționării pe piața reglementată, dat fiind încheierea cu succes a ofertei derulate la finalul anului 2024.

#### Emitenții de instrumente cu venit fix

În cursul primului trimestru, au fost emise un număr de 17 CIIF aferente unor instrumente cu venit fix în vederea admiterii pe piața principală administrată de BVB/sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB:

| Emitent                       | Valoare EUR* | Moneda | Dobândă | Scadență   | Segment   |
|-------------------------------|--------------|--------|---------|------------|-----------|
| MIKRO CAPITAL IFN S.A.        | 2.000.000    | EUR    | 12%     | 02.02.2027 | SMT       |
| Ministerul Finanțelor         | 237.144.653  | LEI    | 6,95%   | 19.02.2026 | Principal |
| Ministerul Finanțelor         | 109.760.980  | LEI    | 7,95%   | 19.02.2026 | Principal |
| Ministerul Finanțelor         | 408.163      | LEI    | 7,65%   | 19.02.2028 | Principal |
| Ministerul Finanțelor         | 68.582.184   | LEI    | 7,95%   | 19.02.2030 | Principal |
| Ministerul Finanțelor         | 163.992.500  | EUR    | 4%      | 19.02.2027 | Principal |
| Ministerul Finanțelor         | 226.722.200  | EUR    | 6,25%   | 19.02.2032 | Principal |
| Stanleybet Capital S.A.       | 3.022.939    | LEI    | 11%     | 13.02.2029 | SMT       |
| Agroland Business System S.A. | 1.412.367    | LEI    | 9,75%   | 02.10.2028 | SMT       |
| Ministerul Finanțelor         | 155148673,5  | LEI    | 6,80%   | 19.03.2026 | Principal |
| Ministerul Finanțelor         | 66842346,94  | LEI    | 7,80%   | 19.03.2026 | Principal |
| Ministerul Finanțelor         | 42742204,08  | LEI    | 7,50%   | 19.03.2028 | Principal |
| Ministerul Finanțelor         | 23127244,9   | LEI    | 7,80%   | 19.03.2030 | Principal |
| Ministerul Finanțelor         | 82673100     | EUR    | 3,75%   | 19.03.2027 | Principal |
| Ministerul Finanțelor         | 85500100     | EUR    | 6,00%   | 19.03.2032 | Principal |
| TEILOR HOLDING S.A.           | 1.513.469    | LEI    | 9,5%    | 30.10.2029 | SMT       |
| TEILOR HOLDING S.A.           | 2.927.500    | EUR    | 8,5%    | 30.10.2029 | SMT       |

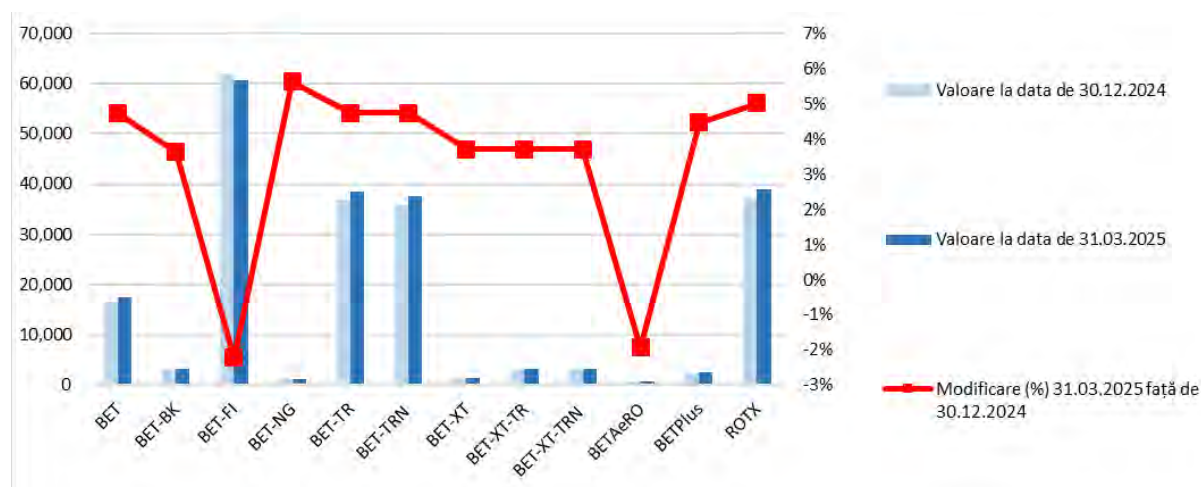
Sursa: ASF, \*calculat la un curs valutar de 4,9 lei/euro

## 4. Statisticile BVB

Indicii bursei românești au înregistrat în general evoluții pozitive la finalul lunii martie 2025 comparativ finalul anului anterior. Indicele de referință BET (care reflectă dinamica celor mai tranzacționate companii de pe piața reglementată a BVB) a avut o creștere de 4,74% la 31 martie 2025 comparativ cu finalul anului 2024.

De asemenea, indicele BET-NG care prezintă evoluția companiilor listate pe piața reglementată a BVB care au domeniul principal de activitate energia și utilitățile aferente, a înregistrat o creștere de 5,64%. Aceasta a fost cea mai mare creștere observată pentru indicii locali. Indicele BET-TR, ce denotă atât evoluția prețurilor companiilor componente, cât și dividendele oferite de acestea, a înregistrat la 31 martie 2025 o evoluție pozitivă, de aproximativ 4,74%. Indicii BET-FI și BETAeRO au reprezentat singurele cazuri de contracție (- 2,21%, respectiv – 1,93%).

Grafic 18 Evoluția indicilor Bursei de Valori București la 31.03.2025

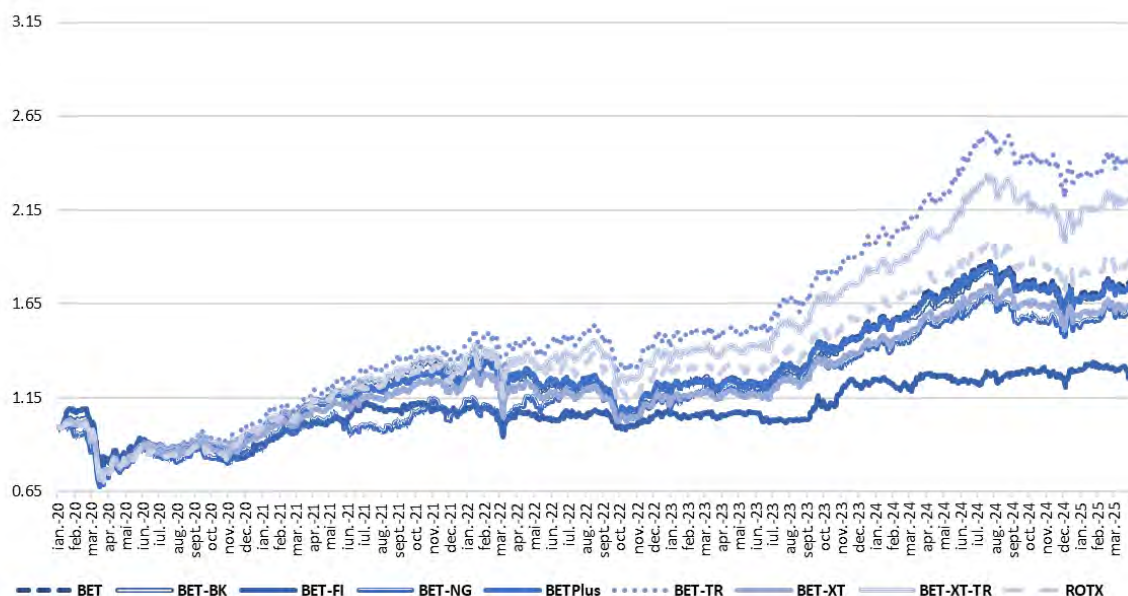


Sursa: Calcule ASF pe baza datelor BVB

Indicele BET cuprinde evoluția acțiunilor a 20 companii: *Antibiotice S.A., Aquila Part Prod Com, Banca Transilvania S.A., BRD – Groupe Societe Generale S.A, C.N.T.E.E Transelectrica, Digi Communications N.V., Fondul Proprietatea, MedLife S.A., OMV PETROM S.A., One United Properties, Premier Energy PLC, Purcari Wineries Public Company Limited, S.N. Nuclearelectrica, S.N.G.N. ROMGAZ S.A., S.N.T.G.N. TRANSGAZ S.A., S.P.E.E.H. Hidroelectrică S.A., Societatea Energetică Electrică S.A., Sphera Franchise Group, Teraplast S.A. și Transport Trade Services.*

În concluzie, până la finalul trimestrului I al anului 2025 au fost înregistrate creșteri în cazul indicilor de pe piața locală, cu excepția indicilor BET-FI și BETAeRO.

Grafic 19 Evoluția indicilor BVB în perioada 01.01.2020 - 31.03.2025 (31.12.2019 = 1)



Sursa: Calcule ASF pe baza datelor BVB

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată și SMT a atins nivelul de 10,09 miliarde lei la finalul lunii martie 2025, în creștere cu 58,58% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2024. În același timp, numărul total de tranzacții derulate pe parcursul primul trimestru al anului 2025 la BVB a scăzut cu 17% comparativ cu intervalul similar din anul anterior. Aproximativ 98,6% din valoarea totală a tranzacțiilor a avut loc pe piața reglementată a BVB, restul fiind derulate pe SMT.

Valoarea tranzacțiilor cu titluri de stat la 31 martie 2025 a crescut față de aceeași perioadă a anului 2024 înregistrând un nivel de aproximativ 3,9 miliarde lei. Acestea au reprezentat clasa dominantă de active financiare cu o pondere de 39,2% din totalul valorii tranzacționate la BVB până la finalul primul trimestru din anul 2025.

Tabel 11 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața Reglementată și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument

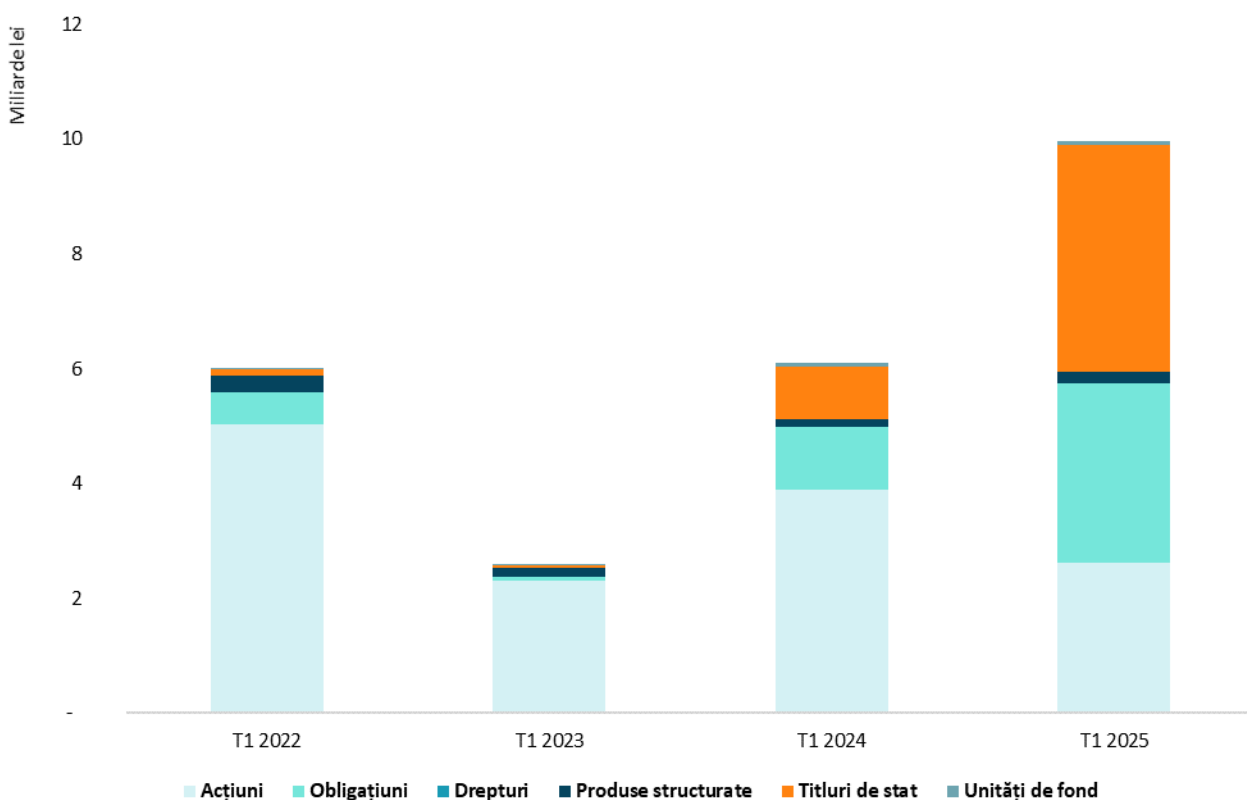
| Tip de instrument                                             | Nr. tranzacții | 39.03.2024           |                | Nr. tranzacții | 31.03.2025            |                |
|---------------------------------------------------------------|----------------|----------------------|----------------|----------------|-----------------------|----------------|
|                                                               |                | Valoare (lei)        | %              |                | Valoare (lei)         | %              |
| Acțiuni, inclusiv drepturi                                    | 510.442        | 4.143.919.735        | 65,09%         | 342.714        | 2.707.234.770         | 26,82%         |
| Alte obligațiuni, inclusiv EUR-BOND, EUR-TBILLS și EUR-TBONDS | 18.780         | 1.099.708.787        | 17,27%         | 35.407         | 3.170.035.192         | 31,40%         |
| Produse structurate                                           | 33.853         | 135.852.350          | 2,13%          | 29.631         | 206.660.567           | 2,05%          |
| Titluri de stat                                               | 15.770         | 920.432.502          | 14,46%         | 66.101         | 3.957.114.740         | 39,20%         |
| Unități de fond                                               | 36.009         | 66.313.239           | 1,04%          | 34.399         | 54.427.036            | 0,54%          |
| <b>Total</b>                                                  | <b>614.854</b> | <b>6.366.226.613</b> | <b>100,00%</b> | <b>508.252</b> | <b>10.095.472.304</b> | <b>100,00%</b> |

Sursa: BVB

#### 4.1. Piața Reglementată

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată a BVB a fost de circa 9,9 miliarde de lei la finalul trimestrului I al anului 2025, în creștere cu aproximativ 63% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. Titlurile de stat, obligațiunile și acțiunile au avut ponderi consistente în valoarea tranzacționată pe piața reglementată a BVB.

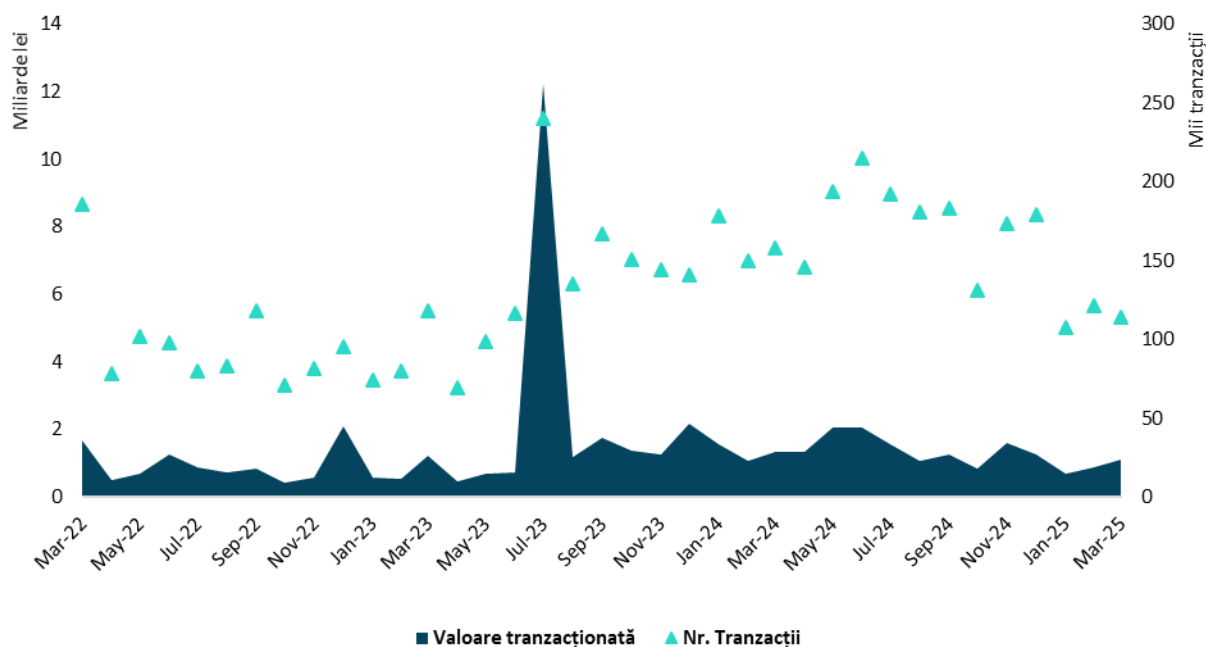
Grafic 20 Structura trimestrială a tranzacțiilor derulate pe piața Reglementată în perioada T1 2022– T1 2025



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

Valoarea totală tranzacționată cu acțiuni a fost de 2,63 miliarde lei pe parcursul primului trimestru din anul 2025, în scădere cu aproximativ 33% față de perioada simetrică din anul 2024, numărul de tranzacții scăzând cu aproximativ 31,5%.

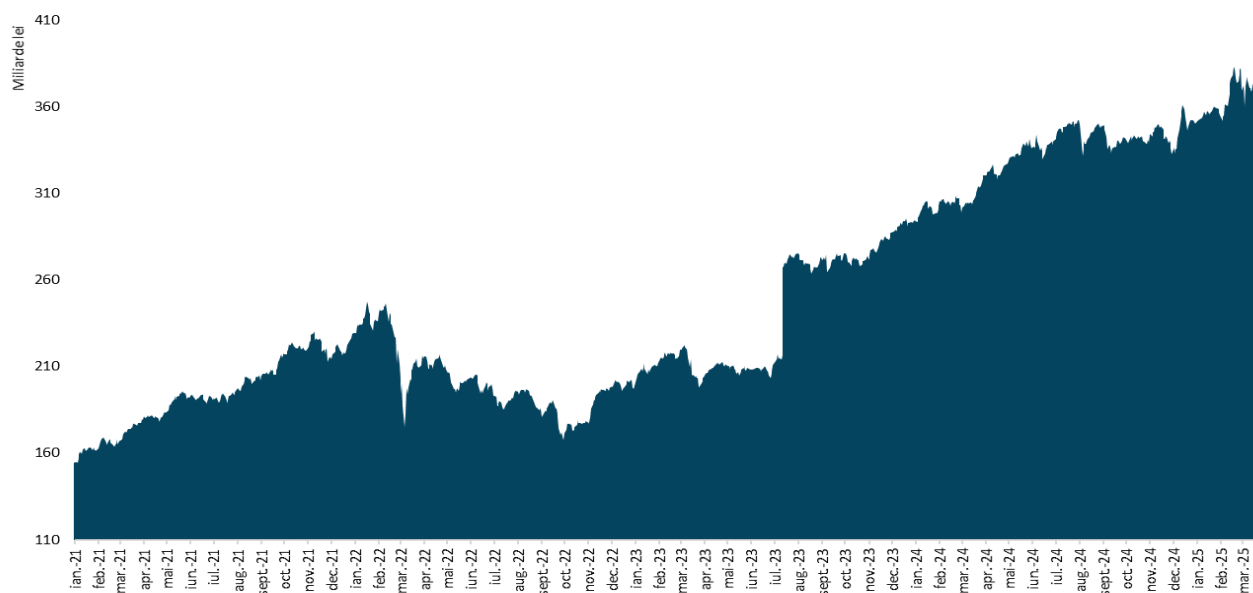
Grafic 21 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu acțiuni\*, derulate pe piața Reglementată a BVB



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB  
 \* În categoria acțiuni sunt incluse acțiuni, drepturi și unități de fond

La finalul trimestrului I din anul 2025, capitalizarea bursieră de pe piața reglementată a atins nivelul de 368,15 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 1,5% comparativ cu finalul lunii decembrie a anului 2024.

Grafic 22 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni)



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

La data de 31.03.2025, pe primul loc în clasamentul celor mai lichide companii ale căror acțiuni au fost tranzacționate la BVB pe piața reglementată se situează **Banca Transilvania (TLV)** care a înregistrat o pondere de aproximativ 30,27% din valoarea totală tranzacționată. Pe următoarele poziții din acest top s-au clasat OMV Petrom (SNP), Romgaz (SNG), HIDROELECTRICA (H2O) și BRD Groupe Société Générale (BRD).

*Banca Transilvania (TLV)* 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. Cu o istorie ce depășește 25 de ani, instituția bancară s-a implicat activ în evoluția sectorului financiar și a pieței de capital din România.

*OMV Petrom (SNP)* 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. Structurată în trei segmente de activitate integrate operațional - Explorare și Producție, Rafinare și Marketing, Gaze și Energie.

Cu o istorie ce depășește 100 de ani, *S.N.G.N. ROMGAZ S.A. (SNG)* deține o vastă experiență în domeniul explorării și producției de gaze naturale, evoluând astfel într-unul dintre cei mai importanți producători și principal furnizor de gaze naturale din România. Cele mai relevante segmente de activitate ale ROMGAZ includ: explorarea geologică în vederea descoperirii de noi zăcăminte gazeifere, producția de gaz metan prin exploatarea zăcămintelor din portofoliul companiei, furnizarea și distribuția de gaze naturale, operațiuni speciale și servicii la sonde, precum și producția și furnizarea de energie electrică. 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.

*Hidroelectrica (H2O)* este o companie cheie în producția de energie electrică și principalul furnizor de servicii tehnologice necesare în Sistemul Energetic Național. Înființată în anul 2000, Hidroelectrica a reușit să se impună pe piața națională de energie, fiind la momentul actual un producător și furnizor fundamental de energie în România. Începând cu data de 12 iulie 2023, societatea a fost listată la Bursa de Valori București.

*BRD Groupe Société Générale (BRD)* reprezintă a doua cea mai mare bancă din România în funcție de totalul activelor și deține a patra cea mai mare capitalizare bursieră la Bursa de Valori București. Instituția este succesoarea Societății Naționale de Credit Industrial, înființată în 1923, și a exercitat rolul de bancă de investiții a Statului Român până la obținerea, în anul 1990, a licenței de bancă universală. În anul 1999, Société Générale a devenit acționarul majoritar al băncii. BRD servește un portofoliu de 2,2 milioane de clienți și operează o rețea de 870 de unități, desfășurându-și activitatea pe trei linii de business: retail și IMM-uri, corporații mari și *investment banking*.

Tabel 12 Top 20 emitenți după valoarea tranzacționată la 31 martie 2025 pe piața Reglementată (exclusiv acțiuni)

| Simboluri                  | Valoare lei          | % din valoare totală | Nr. tranzacții | % din nr. total de tranzacții |
|----------------------------|----------------------|----------------------|----------------|-------------------------------|
| TLV                        | 699,806,072          | 30.27%               | 41,882         | 13.61%                        |
| SNP                        | 306,539,357          | 13.26%               | 39,350         | 12.79%                        |
| SNG                        | 198,534,122          | 8.59%                | 18,074         | 5.87%                         |
| H2O                        | 189,835,264          | 8.21%                | 22,276         | 7.24%                         |
| BRD                        | 101,763,014          | 4.40%                | 10,538         | 3.42%                         |
| FP                         | 94,280,997           | 4.08%                | 14,959         | 4.86%                         |
| DIGI                       | 56,745,589           | 2.45%                | 7,352          | 2.39%                         |
| SNN                        | 53,957,816           | 2.33%                | 14,916         | 4.85%                         |
| ONE                        | 52,727,412           | 2.28%                | 8,925          | 2.90%                         |
| EL                         | 49,751,836           | 2.15%                | 6,530          | 2.12%                         |
| TGN                        | 44,667,987           | 1.93%                | 7,979          | 2.59%                         |
| SFG                        | 41,593,606           | 1.80%                | 3,257          | 1.06%                         |
| AQ                         | 37,227,732           | 1.61%                | 3,918          | 1.27%                         |
| M                          | 34,531,350           | 1.49%                | 6,154          | 2.00%                         |
| PE                         | 33,880,871           | 1.47%                | 2,386          | 0.78%                         |
| TTS                        | 29,484,414           | 1.28%                | 5,586          | 1.81%                         |
| TEL                        | 25,425,399           | 1.10%                | 7,332          | 2.38%                         |
| EBS                        | 24,045,394           | 1.04%                | 1,863          | 0.61%                         |
| WINE                       | 23,526,576           | 1.02%                | 3,149          | 1.02%                         |
| STZ                        | 22,966,034           | 0.99%                | 10,977         | 3.57%                         |
| <b>TOTAL cumulat</b>       | <b>2,121,290,843</b> | <b>91.76%</b>        | <b>237,403</b> | <b>77.14%</b>                 |
| <b>TOTAL tranzacționat</b> | <b>2,311,745,924</b> | <b>100.00%</b>       | <b>307,774</b> | <b>100.00%</b>                |

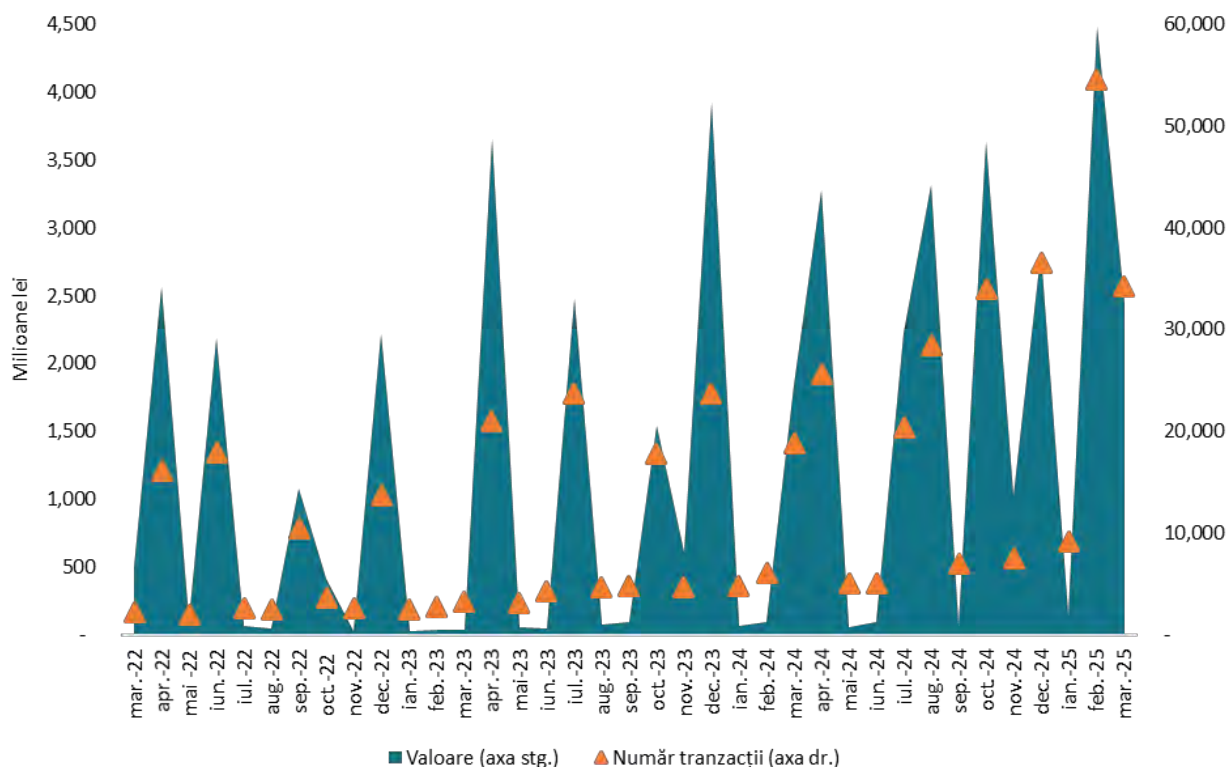
Sursa: BVB

Cei 20 de emitenți menționați mai sus au cumulat la nivelul primelor trei luni din anul 2025 un total de 91,76% din valoarea tranzacțiilor cu acțiuni efectuate.

Pe parcursul primului trimestru din anul 2025, pe piața reglementată, s-au derulat 98008 de tranzacții cu instrumente cu venit fix (alte obligațiuni, EUR-BOND, EUR-TBILLS, EUR-TBONDS și titluri de stat) în valoare de circa 7,06 miliarde, ceea ce reprezintă o creștere de aproximativ 5,05 miliarde față de același interval al anului 2024. Numărul tranzacțiilor cu titluri de credit a fost într-o creștere consistentă comparativ cu perioada similară din anul 2023. Valoarea medie raportată la numărul de tranzacții (72,05 mii lei) a crescut față de cea tranzacționată în primul trimestru din anul 2024 (67,2 mii lei).

Cea mai ridicată valoare a tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix pe piața reglementată administrată de BVB din intervalul ianuarie martie 2024 a fost de aproximativ 1,16 miliarde lei, fiind înregistrată pe 17 februarie 2025 (tranzacție aferentă obligațiunilor emise de Ministerul Finanțelor - R2602A). Toate obligațiunile de tip EUR-BOND tranzacționate pe BVB în primele trei luni ale anului 2025 au avut ca emitenți: Ansett Logistics, Autonom Services, Bit Soft, Bittnet Systems, Municipiul Cluj, Impact Developer & Contractor, Crama La Salina, Bestjobs Recrutare, Libra Internet Bank, Agroserv Mariuta, Mikro Kapital IFN S.A., Ocean Credit IFN, Omro IFN S.A., Selfpay, Patria Bank, Prefera Foods, Municipiul Reșița Teilor Holding S.A și Vivre Deco.

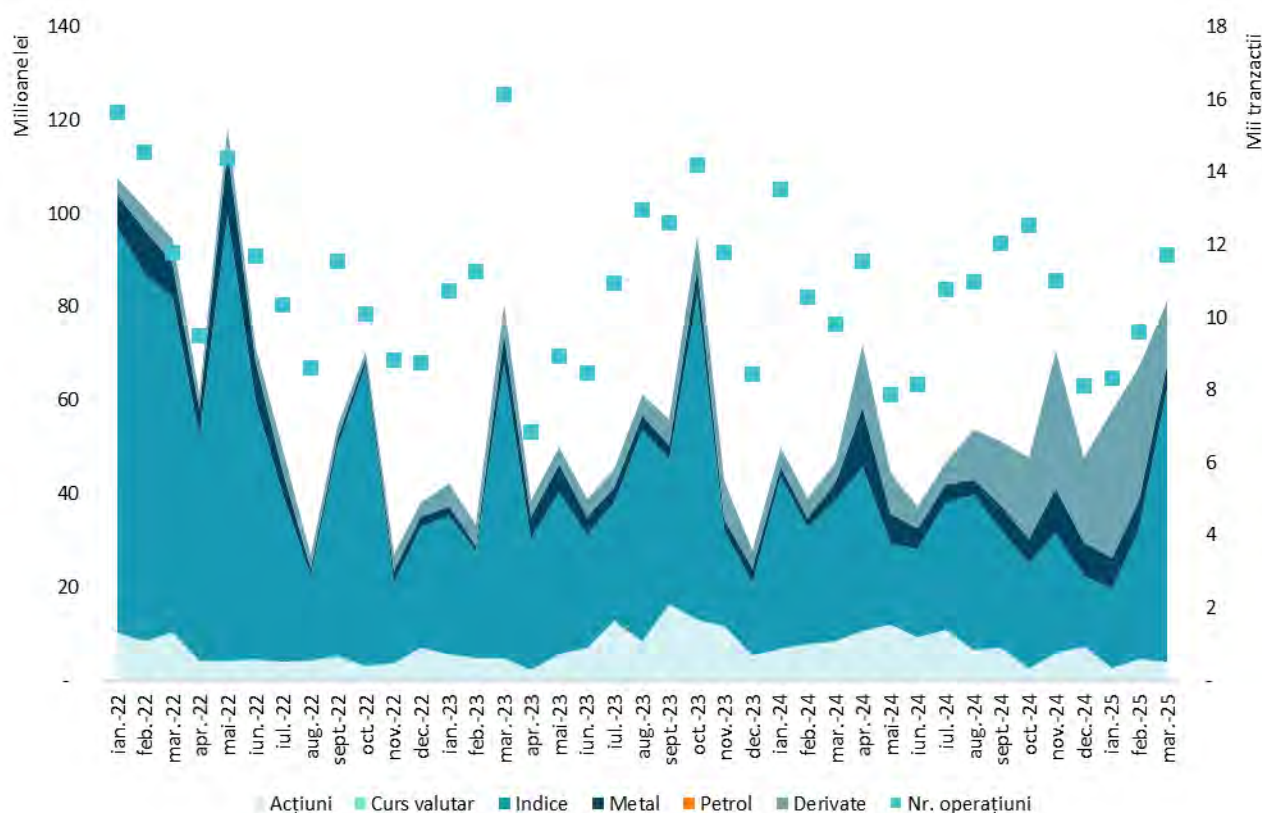
Grafic 23 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix derulate pe piața Reglementată



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

La finalul trimestrului I din anul 2025, valoarea agregată a tranzacțiilor cu produse structurate a crescut cu aproximativ 52,1% comparativ cu perioada similară anului anterior. În același timp, numărul tranzacțiilor cu produse structurate a scăzut cu aproximativ 12,4%. Valoarea medie tranzacționată cu astfel de active financiare a înregistrat un nivel de 6974 lei/tranzacție la nivelul lunii martie 2025, în creștere de la 4013 la finalul aceleiași luni din anul 2024. Cea mai mare pondere în valoarea totală tranzacționată cu astfel de produse o dețin produsele structurate având ca activ suport un indice bursier, a căror valoare a fost de circa 103,7 milioane lei, reprezentând aproximativ 50,2% din valoarea totală.

Grafic 24 Evoluția lunară a tranzacțiilor cu produse structurate în perioada ianuarie 2022 – martie 2025



Sursa: ASF

## 4.2. Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT)

La nivelul primelor 3 luni din anul 2025, au fost derulate pe SMT 38,1 mii de tranzacții, ce au cumulat o valoare totală de aproximativ 132,6 milioane lei, în scădere cu 48,57% comparativ cu valoarea înregistrată în aceeași perioadă a anului anterior.

Dintr-o perspectivă agregată, în primul trimestru al anului 2025, instrumentele preferate de către investitori pe SMT au fost acțiunile, a căror valoare reprezintă aproximativ 51,1% din valoarea totală tranzacționată în perioada de referință. Tabelul de mai jos prezintă dinamica trimestrială a tranzacțiilor ce au avut loc pe SMT în intervalul T1 2019 – T1 2025.

Tabel 13 Evoluția trimestrială a tranzacțiilor derulate pe SMT în perioada T1 2019-T1 2025

| Tip de instrument/ perioadă | Acțiuni*       |                | Obligațiuni**  |                |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                             | Valoare în lei | Nr. tranzacții | Valoare în lei | Nr. tranzacții |
| T1 2019                     | 71.847.742     | 7.054          | 4.784.858      | 1.342          |
| T2 2019                     | 40.503.087     | 10.642         | 3.704.471      | 1.030          |
| T3 2019                     | 68.944.521     | 16.040         | 5.065.146      | 1.271          |
| T4 2019                     | 51.428.200     | 10.880         | 20.753.567     | 1.581          |
| T1 2020                     | 51.409.603     | 19.367         | 73.980.670     | 2.356          |
| T2 2020                     | 99.042.141     | 25.448         | 9.505.135      | 2.238          |
| T3 2020                     | 74.578.988     | 23.435         | 8.259.004      | 2.429          |
| T4 2020                     | 120.191.100    | 23.192         | 64.637.931     | 3.266          |
| T1 2021                     | 264.921.079    | 91.250         | 55.354.668     | 5.227          |
| T2 2021                     | 294.305.119    | 71.433         | 106.281.310    | 5.107          |
| T3 2021                     | 283.550.557    | 89.718         | 85.306.658     | 6.165          |
| T4 2021                     | 400.411.160    | 78.660         | 101.668.197    | 5.939          |
| T1 2022                     | 309.005.065    | 84.183         | 41.204.036     | 7.213          |
| T2 2022                     | 114.993.011    | 46.554         | 27.236.454     | 4.974          |
| T3 2022                     | 147.475.003    | 40.558         | 38.170.239     | 4.011          |
| T4 2022                     | 84.504.347     | 33.859         | 14.371.633     | 3.442          |
| T1 2023                     | 109.657.063    | 41.342         | 13.715.780     | 3.931          |
| T2 2023                     | 80.963.047     | 36.918         | 11.258.202     | 3.831          |
| T3 2023                     | 164.924.225    | 50.844         | 14.982.039     | 4.854          |
| T4 2023                     | 172.835.821    | 46.284         | 16.481.868     | 4.615          |
| T1 2024                     | 240.755.650    | 60.530         | 17.237.755     | 4.784          |
| T2 2024                     | 153.389.461    | 48.911         | 59.547.234     | 3.888          |
| T3 2024                     | 170.011.943    | 46.115         | 17.728.043     | 3.129          |
| T4 2024                     | 148,938,183    | 33,529         | 24,993,837     | 3511           |
| T1 2025                     | 67,807,214     | 34,649         | 64,888,138     | 3,500          |

\*În categoria acțiuni sunt incluse acțiuni, drepturi și unități de fond

\*\*În categoria obligațiuni sunt incluse toate obligațiunile, inclusiv EUR-BOND, EUR-TBILLS și EUR-TBONDS

Sursa: ASF

Pe parcursul primului trimestru din anul 2025, pe SMT s-au derulat 34.649 de tranzacții cu acțiuni, reprezentând o valoare de aproximativ 67,8 milioane lei.

Deutsche Lufthansa A.G. este pe primul loc în topul emitenților după valoarea tranzacționată, cu o pondere de aproximativ 16,26% din valoarea totală tranzacționată pe SMT, iar pe pozițiile următoare se regăsesc și DN Agrar Group (DN) și Holde Agri Invest S.A (HAI) cu ponderi de 8,32% și respectiv 6,30% din valoarea totală a tranzacțiilor cu acțiuni pe SMT.

Astfel primii trei emitenți obțin un procent de 30,9% din valoarea tranzacționată pe SMT și aproximativ 14,5% din numărul tranzacțiilor efectuate la nivelul primelor 3 luni din anul 2025.

Din totalul celor 204 companii pentru care au efectuate tranzacții pe SMT în primul trimestru din anul 2025, primele 20 au înregistrat tranzacții cumulând 72,85% din valoarea totală tranzacționată, conform tabelului de mai jos.

Tabel 14 Top emitenți după valoarea tranzacționată pe SMT (exclusiv acțiuni), la 31 martie 2025

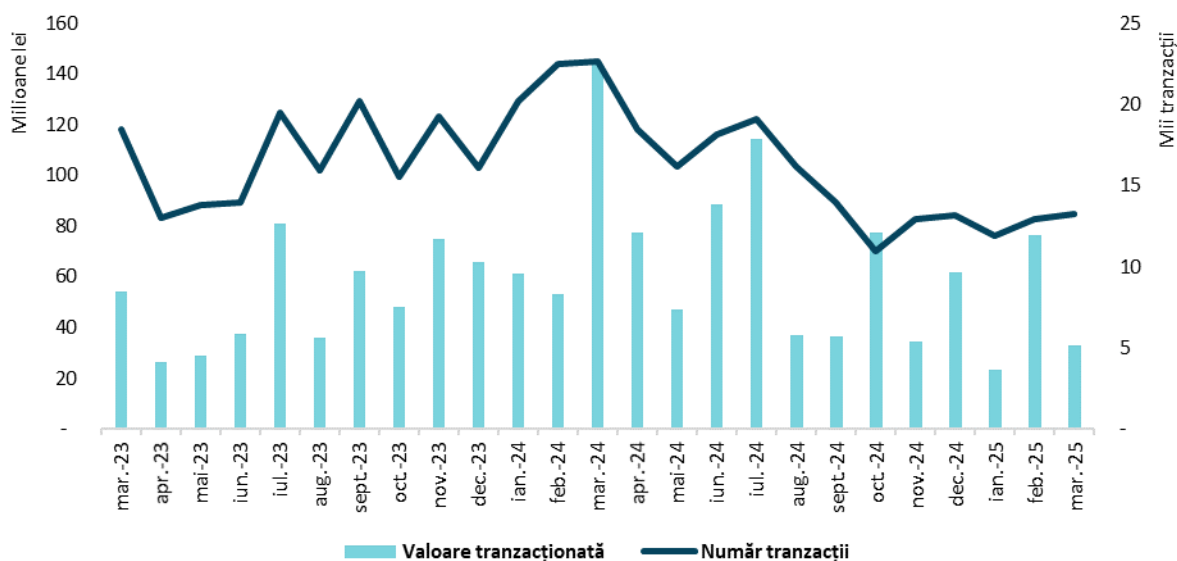
| Simboluri            | Valoare lei       | % din valoare totală | Nr. tranzacții | % din nr. total de tranzacții |
|----------------------|-------------------|----------------------|----------------|-------------------------------|
| LHA                  | 11,021,839        | 16.26%               | 1,156          | 3.34%                         |
| DN                   | 5,640,849         | 8.32%                | 1,954          | 5.64%                         |
| HAI                  | 4,274,352         | 6.30%                | 1,919          | 5.54%                         |
| BAYN                 | 3,804,197         | 5.61%                | 553            | 1.60%                         |
| NRF                  | 3,058,509         | 4.51%                | 1,348          | 3.89%                         |
| BENTO                | 2,838,782         | 4.19%                | 1,748          | 5.05%                         |
| IPRU                 | 2,385,250         | 3.52%                | 1,460          | 4.22%                         |
| ASC                  | 2,310,291         | 3.41%                | 1,499          | 4.33%                         |
| JTG                  | 2,047,526         | 3.02%                | 1,022          | 2.95%                         |
| AVIO                 | 1,407,438         | 2.08%                | 1,268          | 3.66%                         |
| PETY                 | 1,300,000         | 1.92%                | 1              | 0.00%                         |
| EMTL                 | 1,201,697         | 1.77%                | 64             | 0.18%                         |
| DBK                  | 1,193,467         | 1.76%                | 342            | 0.99%                         |
| MACO                 | 1,173,480         | 1.73%                | 449            | 1.30%                         |
| AG                   | 1,037,587         | 1.53%                | 907            | 2.62%                         |
| MET                  | 1,012,253         | 1.49%                | 442            | 1.28%                         |
| CBKN                 | 989,316           | 1.46%                | 204            | 0.59%                         |
| CC                   | 920,784           | 1.36%                | 603            | 1.74%                         |
| AST                  | 902,093           | 1.33%                | 667            | 1.93%                         |
| ALW                  | 874,045           | 1.29%                | 627            | 1.81%                         |
| <b>TOTAL cumulat</b> | <b>49,393,755</b> | <b>72.85%</b>        | <b>18,233</b>  | <b>52.65%</b>                 |
| <b>LHA</b>           | <b>11,021,839</b> | <b>16.26%</b>        | <b>34,631</b>  | <b>100.00%</b>                |

\* Din cadrul SMT International

Sursa: ASF

Graficul 30 prezintă evoluția lunară a valorii și a numărului de tranzacții derulate pe SMT în intervalul martie 2023 – martie 2025. Se remarcă faptul că la nivelul primelor 3 luni din anul 2025 s-au înregistrat contractii comparativ cu perioada simetrică din anul 2024 atât în termeni de valoare tranzacționată, cât și în ceea ce privește numărul de tranzacții specifice acestei secțiuni.

Grafic 25 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor derulate pe SMT



Sursa: ASF

### 4.3. Sisteme de decontare a titlurilor de valoare

Depozitarul Central S.A., entitate autorizată de în baza reglementărilor Uniunii Europene, desfășoară operațiuni de compensare-decontare a tranzacțiilor cu instrumente financiare, operațiuni de depozitare a instrumentelor financiare emise de societățile emitente și operațiuni de registru pentru emitenți de instrumente financiare.

La sfârșitul primului trimestru al anului 2025, numărul de emisiuni pentru care Depozitarul Central era depozitar al emitenților a fost de 561, iar valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare a fost de 293,104 mld. lei (58,888 mld. euro), din care acțiunile reprezentau 247,038 mld. lei (49,632 mld. euro).

Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare, structurată pe tipuri de instrumente financiare, se prezintă astfel:

*Tabel 15 Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare, structurată pe tipuri de instrumente financiare*

| Tip instrument financiar | Număr emisiuni la data de 31.03.2025 pentru care DC este depozitar al emitentului | Valoare la data de 31.03.2025 (RON) | Valoare la data de 31.03.2025 (EUR) |
|--------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| Acțiuni comune           | 344                                                                               | 247.038.115.905                     | 49.632.956.805                      |
| Obligațiuni corporative  | 59                                                                                | 9.773.984.248                       | 1.963.712.103                       |
| Obligațiuni municipale   | 37                                                                                | 2.924.933.028                       | 587.654.557                         |
| Titluri de stat          | 57                                                                                | 32.110.767.571                      | 6.451.443.066                       |
| Unități de fond          | 3                                                                                 | 58.543.126                          | 11.762.025                          |
| Produse structurate      | 44                                                                                | 685.225.000                         | 137.670.022                         |
| Unități de fond ETF      | 4                                                                                 | 512.896.397                         | 103.047.113                         |
| Drepturi de preferință   | 10                                                                                | 0                                   | 0                                   |
| Drepturi de alocare      | 3                                                                                 | 0                                   | 0                                   |
| <b>TOTAL</b>             | <b>561</b>                                                                        | <b>293.104.465.277</b>              | <b>58.888.245.691</b>               |

*Sursa: ASF*

Instrumentele financiare au fost evaluate la prețul de referință comunicat de BVB în data de 31.03.2025, mai puțin instrumentele financiare pentru care nu există preț de referință, care au fost evaluate la valoarea nominală. Pentru evaluarea instrumentelor financiare a fost utilizat cursul de schimb RON/EUR 4,9773. Unitățile de fond netranzaționabile au fost evaluate la valoarea unitară a activului net furnizată de emitent.

La data de 31.03.2025, valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare pentru care Depozitarul Central nu era depozitar al emitentului a fost de 742,957 mil. lei (149,269 mil. euro). Aceasta include valoare de 30,845 mil. lei (6,197 mil. euro) aferentă a 3 emisiuni de titluri de stat.

În primul trimestru al anului 2025, numărul total al tranzacțiilor decontate pe bază netă a fost de 480.127, în scădere cu 20,55% față de aceeași perioadă a anului 2024. În același timp, valoarea totală a acestora a crescut cu 5,25%, de la 9.376.544 mii lei la 9.868.401 mii lei.

Distribuția pe lună a numărului de tranzacții decontate pe bază netă și a valorii corespunzătoare a acestora, în comparație cu aceeași perioadă a anului 2024, este prezentată în Tabelul 16.

*Tabel 16 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate nete*

| Luna         | Valoare decontare pe bază netă 2024 |                             | Valoare decontare pe bază netă 2025 |                             |
|--------------|-------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|
|              | Nr. tranzacții decontate            | Valoare decontată (mii lei) | Nr. tranzacții decontate            | Valoare decontată (mii lei) |
| Ianuarie     | 218.482                             | 3.014.448                   | 131.228                             | 1.511.126                   |
| Februarie    | 184.309                             | 2.478.464                   | 179.026                             | 4.467.913                   |
| Martie       | 201.506                             | 3.883.632                   | 169.873                             | 3.889.362                   |
| <b>TOTAL</b> | <b>604.297</b>                      | <b>9.376.544</b>            | <b>480.127</b>                      | <b>9.868.401</b>            |

*Sursa: ASF*

Din valoarea totală decontată pe bază netă, 70,04% au provenit din decontarea tranzacțiilor în piețele administrate de BVB (6.912.303 mii lei) și 29,96% (2.956.098 mii lei) din decontarea tranzacțiilor de alocare. Valoarea totală decontată pe tipuri de instrumente financiare a fost: 55,79% pentru acțiuni, 40,55% titluri de stat tranzacționate pe bursă, 0,56% unități de fond, 0,91% obligațiuni, 0,16% drepturi și 2,02% pentru alte tipuri de instrumente financiare.

În primul trimestru al anului 2025, numărul total al tranzacțiilor decontate pe bază brută a fost de 1.061, în scădere cu 3,89% față de aceeași perioadă a anului 2024, în timp ce valoarea totală a acestora a înregistrat o scădere semnificativă cu 47,55%, de la 813.912 mii lei la 426.874 mii lei. În aceeași perioadă, întreaga valoare a tranzacțiilor decontate pe bază brută a fost realizată pentru tranzacții cu acțiuni în afara locurilor de tranzacționare.

Distribuția pe lună a numărului de tranzacții decontate pe bază brută și a valorii corespunzătoare a acestora, în comparație cu aceeași perioadă a anului 2024, este prezentată în Tabelul 17.

*Tabel 17 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate brute*

| Luna         | Valoare decontare pe bază brută 2024 |                             | Valoare decontare pe bază brută 2025 |                                 |
|--------------|--------------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|---------------------------------|
|              | Nr. tranzacții                       | Valoare decontată (mii lei) | Nr. tranzacții                       | Valoare decontată din (mii lei) |
| Ianuarie     | 382                                  | 289.432                     | 246                                  | 109.118                         |
| Februarie    | 341                                  | 249.599                     | 383                                  | 130.878                         |
| Martie       | 381                                  | 274.881                     | 432                                  | 186.878                         |
| <b>TOTAL</b> | <b>1.104</b>                         | <b>813.912</b>              | <b>1.061</b>                         | <b>426.874</b>                  |

*Sursa: ASF*

În ceea ce privește decontarea pe bază brută pe Platforma T2S, valoarea totală a tranzacțiilor decontate a fost de 646.077 mii euro, în creștere cu 189,35% (2024: 223.286 mii euro). Din această valoare, 99,37 % (642.029 mii euro) au fost tranzacții decontate cu titluri de stat și 0,63% (4.048 mii euro) tranzacții

decontate cu obligațiuni denuminate în euro. Valoarea tranzacțiilor cu titluri de stat decontate în euro a crescut marcată fiind de emisiunile trimestriale de titluri de stat FIDELIS emise de către Ministerul Finanțelor și listate la BVB.

Referitor la activitatea transfrontalieră, în perioada analizată s-au decontat 272 instrucțiuni DvP și RvP pentru instrumente financiare de tipul acțiunilor, unităților de fond și a certificatelor, valoarea totală a acestora fiind de 39.528,755 mii lei, în scădere cu 35,85% față de aceeași perioadă a anului 2024 (61.615 mii lei). Valoare totală decontată în diferite monede este structurată astfel: pentru decontare acțiuni - 90,87%, obligațiuni - 3,91%, unități de fond - 2,11% și pentru decontare alte tipuri de instrumente financiare - 3,10%.

## 5. Intermediari

Conform celor mai recente definiții legislative în vigoare, se va folosi termenul de "intermediari" în cadrul acestui capitol când se va face referire la Societățile de Servicii de Investiții Financiare (SSIF-uri)/instituții de credit sau firme de investiții care prestează servicii și activități de investiții.

La finalul trimestrului I 2025 pe piața reglementată administrată de BVB își desfășurau activitatea un număr total de 26 de intermediari, dintre care 16 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 7 entități autorizate în alte state membre UE.

*Tabel 18 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB*

| Categorie                                                      | BVB-piața la vedere |
|----------------------------------------------------------------|---------------------|
| Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF)          | 16                  |
| Instituții de credit locale                                    | 3                   |
| Firme de investiții din alte state membre UE                   | 4                   |
| Instituții de credit din alte state membre UE                  | 2                   |
| Sucursală a unei instituții de credit din alte state membre UE | 1                   |
| <b>TOTAL</b>                                                   | <b>26</b>           |

*Sursa: BVB, calcule ASF*

În cadrul SMT, la finalul trimestrului I 2025 erau activi un număr total de 20 de intermediari, din care 15 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 2 entități autorizate în alte state membre UE.

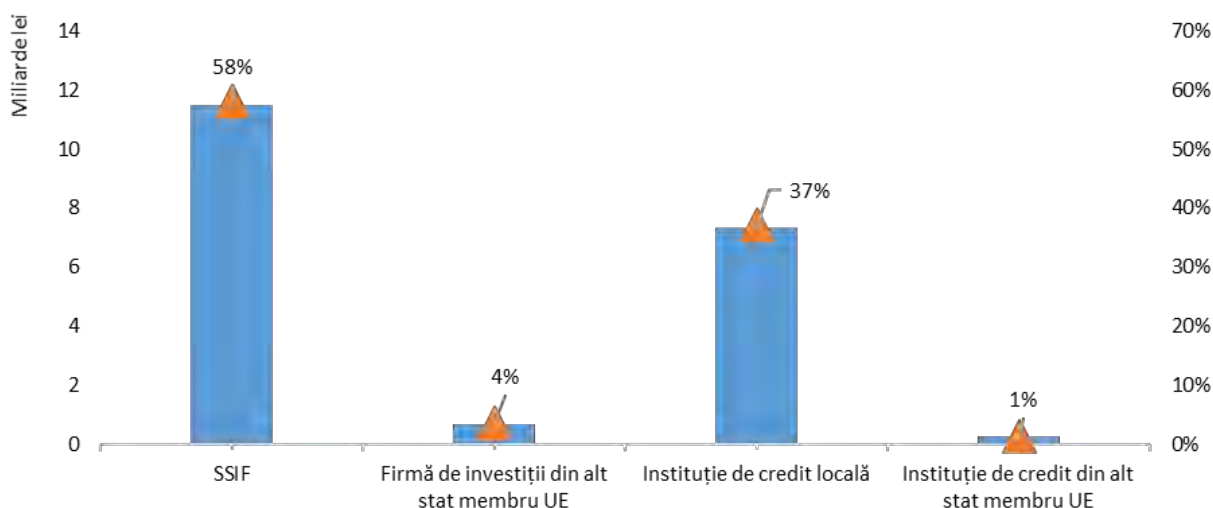
*Tabel 19 Categoriile de intermediari pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB*

| Categorie                                             | BVB - SMT |
|-------------------------------------------------------|-----------|
| Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF) | 15        |
| Instituții de credit locale                           | 3         |
| Firme de investiții din alte state membre UE          | 1         |
| Instituții de credit din alte state membre UE         | 1         |
| <b>TOTAL</b>                                          | <b>20</b> |

*Sursa: BVB, calcule ASF*

La finalul trimestrului I 2025, cei mai activi intermediari pe BVB (piața reglementată și SMT) au fost societățile de servicii de investiții financiare, valoarea intermediată de acestea fiind de aproximativ 11,48 miliarde lei. Intermediarii locali (SSIF și instituțiile de credit) au realizat aproximativ 95% din valoarea totală intermediată. Dintre intermediarii autorizați în alte state membre UE care au efectuat tranzacții pe piețele la vedere, cele mai active au fost firmele de investiții, acestea cumulând o cotă de piață de 4%.

Grafic 26 Valoarea intermediată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 31 martie 2025



Sursa: BVB, calcule ASF

La finalul trimestrului I 2025, BT Capital Partners s-a clasat pe primul loc în clasamentul participanților pe piețele reglementate, cu o valoare intermediată de 6 miliarde lei și o cotă de piață de 30%.

BRD Groupe Societe Generale ocupă următoarea poziție, aceasta deținând o pondere de 19% în totalul valorii intermediare.

Primele 10 societăți dețin aproximativ 97 % din valoarea totală intermediată în trimestrul I 2025. Dintre acestea, 5 sunt Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale, o firmă de investiții autorizată într-un alt stat membru UE și o instituție de credit din alt stat membru UE.

Tabel 20 Clasamentul intermediarilor pe piețele la vedere administrate de BVB la 31 martie 2025

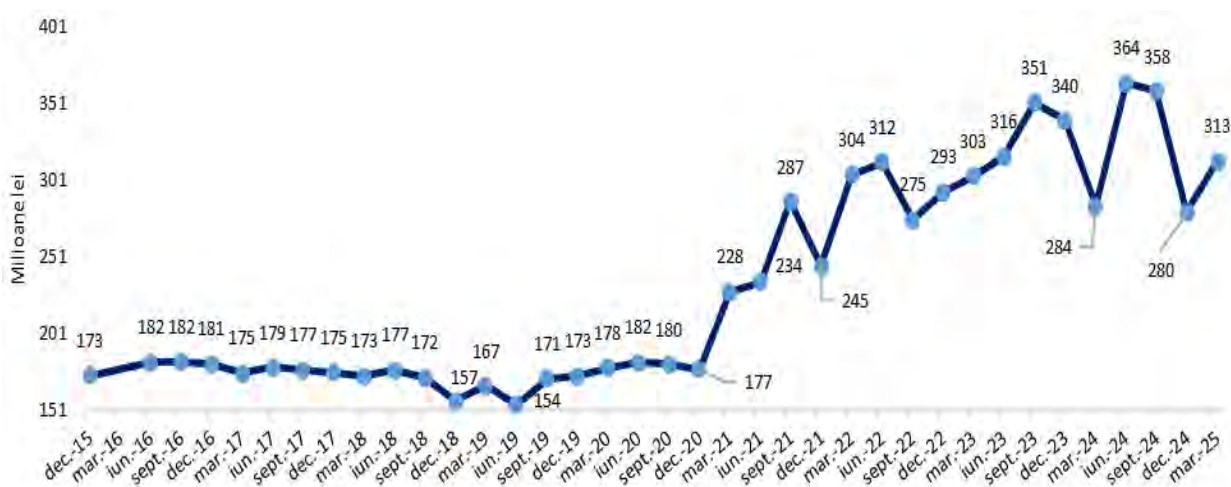
| Poziție (an) | Nume intermediar                              | Valoare intermediată (lei) | Pondere |
|--------------|-----------------------------------------------|----------------------------|---------|
| 1            | BT CAPITAL PARTNERS                           | 6.025.191.332,47           | 30%     |
| 2            | BRD Groupe Societe Generale                   | 3.819.438.934,38           | 19%     |
| 3            | TRADEVILLE                                    | 2.932.029.068,67           | 15%     |
| 4            | BANCA COMERCIALA ROMANA                       | 2.650.697.401,54           | 13%     |
| 5            | SWISS CAPITAL S.A.                            | 1.236.533.883,39           | 6%      |
| 6            | Alpha Bank Romania SA                         | 865.044.195,04             | 4%      |
| 7            | WOOD & COMPANY FINANCIAL SERVICES. a.s. PRAGA | 673.837.715,31             | 3%      |
| 8            | SSIF BRK FINANCIAL GROUP S.A.                 | 475.770.332,84             | 2%      |
| 9            | Raiffeisen Bank International                 | 252.231.690,74             | 1%      |
| 10           | GOLDRING                                      | 218.755.285,41             | 1%      |
| 11           | IFB FINWEST                                   | 146.275.823,54             | 1%      |
| 12           | PRIME TRANSACTION                             | 107.682.639,26             | 1%      |
| 13           | INTERFINBROK CORPORATION                      | 104.625.726,50             | 1%      |
| 14           | ESTINVEST                                     | 83.940.546,23              | 0%      |
| 15           | Intercapital Securities Ltd.                  | 80.902.392,43              | 0%      |
| 16           | INVESTIMENTAL SA                              | 30.415.047,78              | 0%      |
| 17           | CONCORDE SECURITIES LTD                       | 27.798.196,50              | 0%      |
| 18           | MUNTENIA GLOBAL INVEST                        | 12.027.027,92              | 0%      |
| 19           | S.S.I.F. BLUE ROCK FINANCIAL SERVICES S.A     | 8.573.642,24               | 0%      |
| 20           | ERSTE GROUP BANK AG                           | 7.080.224,02               | 0%      |
| 21           | Bursa Romana de Marfuri (BRM)                 | 5.827.230,85               | 0%      |

|                                                     |                            |                          |                |
|-----------------------------------------------------|----------------------------|--------------------------|----------------|
| 22                                                  | INTERDEALER CAPITAL INVEST | 5.066.210,54             | 0%             |
| 23                                                  | Share Invest S.A.          | 4.165.632,91             | 0%             |
| 24                                                  | FINACO SECURITIES          | 4.028.322,20             | 0%             |
| <b>Total valoare intermediată la 31 martie 2025</b> |                            | <b>19.777.938.502.71</b> | <b>100.00%</b> |

Sursa: BVB

La sfârșitul lunii martie 2025, valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF-urilor a crescut cu aproximativ 12% față de luna decembrie 2024, atingând nivelul de 313 milioane lei.

Grafic 27 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF

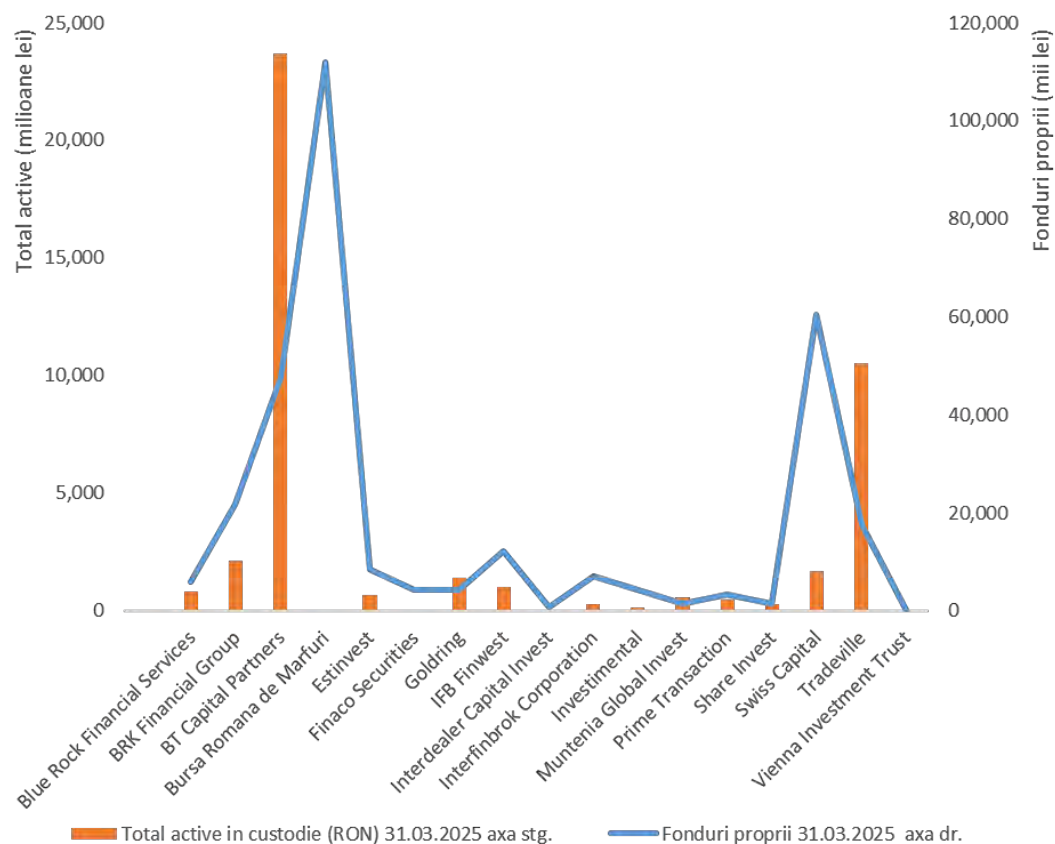


Sursa: ASF

La sfârșitul lunii martie 2025, SSIF-urile aveau în custodie o valoare cumulată a activelor de 43,84 miliarde de lei, reprezentând atât disponibilități ale clienților, cât și titluri financiare deținute de aceștia.

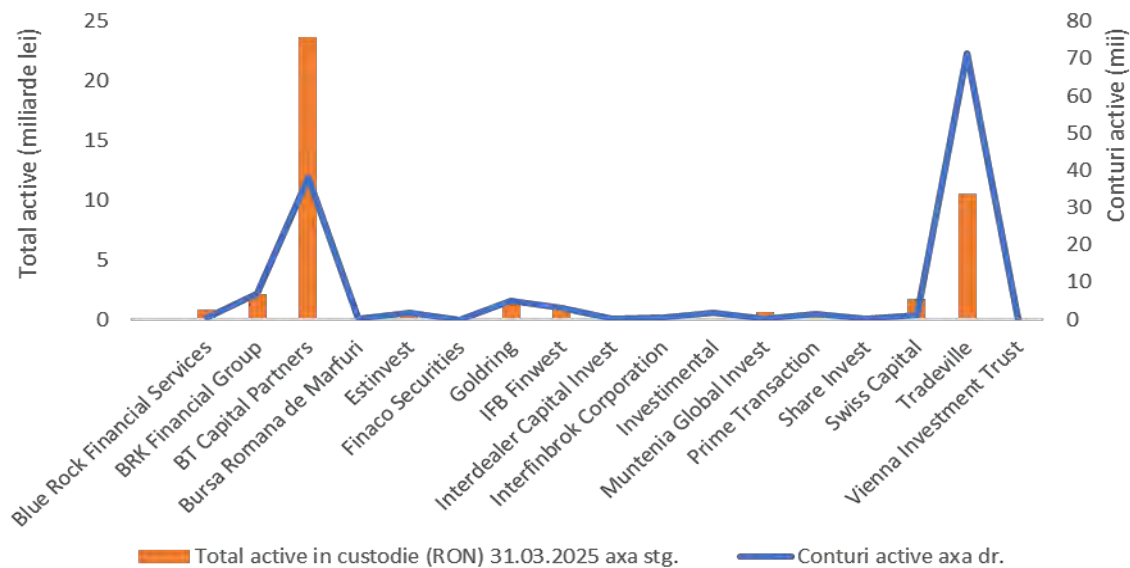
Numărul cumulat al conturilor de clienți activi ai SSIF-urilor la finalul trimestrului I 2025 a fost de 132,5 mii (un investitor poate avea simultan conturi deschise la mai mulți intermediari). Din graficele prezentate mai jos se observă că valoarea activelor în custodie este în general corelată cu numărul de conturi active.

Grafic 28 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii



Sursa: ASF

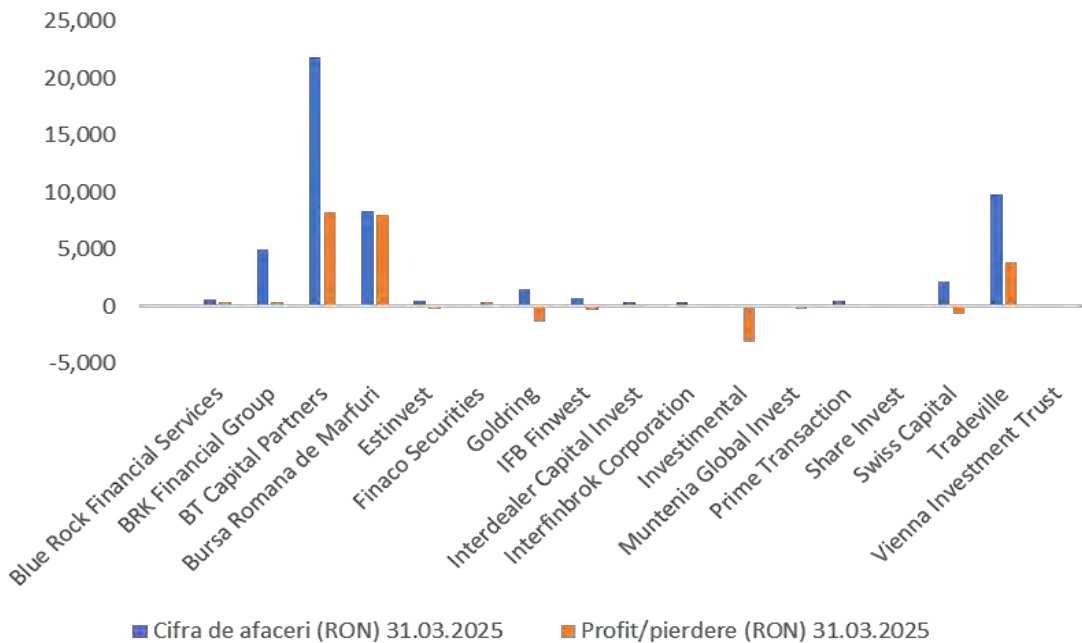
Grafic 29 Valoarea activelor în custodie raportată la numărul de conturi active



Sursa: ASF

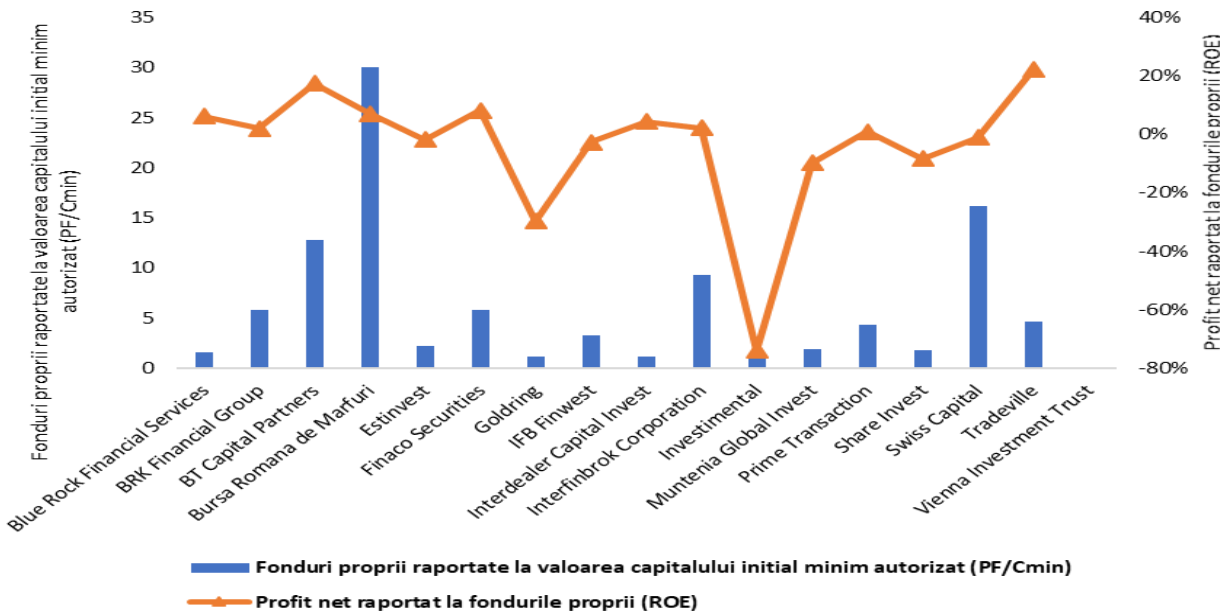
Dintre cele 17 SSIF-uri, un număr de 9 SSIF-uri au obținut profit în anul 2025, valoarea cumulată a profiturilor acestora fiind de circa 21,52 milioane lei. Pierdere cumulată a celor 8 SSIF-uri care au avut rezultate negative a fost de aproximativ 5,74 milioane lei.

Grafic 30 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor



Sursa: ASF

Grafic 31 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în T1 2025



Sursa: ASF

## 6. Organismele de plasament colectiv

Valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România la data de 31 martie 2025 a fost de aproximativ 45,5 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 2,6% comparativ cu finalul anului 2024.

La data menționată mai sus, în România își desfășurau activitatea 18 administratori, din care 6 autorizați exclusiv ca și societăți de administrare a investițiilor (SAI), 4 autorizați exclusiv ca și administrator de fonduri alternative de investiții (AFIA), iar 8 având dublă autorizație. De asemenea, la 31 martie 2025, erau autorizate 92 organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), 38 fonduri de investiții alternative (FIA) care includ cele 5 societăți de investiții tranzacționate (SI) și Fondul Proprietatea. Serviciile de depozitare pentru cele 130 de OPC-uri erau asigurate de 4 depozitari.

Entitățile ce își desfășurau activitatea la 31 martie 2024 sunt prezentate în cele două tabele de mai jos.

Tabel 21 Numărul de OPC-uri și Administratori

| Categorie entitate        | 31.12.2024<br>Nr. entități | 31.03.2025<br>Nr. entități |
|---------------------------|----------------------------|----------------------------|
| Administratori            | 17                         | 18                         |
| SAI exclusiv              | 6                          | 6                          |
| AFIA exclusiv             | 3                          | 4                          |
| SAI și AFIA               | 8                          | 8                          |
| OPCVM (FDI)               | 92                         | 92                         |
| FIA din care:             | 37                         | 38                         |
| • Societăți de investiții | 6                          | 6                          |
| Depozitari                | 4                          | 4                          |

Tabel 22 Depozitarii activelor OPC

| Depozitar                        | Total active<br>31.03.2025 (lei) |
|----------------------------------|----------------------------------|
| BRD – Groupe Société Générale SA | 21,783,016,944.50                |
| Banca Comercială Română SA       | 14,425,939,094.18                |
| Raiffeisen Bank SA               | 9,160,252,098.89                 |
| Unicredit Ţiriac Bank SA         | 177,279,515.72                   |
| <b>TOTAL ACTIVE</b>              | <b>45,546,487,653.30</b>         |

Sursa: ASF

### 6.1. Societăți de administrare a investițiilor

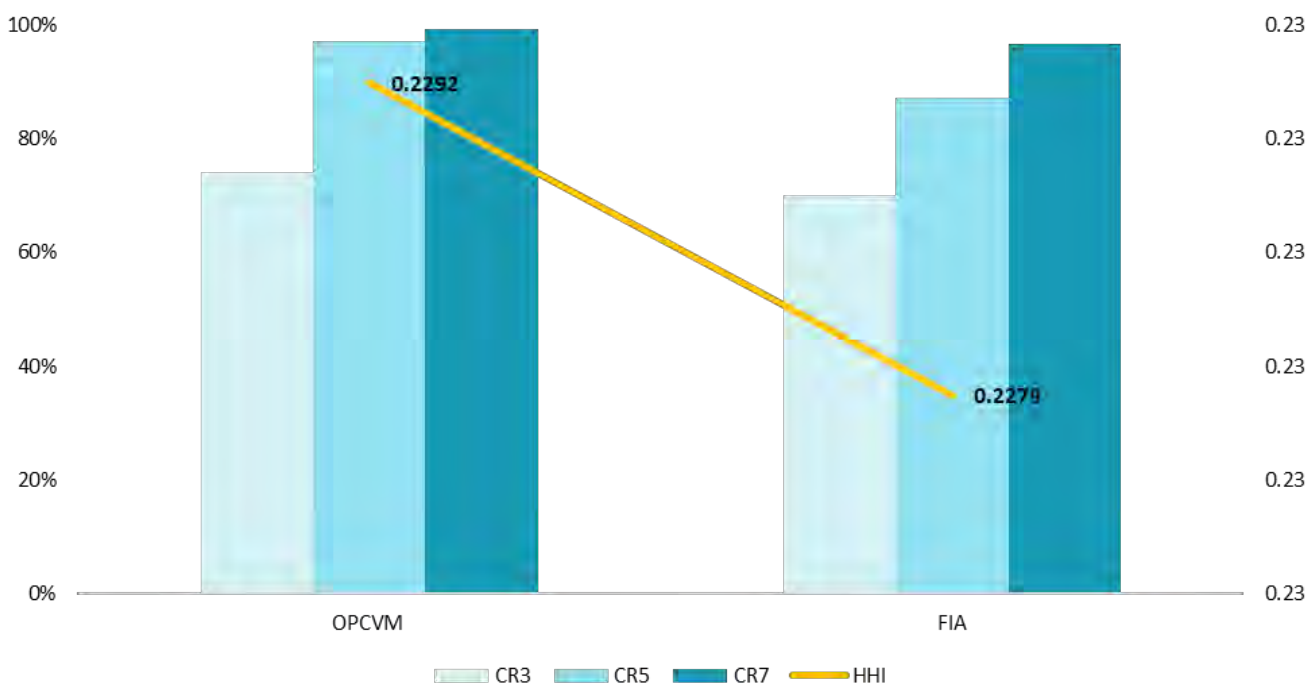
La finalul trimestrului I din anul 2025, în mod similar cu perioadele anterioare, din totalul administratorilor categoria dominantă continuă să fie grupurile bancare. Acestea controlează cea mai consistentă parte din totalul cumulat al activelor administrate de SAI. Conform datelor din tabelul de mai jos, primele cinci SAI-uri după volumul activelor sunt toate societăți afiliate sistemului bancar, iar activele administrate de acestea la data de 31 martie 2024 totalizau aproximativ 24,6 miliarde lei ceea ce reprezintă 91,10% din activul total aferent industriei fondurilor de investiții, excluzând SI-urile și FP.

Tabel 23 Principalele societăți de administrare a investițiilor și activele administrate

| SAI                                                               | Activ total (lei)<br>30.12.2024 | % din<br>total<br>active | SAI                                                               | Activ total (lei)<br>31.05.2024 | % din<br>total<br>active |
|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------|--------------------------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------|--------------------------|
| BRD Asset Management                                              | 6.156.332.787,54                | 24,25%                   | BRD Asset Management                                              | 6.881.326.070                   | 26,01%                   |
| BT Asset Management                                               | 6.097.660.717,40                | 24,02%                   | BT Asset Management                                               | 6.623.366.300                   | 25,04%                   |
| Raiffeisen Asset Management                                       | 5.404.399.300,48                | 21,29%                   | Raiffeisen Asset Management                                       | 5.438.216.393                   | 20,56%                   |
| ERSTE Asset Management                                            | 5.101.231.149,39                | 20,10%                   | ERSTE Asset Management                                            | 5.169.287.486                   | 19,54%                   |
| OTP Asset Management Romania                                      | 587.168.250,59                  | 2,31%                    | Patria (fostă Carpatica) Asset Management                         | 514.560.034                     | 1,95%                    |
| <b>Total active gestionate de cele 5 SAI-uri</b>                  | <b>23.346.792.205,40</b>        | <b>91,97%</b>            | <b>Total active gestionate de cele 5 SAI-uri</b>                  | <b>24.626.756.283</b>           | <b>93,10%</b>            |
| <b>Total active celelalte SAI-uri</b>                             | <b>2.037.704.708,47</b>         | <b>8,03%</b>             | <b>Total active celelalte SAI-uri</b>                             | <b>1.825.819.178</b>            | <b>6,90%</b>             |
| <b>Total active administrate de SAI-urile locale<sup>13</sup></b> | <b>25.384.496.914</b>           | <b>100,00%</b>           | <b>Total active administrate de SAI-urile locale<sup>14</sup></b> | <b>26.452.575.461</b>           | <b>100,00%</b>           |

Sursa: ASF

Grafic 32 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 31.03.2025)



Sursa: Calcule ASF

Pentru piața organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare, analizată din perspectiva activelor administrate de SAI-uri, indicele Herfindahl-Hirschman are valoarea de 0,2292, ceea ce reflectă un grad ridicat de concentrare. Acest lucru este vizibil și la nivelul indicatorilor CR („concentration ratio”). La 30 martie 2025, primele trei SAI administrau aproximativ 74,01% din activele OPCVM și 70,1% din activele FIA.

<sup>13</sup> Nu include activele SIF-urilor și ale Fondului Proprietatea.

<sup>14</sup> Nu include activele SIF-urilor și ale Fondului Proprietatea.

## Administrarea portofoliilor individuale

La finalul lunii martie a anului 2025, 294 de conturi individuale de investiții erau administrate de 2 SAI-uri, valoarea totală a activelor fiind de aproximativ 837 milioane lei, în creștere cu 1,64% față de valoarea de la sfârșitul anului 2024.

Tabel 24 Numărul conturilor individuale de investiții și activele administrate de SAI-uri la 31 martie 2025

| SAI              | 30.12.2024              |                           | 31.03.2025              |                           |
|------------------|-------------------------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|
|                  | Nr. conturi individuale | Active administrate (lei) | Nr. conturi individuale | Active administrate (lei) |
| <b>TOTAL SAI</b> | <b>274</b>              | <b>824.077.859</b>        | <b>294</b>              | <b>837.566.500</b>        |

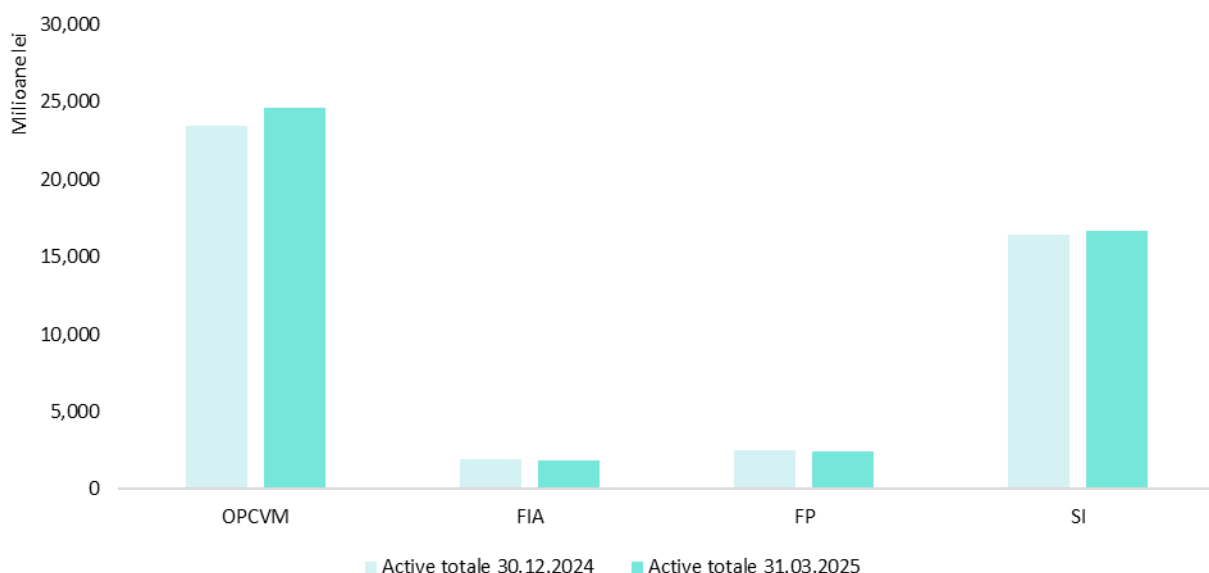
Sursa: ASF

## Administrarea organismelor de plasament colectiv (OPC)

Pe parcursul primului trimestru din anul 2025, valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România a fost de circa 45,57 miliarde lei, în creștere cu 2,63% față de finalul anului 2024.

O analiză orientată pe categorii de organisme de plasament colectiv arată că, la nivelul primelor trei luni din anul 2025, comparativ cu finalul anului 2024, au fost înregistrate diminuări ale activelor totale pentru FIA (-5,54%) și FP (-4,47%) și creșteri ale activelor totale pentru OPCVM-uri (5,01%) și SI-uri (1,29%).

Grafic 33 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC



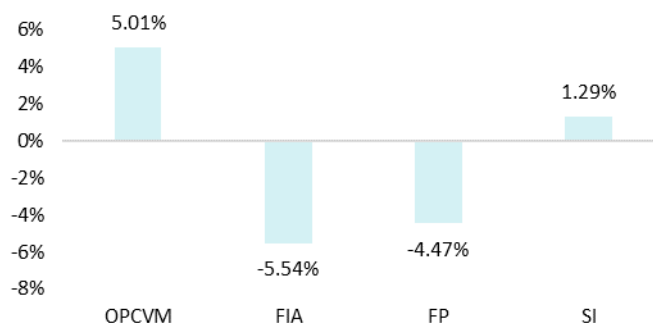
Sursa: ASF

Tabel 25 Activele totale (milioane lei) pe categorii de OPC

| Categorie fond   | Active totale | Active totale |
|------------------|---------------|---------------|
|                  | 29.12.2023    | 31.03.2025    |
| OPCVM            | 23,444        | 24,620        |
| FIA              | 1,940         | 1,833         |
| FP               | 2,541         | 2,427         |
| SIF-uri          | 16,454        | 16,666        |
| <b>TOTAL OPC</b> | <b>44,379</b> | <b>45,546</b> |

Sursa: ASF

Grafic 34 Modificarea (%) activelor totale pe categorii de OPC la 30.12.2024 față de 29.12.2023



Sursa: ASF

La finalul primelor trei luni din anul 2025, din totalul OPC-urilor locale (inclusiv SI-uri și FIA), activele cumulate ale OPCVM reprezentau, o pondere de circa 54,05 %, iar activele FIA reprezentau circa 4,02%.

Tabel 26 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei)

| Active totale – 31.03.2025 | OPCVM          | FIA           | FP            | SI-uri         | TOTAL          |
|----------------------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Acțiuni                    | 4.370.305.784  | 1.067.411.163 | 1.894.574.444 | 13.384.391.213 | 20.716.682.604 |
| Obligațiuni                | 2.948.711.879  | 9.297.899     | -             | 117.342.316    | 3.075.352.094  |
| Titluri de stat            | 11.649.183.149 | 1.109.155     | -             | 249.649.045    | 11.899.941.349 |
| Depozite și disponibil     | 4.327.319.627  | 215.333.876   | 529.863.479   | 1.263.608.227  | 6.336.125.209  |
| Titluri OPCVM/FIA          | 1.532.631.104  | 187.103.396   | -             | 1.414.719.197  | 3.134.453.697  |
| Altele                     | -208.359.075   | 352.527.504   | 3.021.386     | 236.742.886    | 383.932.701    |

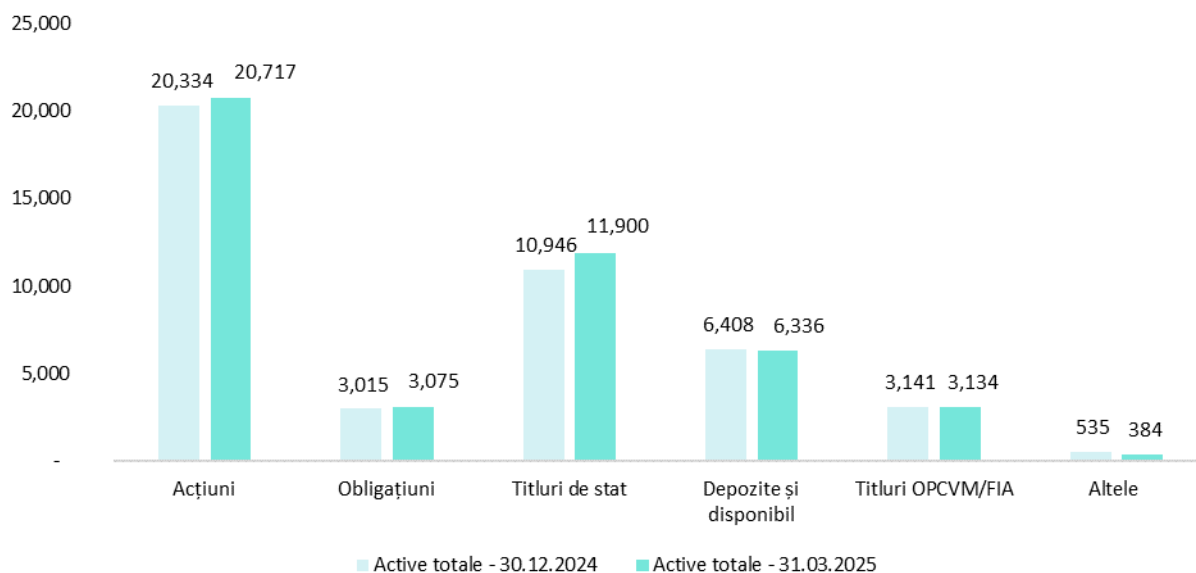
Sursa: ASF

Din perspectiva structurii plasamentelor, OPCVM-urile sunt orientate preponderent către instrumentele cu venit fix (titluri de stat și obligațiuni), iar FIA, SI-urile și FP au o orientare dominantă către plasamentele în acțiuni.

Pe ansamblul pieței, structura consolidată a investițiilor tuturor organismelor de plasament colectiv indică o preferință pentru acțiuni, a căror valoare totală este de circa 20,71 miliarde lei, consemnând o pondere de circa 45,48% din activul total al OPC. Investițiile în instrumente financiare cu venit fix la nivelul întregii piețe sunt în valoare de 14,97 miliarde lei, reprezentând circa 32,88% din activul total al OPC.

La 31 martie 2024, comparativ cu finalul anului 2024, se constată diminuări ale activelor pentru depozite și disponibil (-1,13%), titluri OPCVM/FIA (-0,20%) și categoria alte investiții (-28,24%). Creșteri ale activelor deținute au fost înregistrate astfel: acțiuni (1,88%), obligațiuni (2,01%) și titluri de stat (8,71%).

Grafic 35 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC



Sursa: ASF

## 6.2. Organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM)

La finalul lunii martie a anului 2025, își desfășurau activitatea 92 de organisme de plasament colectiv în valori mobiliare, structurate pe nouă categorii: titluri de credit (25), titluri de capital (23), multi-active flexible (16), alte fonduri (11), multi-active echilibrate (7), multi-active agresive (4), multi-active defensive (3), absolute return (3) și alte fonduri (11).

Tabel 27 Evoluția numărului de OPCVM, pe categorii

| OPCVM în funcție de politica investițională* | 30.12.2024 |
|----------------------------------------------|------------|
| Titluri de credit                            | 25         |
| Titluri de capital                           | 23         |
| Multi-active flexible                        | 16         |
| Alte fonduri                                 | 11         |
| Multi-active echilibrate                     | 7          |
| Multi-active agresive                        | 4          |
| Multi-active defensive                       | 3          |
| Absolute return                              | 3          |
| <b>TOTAL</b>                                 | <b>92</b>  |
| * conform noii clasificări                   |            |

Sursa: ASF

Fondurile de titluri de credit reprezintă ca număr cea mai mare pondere în categoria acestui segment de piață. Fondurile de titluri de capital sunt de asemenea consistent reprezentate, ceea ce arată că interesul investitorilor pentru aceste două clase de active (obligațiuni și acțiuni) este substanțial.

Tabel 28 Distribuția investitorilor pe categorii de OPCVM

| Categorii de fonduri     | 31.03.2025     |               |                |
|--------------------------|----------------|---------------|----------------|
|                          | PF             | PJ            | Total          |
| Titluri de capital       | 210.682        | 1.114         | 211.796        |
| Titluri de credit        | 313.524        | 7.968         | 321.492        |
| Multi-active defensive   | 1.708          | 32            | 1.740          |
| Multi-active flexible    | 97.183         | 1.597         | 98.780         |
| Multi-active echilibrate | 100.058        | 381           | 100.439        |
| Absolute return          | 1.428          | 15            | 1.443          |
| Alte fonduri             | 197.580        | 961           | 198.541        |
| Multi-active agresive    | 2.597          | 51            | 2.648          |
| <b>Total</b>             | <b>924.760</b> | <b>12.119</b> | <b>936.879</b> |

La finalul trimestrului I al anului 2025, numărul investitorilor în OPCVM-uri s-a situat la 935.879, în creștere cu 53.317 investitori față de finalul anului 2024.

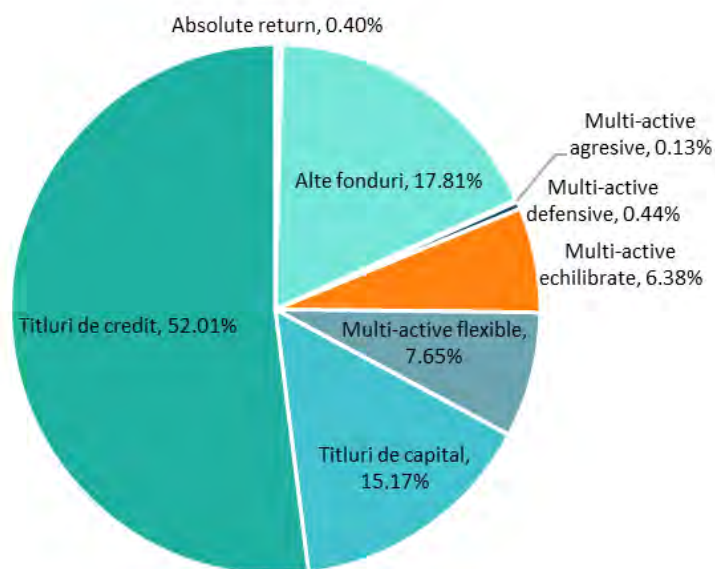
Tabel 29 Structura activelor nete pe categorii de OPCVM

| OPCVM în funcție de politica investițională | Activ net 31.03.2025 (lei) |
|---------------------------------------------|----------------------------|
| Titluri de capital                          | 99.573.309                 |
| Titluri de credit                           | 4.384.339.303              |
| Multi-active defensive                      | 33.158.975                 |
| Multi-active flexible                       | 109.294.510                |
| Multi-active echilibrate                    | 1.570.575.177              |
| Absolute return                             | 1.884.594.321              |
| Alte fonduri                                | 3.734.683.627              |
| Multi-active agresive                       | 12.803.573.245             |
| <b>Total</b>                                | <b>24.619.792.467</b>      |

Sursa: ASF

Cea mai ridicată pondere în activul net cumulat al OPCVM este deținută de fondurile de titluri de credit, cu o valoare de aproximativ 52,01%.

Grafic 36 Cota de piață a OPCVM în funcție de politica investițională și de activul net (31.03.2025)



Sursa: ASF

În ceea ce privește structura portofoliilor OPCVM, aceasta este orientată cu precădere spre instrumentele financiare cu venit fix. Ponderi semnificative în activul total al organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare sunt deținute de următoarele categorii: titlurile de credit (52,01%), titlurile de capital (15,71%) și alte fonduri (17,81%).

Tabel 30 Evoluția alocării strategice a activelor OPCVM

| Elemente de portofoliu OPCVM                          | 30.12.2024            | % din AT       | 31.03.2025            | % din AT       |
|-------------------------------------------------------|-----------------------|----------------|-----------------------|----------------|
| Acțiuni cotate                                        | 4.143.433.845         | 17,67%         | 4.335.446.151         | 17,61%         |
| Acțiuni necotate                                      | 44.520.002            | 0,19%          | 34.859.633            | 0,14%          |
| Acțiuni tranzacționate în afara piețelor reglementate | -                     | 0,00%          | -                     | 0,00%          |
| Obligațiuni corporative cotate                        | 2.452.119.448         | 10,46%         | 2.471.883.323         | 10,04%         |
| Obligațiuni corporative necotate                      | 144.632.662           | 0,62%          | 338.609.274           | 1,38%          |
| Obligațiuni municipale cotate                         | 136.922.695           | 0,58%          | 138.219.282           | 0,56%          |
| Conturi curente și numerar                            | 151.880.787           | 0,65%          | 173.864.976           | 0,71%          |
| Depozite bancare                                      | 4.129.921.758         | 17,62%         | 4.153.454.650         | 16,87%         |
| Titluri de stat >1 an                                 | 7.699.562.492         | 32,84%         | 8.005.823.846         | 32,52%         |
| Titluri de stat <1 an                                 | 3.046.175.073         | 12,99%         | 3.643.359.303         | 14,80%         |
| Titluri OPCVM / AOPC cotate                           | 276.137.671           | 1,18%          | 376.926.910           | 1,53%          |
| Titluri OPCVM / AOPC necotate                         | 1.218.345.708         | 5,20%          | 1.155.704.193         | 4,69%          |
| Instrumente financiare derivate                       | 12.598.909            | 0,05%          | 8.765.604             | 0,04%          |
| Produce structurate                                   | -                     | 0,00%          | -                     | 0,00%          |
| Dividende și alte drepturi de încasat                 | 217.727               | 0,00%          | 788.337               | 0,00%          |
| Alte active                                           | -12.207.053           | -0,05%         | -217.913.017          | -0,89%         |
| <b>Total activ (lei)</b>                              | <b>23.444.261.725</b> | <b>100,00%</b> | <b>24.619.792.467</b> | <b>100,00%</b> |

Sursa: ASF

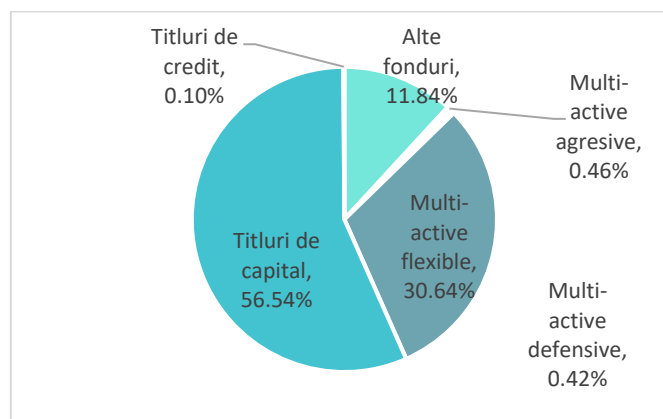
### 6.3. Fonduri de investiții alternative (FIA)

Tabel 31 Structura activelor nete pe categorii de FIA

| FIA în funcție de politica investițională | Activ net 31.03.2025 (lei) |
|-------------------------------------------|----------------------------|
| Titluri de capital                        | 1.036.181.966              |
| Titluri de credit                         | 1.914.915                  |
| Multi-active defensive                    | 7.732.436                  |
| Multi-active flexible                     | 561.556.260                |
| Alte fonduri                              | 217.047.464                |
| Multi-active agresive                     | 8.349.954                  |
| Multi-active echilibrate                  | -                          |
| <b>Total</b>                              | <b>1.832.782.994</b>       |

Sursa: ASF

Grafic 37 Cota de piață a FIA în funcție de politica investițională și de activul net (31.03.2025)



Sursa: ASF

În funcție de politica investițională, FIA din categoria titlurilor de capital dețin o pondere de aproximativ 56,54% din activul net cumulat al FIA, urmate de FIA din categoria multi-active flexible cu o pondere de circa 30,64%. Astfel, la finalul trimestrului I din anul 2025, aproximativ 87,18% din totalul activelor nete administrate de FIA se află în fondurile din categoria titlurilor de capital și multi-active flexible.

Din perspectiva structurii activelor FIA, se constată că acestea sunt orientate cu precădere spre plasamentele în acțiuni, ce dețin o pondere de aproximativ 58,24% din activul total al FIA, dintre care

55,37% din activul total constă în plasamente în acțiuni cotate. Investițiile în obligațiuni și titluri de stat dețin o pondere de până în 1% din activul total.

Tabel 32 Evoluția alocării strategice a activelor FIA

| Elemente de portofoliu FIA                            | 30.12.2024           | % din AT       | 31.03.2025           | % din AT       |
|-------------------------------------------------------|----------------------|----------------|----------------------|----------------|
| Acțiuni cotate                                        | 1.041.280.019        | 53,67%         | 1.014.845.069        | 55,37%         |
| Acțiuni necotate                                      | 49.249.956           | 2,54%          | 52.566.095           | 2,87%          |
| Acțiuni tranzacționate în afara piețelor reglementate | -                    | 0,00%          | -                    | 0,00%          |
| Obligațiuni corporative cotate                        | 7.891.752            | 0,41%          | 8.328.122            | 0,45%          |
| Obligațiuni corporative necotate                      | 745.912              | 0,04%          | 708.995              | 0,04%          |
| Obligațiuni municipale cotate                         | 10.487               | 0,00%          | 9.072                | 0,00%          |
| Obligațiuni municipale necotate                       | 252.186              | 0,01%          | 251.710              | 0,01%          |
| Conturi curente și numerar                            | 15.523.256           | 0,80%          | 16.526.932           | 0,90%          |
| Depozite bancare                                      | 299.342.955          | 15,43%         | 198.806.944          | 10,85%         |
| Titluri de stat >1 an                                 | 881.872              | 0,05%          | 318.003              | 0,02%          |
| Titluri de stat cu maturitate < 1 an                  | 774.709              | 0,04%          | 791.152              | 0,04%          |
| Titluri OPCVM / AOPC cotate                           | 3.281.733            | 0,17%          | 2.153.677            | 0,12%          |
| Titluri OPCVM/AOPC necotate                           | 183.271.400          | 9,45%          | 184.949.719          | 10,09%         |
| Instrumente financiare derivate                       | 217.708              | 0,01%          | 720.281              | 0,04%          |
| Produse structurate                                   | 91.108.424           | 4,70%          | 92.725.417           | 5,06%          |
| Dividende și alte drepturi de încasat                 | 53.795               | 0,00%          | 6.618                | 0,00%          |
| Alte active                                           | 246.349.024          | 12,70%         | 259.075.188          | 14,14%         |
| <b>Total activ (lei)</b>                              | <b>1.940.235.188</b> | <b>100,00%</b> | <b>1.832.782.994</b> | <b>100,00%</b> |

Sursa: ASF

## 6.4. Societățile de investiții (SI)

La 31 martie 2025, activele nete aferente celor șase SI-uri au cumulat aproximativ 16,66 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 1,29% față de finalul anului 2024 (16,45 miliarde lei). Cele mai mari active nete aparțin LION, INFINITY și EVER.

Tabel 33 Evoluția sintetică a celor șase societăți de investiții financiare

| Data              | Indicatori        | LION          | EVER             | TRANSI           | SI4<br>Muntenia<br>(Longshield<br>Investment<br>Group) | INFINITY      | Sparking<br>Capital SA |
|-------------------|-------------------|---------------|------------------|------------------|--------------------------------------------------------|---------------|------------------------|
| <b>30.12.2024</b> | VUAN (lei)        | 9,0045        | 3,3941           | 0,8872           | 3,3137                                                 | 7,9198        |                        |
|                   | Preț de piață     | 2,81          | 1,47             | 0,376            | 1,93                                                   | 2,42          |                        |
|                   | Discount (%)      | 68,79%        | 56,69%           | 57,62%           | 41,76%                                                 | 69,44%        |                        |
|                   | Activ Net (lei)   | 4.547.449.954 | 2.976.661.278    | 1.883.661.410    | 2.522.100.225                                          | 3.390.800.550 | 23.390.141             |
|                   | Nr. acțiuni emise | 505.020.056   | 877.019.965      | 2.123.213.818    | 761.105.845                                            | 428.142.639   |                        |
| <b>31.03.2025</b> | VUAN (lei)        | 9,0838        | 3,5117           | 0,8957           | 3,3352                                                 | 7,9650        |                        |
|                   | Preț de piață     | 2,59          | 1,455            | 0,345            | 1,79                                                   | 2,38          |                        |
|                   | Discount (%)      | 71,49%        | 58,57%           | 61,48%           | 46,33%                                                 | 70,12%        |                        |
|                   | Activ Net (lei)   | 4.587.479.210 | 3.079.804.080,50 | 1.895.729.796,55 | 2.483.867.649,65                                       | 3.424.971.393 | 23.204.245,64          |
|                   | Nr. acțiuni emise | 505.020.056   | 877.019.965      | 2.116.440.000    | 744.743.845                                            | 428.142.639   |                        |

Sursa: ASF, BVB, Rapoarte SIF

La finalul lunii martie a anului 2025, investițiile în acțiuni dețin cea mai ridicată pondere în activul total cumulat al SI-urilor (aproximativ 80,31%).

Tabel 34 Structura cumulată a portofoliilor SI-urilor la 30.12.2024. respectiv 31.03.2025

| Elemente de portofoliu SI-uri         | 30.12.2024            | % din AT       | 30.12.2024            | % din AT       |
|---------------------------------------|-----------------------|----------------|-----------------------|----------------|
| Acțiuni cotate                        | 11.604.520.145        | 70,53%         | 11.931.096.305        | 71,59%         |
| Acțiuni necotate                      | 1.469.629.733         | 8,93%          | 1.453.294.908         | 8,72%          |
| Obligațiuni corporative cotate        | 55.900.973            | 0,34%          | 57.657.662            | 0,35%          |
| Obligațiuni corporative necotate      | 216.250.047           | 1,31%          | 59.663.849            | 0,36%          |
| Obligațiuni municipale cotate         | 23.781                | 0,00%          | 20.806                | 0,00%          |
| Conturi curente și numerar            | 19.469.657            | 0,12%          | 29.015.849            | 0,17%          |
| Depozite bancare                      | 1.233.939.231         | 7,50%          | 1.234.592.377         | 7,41%          |
| Titluri de stat >1 an                 | -                     | 0,00%          | -                     | 0,00%          |
| Titluri de stat <1 an                 | 198.796.430           | 1,21%          | 249.649.045           | 1,50%          |
| Titluri OPCVM/AOPC cotate             | 459.624.328           | 2,79%          | 542.090.766           | 3,25%          |
| Titluri OPCVM/AOPC necotate           | 1.000.052.299         | 6,08%          | 872.628.431           | 5,24%          |
| Dividende și alte drepturi de încasat | -                     | 0,00%          | 12.240.000            | 0,07%          |
| Alte active                           | 195.679.427           | 1,19%          | 224.502.886           | 1,35%          |
| <b>Total activ (lei)</b>              | <b>16.453.886.050</b> | <b>100,00%</b> | <b>16.666.452.884</b> | <b>100,00%</b> |

Sursa: ASF

### **Bibliografie selectivă**

1. Kim, C. J., & Nelson, C. R. (1998). Business cycle turning points, a new coincident index, and tests of duration dependence based on a dynamic factor model with regime switching. *Review of Economics and Statistics*, 80(2), 188-201.
2. Roll R., Schwartz E., Subrahmanyam A., (2015). Liquidity and the Law of One Price: The Case of the Futures-Cash Basis, *Journal of Finance*, vol. 62, issue 5, 2201-2234
3. Diebold, F.X., & Yilmaz, K. (2009) Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers with Application to Global Equity Markets, *The Economic Journal*, 119, Issue534, 158 - 171
4. Raportul ESMA privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile, ediția nr. 1/2025.
5. Comunicat de presă INS nr. 118/15 mai 2025
6. FMI (2025) World Economic Outlook, A Critical Juncture amid Policy Shifts
7. Comisia Europeană (2025) Previziunile economice din primăvara anului 2025: Creștere moderată pe fondul incertitudinii economice globale

## Anexa 1

**Transformata Wavelet Continuă (CWT)** analizează conținutul semnalului în domeniul timp-frecvență prin convoluția semnalului cu versiuni scalate și translatate ale wavelet-ului.

$$W_f(a, b) = \int_{-\infty}^{\infty} f(t) \psi^* \left( \frac{t - b}{a} \right) dt$$

- $f(t)$ : Semnalul original în domeniul timp.
- $\psi(t)$ : Funcția wavelet (denumită și wavelet-ul mamă).
- $a$ : Parametrul de scalare. care controlează întinderea sau comprimarea wavelet-ului.
- $b$ : Parametrul de translație. care determină deplasarea wavelet-ului de-a lungul axei timpului.
- $\psi^*$ : Conjugata complexă a funcției wavelet.

**Coerența wavelet** ajută la identificarea regiunilor din spațiul timp-frecvență unde două semnale prezintă o relație liniară puternică.

$$R_{x,y}^2(a, b) = \frac{|S(a, b)W_{x,y}(a, b)|^2}{S(a, b)|W_x(a, b)|^2 \cdot S(a, b)|W_y(a, b)|^2}$$

- $W_x(a, b)$ : Transformata Wavelet Continuă (CWT) a semnalului  $x(t)$ .
- $W_y(a, b)$ : Transformata Wavelet Continuă (CWT) a semnalului  $y(t)$ .
- $W_{x,y}(a, b)$ : Transformata wavelet încrucișată (*cross-wavelet*) măsoară caracteristicile comune în spațiul timp-frecvență ale semnalelor  $x(t)$  și  $y(t)$ .
- $S(a, b)$ : Un operator de netezire aplicat pentru reducerea zgomotului și evidențierea coerenței semnificative.
- $R_{x,y}^2(a, b)$ : Coerența wavelet reprezintă o măsură normalizată a corelației locale dintre două semnale în domeniul timp-frecvență.

## Listă tabele

|                                                                                                                                                                      |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabel 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial.....                                                                                                             | 13 |
| Tabel 2 Randamentele burselor de acțiuni (data de referință - 31 martie 2025) .....                                                                                  | 19 |
| Tabel 3 Activele nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu .....                                                                               | 27 |
| Tabel 4 Vânzările nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu în trimestrul IV 2024 .....                                | 28 |
| Tabel 5 Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu.....                                                 | 29 |
| Tabel 6 Vânzările nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în trimestrul IV 2024 în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu ..... | 30 |
| Tabel 7 Corelații multirezolutive (MODWT) dintre indicele BET și indicele STOXX 600 (ianuarie -mai 2025) .....                                                       | 43 |
| Tabel 8 Elemente de interpretare.....                                                                                                                                | 47 |
| Tabel 9 Oferte publice de cumpărare derulate în perioada 01.01.2025 – 31.03.2025 (conform documentelor aprobate de ASF).....                                         | 51 |
| Tabel 10 Numărul de Certificate de Înregistrare a Valorilor Mobiliare pe tipuri de operațiuni, emise în perioada 01.01.2025 – 31.03.2025 .....                       | 52 |
| Tabel 11 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața Reglementată și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument .....                         | 55 |
| Tabel 12 Top 20 emitenți după valoarea tranzacționată la 31 martie 2025 pe piața Reglementată (exclusiv acțiuni) .....                                               | 59 |
| Tabel 13 Evoluția trimestrială a tranzacțiilor derulate pe SMT în perioada T1 2019-T1 2025 .....                                                                     | 62 |
| Tabel 14 Top emitenți după valoarea tranzacționată pe SMT (exclusiv acțiuni), la 31 martie 2025 .....                                                                | 63 |
| Tabel 15 Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare, structurată pe tipuri de instrumente financiare .....                                              | 64 |
| Tabel 16 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate nete .....                                                                             | 65 |
| Tabel 17 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate brute .....                                                                            | 65 |
| Tabel 18 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB .....                                                                                 | 67 |
| Tabel 19 Categoriile de intermediari pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB.....                                                              | 67 |
| Tabel 20 Clasamentul intermediarilor pe piețele la vedere administrate de BVB la 31 martie 2025 .....                                                                | 68 |
| Tabel 21 Numărul de OPC-uri și Administratori .....                                                                                                                  | 72 |
| Tabel 22 Depozitarii activelor OPC.....                                                                                                                              | 72 |
| Tabel 23 Principalele societăți de administrare a investițiilor și activele administrate .....                                                                       | 73 |
| Tabel 24 Numărul conturilor individuale de investiții și activele administrate de SAI-uri la 31 martie 2025 .....                                                    | 74 |
| Tabel 25 Activele totale (milioane lei) pe categorii de OPC .....                                                                                                    | 75 |
| Tabel 26 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei) .....                                                                | 75 |
| Tabel 27 Evoluția numărului de OPCVM, pe categorii .....                                                                                                             | 76 |
| Tabel 28 Distribuția investitorilor pe categorii de OPCVM .....                                                                                                      | 77 |
| Tabel 29 Structura activelor nete pe categorii de OPCVM .....                                                                                                        | 77 |
| Tabel 30 Evoluția alocării strategice a activelor OPCVM .....                                                                                                        | 78 |
| Tabel 31 Structura activelor nete pe categorii de FIA.....                                                                                                           | 78 |
| Tabel 32 Evoluția alocării strategice a activelor FIA.....                                                                                                           | 79 |
| Tabel 33 Evoluția sintetică a celor șase societăți de investiții financiare.....                                                                                     | 79 |
| Tabel 34 Structura cumulată a portofoliilor SI-urilor la 30.12.2024. respectiv 31.03.2025 .....                                                                      | 80 |

## Listă grafice

|                                                                                                                                 |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Grafic 1 Creștere economică trimestrială (% modificare procentuală față de trimestrul anterior) .....                           | 12 |
| Grafic 2 Rata inflației (indicele armonizat al preturilor de consum -IAPC).....                                                 | 14 |
| Grafic 3 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani) .....                                                                    | 15 |
| Grafic 4 Sentiment economic.....                                                                                                | 16 |
| Grafic 5 Incertitudinea economică.....                                                                                          | 17 |
| Grafic 6 Indicatorul CISS pentru riscul sistemic.....                                                                           | 18 |
| Grafic 7 Volatilitatea indicilor BVB, model GARCH(1,1), distribuție Student-t.....                                              | 20 |
| Grafic 8 Indicele BET: descompunerea volatilității în trei regimuri de volatilitate.....                                        | 22 |
| Grafic 9 Indice de contagiune .....                                                                                             | 25 |
| Grafic 10 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 31 martie 2025  | 27 |
| Grafic 11 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 31 decembrie 2024 .....           | 29 |
| Grafic 12 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni în 2024.....                                                        | 31 |
| Grafic 13 Distribuția empirică a duratei modificate (martie 2021-martie 2025) .....                                             | 36 |
| Grafic 14 Analiza CWT pentru indicele BET din Romania.....                                                                      | 40 |
| Grafic 15 Corelații condiționate dintre Romania si bursele europene (model DCC, ianuarie 2024-mai 2025).....                    | 42 |
| Grafic 16 Gradul de coerenta dintre Indicele BET și indicele european (STOXX600) in perioada ian 2024-mai 2025 .....            | 45 |
| Grafic 17 Cauzalitatea Granger neliniară pentru piața bursieră europeană.....                                                   | 47 |
| Grafic 18 Evoluția indicilor Bursei de Valori București la 31.03.2025 .....                                                     | 54 |
| Grafic 19 Evoluția indicilor BVB în perioada 01.01.2020 - 31.03.2025 (31.12.2019 = 1).....                                      | 55 |
| Grafic 20 Structura trimestrială a tranzacțiilor derulate pe piața Reglementată în perioada T1 2022– T1 2025 .....              | 56 |
| Grafic 21 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu acțiuni*, derulate pe piața Reglementată a BVB.....           | 57 |
| Grafic 22 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni) .....                                                                            | 57 |
| Grafic 23 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix derulate pe piața Reglementată ..... | 60 |
| Grafic 24 Evoluția lunară a tranzacțiilor cu produse structurate în perioada ianuarie 2022 – martie 2025 .....                  | 61 |
| Grafic 25 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor derulate pe SMT .....                                            | 63 |
| Grafic 26 Valoarea intermediată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 31 martie 2025 .....                         | 68 |
| Grafic 27 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF .....                                                                 | 69 |
| Grafic 28 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii .....                                          | 70 |
| Grafic 29 Valoarea activelor în custodie raportată la numărul de conturi active .....                                           | 70 |
| Grafic 30 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor .....                                                                          | 71 |
| Grafic 31 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în T1 2025 .....                       | 71 |
| Grafic 32 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 31.03.2025) .....            | 73 |
| Grafic 33 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC .....                                                                   | 74 |
| Grafic 34 Modificarea (%) activelor totale pe categorii de OPC la 30.12.2024 față de 29.12.2023 .....                           | 75 |
| Grafic 35 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC.....                                                                 | 76 |
| Grafic 36 Cota de piață a OPCVM în funcție de politica investițională și de activul net (31.03.2025) .....                      | 77 |
| Grafic 37 Cota de piață a FIA în funcție de politica investițională și de activul net (31.03.2025) .....                        | 78 |

## Abrevieri

|       |   |                                                                                          |
|-------|---|------------------------------------------------------------------------------------------|
| AOPC  | = | Alte Organisme de Plasament Colectiv                                                     |
| ARIS  | = | Absolute Return Innovative Strategies                                                    |
| ASF   | = | Autoritatea de Supraveghere Financiară                                                   |
| BCE   | = | Banca Centrală Europeană                                                                 |
| BERD  | = | Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare                                       |
| BET   | = | Bucharest Exchange Trading                                                               |
| BNR   | = | Banca Națională a României                                                               |
| BoE   | = | Banca Angliei                                                                            |
| BVB   | = | Bursa de Valori București                                                                |
| CE    | = | Comisia Europeană                                                                        |
| CISS  | = | Indicatorul Compozit pentru Riscurile Sistemice (Composite Indicator of Systemic Stress) |
| CNSP  | = | Comisia Națională de Strategie și Prognoză                                               |
| CR    | = | Concentration Rate                                                                       |
| DvP   | = | Delivery vs. Payment. principiul livrare contra plată                                    |
| EFAMA | = | European Fund and Asset Management Association                                           |
| ESAs  | = | European Supervisory Authorities                                                         |
| ESI   | = | Indicatorul Sentimentului Economic (Economic Sentiment Indicator)                        |
| ESG   | = | Environmental, social, and governance                                                    |
| ESMA  | = | European Securities and Markets Authority                                                |
| ETF   | = | Exchange-Traded Fund                                                                     |
| FDI   | = | Fonduri Deschise de Investiții                                                           |
| FeD   | = | Banca Centrală a SUA                                                                     |
| FIA   | = | Fonduri de Investiții Alternative                                                        |
| FMI   | = | Fondul Monetar Internațional                                                             |
| IAPC  | = | Indicele Armonizat al Prețurilor de Consum                                               |
| ILLIQ | = | Indicatorul ce măsoară lipsa de lichiditate                                              |
| INS   | = | Institutul Național de Statistică                                                        |
| IPC   | = | Indicele prețurilor de consum                                                            |
| MF    | = | Ministerul Finanțelor                                                                    |
| OECD  | = | Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică                                     |
| OPC   | = | Organisme de Plasament Colectiv                                                          |
| OPCVM | = | Organisme de Plasament Colectiv în Valori Mobiliare                                      |
| PIB   | = | Produsul Intern Brut                                                                     |
| RvP   | = | Receive versus payment. principiul primire contra plată                                  |
| SAI   | = | Societate de Administrare a Investițiilor                                                |
| SIF   | = | Societate de Investiții Financiare                                                       |
| SMT   | = | Sistem Multilateral de Tranzacționare                                                    |
| SSIF  | = | Societate de Servicii de Investiții Financiare                                           |
| T2S   | = | Target2-Securities                                                                       |
| UE    | = | Uniunea Europeană                                                                        |

|      |   |                                  |
|------|---|----------------------------------|
| VAN  | = | Valoarea Activului Net           |
| VaR  | = | Value at risk                    |
| VUAN | = | Valoarea Unitară a Activului Net |

### **Simbol societăți**

|       |   |                                     |
|-------|---|-------------------------------------|
| ABN   | = | ABN Systems International           |
| AROBS | = | AROBS TRANSILVANIA SOFTWARE         |
| AG    | = | AGROLAND BUSINESS SYSTEM            |
| AQ    | = | AQUILA PART PROD COM                |
| AST   | = | ARCTIC STREAM                       |
| BRD   | = | BRD - Groupe Societe Generale SA    |
| BRK   | = | SSIF BRK FINANCIAL GROUP SA         |
| CODE  | = | Softbinator Technologies            |
| COTE  | = | CONPET SA                           |
| CBKN  | = | Commerzbank A.G.                    |
| DBK   | = | Deutsche Bank A.G.                  |
| DIGI  | = | Digi Communications N.V.            |
| DN    | = | DN Agrar Group                      |
| EBS   | = | Erste Group Bank A.G.               |
| EL    | = | Societatea Energetica Electrica SA  |
| EVER  | = | EVERGENT INVESTMENTS S.A.           |
| FP    | = | Fondul Proprietatea                 |
| GAOY  | = | GASTRONOM SA BUZAU                  |
| HAI   | = | Holde Agri Invest S.A. - Clasa A    |
| HUNT  | = | IHUNT TECHNOLOGY IMPORT-EXPORT S.A. |
| LHA   | = | DEUTSCHE LUFTHANSA A.G.             |
| M     | = | MedLife SA                          |
| MILK  | = | AGROSERV MARIUTA                    |
| NRF   | = | Norofert SA                         |
| ROC1  | = | ROCA INDUSTRY HOLDINGROCK1 S.A.     |
| ONE   | = | ONE UNITED PROPERTIES               |
| SAFE  | = | SAFETECH INNOVATIONS                |
| SAP   | = | SAP SE                              |
| SEVE  | = | SEVERNAV SA DR. TR. SEVERIN         |
| SIF1  | = | SIF Banat Crișana SA                |
| SIF4  | = | SIF Muntenia SA                     |
| SIF5  | = | SIF Oltenia SA                      |
| SMTL  | = | SIMTEL TEAM                         |
| SNG   | = | S.N.G.N. Romgaz SA                  |
| SNN   | = | S.N. Nuclearelectrica S.A           |
| SNP   | = | OMV Petrom SA                       |
| SPX   | = | SIPEX COMPANY                       |
| TGN   | = | S.N.T.G.N. Transgaz SA              |

|      |   |                                         |
|------|---|-----------------------------------------|
| TLV  | = | Banca Transilvania SA                   |
| TRP  | = | Teraplast SA                            |
| TTS  | = | TTS (TRANSPORT TRADE SERVICES)          |
| WINE | = | Purcari Wineries Public Company Limited |