

RAPORT PRIVIND
STABILITATEA
PIEȚELOR
FINANCIARE NEBANCARE
2/2025



RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIEȚELOR
FINANCIARE NEBANCARE
2/2025

Cuprins

Introducere	3
1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional.....	7
1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale	7
1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale.....	13
2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebankare	20
2.1. Piețele europene de capital	20
2.2. Piața asigurărilor în UE	24
2.3. Piața pensiilor ocupaționale în UE.....	27
2.4. Riscuri și vulnerabilități la nivel național din perspectiva stabilității financiare.....	30
3. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare	32
3.1. Piața instrumentelor și investițiilor financiare în context european	34
3.2. Riscuri și vulnerabilități ale pieței instrumentelor și investițiilor financiare	36
3.2.1 Analiza evoluției riscului sistemic pentru indicele BET.....	37
3.2.2 Analiza evoluției riscului sistemic pentru companiile incluse în indicele BET.....	41
3.2.3 Legătura dintre lichiditatea sistemică și apariția bulelor speculative	56
3.2.4 Riscurile sistemice exogene la nivelul pieței de capital din România	57
3.2.5 Riscul de contagiune la nivelul pieței de capital din România	60
3.3 Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa.....	62
4. Stabilitatea pieței asigurărilor.....	69
4.1. Piața asigurărilor în context european	70
4.2. Riscuri și vulnerabilități la adresa sectorului local de asigurări.....	81
4.3. Activitatea de subscriere.....	96
4.4. Solvabilitate	97
4.5. Lichiditate	99
4.6. Rezerve tehnice – Solvabilitate II.....	102
4.7. Reasigurare	104
5. Stabilitatea pieței pensiilor private.....	106
5.1. Piața pensiilor private în context internațional	106
5.2. Entități relevante sistemic	111
5.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România	113
5.4. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private.....	127
6. Finanțe sustenabile	135
Dezastrele naturale la nivel global în prima jumătate a anului 2025	135
Anexa 1 - Metodologia de calcul pentru indicatorii CoVaR, Delta CoVaR și Pierdere Marginală Așteptată (MES)	137
Listă tabele.....	139
Listă figuri	140
Bibliografie.....	142

Introducere

În prima jumătate a anului 2025, stabilitatea piețelor financiare nebankare a fost puternic influențată de un context global marcat de escaladarea tensiunilor geopolitice, intensificarea disputelor comerciale și schimbări rapide în politicile economice ale marilor economii. În zona euro, riscurile s-au reconfigurat de la presiuni inflaționiste persistente către temeri legate de încetinirea creșterii, în timp ce fragmentarea economică determinată de noile tarife comerciale americane a amplificat incertitudinea și volatilitatea piețelor internaționale.

Economia României a continuat să crească, dar pe fondul unor dezechilibre fiscale și externe considerabile. În paralel, presiunile inflaționiste s-au menținut, iar costurile de finanțare rămân printre cele mai ridicate din regiune, reflectând percepția de risc asupra sustenabilității fiscale. Mediul economic este în continuare marcat de așteptări inflaționiste în creștere.

În acest cadru, piețele financiare nebankare din România au manifestat atât episoade de volatilitate accentuată, cât și o remarcabilă capacitate de adaptare.

În ansamblu, raportul subliniază că menținerea stabilității financiare va depinde de evoluțiile externe – tensiuni geopolitice, politici comerciale și inflație globală – dar și de politici interne ferme pentru consolidarea fiscală și continuarea reformelor structurale pentru a evita amplificarea riscurilor sistemice pe piețele financiare nebankare.

Piața de capital

Piața de capital din România a traversat o perioadă intensă de transformări între 2024 și 2025, reflectând o interacțiune complexă între factori interni (deficite fiscale, tensiuni politice) și dinamici externe (volatilitate regională, șocuri geopolitice). Evoluția indicelui BET, barometrul principal al pieței românești, a fost marcată de o apreciere de 8,37% în 2025 față de iulie 2024, în ciuda unor episoade de volatilitate accentuată. O caracteristică esențială a pieței a fost alternanța dintre scăderi abrupte și reveniri rapide, iar cuantilograma aplicată indicelui BET a demonstrat că pierderile mari au tendința de a persista mai mult decât câștigurile, confirmând o asimetrie structurală a riscului.

În martie 2025, s-a observat un salt al indicelui de contagiune, determinat de escaladarea geopolitică în sfera tarifelor comerciale. Acesta a marcat o ruptură structurală temporară, reflectată în creșterea volatilității și sincronizarea randamentelor. Totuși, în lunile următoare (iulie-august), indicele a devenit staționar, sugerând o scădere a interconectării între piețe.

Analiza celor doi indicatori pentru riscul sistemic (CoVaR și MES) prezintă sintetic evoluția pieței de capital în primul semestru din 2025. CoVaR evidențiază gradul de vulnerabilitate al sistemului financiar românesc atunci când o instituție cheie intră în stres, explicând totodată de ce diferitele instituții nu contribuie în aceeași măsură la instabilitatea pieței. În paralel, MES estimează pierderea potențială a unei companii în cazul apariției unui șoc sistemic. Rezultatele sintetice ale celor două măsuri pentru riscul sistemic, CoVaR și MES, arată că companiile energetice au un rol central în propagarea riscului sistemic, în timp ce sectorul bancar și petrolier sunt sectoarele mai vulnerabili la șocuri externe.

Deși piața bursieră a arătat reziliență în fața șocurilor externe, analiza riscurilor structurale indică vulnerabilități profunde la nivel macroeconomic. Spre sfârșitul lui 2024 și în prima jumătate a lui 2025, indicatorul CLIFS pentru România a atins pragul de 0,25, un semnal clar al creșterii stresului financiar comparativ cu economiile din regiune. Această deteriorare este direct corelată cu deficitul bugetar major, care a amplificat percepția asupra nesustenabilității finanțelor publice.

Piața de capital din România a demonstrat o dinamică solidă și adaptabilitate, înregistrând creșteri semnificative în 2025 în ciuda contextului dificil. Astfel dezechilibrele fiscale și tensiunile geopolitice pot acționa ca factori declanșatori ai unor șocuri sistemice, cu efecte în lanț asupra pieței de capital. Menținerea stabilității financiare va depinde atât de evoluțiile externe, cât și de măsurile interne privind disciplina bugetară și reformele structurale.

Piața asigurărilor

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

Totodată, analiza privind expunerea asigurătorilor autorizați local față de sectorul imobiliar arată că aceasta este mult mai redusă comparativ cu situația înregistrată la nivel european. În trimestrul II 2025, investițiile societăților de asigurare autorizate de ASF în sectorul imobiliar dețineau o pondere de 2,1% în valoarea totală a investițiilor față de ponderea de 9,6% înregistrată în Spațiul Economic European (SEE) la finalul anului 2024.

Valoarea fondurilor proprii eligibile pentru a acoperi cerința de capital de solvabilitate era de aproximativ 10,3 miliarde lei la sfârșitul trimestrului 2 2025, în creștere cu circa 12% față de perioada similară din anul precedent. În același timp, valoarea fondurilor proprii eligibile pentru a acoperi cerința de capital minim era de 9,9 miliarde lei, în creștere cu 12%. Conform raportărilor, rata SCR calculată la nivelul pieței asigurărilor din România s-a menținut supraunitară, dar a scăzut la 30 iunie 2025 față de 30 iunie 2024, în timp ce a scăzut și rata MCR.

Indicatorul de lichiditate, determinat ca raport dintre activele lichide și obligațiile pe termen scurt ale asigurătorilor față de asigurați, reprezintă o măsură a capacității societăților de asigurare de a își onora obligațiile pe termen scurt față de asigurați, prin deținerea unor active care permit mobilizarea eficientă și în timp util a resurselor financiare pentru plata daunelor asiguraților. În România, indicatorul de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale a scăzut ușor la 30 iunie 2025 (2,98) comparativ cu finalul anului precedent (3,09), pe fondul creșterii mai rapide a obligațiilor pe termen scurt ale asigurătorilor comparativ cu avansul înregistrat de activele lichide. În aceeași perioadă, s-a constatat o scădere a indicatorului de lichiditate aferent activității de asigurări de viață (de la 3,76 la 3,61).

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

La finalul trimestrului II 2025, valoarea rezervelor tehnice conform regimului Solvabilitate II se situa la 24 miliarde lei, în creștere cu 17% față de aceeași perioadă a anului anterior. Din valoarea totală a rezervelor tehnice, 60% sunt constituite pentru activitatea de asigurări generale, iar 40% pentru activitatea de asigurări de viață.

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

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

Piața pensiilor private

Activele fondurile de pensii private din România au continuat să crească și în semestrul I 2025, sistemul aflându-se în continuare într-o etapă de acumulare, neexistând presiuni pentru vânzare, întrucât nivelul plăților este unul redus, dar în creștere de la an la an. Pe parcursul primelor șase luni ale anului 2025 au fost operate plăți în Pilonul II în valoare de 848 milioane lei (0,5% din activele totale de la finalul lunii iunie), respectiv 87 milioane lei în Pilonul III (1,39% din active totale). Riscul de lichiditate se situează la un nivel scăzut, un procent de 2,02% din activele întregului sistem fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt (aprox. 3,58 miliarde de lei). Politica investițională a fondurilor de pensii private continuă să fie axată pe piața financiară locală (aproximativ 94% din active având emitenți români), orientată în special în instrumente cu venit fix (71%) și acțiuni (24%).

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

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

Din motive structurale ale pieței fondurilor de pensii private din România, se menține un grad ridicat de concentrare, primele trei fonduri de pensii administrate privat cumulând 68% din activele Pilonului II, în timp ce primele trei fonduri facultative însumau 71% din activele Pilonului III. Piața serviciilor de depozitare prezintă de asemenea un grad ridicat de concentrare, BRD GSG deținând în custodie 82% din activele fondurilor de pensii private.

Riscul operațional se află la un nivel redus, dar este atent monitorizat în contextul intensificării atacurilor cibernetice la scară largă. Administratorii fondurilor de pensii au monitorizat și evaluat permanent procesele operaționale pentru a diminua acest risc. Până în acest moment nu au fost raportate atacuri cibernetice asupra industriei fondurilor de pensii.

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

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

1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional

În prima jumătate a anului 2025, economia mondială a traversat o perioadă de instabilitate, determinată de escaladarea tensiunilor geopolitice și de schimbările bruște în comerțul internațional. Introducerea unor tarife vamale extinse de către Statele Unite a accentuat tendințele protecționiste și a alimentat fragmentarea economică globală. În Orientul Mijlociu, reaprinderea conflictului dintre Israel și Iran în luna iunie a adăugat un nou factor de risc pentru stabilitatea energetică și financiară. În acest climat tensionat, instituțiile internaționale au revizuit în scădere perspectivele de creștere: FMI estimează un avans global de doar 2,8% în 2025 și 3% în 2026, în timp ce pentru SUA prognoza este de 1,8% în 2025. Pentru Uniunea Europeană, Comisia Europeană anticipează o creștere modestă, de 1,1% în 2025 și 1,5% în 2026.

În prima parte a anului 2025, Uniunea Europeană a beneficiat de o cerere internă robustă și de o piață a muncii solidă, ceea ce a permis menținerea unei creșteri economice pozitive, deși într-un ritm modest. Pentru întregul an, se estimează o expansiune de 1,1% la nivelul UE și de 0,9% în zona euro, cu perspective de accelerare în 2026. Inflația urmează o traiectorie descendentă, apropiindu-se de ținta BCE, iar rata șomajului ar putea atinge un minim istoric de 5,7% până în 2026. Totuși, încetinirea comerțului mondial afectează exporturile de bunuri, în timp ce serviciile arată o reziliență mai ridicată. În paralel, creșterea cheltuielilor publice și nivelul ridicat al datoriei limitează spațiul de manevră fiscală.

Pe termen scurt, balanța riscurilor se înclină către scenarii prudente. Intensificarea tensiunilor comerciale, fenomenele climatice extreme și volatilitatea financiară pot încetini ritmul de creștere și pot reaprinde presiuni inflaționiste. O eventuală detensionare a relațiilor comerciale cu SUA sau extinderea acordurilor de liber schimb ar putea oferi însă un impuls suplimentar.

Pe termen mediu, Uniunea Europeană se confruntă cu un echilibru fragil între perspective pozitive și riscuri persistente. Reformele structurale – precum aprofundarea pieței unice, stimularea competitivității, simplificarea cadrului de reglementare și consolidarea securității cibernetice – rămân esențiale pentru întărirea rezilienței economice și valorificarea oportunităților de creștere.

1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale

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

Analiza dinamicii celor 3 indici arată că:

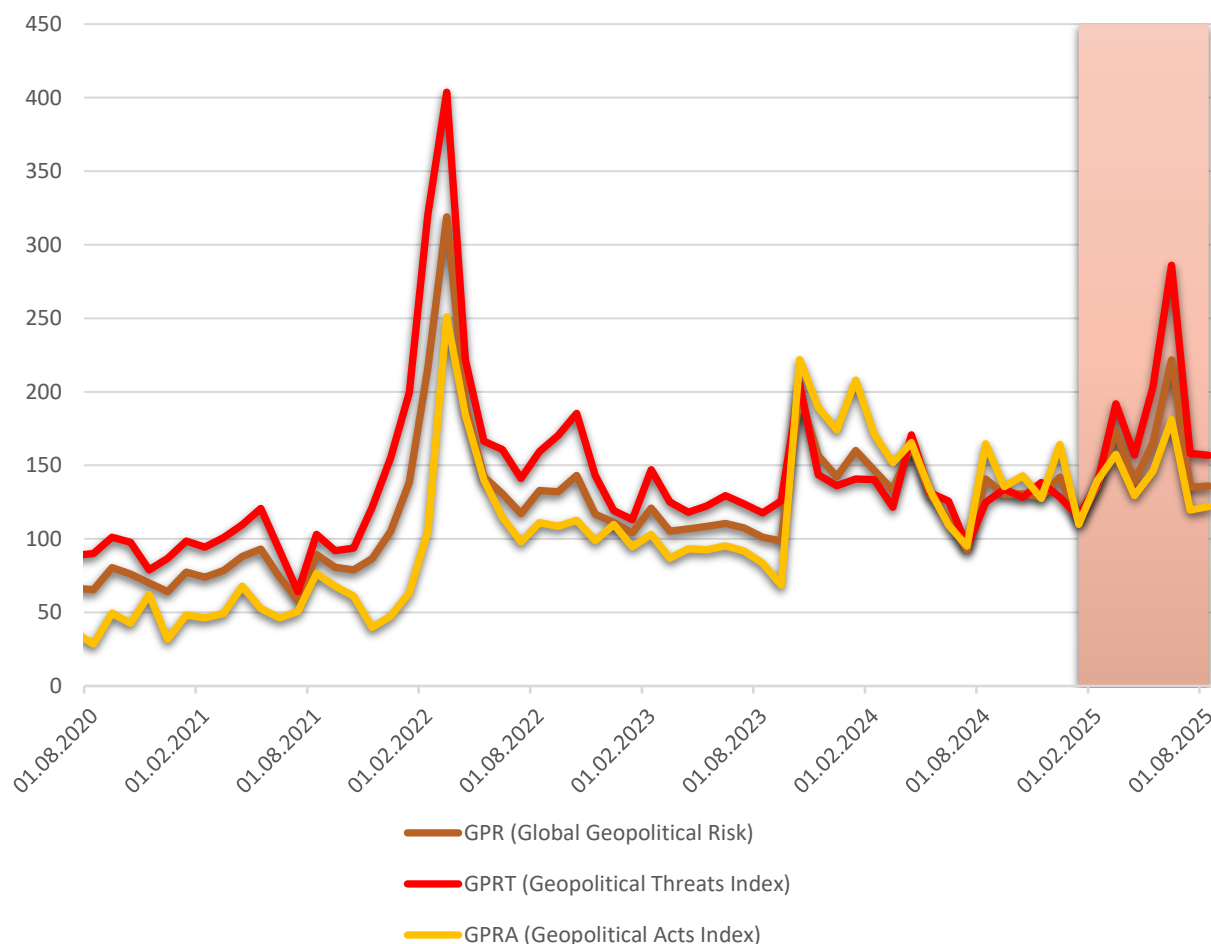
- GPR (Indicele Global al Riscului Geopolitic) prezintă vârfuri majore, indicând perioade de tensiuni geopolitice ridicate.

- GPRT (Indicele Amenințărilor Geopolitice) urmează o tendință similară, dar atinge valori mai mari atunci când tensiunile escaladează.
- GPRA (Indicele Actelor Geopolitice) rămâne sub GPRT, ceea ce sugerează că multe amenințări nu se transformă în evenimente geopolitice concrete.

În perioada ianuarie – august 2025, zona evidențiată în grafic, arată o creștere clară și susținută a tuturor celor trei indici de risc geopolitic: GPR (*Global Geopolitical Risk*), GPRT (*Geopolitical Threats Index*) și GPRA (*Geopolitical Acts Index*). Acest comportament sugerează că nu este vorba doar despre o intensificare a retoricii tensionate la nivel global, ci și despre concretizarea acestor tensiuni prin evenimente reale, cu impact potențial sistemic.

Ceea ce atrage atenția în mod special este faptul că indicele GPRA, care măsoară riscul pe baza actelor geopolitice efective (precum conflictele armate, atentatele sau intervențiile militare), crește aproape la același nivel cu GPRT, care se referă în principal la amenințări și îngrijorări exprimate în spațiul public.

Figura 1 Evoluția indicilor de riscuri geopolitici



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

Sincronizarea celor trei indici evidențiază un climat geopolitic instabil, în care riscul nu este doar perceput, ci se intensifică la nivel global. Evenimentele din această perioadă au fost suficient de ample pentru a genera o percepție de criză comparabilă cu vârful din martie 2022, când Rusia a invadat Ucraina. Escaladarea riscului observată în 2025 indică persistența și amplificarea tensiunilor geopolitice. Astfel, intervalul ianuarie–august 2025 nu poate fi considerat obișnuit: a fost marcat de creșterea amenințărilor și de transformarea lor în evenimente concrete, cu potențiale efecte majore asupra stabilității internaționale și a piețelor financiare.

Tensiunile geopolitice și disputele comerciale globale au devenit un factor major de instabilitate, accentuând riscul de fragmentare economică și determinând oscilații bruște ale piețelor financiare. În prima parte a anului 2025, ajustările de politică comercială ale Statelor Unite au provocat o creștere vizibilă a volatilității, cu fluctuații rapide ale prețurilor și o amplificare a incertitudinii investitorilor. Această situație a atins un vârf al indicilor de incertitudine privind politicile economice în luna aprilie, reflectând temerile legate de o posibilă reducere a fluxurilor comerciale și de deteriorarea perspectivelor de creștere globală.

Chiar dacă, spre sfârșitul lunii aprilie, indici precum VIX și VSTOXX au început să semnaleze o tendință de stabilizare, riscul de noi episoade de stres sistemic a rămas ridicat. În a doua parte a lunii iunie, semnarea unor acorduri comerciale provizorii de către SUA cu Uniunea Europeană, Regatul Unit și Japonia a contribuit la temperarea parțială a volatilității, însă efectele potențiale ale majorării tarifelor americane persistă. Creșterea barierelor comerciale este de așteptat să încetinească ritmul schimburilor internaționale, să accentueze presiunile inflaționiste și să determine o scădere a valorii activelor, afectând în special statele și companiile orientate spre export.

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

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

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

Nivelul înregistrat în 2025 sugerează un mediu mai stabil, cu o tendință de revenire la media pe termen lung, ca urmare a descreșterii tensiunilor de pe structura lanțurilor de aprovizionare, deși anumite riscuri persistă. Descreșterea indicelui este asociată cu reducerea inflației la nivel global pentru bunurile și prețurile la nivel de producător. Această evoluție este în concordanță cu tendințele economice globale, schimbările în dinamica comerțului și relaxarea constrângerilor logistice.

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



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

Dinamica principalilor indici internaționali este prezentată în figura 3 pentru perioada ianuarie 2023 – august 2025. Indicii au fost normalizați la 100 pentru a facilita comparația dintre aceștia.

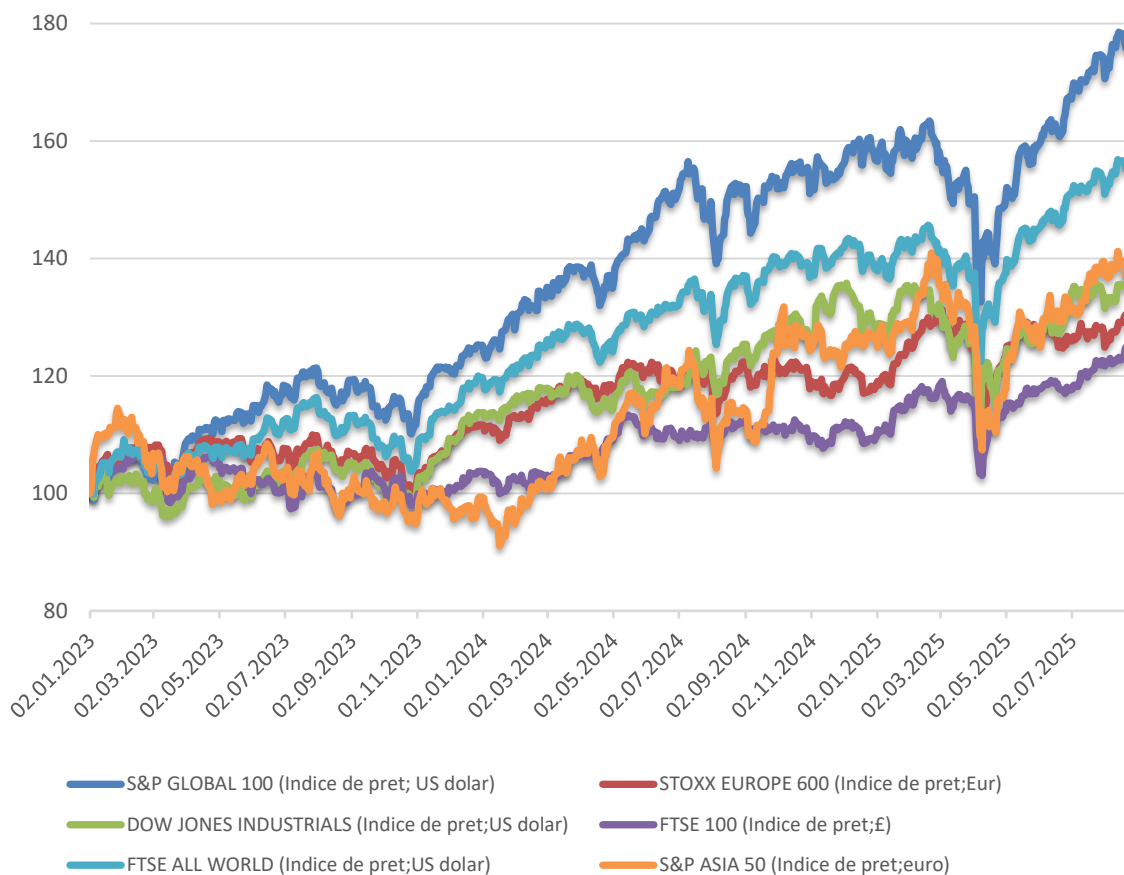
Toți cei șase indici internaționali au continuat tendința ascendentă începută în 2023, însă ritmul și caracterul evoluțiilor diferă semnificativ între 2024 și 2025.

În 2025 toți indicii au suferit o corecție semnificativă în martie 2025, când tensiunile geopolitice și preocupările privind încetinirea creșterii globale au generat o scădere sincronizată (de la -5% la -7% într-o singură lună). Ulterior, a urmat o revenire puternică în primăvară și vară, cele mai bune luni fiind mai–iulie, ceea ce a readus majoritatea indicilor la creșteri robuste.

S&P Global 100 și FTSE All World rămân principalii barometri ai bursei globale, cu randamente pozitive apropiate (+13–14% YTD), și corelații foarte mari ($p \approx 0,95$). Creșterea a fost alimentată de performanța companiilor multinaționale și de avansul sectorului tehnologic

STOXX Europe 600 a avansat cu +10,5% YTD, dar a rămas în urma indicilor globali, reflectând perspective mai prudente pentru economia europeană, afectată de stagnarea consumului. Figura evidențiază modul în care diferitele piețe regionale au reacționat la șocurile economice majore, politicile monetare și riscurile geopolitice din ultimii trei ani.

Figura 3 Principali indici internaționali (1 ianuarie 2023=100)



Sursa: LSEG, prelucrare ASF

Indicatorii *Citi Macro Risk* măsoară tensiunile financiare globale, instabilitatea economică și riscurile geopolitice.

Riscurile macroeconomice pe termen lung (albastru) prezintă o volatilitate moderată, dar cu o tendință crescătoare treptată din 2023 până în 2025. După o perioadă de valori mai reduse la începutul lui 2023, acestea cresc progresiv, atingând niveluri mai ridicate la începutul lui 2025. Evoluția reflectă persistența dezechilibrelor economice globale, dificultățile legate de încetinirea creșterii economice și de ajustarea politicilor monetare.

Riscurile macroeconomice pe termen scurt (linia roșie) reacționează rapid la evenimente macroeconomice sau financiare imediate, prezentând vârfuri frecvente. Riscurile pe termen scurt sunt mult mai volatile, reacționând imediat la șocuri economice și financiare. Se observă vârfuri frecvente pe tot parcursul perioadei 2023–2025, cu maxime semnificative la mijlocul lui 2023, în prima parte a lui 2024 și din nou în prima jumătate a lui 2025. Această dinamică arată sensibilitatea ridicată la episoadele de volatilitate a piețelor, corecții bursiere sau tensiuni geopolitice.

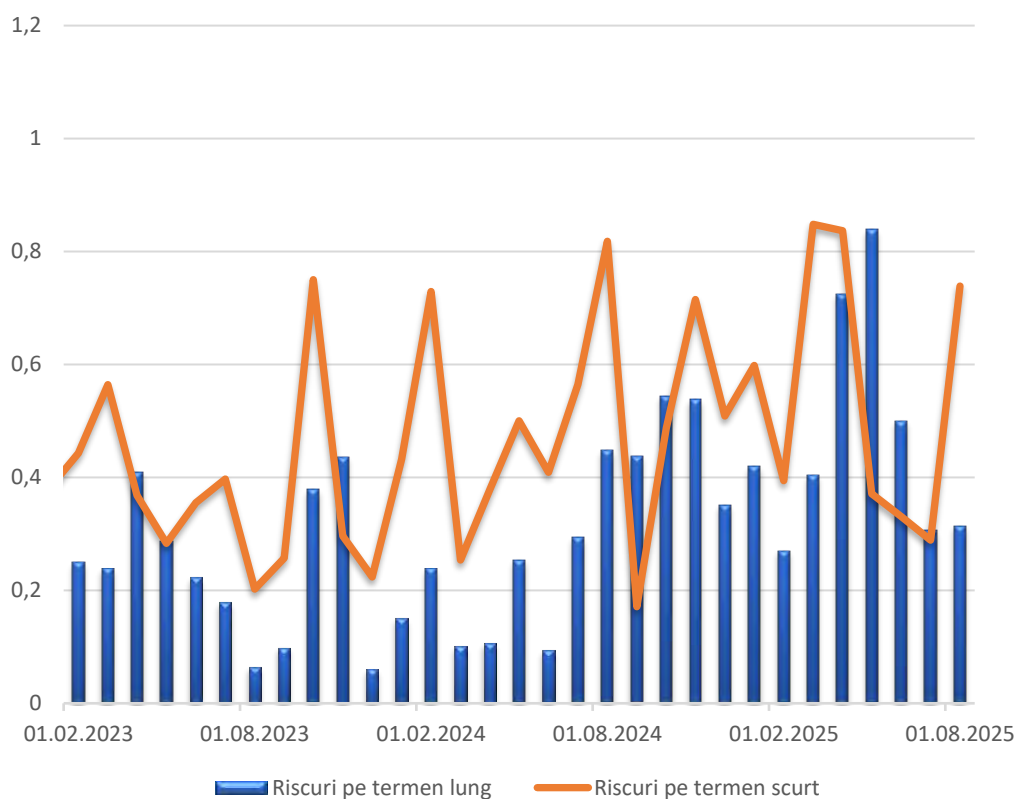
Deși oscilează puternic, indicele riscurilor pe termen scurt pare să rămână la un nivel relativ ridicat, sugerând că incertitudinile economice și financiare nu s-au diminuat semnificativ. În paralel, creșterea lentă

a riscurilor pe termen lung confirmă faptul că fundamentele structurale ale economiei globale rămân fragile.

Riscurile pe termen lung au avut o tendință de creștere la începutul anului 2025 la valori atingând maxime locale în prima parte a anului. Acest lucru indică o consolidare a presiunilor structurale (încetinirea creșterii, dificultăți în ajustările de politică monetară, persistența tensiunilor geopolitice). Riscurile pe termen scurt au rămas la un nivel foarte ridicat și volatil, dar se remarcă o serie de episoade cu amplitudine mai mare decât în 2024 (în special în primul trimestru 2025). Aceasta arată o sensibilitate și mai mare a piețelor la șocuri imediate, sugerând un climat de incertitudine accentuată.

Astfel în 2025, atât riscurile pe termen lung, cât și cele pe termen scurt par să se fi intensificat: pe termen lung observăm o tendință clar ascendentă, iar pe termen scurt amplitudinea șocurilor este mai puternică decât în 2024.

Figura 4 Indicatori globali pentru riscul macroeconomic



1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

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

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

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

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

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

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

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

Creștere economică

În trimestrul al doilea din 2025, economia României a continuat să crească, cu un avans de 1,2% față de trimestrul precedent (serie ajustată sezonier). Comparativ cu T2 2024, PIB-ul a înregistrat o creștere de 2,1% pe seria ajustată sezonier și de 0,3% pe seria brută. La nivelul primului semestru, rezultatele indică un ritm pozitiv, dar moderat: +0,3% pe seria brută și +1,4% pe seria ajustată sezonier.

Tabelul 1 Evoluția trimestrială a Produsului intern brut

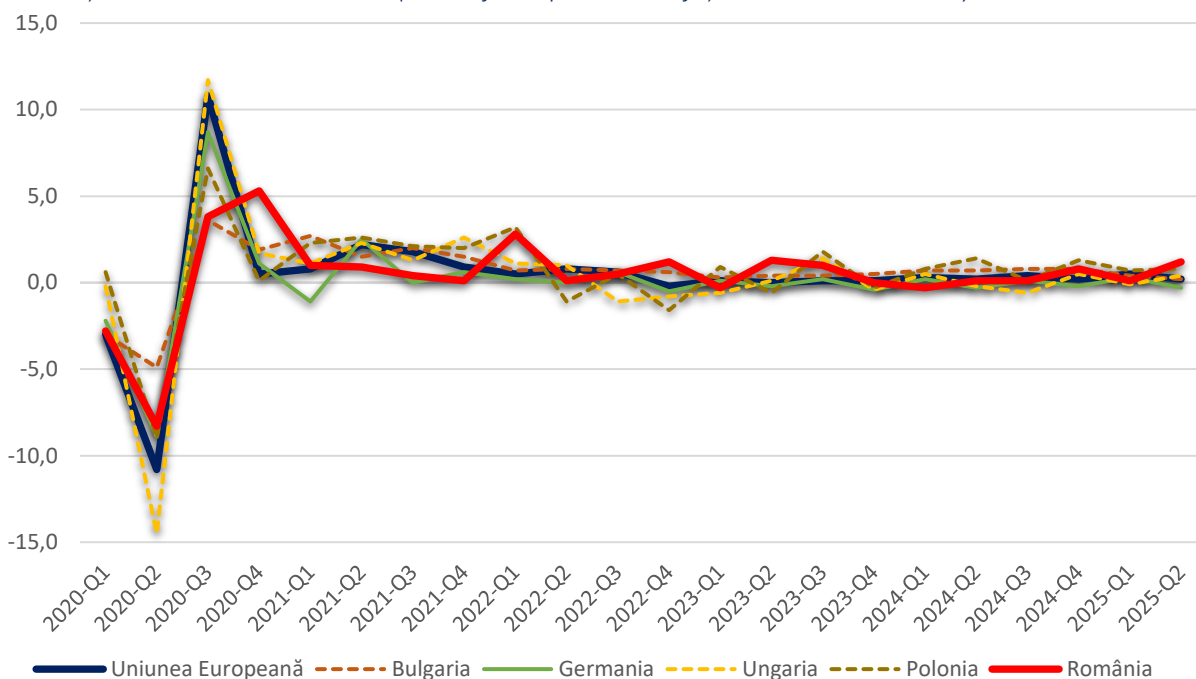
		Trim. I	Trim. II	Trim. III	Trim. IV	An
- în % față de perioada corespunzătoare din anul precedent -						
Serie brută	2023	102,7	101,2	102,3	103,3	102,4
	2024	100,3	100,9	101,5	100,5	100,8
	2025	100,3	100,3	-	-	-
Serie brută prin metoda volumelor înălțuite cu an de referință 2020 ^{*)}	2023	101,6	103,0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

^{*)} ajustare sezonieră pe baza seriei brute de volume înălțuite cu an de referință 2020

Sursa: Date INS

În context regional, România s-a situat printre statele cu cele mai ridicate rate de creștere trimestrială, depășind media UE (+0,2%) și pe cea a zonei euro (+0,1%). Polonia a consemnat un avans solid (+0,8% q/q), Bulgaria a înregistrat o creștere de +0,6%, iar Ungaria a revenit modest pe plus (+0,4%). Această poziționare confirmă reziliența economiei românești pe termen scurt, dar ridică și semne de întrebare legate de sustenabilitatea pe termen mediu.

Figura 5 Creștere economică trimestrială (% modificare procentuală față de trimestrul anterior)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Creșterea este sprijinită și de politica fiscală expansionistă, orientată către stimularea cererii interne prin majorarea cheltuielilor publice, a pensiilor și salariilor. Această strategie a alimentat dinamica PIB, însă a contribuit totodată la adâncirea deficitelor gemene – bugetar și de cont curent – care se mențin la niveluri ridicate. În aceste condiții, performanța economică recentă trebuie privită cu prudență, deoarece vulnerabilitățile fiscale și externe limitează capacitatea României de a menține un ritm robust de creștere în absența unor corecții structurale.

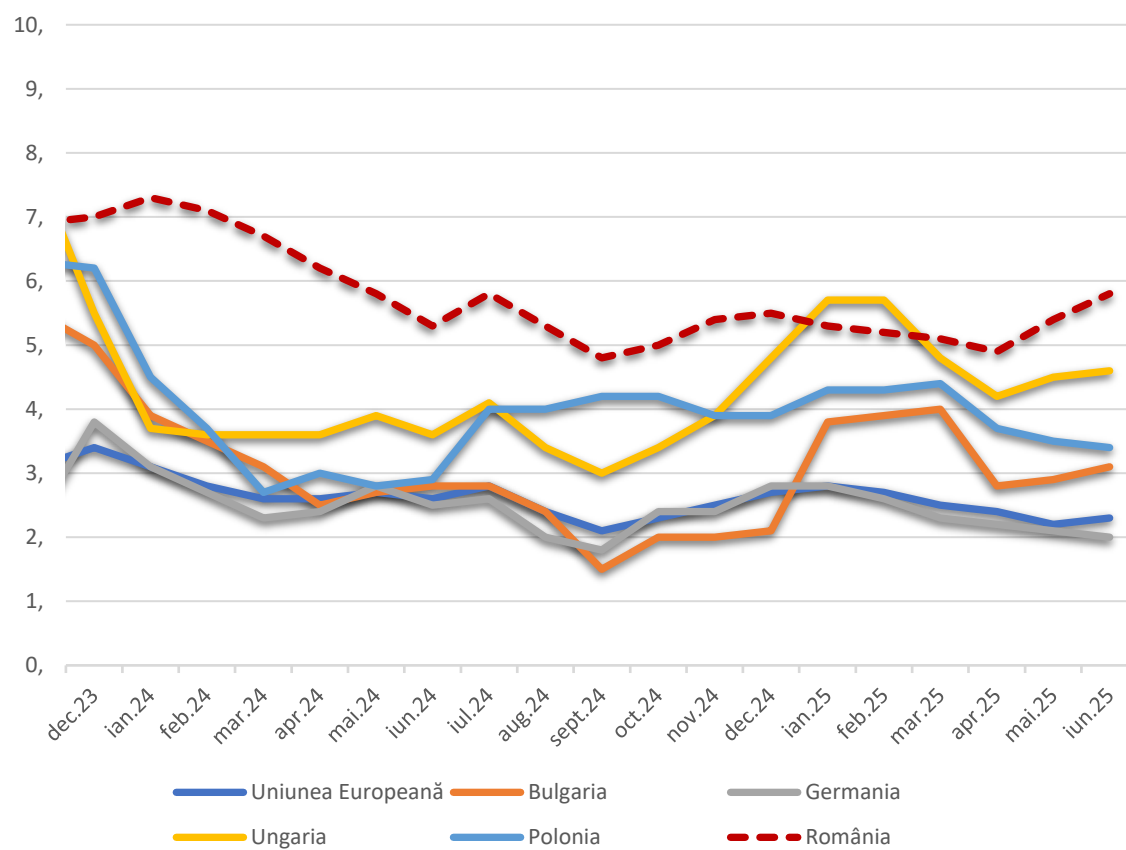
Dinamica inflației

România se confruntă în 2025 cu presiuni inflaționiste persistente, în contextul menținerii unor deficite bugetar și de cont curent ridicate. Deficitul bugetar este estimat la aproximativ 9% din PIB, iar cel de cont curent la 8% din PIB, ceea ce accentuează vulnerabilitățile externe.

După scăderea semnificativă din 2024, rata inflației armonizate a reintrat pe o traiectorie ascendentă în prima parte a anului 2025, situându-se peste media Uniunii Europene și peste nivelurile înregistrate în economiile comparabile din regiune.

Creșterea cheltuielilor publice, majorarea pensiilor și salariilor, dar și reducerea treptată a subvențiilor pentru prețurile la energie au alimentat aceste presiuni. În pofida menținerii unei politici monetare restrictive, cu rata-cheie a BNR la 6,5%, proiecțiile indică doar o temperare graduală a inflației, spre 4,8% în 2025 și sub 4% în 2026. Această evoluție confirmă dificultatea ajustării inflației într-un cadru macroeconomic marcat de dezechilibre fiscale și externe.

Figura 6 Rata inflației (indicele armonizat al prețurilor de consum - IAPC)

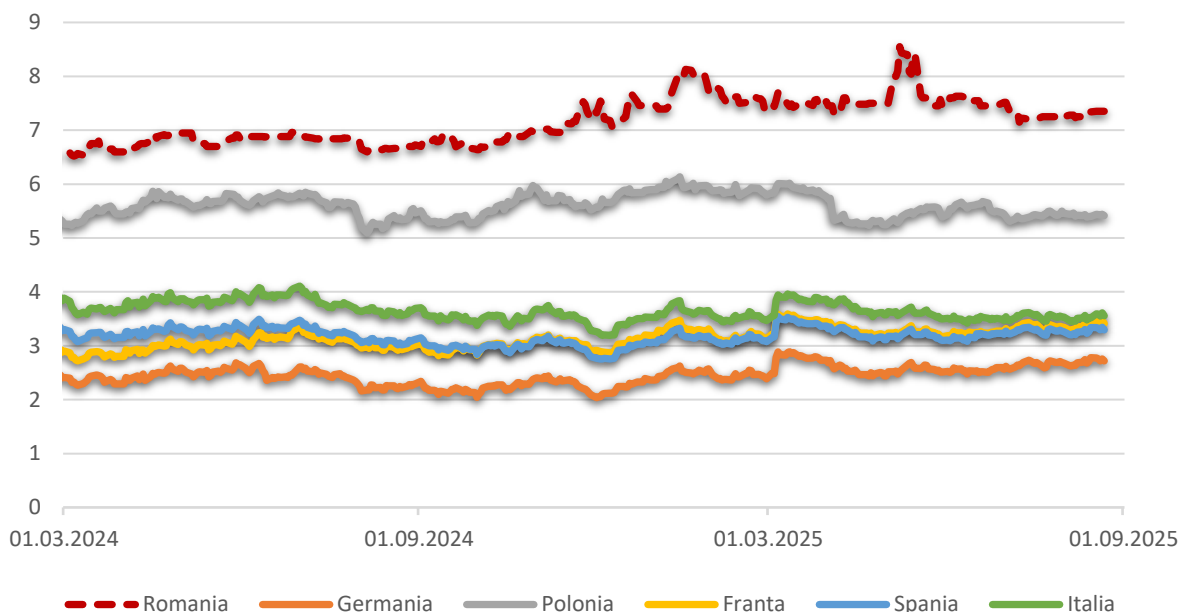


Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Rata dobânzii

Evoluția randamentelor obligațiunilor suverane pe termen lung în perioada martie 2024 – septembrie 2025 evidențiază diferențe clare între statele din zona euro și cele din afara acesteia. Germania, Franța și Spania s-au bucurat de randamente scăzute și relativ stabile (2,5%–3,5%), în timp ce Italia a înregistrat niveluri mai ridicate, în jur de 4%, reflectând vulnerabilități structurale.

Figura 7 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani)



Sursa: LSEG, prelucrare ASF

În afara zonei euro, România și Polonia se disting prin costuri de finanțare mai mari. Polonia a menținut randamente de 5,5%–6%, corespunzătoare unei percepții de risc intermediar.

România s-a plasat constant la cele mai ridicate niveluri, între 7% și 8,5%, cu o volatilitate pronunțată. Vârful din primăvara anului 2025, urmat de o corecție rapidă, a reflectat o deteriorare temporară a încrederii investitorilor, determinată de factori politici interni și de preocupările legate de sustenabilitatea fiscală și externă. Aceste evoluții confirmă sensibilitatea randamentelor la credibilitatea politicilor publice și la dezechilibrele macroeconomice persistente.

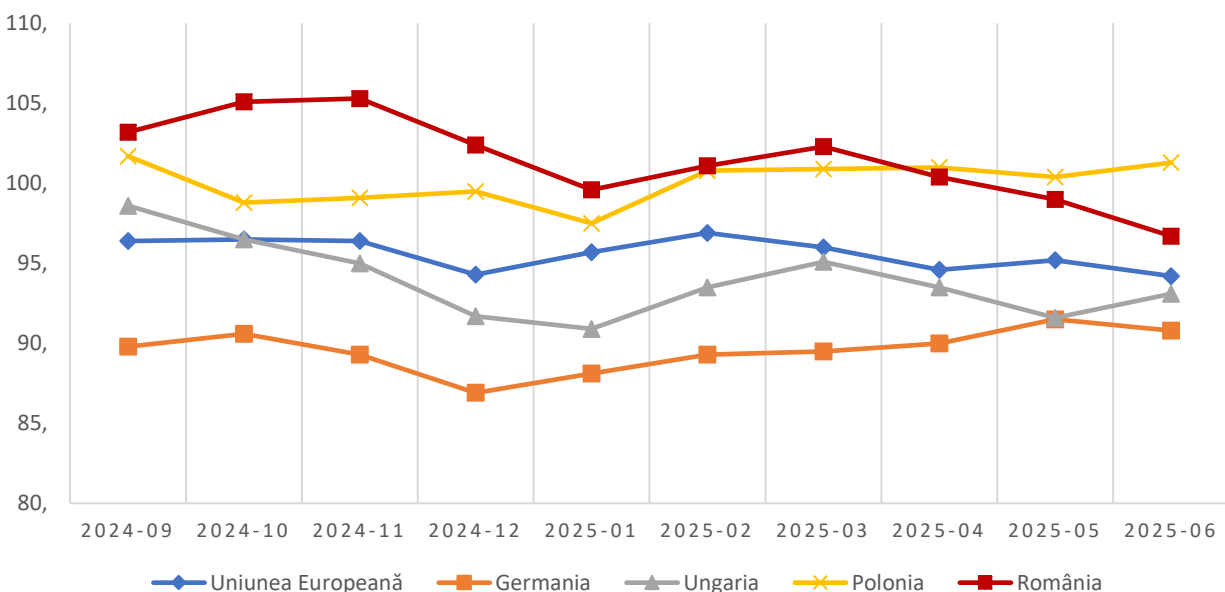
Sentiment economic

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 semnaliza o posibilă contracție economică. Figura următoare compară sentimentul economic al României cu alte țări (UE-27, Germania, Bulgaria, Polonia și Ungaria) în perioada decembrie 2023 – iunie 2025.

În primele șase luni ale anului 2025, evoluția sentimentului economic evidențiază o diferențiere clară între state. România, deși a pornit anul cu un nivel ridicat al indicatorului (peste 102 puncte), a înregistrat o tendință descendentă constantă până în iunie, coborând sub pragul de 98. Această deteriorare reflectă impactul crizei bugetare în derulare, care a erodat încrederea mediului de afaceri și a consumatorilor, în pofida unui început de an relativ robust.

Corelând aceste evoluții cu randamentele obligațiunilor pe termen lung, se observă o discrepanță în cazul României. Astfel, deși sentimentul economic a rămas peste media europeană în mare parte din interval, randamentele suverane au continuat să fie cele mai ridicate din regiune. Această combinație arată că încrederea internă este insuficientă pentru a compensa percepția externă de risc, amplificată de dezechilibrele bugetare și de incertitudinile privind sustenabilitatea datoriei publice.

Figura 8 Sentiment economic



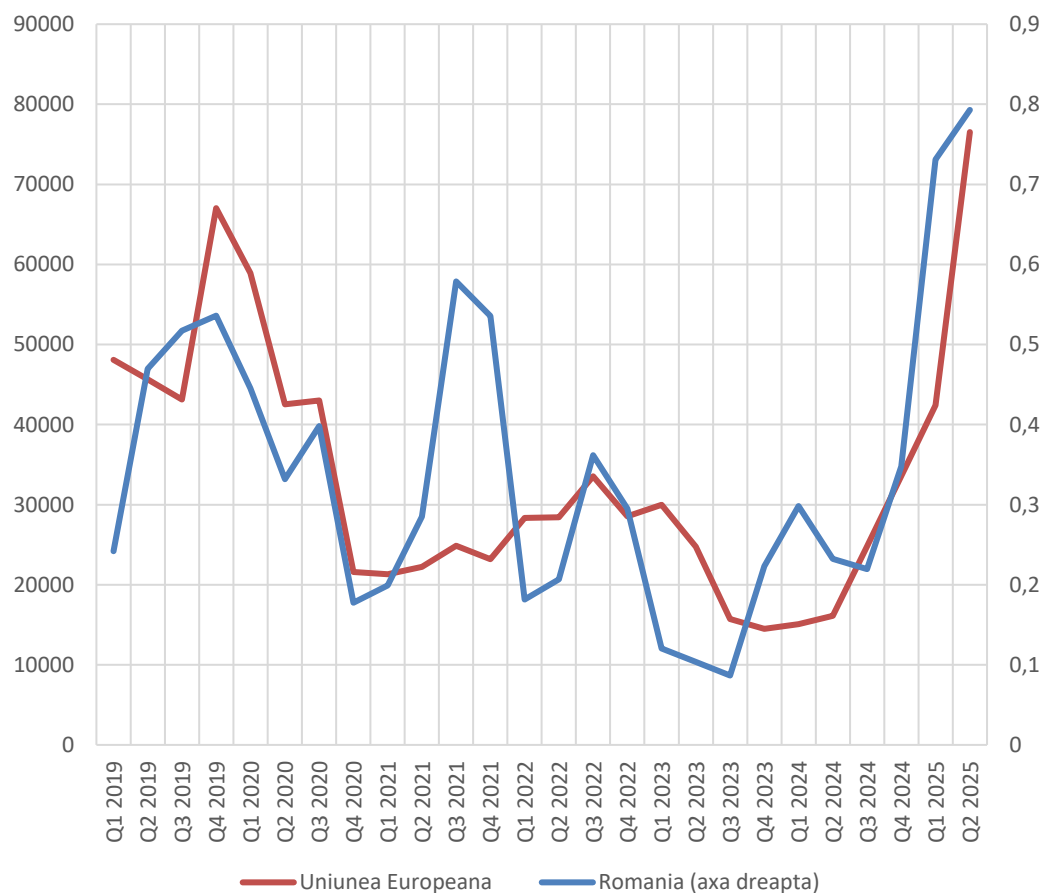
Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

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

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

Indicele calculat pentru România a continuat și în cel de al doilea trimestru creșterea rapidă înregistrată în primul trimestru din 2025.

Figura 9 Incertitudinea economică



Sursa: LSEG, calcule ASF

2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebancare

În prima jumătate a anului 2025, piețele europene de capital, sectorul asigurărilor și cel al pensiilor ocupaționale au împărtășit un set comun de riscuri structurale care conturează un peisaj de risc interconectat, unde șocurile geopolitice și macroeconomice, fragilitatea piețelor financiare și transformările tehnologice și climatice acționează simultan.

Tensiunile geopolitice, inclusiv conflictele din Orientul Mijlociu și disputele comerciale prelungite dintre economiile dezvoltate, au alimentat un climat de incertitudine macroeconomică, marcat de creștere economică modestă.

Acest context a amplificat volatilitatea piețelor, favorizând episoade de scăderi abrupte și recuperări rapide ale prețurilor activelor, cu potențial de contagiune între segmentele financiare.

Riscurile de piață s-au menținut ridicate, susținute de evaluări înalte ale acțiunilor și obligațiunilor, în timp ce o posibilă decuplare a prețurilor de fundamente economice a sporit sensibilitatea la șocuri moderate.

Un factor comun cu impact transversal este accelerarea digitalizării, care aduce beneficii de eficiență operațională, dar și riscuri cibernetice în creștere. Amenințările la adresa infrastructurilor critice, dependența de servicii *cloud* și posibilele perturbări ale sistemelor de decontare sau ale platformelor de tranzacționare amplifică riscul operațional.

În paralel, inovarea rapidă, de la *tokenizare* la utilizarea extinsă a inteligenței artificiale, complică supravegherea și sporește expunerea la atacuri cibernetice.

2.1. Piețele europene de capital

Tabloul riscurilor pe piața de capital europeană, publicat de ESMA¹, arată că riscurile din acest sector rămân ridicate.

Primul semestru din 2025 a fost marcat de un mix de factori geopolitici și economici care a amplificat instabilitatea piețelor aflate sub supravegherea ESMA. Escaladarea disputelor comerciale și incertitudinile geopolitice au creat un fond de volatilitate excepțională în primele luni ale anului. Totuși, de-a lungul întregului semestru, piețele au demonstrat o adaptabilitate remarcabilă, menținând funcționalitatea în ciuda riscurilor persistente la nivel înalt.

Un episod critic a avut loc în perioada martie–aprilie, când anunțurile SUA privind majorarea tarifelor comerciale și modificarea politicii fiscale a Germaniei au acționat ca factori declanșatori. Aceste evenimente au generat oscilații bruște, cu scăderi abrupte ale cotațiilor și lărgirea rapidă a diferențialelor de credit, urmate de recuperări accelerate – un tipar care evidențiază atât fragilitatea, cât și reziliența structurii de piață.

¹ Raportul ESMA privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile, ediția nr. 2/2025.

Perspectivile inflaționiste sunt amplificate de tarifele comerciale mai mari, iar evaluările ridicate ale acțiunilor și ale criptomonedelor pot declanșa reacții disproporționate chiar și la șocuri moderate. În plus, riscurile tehnologice care variază de la vulnerabilități cibernetice, impactul tokenizării și al inteligenței artificiale, pot perturba fluxurile financiare și încrederea investitorilor.

Tabelul 2 Tabloul riscurilor piața de capital din UE, ESMA septembrie 2025 ²

Categorie	Factori de risc	Nivel risc actual	Perspectivă
Riscuri de lichiditate			
Riscuri de piață			
Riscuri de credit ³			
Riscuri de contagiune			
Riscuri operaționale			
Riscuri de mediu			

Sursa: ESMA, Tabloul riscurilor pe piața de capital din UE (septembrie 2025)

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

Piețe de valori mobiliare

Riscuri	Nivel	Perspectivă
- Contextul geopolitic și gradul crescut de incertitudine privind direcțiile politicii economice ating valori ridicate; există o probabilitate de amplificare a volatilității - Persistă nesiguranța referitoare la direcția politicii monetare la nivel global, cu riscul unor presiuni inflaționiste sau chiar stagnare economică produsă de deciziile comerciale. - Evaluările ridicate ale titlurilor de capital pot determina reacții intense și neanticipate la apariția unor știri negative, pe fondul nervozității crescute din prezent. - Evoluțiile macroeconomice pot genera riscuri suplimentare de ajustare bruscă a datoriilor. - Intensificarea legăturii piața de crypto-active și piețele financiare impun extinderea supravegherii în lipsa unor mecanisme clare de reglementare la scară globală.		

² Evaluarea principalelor riscuri în funcție de categoriile și sursele de risc pentru piețele care intră în sfera de competență ESMA de la ultima evaluare și perspectivele pentru următorul trimestru. Evaluarea riscului a fost realizată pe baza clasificării Comitetului comun al autorităților europene de supraveghere. Codificare: verde = risc potențial; galben = risc semnificativ; portocaliu = risc ridicat; roșu = risc foarte ridicat. Săgețile orientate în sus = creșterea intensității riscului; săgețile orientate în jos = scăderea intensității riscului; săgeți orizontale = nicio schimbare. Variația este măsurată în raport cu trimestrul precedent; perspectivele se referă la trimestrul următor. Evaluarea riscurilor de către ESMA se bazează pe indicatori cantitativi și pe aprecieri ale analiștilor.

³ Riscul de credit este riscul ca emitentul produsului sau o societate cu care acesta are legături să intre în incapacitate de plată și să nu fie în măsură să își îndeplinească obligațiile contractuale pentru a rambursa investiția.

Gestionarea activelor

Riscuri

- O expunere semnificativă pe piața americană de acțiuni poate genera dificultăți în gestionarea riscului de piață, având în vedere reacția intensă a acestei piețe la diverse modificări.
- Modificările bruște ce influențează atât disponibilitatea lichidităților cât și cererea pentru lichiditate riscă să provoace dificultăți pentru fondurile vulnerabile la dezechilibre în fluxurile de numerar.
- Nivelul ridicat de leverage în cadrul fondurilor alternative de investiții (FIA), inclusiv în fondurile speculative și entitățile off-shore cu plasamente concentrate pe obligațiuni suverane europene, contribuie la amplificarea riscurilor de piață.
- Amânarea procesului de înăsprire a politicii monetare, cu impact deosebit în sectoarele predispuse la pierderi neîncasate, cum este cel imobiliar.

Nivel



Perspectivă



Consumatori

Riscuri

- Promovarea intensivă a produselor cu grad de risc crescut, precum cripto-actele, poate conduce la asumarea unor riscuri nejustificate de către consumatori.
- Extinderea digitalizării și utilizarea avansată a inteligenței artificiale în relația cu clienții, crește complexitatea operațiunilor.
- Deficiențele de cunoștințe ale utilizatorilor în ceea ce privește tranzacționarea pe platforme de socializare pot duce la decizii financiare nesigure.
- Nivelul redus de experiență privind investițiile ESG reprezintă o vulnerabilitate majoră.
- Produsele de investiții ineficiente din perspectiva costurilor pot genera pierderi suplimentare pentru consumatori.

Nivel



Perspectivă



Infrastructuri și servicii

Riscuri

- Amenințările cibernetice se află pe un trend ascendent la nivel global, alimentate de conflicte geopolitice în creștere.
- Persistența riscurilor operaționale cu impact asupra infrastructurilor (precum disfuncționalități ale sistemelor de decontare – T2S) evidențiază vulnerabilitatea sectorului, accentuată de digitalizarea accelerată, utilizarea extensivă a serviciilor cloud pentru operațiuni critice și dependența de furnizori străini.
- Nivelul ridicat de reactivitate la fluctuațiile pieței majorează riscul de nerespectare a marjelor și produce perturbări în fluxul comercial, inclusiv creșterea cazurilor de eșec la procesarea decontărilor.

Nivel



Perspectivă



Factori cheie de risc

Factori de risc	Nivelul de risc anterior	Nivelul de risc actual	Perspective
Tensiuni geopolitice și de frontieră			
Instabilitatea cauzată de transformări esențiale ale cadrului macroeconomic			
Inovații tehnologice			
Vulnerabilități asociate cu trecerea la economia verde			
Susceptibilitatea la distorsiuni psihologice în deciziile de investire			

2.2. Piața asigurărilor în UE

Tabloul riscurilor pe piața asigurărilor din UE din luna iulie 2025, publicat de EIOPA, arată că riscurile din sectorul european al asigurărilor sunt stabile, la un nivel mediu. Cu toate acestea, unele riscuri prezintă o perspectivă negativă pentru următoarele 12 luni, marcată de tensiuni geopolitice, dinamică comercială incertă și volatilitate a pieței.

Tabelul 3 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, iulie 2025⁴

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

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

Riscurile macroeconomice rămân la un nivel mediu, chiar dacă previziunile mai scăzute privind inflația au coincis cu revizuri modeste în jos ale PIB-ului global. O pauză temporară în escaladarea tarifelor și negocierile comerciale în curs au oferit o relaxare parțială, dar incertitudinea persistă. Scăderile ratelor dobânzilor pe termen lung și ale ratelor de politică monetară, împreună cu o ușoară deteriorare fiscală în principalele economii, au contribuit puțin la îmbunătățirea sentimentului general privind riscul. Recenta escaladare a conflictelor din Orientul Mijlociu și rezultatele comerciale neclare continuă să afecteze perspectivele.

⁴ Data de referință pentru datele companiilor este T1-2025 pentru indicatorii trimestriali și 2024-YE pentru indicatorii anuali. Data limită pentru majoritatea indicatorilor de piață este sfârșitul lunii iunie 2025. Nivelul (culoarea) corespunde nivelului de risc la data de referință, Tendința este afișată pentru cele 3 luni anterioare datei de referință, iar Perspectiva este afișată pentru cele 12 luni ulterioare datei de referință. Aceasta din urmă se bazează pe răspunsurile primite de la 23 de autorități naționale competente (ANC) și este clasificată în funcție de modificarea preconizată a importanței fiecărui risc (scădere substanțială, scădere, neschimbată, creștere și creștere substanțială).

Riscurile de credit rămân stabile, cu mișcări ușoare ale primelor de risc și alocări de investiții ale asigurătorilor în mare parte neschimbate. Calitatea creditelor rămâne ridicată, iar datoria gospodăriilor a înregistrat o ușoară scădere în zona euro.

Riscurile de piață rămân un motiv de preocupare, alimentate de volatilitatea persistentă a piețelor de venit fix și de posibila discrepanță dintre evaluările acțiunilor și fundamentele lor economice. În același timp, expunerile la active ale asigurătorilor s-au menținut în mare parte stabile, însă valorile proprietăților imobiliare comerciale continuă să recupereze mai lent decât cele ale segmentului rezidențial.

Riscurile de lichiditate și finanțare sunt, de asemenea, stabile, dar reflectă semnale mixte. În timp ce sustenabilitatea fluxului de numerar s-a îmbunătățit, o deteriorare a ratelor activelor lichide și nivelul ridicat al ratelor de reziliere a contractelor de asigurare rămân potențiale vulnerabilități.

Indicatorii de solvabilitate și profitabilitate s-au menținut stabili la începutul anului 2025, cu o capitalizare solidă în întregul sector. În timp ce randamentele activelor și ale primelor s-au îmbunătățit, alți indicatori de profitabilitate au înregistrat ușoare scăderi. Rezultatele subscrierilor în asigurările generale s-au consolidat, în timp ce randamentele investițiilor în asigurările de viață au fost stabile.

Riscurile legate de interconexiunile financiare rămân în mare parte neschimbate. Expunerile asigurătorilor față de bănci, datorii suverane și piețe financiare sunt constante, deși ponderea primelor cedate reasigurătorilor a crescut ușor.

Riscurile specifice asigurărilor sunt stabile la un nivel mediu, susținute de o creștere anuală robustă a primelor de asigurare de viață și generale și de o îmbunătățire a ratei daunelor în primul trimestru al anului 2025.

Percepțiile pieței rămân la un nivel optimist, dar prudent, sectorul fiind perceput ca sigur în timpul turbulențelor recente ale pieței. În timp ce acțiunile asigurărilor de viață au avut performanțe sub așteptări, asigurătorii generali au înregistrat rezultate mai bune. Spread-urile swap-urilor de credit s-au redus, deși evaluările ridicate și riscurile geopolitice ar putea declanșa în continuare reevaluarea prețurilor pe termen scurt.

Riscurile legate de ESG sunt stabile, deși cu o tendință ascendentă. Expunerea la obligațiuni verzi a crescut, în timp ce deținerile lor în active relevante pentru climă (eng. climate relevant assets) au scăzut ușor. Riscurile climatice fizice, în special furtunile, au rămas constante.

Riscurile cibernetice și cele legate de digitalizare se află la un nivel crescut, cu o probabilitate ridicată de incidente și îngrijorări tot mai mari cu privire la vulnerabilitățile sistemelor IT.

Sectorul asigurărilor a demonstrat o rezistență globală notabilă, dar o monitorizare atentă și o vigilență continuă sunt necesare, deoarece riscurile geopolitice, de piață și cele operaționale continuă să evolueze.

RISCURI MACROECONOMICE

Contextul economic a rămas dominat de incertitudine. Riscurile tarifare au fost în centrul dezbaterii, iar contextul macroeconomic a părut mai modest pe fondul pauzei temporare a tarifelor și al negocierilor prelungite, dar nu suficient pentru a influența toți indicatorii și pentru a reduce nivelul de risc, care rămâne stabil la un nivel mediu. Proiecțiile de creștere a PIB-ului au scăzut ușor pentru regiunile majore, precum și previziunile inflației globale. Ratele dobânzilor swap pe 10 ani au scăzut ușor, iar ratele de politică monetară au continuat să scadă. Soldurile fiscale pentru economiile majore s-au deteriorat ușor, iar decalajul credit/PIB a rămas negativ. Cu toate acestea, fronturile de război deschise în Orientul Mijlociu și rezultatul negocierilor privind tarifele până la sfârșitul lunii iulie, au condus la o perspectivă negativă asupra nivelului de risc, cu o creștere așteptată în următoarele 12 luni.

RISCURI DE CREDIT

Riscurile de credit rămân constante. Începând cu iunie 2025, primele de risc pentru majoritatea claselor de active au înregistrat mișcări minore, cu doar variații minore între sectoare. Implicațiile directe și indirecte ale tensiunilor geopolitice, întreruperea tensiunilor legate de barierele comerciale și politicile fiscale acomodante (în UE pentru a sprijini cheltuielile de apărare) au acționat ca principali factori determinanți ai mișcării observate. Expunerile activelor asigurătorilor au rămas în mare parte neschimbate, doar cu mici modificări ale alocărilor. Per total, calitatea creditului portofoliilor asigurătorilor rămâne ridicată. Expunerea la credite ipotecare și împrumuturi a rămas în general neschimbată, iar nivelurile datoriei gospodăriilor au scăzut ușor în zona euro.

RISCURI DE PIAȚĂ

Riscurile de piață rămân ridicate, cu o perspectivă ascendentă. Volatilitatea pe piețele cu venit fix rămâne relativ ridicată. În timp ce pe piața de acțiuni indicii rămân ridicați, volatilitatea și potențiala decuplare a prețurilor de factorii fundamentali rămân o sursă de îngrijorare. Expunerea asigurătorilor la obligațiuni și expunerea la acțiuni au rămas în general stabile. Prețurile imobiliarelor rezidențiale s-au îmbunătățit, în timp ce prețurile imobiliarelor comerciale au rămas scăzute, asigurătorii menținând o expunere limitată. Neconcordanța de durată și spread-ul randamentelor investițiilor față de rata garantată au rămas stabile între 2023 și 2024.

RISCURI DE LICHIDITATE ȘI FINANȚARE

Riscurile de lichiditate și finanțare rămân la un nivel mediu, pe fondul semnalelor mixte provenite din indicatorii având acțiuni ca active suport, unde, pe de o parte, stabilitatea deținerilor de numerar este însoțită de o deteriorare a raportului activelor lichide, iar pe de altă parte, sustenabilitatea fluxului de numerar s-a îmbunătățit. Sursele de îngrijorare rămân nivelul contractelor reziliate, care, în ciuda faptului că au atins un vârf, rămâne ridicat, și riscurile potențiale ale apelurilor la marjă pentru instrumente derivate, pe fondul volatilității pieței.

RISCURI DE RENTABILITATE ȘI SOLVABILITATE

Riscurile de solvabilitate și profitabilitate rămân stabile la un nivel mediu. În primul trimestru al anului 2025, ratele de solvabilitate au rămas robuste, în ciuda unei scăderi pentru grupurile de asigurări și a unor scăderi modeste pentru asigurătorii de viață și generali. Indicatorii de profitabilitate au fost micști - în timp ce unele măsuri, cum ar fi rentabilitatea activelor și rentabilitatea primelor, s-au îmbunătățit, altele, cum ar fi rentabilitatea excedentului de active față de pasive, au scăzut ușor. Rata combinată a daunei în asigurările generale s-a îmbunătățit, iar rentabilitatea investițiilor în asigurările de viață a rămas în general neschimbată.

INTERCONEXIUNI ȘI RISCURI DE DEZECHILIBRU

Riscurile de interconexiuni și dezechilibre rămân stabile, la un nivel mediu. Expunerea asigurătorilor față de bănci, alți asigurători, activități financiare, datoria suverană internă și instrumente derivate a rămas, în general, stabilă. Ponderea primelor cedate reasiguratorilor a crescut ușor.

RISCURI DE ASIGURARE (SUBSCRIERE)



Riscurile de asigurare rămân stabile, la un nivel mediu. Creșterea anuală a primelor de asigurare rămâne robustă pentru asigurările de viață și generale, cu unele semne de stabilizare în ultimul trimestru. Rata mediană a daunelor s-a îmbunătățit în primul trimestru al anului 2025.

PERCEPȚIILE PIEȚEI



Percepțiile pieței rămân la un nivel mediu. Acțiunile asigurărilor de viață au avut o performanță ușor sub nivelul pieței, iar asigurările generale au avut o performanță puternică în ultimele trei luni. Spread-urile CDS au scăzut ușor. Per total, sectorul asigurărilor a fost considerat o investiție sigură în timpul turbulențelor pieței. Cu toate acestea, faptul că sectorul nu este imun la o potențială evoluție negativă a tarifelor și la incertitudinea pieței justifică tendința crescătoare din ultimele 3 luni. Perspectiva stabilă reflectă faptul că, pe de o parte, segmentul de viață este bine poziționat pentru a valorifica curba ratelor dobânzii, iar condițiile fundamentale privind cererea rămân favorabile pentru asigurările generale. Acest lucru este contrabalansat de incertitudinea privind evoluțiile geoeconomice și geopolitice și repercusiunile acestora asupra piețelor. Consecințele ar putea duce la o reevaluare a prețurilor, inclusiv datorită evaluării puternice actuale.

RISCURI LEGATE DE FACTORII ESG



Riscurile legate de ESG rămân stabile, la un nivel mediu, cu o perspectivă de creștere pentru următoarele 12 luni. În primul trimestru al anului 2025, expunerea asigurătorilor la obligațiuni verzi a crescut, în timp ce expunerea la active relevante pentru climă (eng. climate relevant assets) a scăzut ușor. Expunerea la riscurile climatice fizice, în special la furtunile, a rămas constantă.

RISCURILE CIBERNETICE ȘI DE DIGITALIZARE



Riscurile cibernetice și cele de digitalizare rămân la un nivel mediu, cu o tendință crescătoare. Probabilitatea percepută a materializării acestor riscuri a crescut în trimestrul 2 din 2025, confirmată și de o ușoară creștere a sentimentului negativ cibernetic.

2.3. Piața pensiilor ocupaționale în UE

Tabloul riscurilor publicat de Autoritatea Europeană pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA), ediția din iulie 2025, privind instituțiile pentru furnizarea de pensii ocupaționale (IORP), arată că riscurile din sectorul european al IORP sunt stabile și la niveluri medii, pe fondul vulnerabilităților persistente provenite din volatilitatea crescută a pieței și un mediu geopolitic incert.

Tabelul 4 Tabloul riscurilor piața pensiilor ocupaționale din UE, EIOPA, iulie 2025⁵

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

În ciuda unei reduceri temporare a riscurilor legate de comerț și tarife, **riscurile macroeconomice** rămân la un nivel mediu. Incertitudinea este ridicată și apar semne de slăbiciune economică, reflectate în creșterea mai scăzută a PIB-ului în principalele regiuni geografice în al doilea trimestru al anului 2025. Inflația prognozată a scăzut ușor și se apropie de rata de politică monetară.

Riscurile de piață și cele legate de randamentul activelor imobiliare continuă să fie evaluate la un nivel ridicat, cu o perspectivă de risc înrăutățită. Aceste evoluții sunt determinate, în principal, de volatilitatea ridicată a piețelor financiare la sfârșitul lunii iunie 2025. Prețurile imobilelor au crescut în zona euro în ultimul trimestru, după doi ani de scădere. În ceea ce privește riscurile legate de randamentul activelor imobiliare, performanța portofoliului IORP-urilor a fost pozitivă în anul 2024.

Riscurile de lichiditate prezintă o tendință crescătoare, având în vedere condițiile actuale ale pieței și evoluțiile negative ale pozițiilor derivate ale IORP-urilor. Indicatorii având acțiuni ca active suport arată o poziție confortabilă de lichiditate pentru IORP-uri la începutul anului 2025.

În ceea ce privește riscurile de rezervă și finanțare, poziția financiară a IORP-urilor cu beneficii definite a rămas robustă în primul trimestru al anului 2025.

Riscurile cibernetice și de digitalizare se află la un nivel mediu. Semnificația lor rămâne ridicată în al doilea trimestru al anului 2025, pe fondul preocupărilor continue cu privire la tensiunile geopolitice și incertitudinea pe care acestea o aduc.

⁵ Data de referință pentru datele IORP este T1-2025 pentru indicatorii trimestriali și 2024-YE pentru indicatorii anuali. Data limită pentru indicatorii bazați pe date din surse externe este sfârșitul lunii iunie 2025. Nivelul (culoarea) corespunde nivelului de risc la data de referință, Tendința este afișată pentru cele 3 luni anterioare datei de referință, iar Perspectiva este afișată pentru cele 12 luni ulterioare datei de referință. Aceasta din urmă se bazează pe răspunsurile primite de la 16 autorități naționale competente (ANC) și este clasificată în funcție de modificarea preconizată a importanței fiecărui risc (scădere substanțială, scădere, neschimbată, creștere și creștere substanțială).

RISCURI MACRO

Peisajul economic este încă dominat de incertitudine. Riscurile tarifare s-au redus, dar sunt încă relevante, iar contextul macroeconomic indică o performanță redusă pe fondul pauzei temporare a tarifelor și a negocierilor în curs, dar nu suficient pentru a influența toți indicatorii și pentru a reduce nivelul de risc, care rămâne stabil la un nivel mediu.

Creșterea economică modestă se confruntă în continuare cu dificultăți, semnalată de revizuirea descendentă a proiecțiilor de creștere a PIB-ului pentru următoarele patru trimestre, în scădere de la începutul anului. Prognoza inflației s-a modificat ușor în jos și s-a apropiat de rata dobânzii de politică monetară.

RISCURI DE CREDIT

Riscurile de credit rămân la un nivel mediu, spread-urile obligațiunilor suverane și corporative înregistrând mișcări minore la sfârșitul lunii iunie. Implicațiile directe și indirecte ale tensiunilor geopolitice, întreruperea tensiunilor legate de barierele comerciale și politicile fiscale acomodative au acționat drept principalii factori determinanți ai mișcării observate. Expunerile investiționale ale IORP-urilor au rămas în mare parte neschimbate, calitatea creditului portofoliului lor rămânând ridicată.

RISCURI DE PIAȚĂ ȘI DE RENTABILITATE A ACTIVELORE

Riscurile legate de piață și de randamentul activelor rămân ridicate. În timp ce volatilitatea pieței obligațiunilor a scăzut la sfârșitul lunii iunie față de sfârșitul lunii martie, volatilitatea pieței de acțiuni a rămas ridicată.

Perspectivile pentru următoarele 12 luni indică o creștere determinată de volatilitatea ridicată a piețelor de acțiuni și de preocupările continue cu privire la potențiala decuplare a prețurilor de factorii fundamentali.

RISCURI DE LICHIDITATE

Riscurile de lichiditate sunt la nivel mediu, cu o tendință crescătoare determinată de evoluția pozițiilor derivate ale IORP-urilor. Valoarea netă de piață a pozițiilor derivate ale IORP-urilor a scăzut, influențată de majorarea moderată a ratelor dobânzii comparativ cu sfârșitul anului 2024.

Indicatorii bursieri arată o poziție confortabilă de lichiditate pentru IORP-uri la începutul anului 2025.

RISCURILE LEGATE DE REZERVE ȘI DE FINANȚARE

Riscurile de rezerve și de finanțare sunt la nivel mediu, pozițiile financiare ale IORP-urilor cu beneficii definite (DB) rămânând robuste în primul trimestru al anului 2025.

RISCURI DE CONCENTRARE

Riscurile de concentrare se află la un nivel mediu. Expunerea mediană (directă) a IORP-urilor față de bănci a rămas limitată sub 1% în primul trimestru al anului 2025.

RISCURI LEGATE DE ESG

Riscurile legate de ESG rămân stabile la un nivel mediu. Ponderea mediană a investițiilor IORP în obligațiuni verzi față de totalul obligațiunilor corporative a crescut, confirmând tendința observată din 2022.

RISCURI CIBERNETICE ȘI DE DIGITALIZARE

Riscurile cibernetice și de digitalizare se află la un nivel mediu. Materialitatea acestor riscuri pentru IORP, așa cum a fost evaluată de autoritățile de supraveghere, a rămas ridicată în al doilea trimestru al anului 2025, deși sub nivelurile atinse în ultimul an, pe fondul preocupărilor continue legate de tensiunile geopolitice și incertitudinea aferentă.

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

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

Situația economico-financiară globală continuă să fie fragilă și expusă unor turbulențe care pot genera noi șocuri, pe fondul menținerii tensiunilor geopolitice, al revizuirii în scădere a estimărilor privind creșterea economică globală și al intensificării riscurilor privind nivelurile ridicate ale datoriilor publice la nivel global.

Agravarea riscurilor politice și economice interne în România și în statele europene, creșterea numărului de disponibilizări și impactul politicii tarifare comerciale lansate de SUA la începutul anului 2025 contribuie la intensificarea riscurilor de apariție a unei recesiuni sau crize economice. Diminuarea predictibilității politicilor și măsurilor adoptate, pe fondul amplificării presiunilor geopolitice și comerciale internaționale cresc nivelurile de incertitudine, putând angrena reacții negative în lanț pe piețele financiare și valutare.

În acest context, riscul de piață devine tot mai prezent, reflectându-se în scăderea valorii activelor, pe fondul extinderii contagiunii și deteriorării perspectivelor macroeconomice și al condițiilor de finanțare la nivel global. În acest climat instabil și marcat de incertitudine, probabilitatea materializării riscurilor în perioada următoare este din ce în ce mai mare.

Creșterea protecționismului comercial a determinat începutul unei reconfigurări a relațiilor economice internaționale și schimbări structurale în mai multe state europene. În același timp, tendința globală de creștere a disponibilizărilor în sectoarele financiar și industrial accentuează presiunile asupra pieței muncii, contribuind la amplificarea riscului macroeconomic și la intensificarea riscurilor de credit, lichiditate, solvabilitate și profitabilitate. În plus, în contextul tensiunilor existente și al dezvoltării tehnologice accelerate, utilizarea tot mai extinsă a digitalizării și inteligenței artificiale duce la creșterea riscurilor cibernetice, cu apariția unor incidente de securitate cu impact major, care pot exploata diverse vulnerabilități.

La nivel local, riscurile politice și economice generate de modul de implementare al reformelor ce au în vedere reducerea deficitului bugetar sporesc vulnerabilitatea pieței financiare românești. Evoluțiile economice recente precum creșterea datoriei publice și menținerea unui nivel ridicat al deficitului bugetar, au contribuit la o revizuire a ratingului suveran al României de la „stabil” la „negativ” de către agențiile de rating. În plus, ritmul mai lent al creșterii economice în 2024 și estimările rezervate pentru anii următori, precum și dezechilibrele externe persistente, reflectă complexitatea procesului de consolidare fiscală aflat în desfășurare. Piețele financiare au reacționat, investitorii instituționali și partenerii internaționali monitorizând atent eficacitatea și costurile economice ale măsurilor propuse de redresare fiscală. În urma creșterii taxelor, presiunile inflaționiste s-au accentuat, în timp ce șomajul continuă să fie afectat de disponibilizările anunțate din sectorul public, precum și de tendințele de consolidare și de reducere a personalului din mediul privat.

Prin urmare, până la stabilizarea mediului intern, pe fondul contextului geopolitic global incert, riscurile rămân ridicate, existând posibilitatea escaladării acestora în cazul apariției unor noi dezechilibre sau șocuri.

Factorii analizați conduc la menținerea evaluării riscului macroeconomic la un nivel ridicat, cu tendințe de creștere, în contextul intensificării vulnerabilităților interne și al climatului de incertitudine externă, pe fondul tensiunilor geopolitice și comerciale și al acumulării dezechilibrelor.

Riscul de piață rămâne la un nivel ridicat, cu tendință de creștere, pe fondul contagiunii și al interconexiunilor, piețele financiare reacționând prompt la materializarea oricăror tensiuni și factori de risc, într-un mediu în care înăsprirea condițiilor financiare împreună cu situația geopolitică externă au o influență ridicată asupra acestora.

Toate celelalte riscuri (de credit, de lichiditate, de solvabilitate, de profitabilitate și operațional) sunt evaluate ca fiind la un nivel mediu spre ridicat, cu tendințe de creștere.

Tabelul 5 Tabloul riscurilor la nivel național⁶

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

Sursa: ASF

⁶ Pentru unitatea raportului, a fost utilizată aceeași codificare a riscurilor ca cea realizată de ESMA.

3. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare

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

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

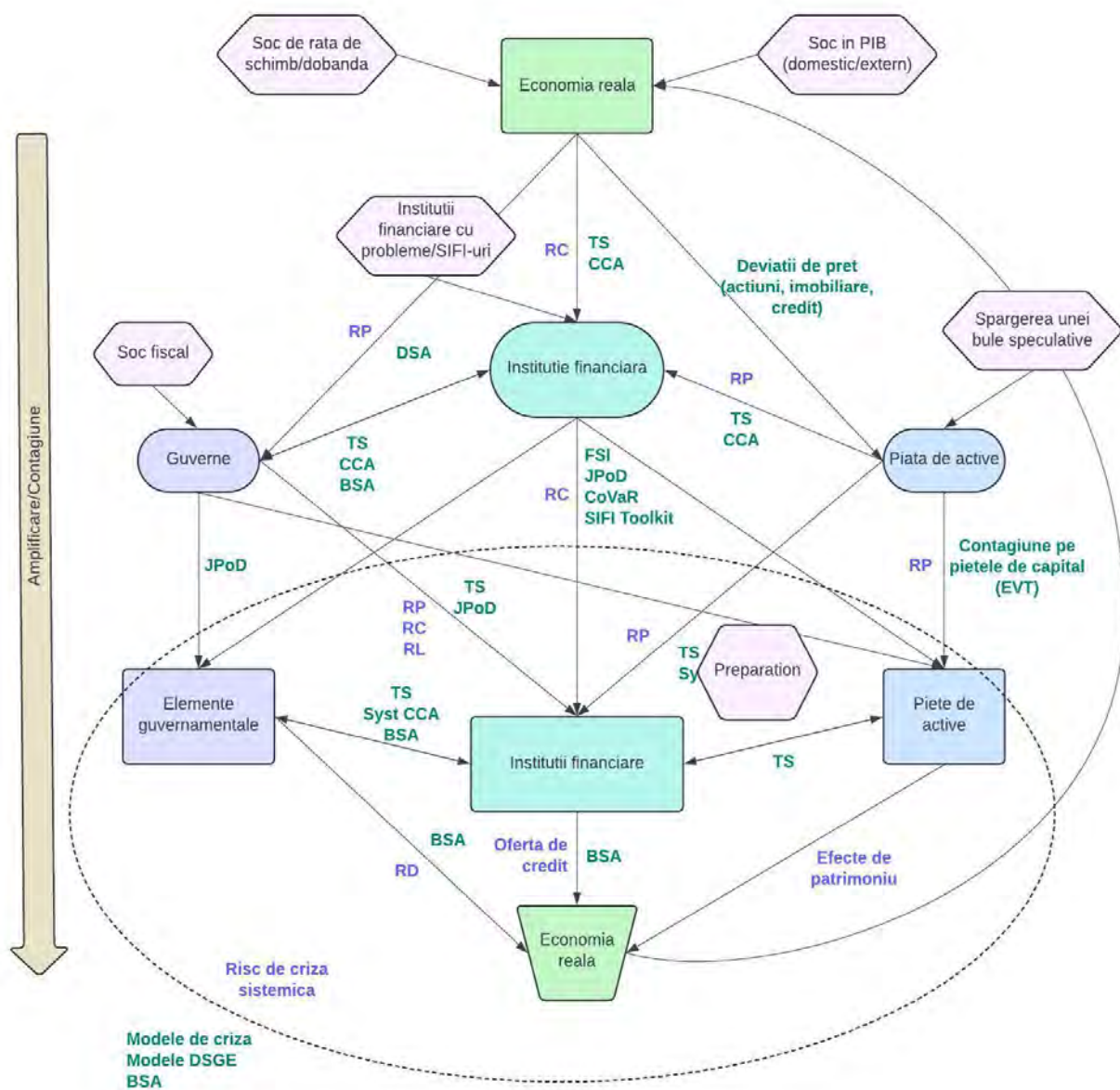
Riscul sistemic este adesea analizat din două perspective: ca efect asupra economiei (măsurat cel mai adesea ca efect asupra PIB), respectiv ca efect asupra intermedierei financiare.

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

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

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

Figura 10 Dinamica riscului sistemic. Surse și canale de transmisie



Sursa: Prelucrare ASF după IMF (2023)

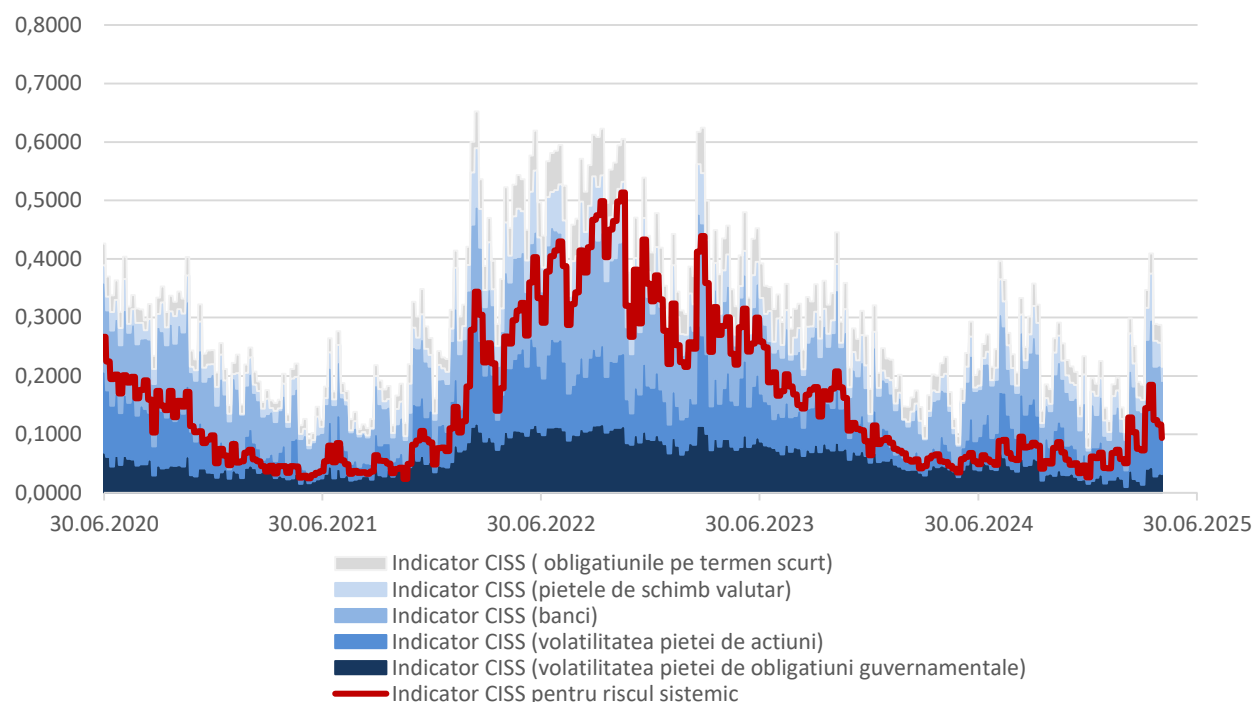
3.1. Piața instrumentelor și investițiilor financiare în context european

Măsurarea riscului sistemic pentru piețele europene este realizată cu ajutorul indicatorului CISS⁷, care este un indicator compozit pentru riscurile sistemice calculat de Banca Centrală Europeană. Indicatorul CISS este construit pentru a arăta măsura în care stresul financiar sistemic contribuie la instabilitatea financiară a piețelor europene.

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

Dinamica CISS în primul semestru din 2025 reflectă o perioadă de creștere a riscului sistemic în Europa. Evoluția indicatorului indică o fază de intensificare fata de perioada anterioară în care riscurile sistemice au fost în mare măsură atenuate.

Figura 11 Indicator compozit de risc sistemic pentru piețele financiare europene



Sursa: Banca Centrală Europeană, prelucrare ASF

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. Evenimentele geopolitice din martie 2025 au condus la o reapariția volatilității cu o creștere a indicelui CISS spre 0,2 semn că evoluțiile globale pot revers rapid climatul de stabilitate din 2024.

⁷ CISS - Composite Indicator of Systemic Stress

Toate aceste evoluții care indică o volatilitate redusă dar în ușoară creștere confirmă persistența unui risc sistemic scăzut în primul trimestru al anului. În cel de al doilea trimestru din 2025, indicele CISS a înregistrat o creștere moderată și sugerează o intensificare a stresului sistemic. Contribuțiile majore primite au venit din partea pieței de acțiuni, sectorului bancar și a pieței obligațiunilor guvernamentale.

Creșterea riscului sistemic în cel de al doilea trimestru a fost alimentată de incertitudinile fiscale și bugetare generate de creșterea cheltuielilor de apărare și derogările de la regulile fiscale, de volatilitatea geopolitică pe fondul tensiunilor comerciale cu SUA și reacțiile la politicile EU care au condus la fluctuații pe piețele de capital și valutare.

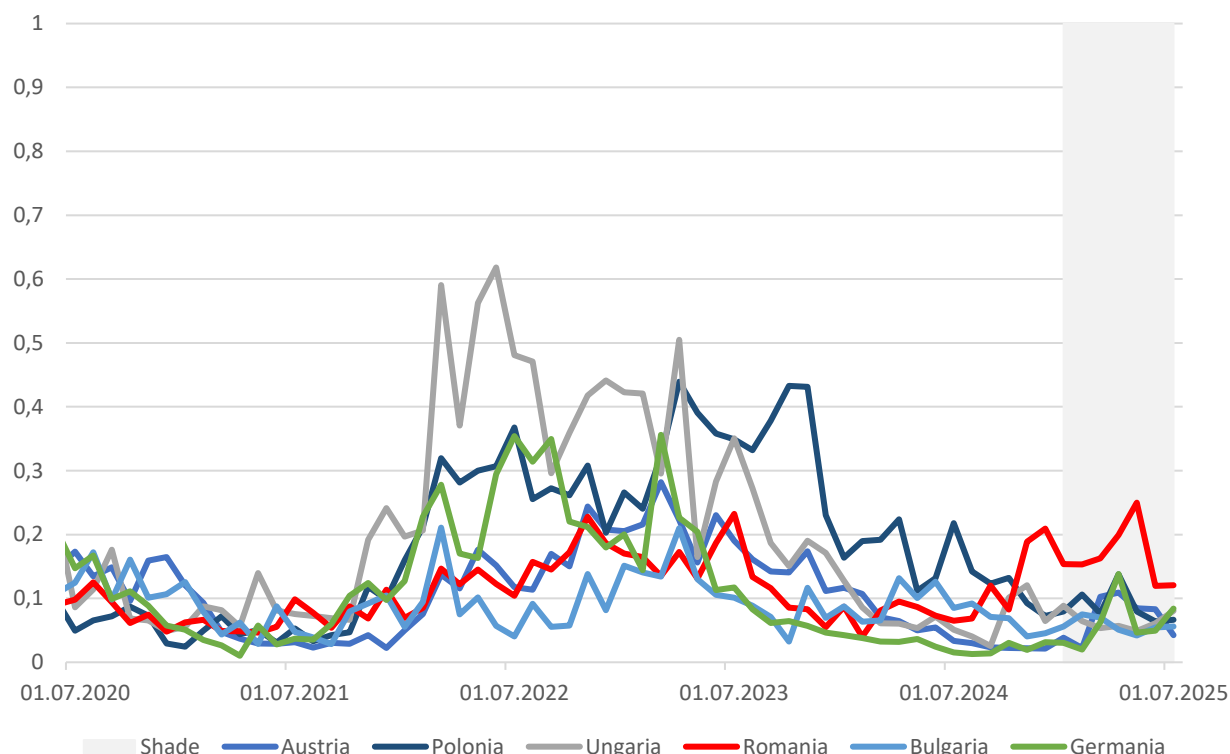
Indicatorul CISS oferă o perspectivă sistemică la nivelul zonei euro, în timp ce indicatorii CLIFS se concentrează pe stresul financiar specific fiecărei țări. Indicatorii CLIFS sunt calculați de Banca Centrală Europeană pentru a măsura și compara nivelul de stres financiar la nivel de țară.

Graficul următor surprinde evoluția indicatorilor CLIFS, utilizați de Banca Centrală Europeană pentru a măsura stresul financiar la nivel de țară, în intervalul iulie 2020 – iulie 2025. Zona hașurată reprezintă perioada ianuarie – iulie 2025. În perioada ianuarie 2025-iulie 2025 majoritatea țărilor din eșantion — Austria, Germania, Polonia, Ungaria și Bulgaria — au înregistrat niveluri relativ stabile ale stresului financiar, cu oscilații moderate și fără episoade dramatice în 2025. Austria și Germania, în special, se mențin aproape constant la valori foarte reduse, semnalând un climat de stabilitate și reziliență a piețelor lor financiare.

Dacă în 2024 indicatorul CLIFS al României oscila în zona 0,1–0,2, apropiată de media regională, începând cu finele anului se observă o accelerare a tensiunilor, care se consolidează în 2025. Nivelul stresului financiar urcă la aproape 0,25, ceea ce reprezintă o deviație semnificativă față de restul țărilor din regiune. Această evoluție este strâns corelată cu contextul macroeconomic intern, marcat de un deficit bugetar estimat la circa 9% din PIB. Dimensiunea dezechilibrului fiscal a alimentat percepția investitorilor că finanțele publice ale României sunt nesustenabile, ceea ce a dus la creșterea costurilor de finanțare, la o volatilitate sporită a pieței obligațiunilor guvernamentale și la riscuri percepute mai mari pe piața valutară.

Astfel, indicatorul CLIFS semnalează nu doar o deteriorare punctuală pentru România, ci o tendință structurală de creștere a stresului financiar, ceea ce sugerează vulnerabilitatea economiei la șocuri externe și dificultăți în atragerea de capital pe termen lung. În contrast cu țările vecine, care au traversat primul semestru din 2025 cu o stabilitate relativă, România apare izolată prin profilul său de risc, consolidând imaginea unei țări unde dezechilibrele fiscale s-au transformat rapid în tensiuni financiare vizibile.

Figura 12 Indicatori de tensiune financiară (CLIFS): Austria, Bulgaria, Germania, Polonia, România, Ungaria



Sursa: Banca Centrală Europeană, prelucrare ASF

3.2. Riscuri și vulnerabilități ale pieței instrumentelor și investițiilor financiare

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

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

3.2.1. Analiza evoluției riscului sistemic pentru indicele BET

Majoritatea indicilor bursei românești au înregistrat evoluții pozitive semnificative pe parcursul anului 2025. Indicele de referință BET, care include evoluțiile celor mai tranzacționate companii de pe piața reglementată a BVB, s-a apreciat cu 8,37% (iulie 2025 versus iulie 2024).

Tabelul 6 Randamentele burselor de acțiuni la 31 iulie 2025

	30-iun.-25	30-apr.-25	31-ian.-25	31-iul.-24
Indici internaționali	1 lună	3 luni	6 luni	12 luni
EA (EUROSTOXX)	0.86%	4.61%	4.64%	12.41%
FR (CAC 40)	1.38%	2.35%	-2.24%	3.19%
DE (DAX)	0.65%	6.97%	10.74%	30.02%
IT (FTSE MIB)	3.00%	9.00%	12.38%	21.40%
GR (ASE)	6.78%	17.46%	28.74%	34.94%
IE (ISEQ)	-0.10%	9.99%	11.80%	17.95%
ES (IBEX)	2.90%	8.35%	16.40%	30.11%
UK (FTSE 100)	4.24%	7.51%	5.29%	9.14%
US (DJIA)	0.08%	8.51%	-0.93%	8.05%
IN (NIFTY 50)	-2.93%	1.78%	5.36%	-0.73%
SHG (SSEA)	3.74%	8.99%	9.93%	21.59%
JPN (N225)	1.44%	13.94%	3.78%	5.03%
Indici BVB	1 lună	3 luni	6 luni	12 luni
BET	7.76%	17.67%	18.76%	8.37%
BET-FI	4.87%	4.50%	1.28%	4.30%
BET-NG	7.82%	17.63%	18.25%	10.10%
BET-XT	7.58%	16.60%	17.01%	8.14%
BET-BK	9.03%	20.41%	20.49%	10.92%
BETPlus	7.61%	16.99%	17.84%	7.60%
BET-TR	8.22%	23.81%	24.95%	15.04%
BET-XT-TR	8.03%	22.19%	22.62%	14.13%
BET-TRN	8.17%	23.16%	24.30%	14.35%
BET-XT-TRN	7.98%	21.60%	20.20%	13.51%
BETAeRO	7.72%	10.58%	4.46%	-9.79%
ROTX	7.94%	21.42%	16.44%	9.76%

Sursa: Calcule ASF pe baza datelor LSEG si BVB

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

Un cuantilogramă este un grafic care prezintă relațiile dintre cuantile⁸ și este reprezentarea grafică care ne ajută să înțelegem cum evoluează randamentele bursiere în timp, dar nu doar în medie, ci la diferite niveluri ale distribuției. În cazul unui indice bursier, suntem interesați să vedem dacă randamentele trecute influențează randamentele viitoare.

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

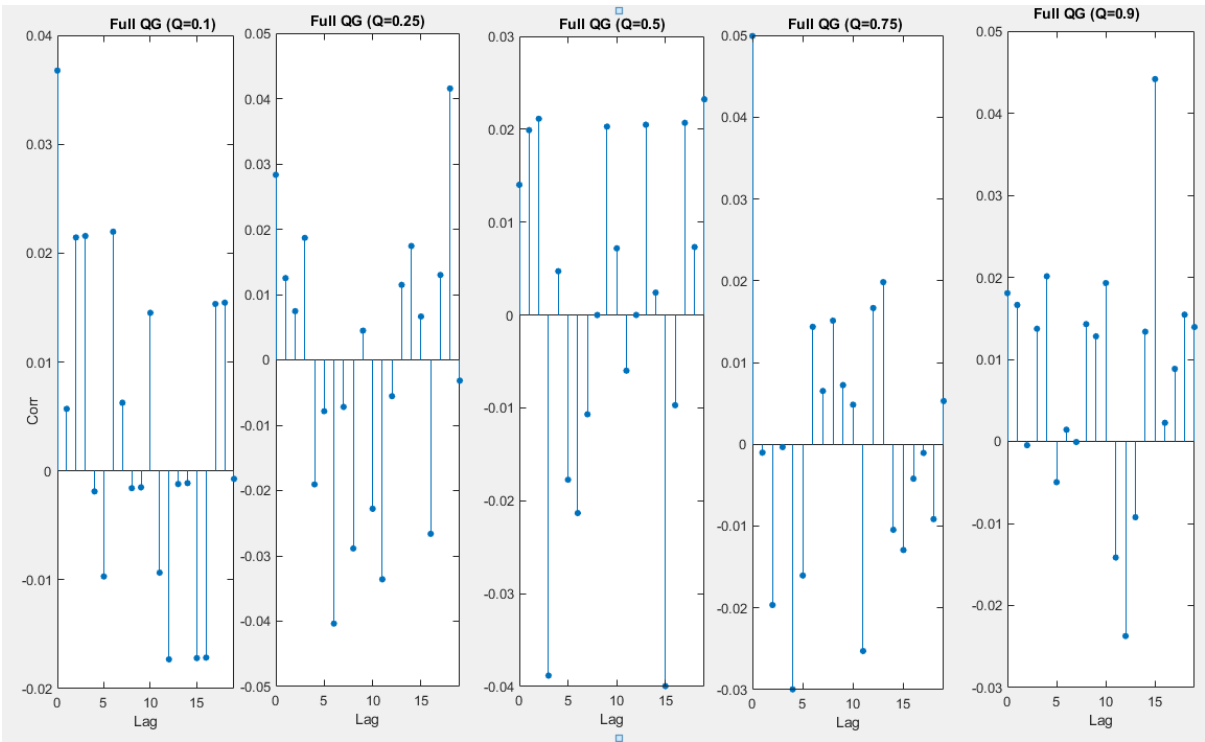
O cuantilogramă poate reprezenta grafic:

- o Dacă piața are o memorie lungă (persistența unei crize sau a unui boom).
- o Dacă mișcările extreme sunt mai periculoase decât cele normale.
- o Dacă există un model predictibil în dinamica randamentelor.

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

⁸ O explicație simplă pentru cuantile: luam un grup de oameni și îi aranjăm după înălțime, de la cel mai scund la cel mai înalt. În pasul al doilea, împărțim acest grup în secțiuni egale (sau cuantile), astfel încât să înțelegem mai bine distribuția înălțimilor. În mod similar analiza este realizată și pentru randamentele bursiere.

Figura 13 Cuantilograma pentru indicele BET



Sursa: ASF

Cuantilograma a fost realizată pe randamentele zilnice ale indicelui BET (ianuarie 2024-august 2025) și indică că pierderile mari persistă mai mult decât câștigurile mari, indicând un risc mai ridicat în perioadele de scădere.

Tabelul 7 Interpretarea cuantilelor pentru indicele BET

Nivel Cuantilă	Termen Scurt (1–5 zile)	Termen Mediu (6–10 zile)	Termen Lung (11–20 zile)	Interpretare
Q= 0.1 (Pierderi mari)	Corelații ușor pozitive (~0.02), dar slabe.	Devin negative (până la -0.015).	Rămân negative, dar slabe.	Piața reacționează imediat la scăderi extreme, dar revine rapid. Lipsă de efect de contagiune pe termen lung. Volatilitatea negativă este mai puțin persistentă.
Q= 0.25 (Pierderi moderate)	Corelații mixte, dar în general pozitive slabe.	Încep să apară corelații negative (-0.02).	Tendință clară spre valori negative până la -0.045.	Pierderile moderate par să declanșeze un proces de corecție lentă. Piața absoarbe șocul inițial, dar corectează pe parcursul a 2–3 săptămâni.
Q= 0.5 (Randamente mediane)	Corelații apropiate de zero.	Ușoară fluctuație pozitiv/negativ (±0.02).	Nu există structură clară.	Nu există autocorelare semnificativă în jurul mediane → comportament aleatoriu, în linie cu ipoteza pieței eficiente.

Nivel Cuantilă	Termen Scurt (1–5 zile)	Termen Mediu (6–10 zile)	Termen Lung (11–20 zile)	Interpretare
Q = 0.75 (Câştiguri moderate)	Corelații pozitive slabe (0.015–0.025).	Se estompează spre 0.	Fluctuează ușor negativ (~-0.02).	Momentum pe termen scurt pentru câştiguri moderate, dar mean-reversion pe termen lung. Piața răsplătește trendurile pozitive pe termen scurt, dar revine la medie.
Q = 0.9 (Câştiguri mari)	Corelații pozitive scăzute (~0.02–0.04).	Tind spre 0.	Corelații negative slabe (~-0.02).	Creșterile mari nu se susțin. Se observă un comportament de reversie la medie. Nu există un fenomen de clustering de câştiguri extreme.

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

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

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

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

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

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

În ultimii zece ani, rolul intermedierei financiare nebankare în susținerea finanțării economiei reale a cunoscut o amplificare semnificativă. În această perioadă, sectorul IFN s-a extins până la a deține aproape jumătate din totalul activelor financiare la nivel global și a dobândit o structură tot mai diversificată și complexă, caracterizată prin modele și strategii de afaceri aflate într-un proces constant de transformare și bazate adesea pe utilizarea efectului de levier (FSB, 2025).

Conform celei mai recente versiuni a *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor* (ESRB, 2025), în perioada recentă, instituțiile financiare nebankare s-au confruntat cu riscuri ciclice accentuate, generate de vulnerabilitățile macroeconomice, de volatilitatea prețurilor activelor și de reducerea nivelului de lichiditate de pe piețe. Materializarea acestor riscuri macroeconomice amenință dinamica societăților nefinanciare și a gospodăriilor, putând conduce la o creștere a numărului de falimente și insolvențe. Înăsprirea condițiilor financiare, tensiunile geopolitice și perspectivele moderate de creștere sporesc probabilitatea unor corecții ale prețurilor activelor, punând presiune asupra fondurilor de investiții și a altor instituții financiare.

Vulnerabilitățile suverane din zona euro, agravate de incertitudinea politică și de slăbiciunile fiscale, amplifică riscul unor fluctuații bruște și neașteptate ale prețurilor activelor. În plus, concentrarea activelor fondurilor de investiții din UE în acțiunile companiilor tehnologice din SUA ar putea intensifica eventuale corecții severe pe acest segment de piață. Riscurile sistemice de lichiditate rămân ridicate, iar episoadele recente de stres de pe piețe evidențiază fragilitatea fondurilor cu grad ridicat de îndatorare.

Instituțiile financiare nebankare prezintă mai multe vulnerabilități majore, în principal asociate cu niveluri excesive de levier, decalaje de lichiditate și grad ridicat de interconectare. Utilizarea intensă a efectului de levier, în special în cadrul fondurilor de investiții alternative (FIA) și al anumitor organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), poate amplifica riscurile de lichiditate și de piață, contribuind totodată la transmiterea și intensificarea șocurilor în sistemul financiar⁹.

În contextul interdependenței tot mai sofisticate dintre economie și dinamica financiară, anumite instituții financiare nebankare exercită o influență determinantă asupra structurii și stabilității rețelei economice, iar șocurile generate de evenimente de risc sau de deficite de lichiditate se propagă ulterior în ansamblul acestei rețele (Dungey et al., 2022; Zhu et al., 2025).

În cadrul acestei analize, efectele de propagare a riscului sistemic se referă la riscuri ce își au originea în activitatea unor entități individuale, dar care se transmit la nivelul întregului sistem economic și financiar, generând instabilitate generalizată sau chiar colaps (Zhu, Mao et al., 2020). Riscurile sistemice asociate acestor entități și mecanismele de propagare ale acestora sunt strâns corelate cu comportamentul băncilor în ceea ce privește acordarea de credite și cu procesul de acumulare a lichidităților. Primul aspect constituie sursa efectelor prociclice, în timp ce implicațiile celui de-al doilea aspect au beneficiat de o atenție științifică mai redusă.

⁹ Vezi European Systemic Risk Board (2025) *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor* 2025

Pe măsură ce legăturile dintre instituțiile financiare și firmele nefinanciare devin tot mai complexe și consolidate, cadrul de reglementare macroprudențială impune cerințe sporite pentru identificarea surselor de risc și pentru evaluarea riscurilor sistemice (Weiß et al., 2014; Cerutti et al., 2017; Agur și Demertzis, 2019).

Literatura de specialitate a investigat în profunzime relația dintre întreprinderile nefinanciare și riscul sistemic, unele studii concentrându-se asupra măsurării efectelor de propagare a acestui risc din perspectiva riscului financiar sistemic (Acharya et al., 2017; Brownlees și Engle, 2017; Huang et al., 2016; Kupiec și Guntay, 2016).

Battiston et al. (2012) argumentează că mecanismele de contagiune ale riscului sistemic sunt strâns corelate cu sectorul real, în timp ce Chiu et al. (2015) evidențiază legăturile dintre instituțiile financiare și întreprinderile nefinanciare prin intermediul datoriilor și al evenimentelor extreme. În aceeași direcție, Hazama și Uesugi (2017), precum și Kwon et al. (2018), analizează procesul de propagare a neplăților în cadrul rețelei de credite comerciale, ajungând la concluzii convergente.

Din punct de vedere metodologic, literatura recentă identifică trei abordări principale pentru cuantificarea efectelor de propagare ale riscului sistemic. Prima metodă se bazează pe utilizarea variabilelor macroeconomice și financiare pentru construirea unui indice al riscului sistemic (Louzis și Vouldis, 2012), menit să ofere semnale timpurii privind declanșarea unei crize financiare. A doua abordare investighează suprapunerile dintre împrumuturile sau activele deținute de instituțiile financiare în bilanțurile lor (Sun, 2020; Zedda și Cannas, 2020).

Cea de-a treia metodă analizează riscul sistemic prin prisma interdependenței dintre randamentele acțiunilor (Diebold și Yilmaz, 2014; Härdle et al., 2016; Tolikas et al., 2007). Pornind de la această abordare, literatura de specialitate a propus o serie de indicatori multivariați pentru evaluarea riscului de propagare sistemică în domeniul financiar (Gong et al., 2019), printre care se numără valoarea condiționată la risc (Adrian și Brunnermeier, 2016), deficitul marginal anticipat (Acharya et al., 2017), valoarea Shapley (Tarashev et al., 2016) și SRISK (Brownlees și Engle, 2017).

Modelele utilizate în cadrul prezentei analize, focalizată asupra companiilor incluse în indicele BET, sunt CoVaR și Marginal Expected Shortfall. Principalele elemente metodologice privind construcția acestor modele sunt prezentate în Anexa 1, care include, de asemenea, detalii referitoare la măsura Delta CoVaR, utilizată pentru testarea robusteții rezultatelor obținute.

Analiza de față se axează pe un eșantion de șase companii, selectate în funcție de ponderea acestora în indicele BET. Setul de date include următoarele entități: BANCA TRANSILVANIA S.A. (TLV – 19,98%), OMV PETROM S.A. (SNP – 18,73%), S.P.E.E.H. HIDROELECTRICA S.A. (H2O – 14,54%), S.N.G.N. ROMGAZ S.A. (SNG – 10,67%), BRD - GROUPE SOCIÉTÉ GÉNÉRALE S.A. (BRD – 7,04%) și S.N.T.G.N. TRANSGAZ S.A. (TGN – 4,24%)¹⁰. Pentru companiile analizate, precum și pentru indicele BET, au fost colectate date referitoare la prețurile zilnice din platforma LSEG, aferente perioadei 1 ianuarie 2018 – 30 iunie 2025. Tabelul următor prezintă, într-o manieră sintetică, companiile incluse în eșantion, ordonate în ordine alfabetică.

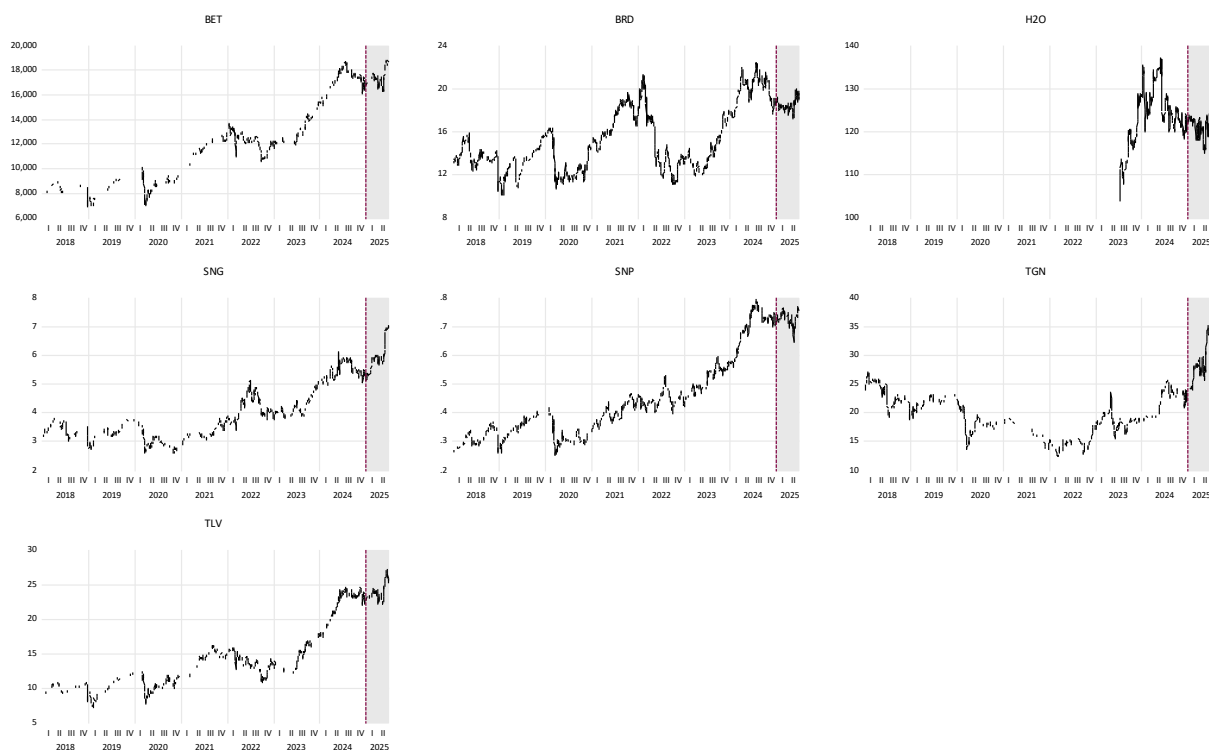
¹⁰ Ponderile companiilor în indice sunt specifice ajustării periodice din data de 13.06.2025.

Tabelul 8 Descrierea companiilor analizate

Simbol	Descriere
BRD	<i>BRD Groupe Société Générale</i> reprezintă a doua bancă din România în funcție de totalul activelor și ocupă poziția a patra în ceea ce privește capitalizarea bursieră la Bursa de Valori București.
H2O	<i>HIDROELECTRICA S.A.</i> a fost formată în data de 13 iulie 2000, ca urmare a reorganizării Companiei Naționale de Electricitate "CONEL". Având în vedere capacitatea sa de producție, Hidroelectrica furnizează aproximativ 30% din producția națională. În același timp, pe parcursul ultimilor 10 ani, media volumului de servicii de sistem gravitează în jurul următoarelor coordonate: 70% din totalul serviciului de reglaj secundar, aproximativ 84% din serviciul de rezervă terțiară rapidă și 100% din serviciul de asigurare a energiei reactive din necesarul Sistemului Energetic Național.
SNG	<i>S.N.G.N. ROMGAZ S.A.</i> deține o vastă experiență în domeniul explorării și producției de gaze naturale, fiind astfel într-unul dintre cei mai importanți producători și principal furnizor de gaze naturale din România. Începând cu data de 12 noiembrie 2013, acțiunile emise de S.N.G.N. ROMGAZ S.A. sunt tranzacționate pe piața reglementată administrată de Bursa de Valori București. În același timp, acțiunile societății servesc ca suport pentru certificatele globale de depozit (GDR-uri) emise de The Bank of New York Mellon, GDR-uri care sunt tranzacționate pe Bursa de Valori din Londra.
SNP	<i>OMV Petrom</i> reprezintă cea mai extinsă companie de energie din Europa de Sud-Est. Compania desfășoară activități pe întregul lanț valoric al energiei, cuprinzând explorarea și producția de țiței și gaze, rafinarea și distribuția de carburanți, precum și generarea de energie electrică, alături de comercializarea gazelor naturale și a energiei electrice.
TGN	<i>SNTGN TRANSGAZ S.A.</i> reprezintă operatorul unic al Sistemului Național de Transport al Gazelor Naturale (SNT), responsabil pentru asigurarea transportului a peste 90% din gazul natural consumat în România, în condiții de siguranță, eficiență și competitivitate, în concordanță cu standardele europene de performanță și protecție a mediului.
TLV	<i>Banca Transilvania</i> se situează în fruntea sistemului bancar românesc în ceea ce privește activele. Activitatea sa este structurată pe trei linii principale de afaceri: Corporate, IMM și Retail.

Sursa: Prelucrare ASF

Figura 14 Prețuri de închidere¹¹



Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura de mai sus prezintă evoluția prețurilor de închidere pentru activele financiare incluse în analiză, respectiv indicele BET și companiile selectate în eșantion. Zona hașurată marchează primul semestru din 2025. Se remarcă o tendință predominant ascendentă a majorității titlurilor financiare pe parcursul primului semestru al anului 2025, cu creșteri semnificative înregistrate de SNG, TGN și TLV.

¹¹ Eșantionul de date folosit pentru compania Hidroelectrică este limitat de data listării companiei.

Tabelul următor matricea de corelație *Spearman* estimată pentru companiile incluse în eșantion, precum și pentru indicele BET care surprind dependența monotonă (nu doar liniară), ceea ce este relevant pentru relații robuste, mai ales în prezența valorilor extreme.

Tabelul 9 Corelații Spearman pentru 2025 (ianuarie – iunie)

	BET	BRD	H2O	SNG	SNP	TGN	TLV
BET	1.000000	0.650274	0.666762	0.706321	0.802919	0.749013	0.836939
BRD	0.650274	1.000000	0.415546	0.440774	0.539260	0.437265	0.424577
H2O	0.666762	0.415546	1.000000	0.312942	0.521598	0.404711	0.466344
SNG	0.706321	0.440774	0.312942	1.000000	0.473573	0.544511	0.522467
SNP	0.802919	0.539260	0.521598	0.473573	1.000000	0.491816	0.549637
TGN	0.749013	0.437265	0.404711	0.544511	0.491816	1.000000	0.565153
TLV	0.836939	0.424577	0.466344	0.522467	0.549637	0.565153	1.000000

Sursa: BVB, Prelucrare ASF

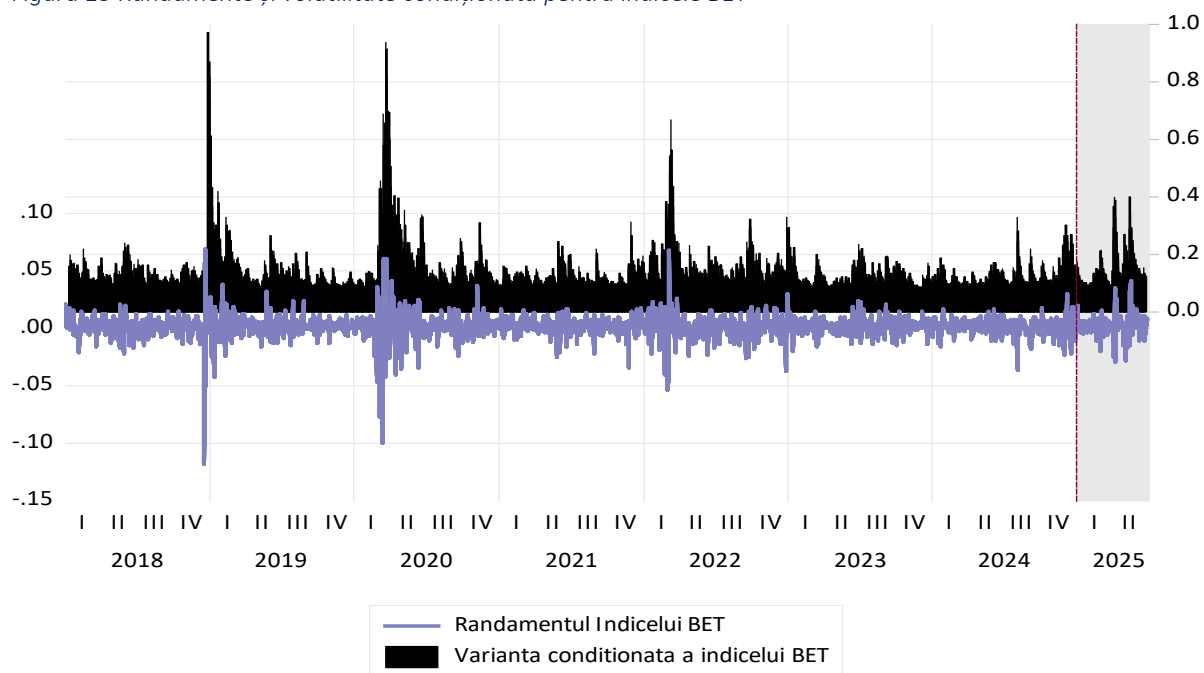
Toate corelațiile dintre BET și companii sunt pozitive și ridicate, ceea ce este normal, având în vedere că BET este construit din aceste companii. Cele mai mari corelații apar între BET și TLV (0.837), respectiv BET și SNP (0.803). Aceasta sugerează că evoluțiile Băncii Transilvania și ale Petrom sunt cel mai strâns legate de dinamica generală a indicelui și, implicit, au un rol major în mișcările agregate ale pieței.

Romgaz (0.706) și Transgaz (0.749) au, de asemenea, corelații ridicate cu BET, confirmând că sectorul energetic tradițional este bine reprezentat în evoluția indicelui. Totuși, valorile sunt puțin mai mici decât cele pentru TLV și SNP, ceea ce sugerează că influența lor relativă este consistentă, dar nu la fel de dominantă.

Corelația dintre BET și BRD este 0.650, mai scăzută decât în cazul TLV, ceea ce arată că, deși sectorul bancar este important, dinamica BRD nu reflectă la fel de fidel mișcările indicelui precum cea a TLV. Această diferență poate fi explicată prin ponderile distincte în BET și prin caracteristicile de tranzacționare.

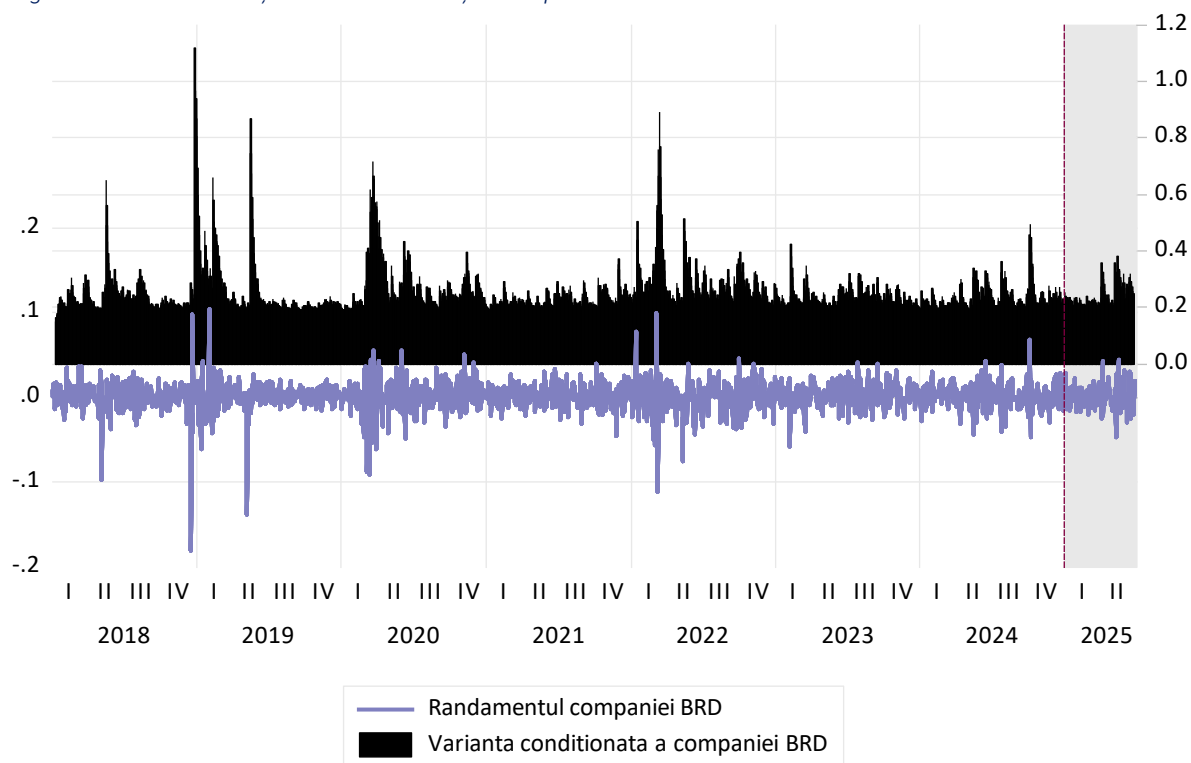
Hidroelectrica are cea mai mică corelație cu BET (0.667), ceea ce confirmă și observațiile anterioare: H2O are o dinamică mai stabilă și parțial decuplată de restul pieței. În plus, corelațiile sale cu ceilalți emitenți sunt vizibil mai mici (ex. 0.313 cu SNG, 0.405 cu TGN, 0.415 cu BRD), semnalând că Hidroelectrica participă mai slab la sincronizarea șocurilor bursiere.

Figura 15 Randamente și volatilitate condiționată pentru indicele BET



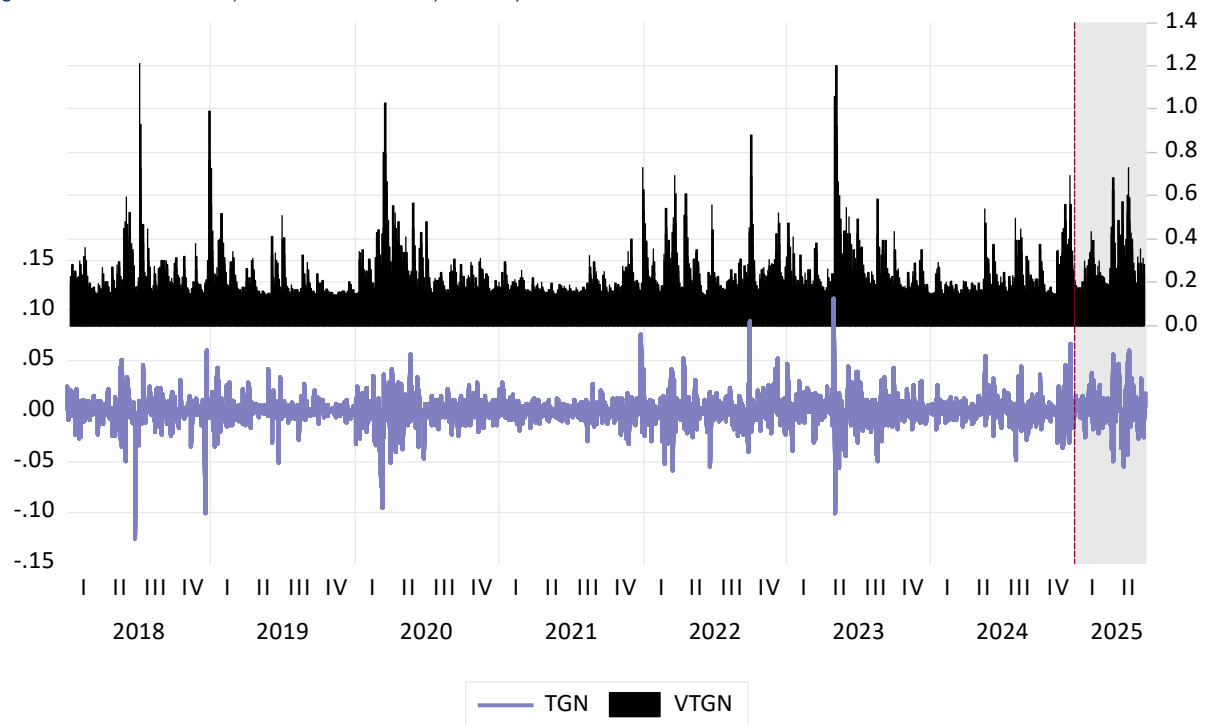
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 16 Randamente și volatilitate condiționată pentru BRD



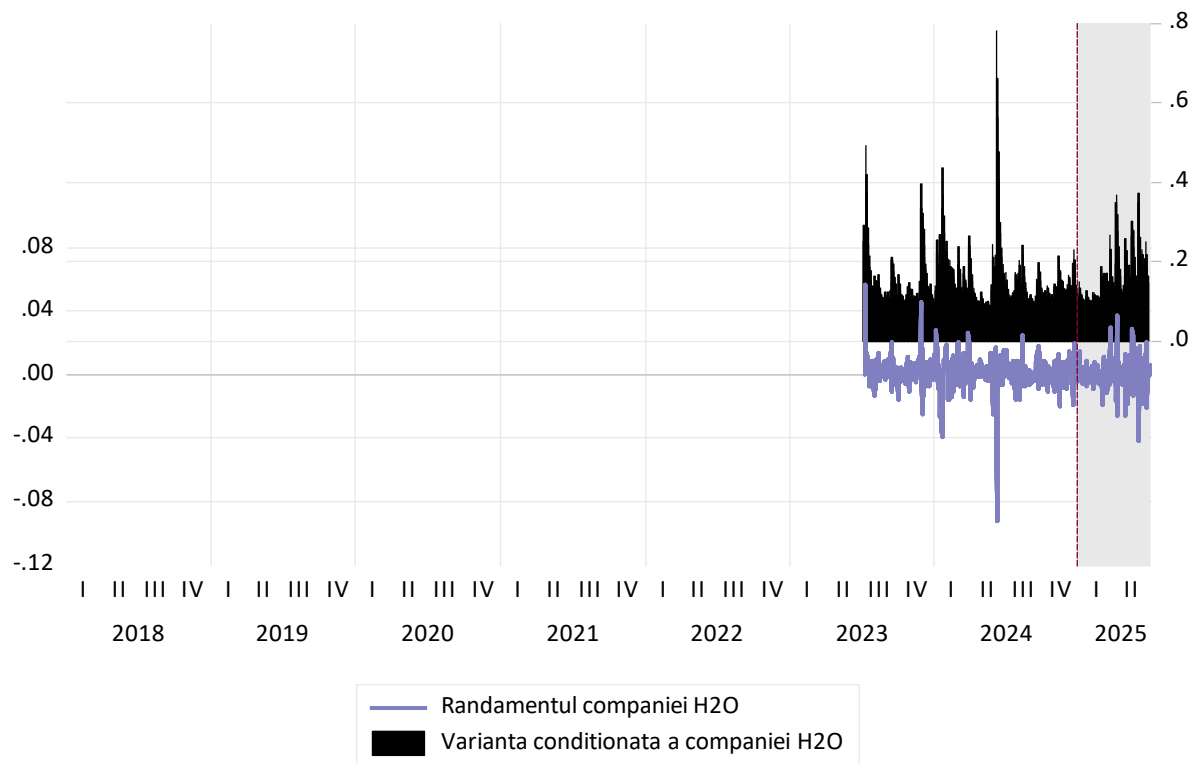
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 17 Randamente și volatilitate condiționată pentru TGN



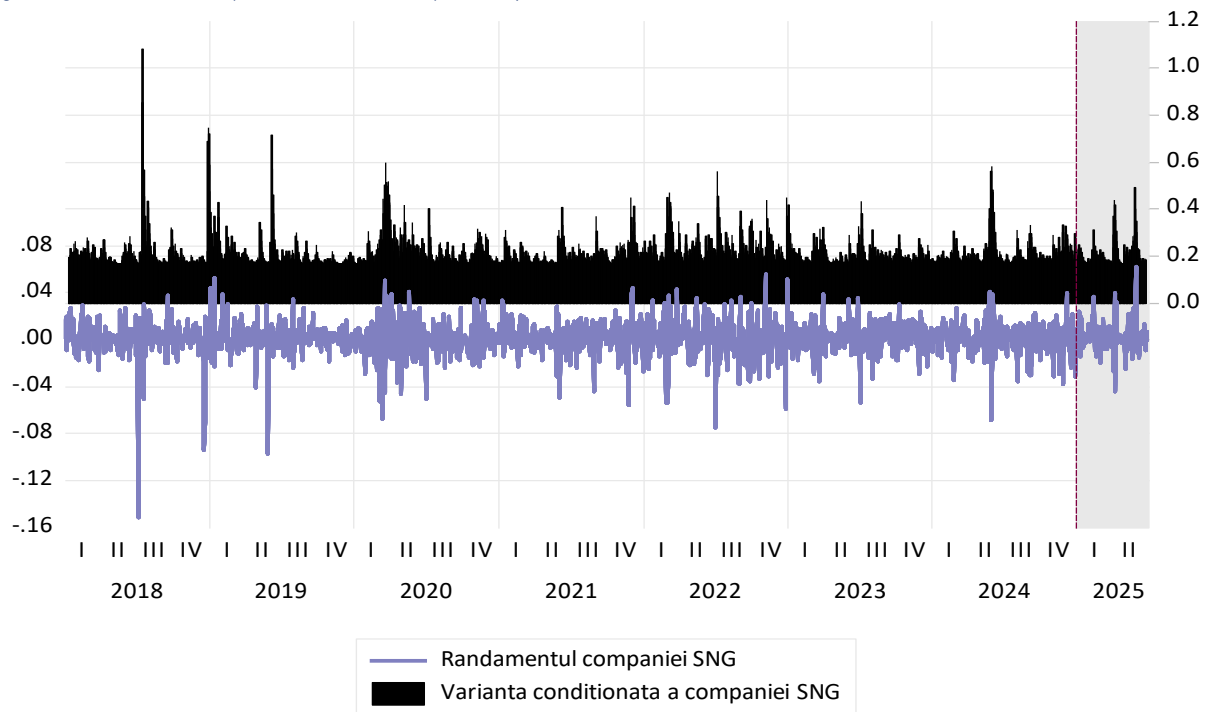
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 18 Randamente și volatilitate condiționată pentru H2O



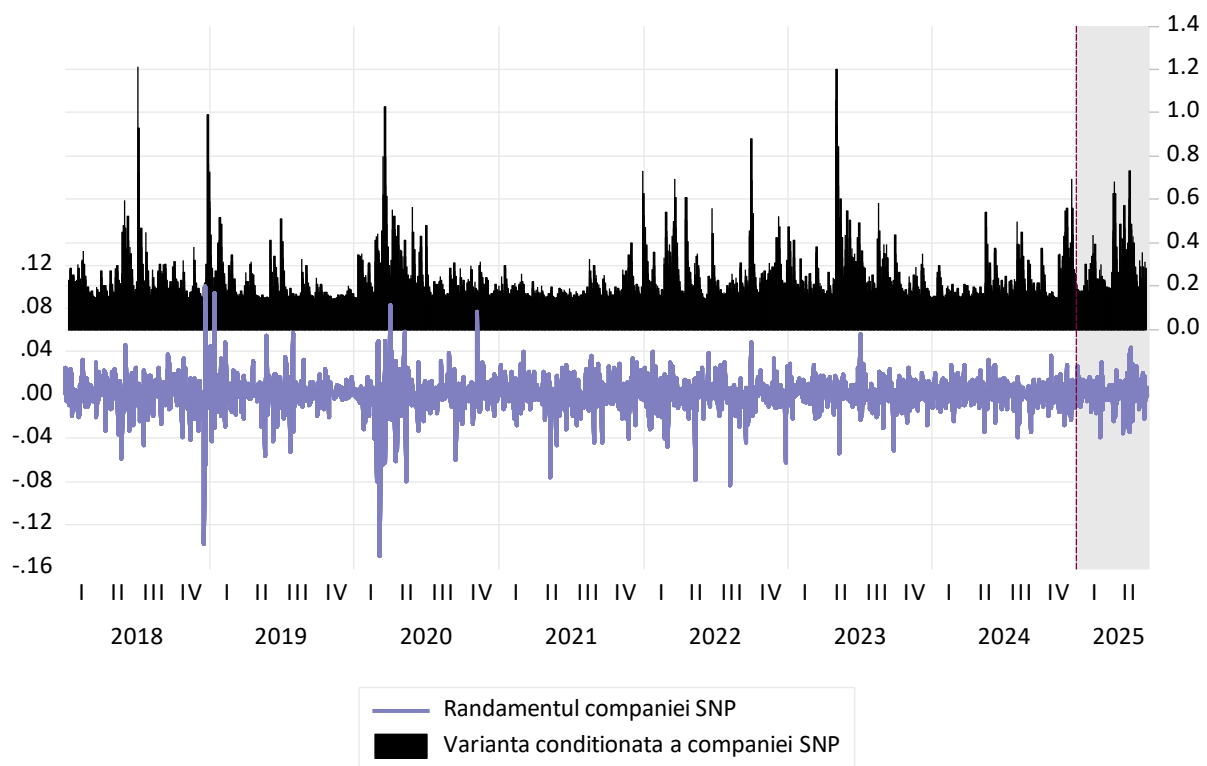
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 19 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNG



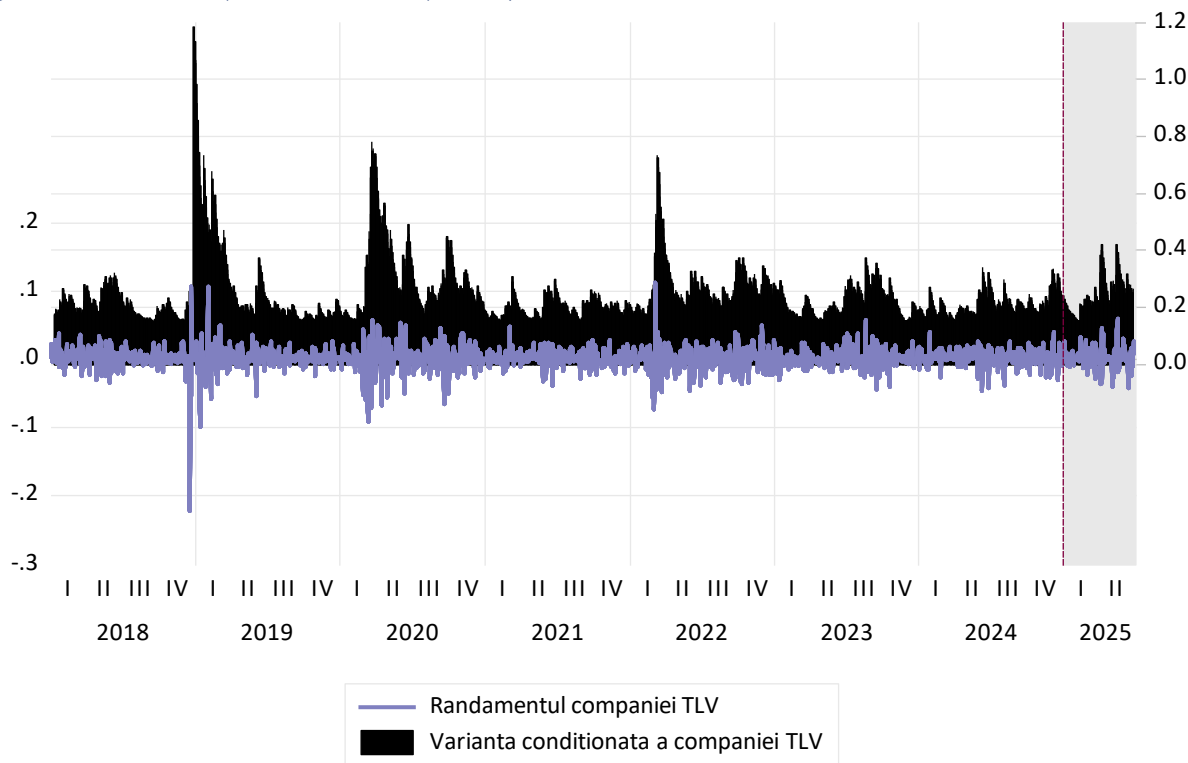
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 20 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNP



Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 21 Randamente și volatilitate condiționată pentru TLV



Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Seria de figuri de mai sus oferă o reprezentare sintetică a evoluției randamentelor activelor financiare corelate cu dinamica varianței condiționate aferente. Volatilitatea a fost estimată prin intermediul modelului GARCH(1,1), valorile corespunzătoare fiind redată pe axa stângă, în timp ce randamentele sunt ilustrate pe axa dreaptă. Se constată că activele financiare manifestă evoluții convergente atât în ceea ce privește randamentele, cât și volatilitatea, în proximitatea unor momente critice, inclusiv în prima jumătate a anului 2025.

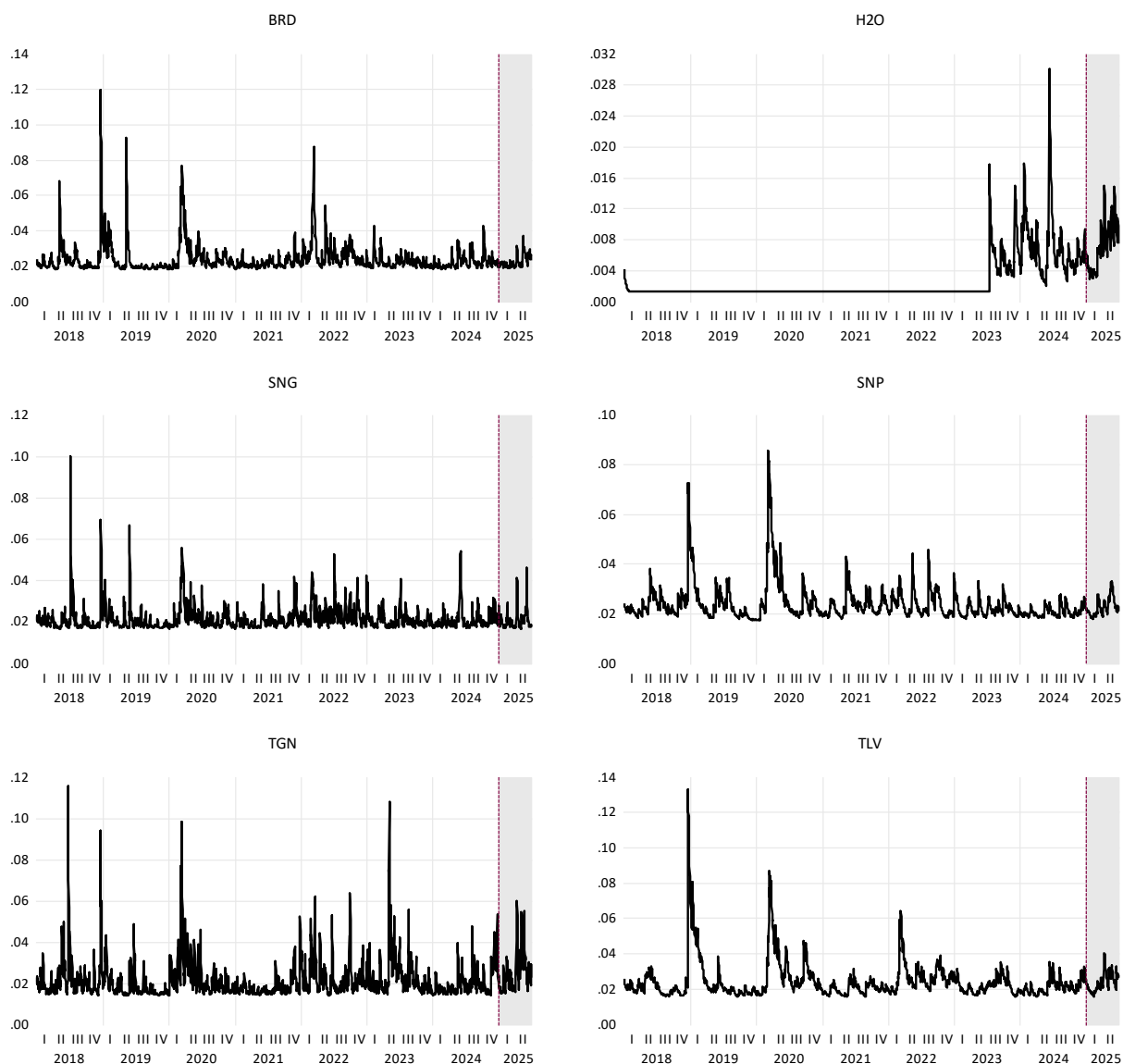
În primele șase luni din anul 2025, remarcăm episoade de creștere abruptă de volatilitate pentru toate companiile incluse în eșantion. Finalul semestrului I este dominat de o tendință generală de descreștere a volatilității activelor incluse în analiză.

Valoarea-la-Risc (VaR) si Valoarea-la-Risc-Conditionata (CoVaR)

Metodele de cercetare privind măsurarea riscurilor pot fi clasificate, în linii mari, în două categorii. Prima constă în măsurarea riscului sistemic prin efectuarea de teste de stres sau construirea de indicatori ce utilizează randamentul activelor (Avesani și Garcia Pascual, 2006; Patro et al., 2013). Cea de-a doua categorie constă în măsurarea propagării riscurilor de către instituțiile financiare și a contribuției acestora la riscul sistemic prin calcularea dependenței de *tail risk* (risc de coadă a distribuției sau risc negativ extrem). Cea mai frecvent utilizată tehnică este măsura Value-at-Risk (VaR), care descrie riscul negativ extrem al activelor. Cu toate acestea, această metodă se concentrează doar pe riscul unui singur activ, neglijând

interdependențele dintre mai multe active. Pentru a rezolva această problemă, Adrian și Brunnermeier (2016) propun Valoarea-la-Risc-Condiționată (CoVaR), al cărei rol este de a măsura valoarea la risc a sistemului financiar condiționată de o stare de dificultate a uneia dintre instituții, iar ΔCoVaR , definit ca diferența dintre măsura CoVaR în condiții normale și cea în condiții extreme, este aplicat pentru a măsura riscul sistemic

Figura 22 Valoarea-la-Risc (VaR, 95%)



Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

În figura de mai sus sunt ilustrate rezultatele analizei statistice a Value at Risk (VaR) pentru companiile incluse în eșantion. Zona hașurată delimitează perioada de studiu care face obiectul acestui raport. În concordanță cu rezultatele observate mai sus, se remarcă faptul că toate companiile prezintă vârfuri semnificative ale VaR în perioade asociate cu episoade de volatilitate accentuată pe piață, reflectând riscuri crescute. Aceste episoade par a fi sincronizate, sugerând factori de risc comuni la nivel de piață. După

vârfurile majore din perioada 2018–2020, valorile VaR par să se stabilizeze la niveluri mai reduse în intervalele ulterioare, deși persistă episoade izolate de creștere a riscului, în special spre finalul perioadei analizate. Deși tendințele generale sunt similare, amplitudinea vârfurilor diferă. De exemplu, TGN și SNG par să fi înregistrat mai multe episoade de volatilitate extremă comparativ cu BRD sau SNP.

În primele șase luni ale anului 2025 nu se observă creșteri majore ale VaR, ceea ce sugerează o relativă stabilitate a riscului pentru perioada respectivă.

Figurile următoare prezintă rezultatele obținute în urma aplicării a două măsuri de risc sistemic. Graficele din figura 23 surprind dinamica riscului sistemic estimat utilizând metodologia CoVaR, în timp ce cele din Figura 24 corespund specificației *Marginal Expected Shortfall*.

CoVaR arată cât de vulnerabil devine sistemul financiar românesc atunci când o instituție cheie intră în stres, și de ce nu toate instituțiile nu contribuie în aceeași măsură la instabilitatea pieței. CoVaR-ul nu este constant și depinde de natura șocului și de sectorul în care activează instituția. În grafic, CoVaR-ul total reprezintă suma zilnică a valorilor CoVaR ale tuturor companiilor, adică agregarea contribuțiilor individuale la riscul sistemic pentru fiecare zi.

Pe întreaga perioadă, Romgaz (SNG) are în continuare cea mai ridicată valoare medie a CoVaR-ului, confirmând poziția sa dominantă în contribuția la risc sistemic. La valori extreme însă, Transgaz (TGN) depășește toate companiile, în special în cuantila 95% și în maxime, ceea ce arată că în episoadele de stres sever TGN poate amplifica semnificativ instabilitatea pieței. BRD se situează pe poziții ridicate, ușor peste TLV, confirmând că în sectorul bancar BRD are o contribuție mai pronunțată. SNP rămâne într-o zonă intermediară, iar H2O are constant cele mai reduse valori, reflectând profilul său relativ stabil.

Comparând trimestrial, se observă o ușoară intensificare a valorilor CoVaR din T2 (aprilie–iunie 2025) pentru companii din energie, în special SNG și TGN. Media CoVaR și cuantilele 95% cresc în T2 comparativ cu T1, ceea ce sugerează o accentuare a riscului sistemic în sectorul energetic spre mijlocul anului. Băncile (BRD, TLV) și SNP au rămas relativ stabile între trimestre, iar Hidroelectrică a înregistrat cele mai mici variații.

SNG și TGN au o pantă pozitivă clară, ceea ce înseamnă o creștere graduală a riscului lor sistemic de la începutul anului până la sfârșitul lui iunie. În schimb, la BRD și TLV tendințele sunt mai plate, fără o creștere marcată, iar la H2O se menține un nivel scăzut și stabil.

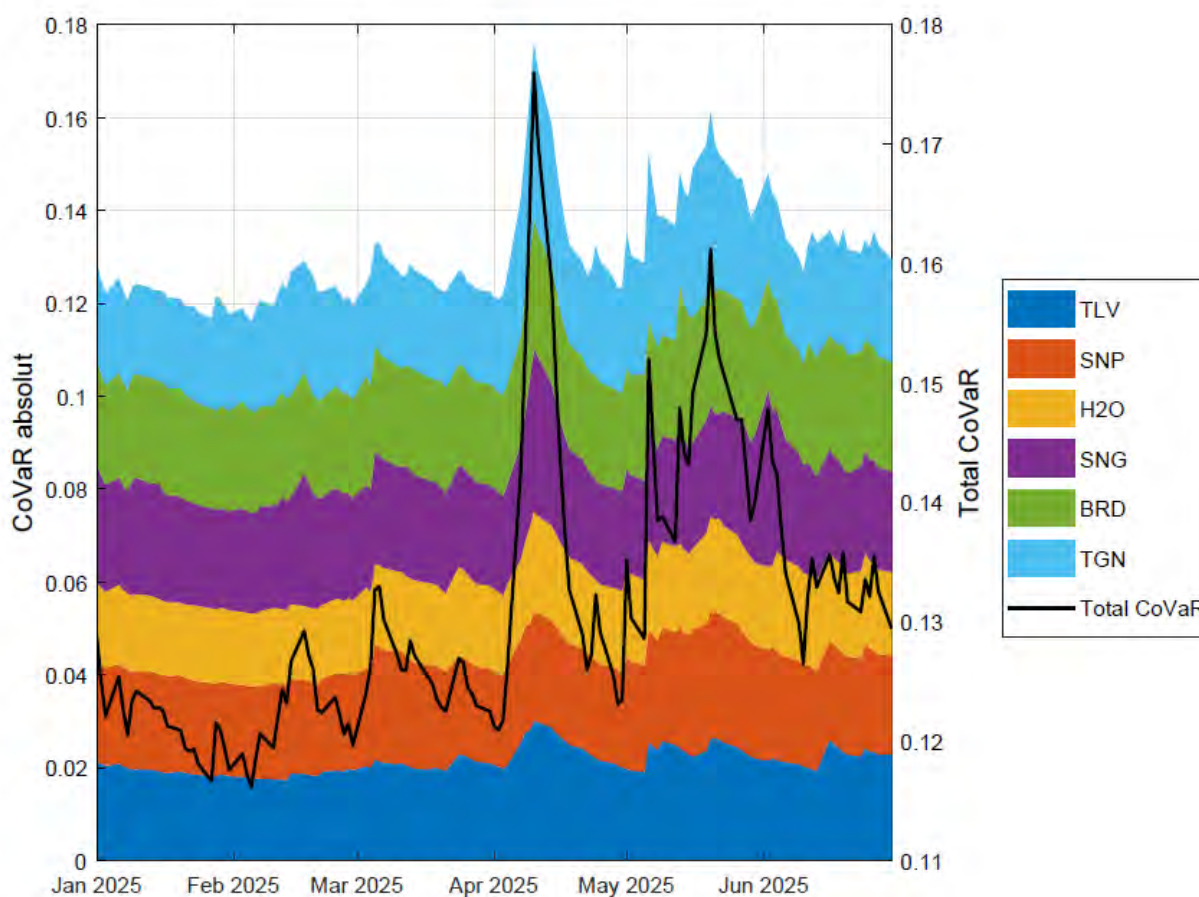
Analiza evoluției zilnice a CoVaR-ului pentru companiile din BET, în perioada ianuarie–iunie 2025, arată că șocurile nu apar izolat, ci tind să fie parțial sincronizate la nivel de piață. Momentele de vârf se regăsesc adesea în aceleași intervale, în special spre finalul lunii mai și în iunie, când atât Romgaz, cât și Transgaz au înregistrat creșteri vizibile ale CoVaR-ului. Acest tipar sugerează existența unor factori de risc comuni, care au afectat simultan mai multe companii.

Gradul de sincronizare este însă diferit în funcție de sector. În energie, Romgaz și Transgaz se mișcă aproape în tandem, confirmând o dependență puternică a riscului sistemic între cele două companii. În sectorul bancar, BRD și Banca Transilvania prezintă la rândul lor o evoluție relativ similară, însă amplitudinea șocurilor este mai redusă decât în cazul energiei. În schimb, Hidroelectrică se distinge printr-un profil mai

stabil, cu valori scăzute și fluctuații moderate, ceea ce indică o participare limitată la transmiterea șocurilor sistemice.

Aceste observații arată că, deși există o componentă comună a riscului sistemic, natura și intensitatea șocurilor diferă între sectoare. Companiile din sectorul energetic prezintă un grad înalt de sincronizare și amplitudine, băncile contribuie moderat și în paralel, iar Hidroelectrică rămâne relativ decuplată. Astfel, CoVaR confirmă că riscul sistemic pe piața românească nu este uniform distribuit, ci rezultă dintr-o combinație de factori comuni și specifici fiecărui sector.

Figura 23 Valoarea-la-Risc Condiționată (CoVaR, 95%)

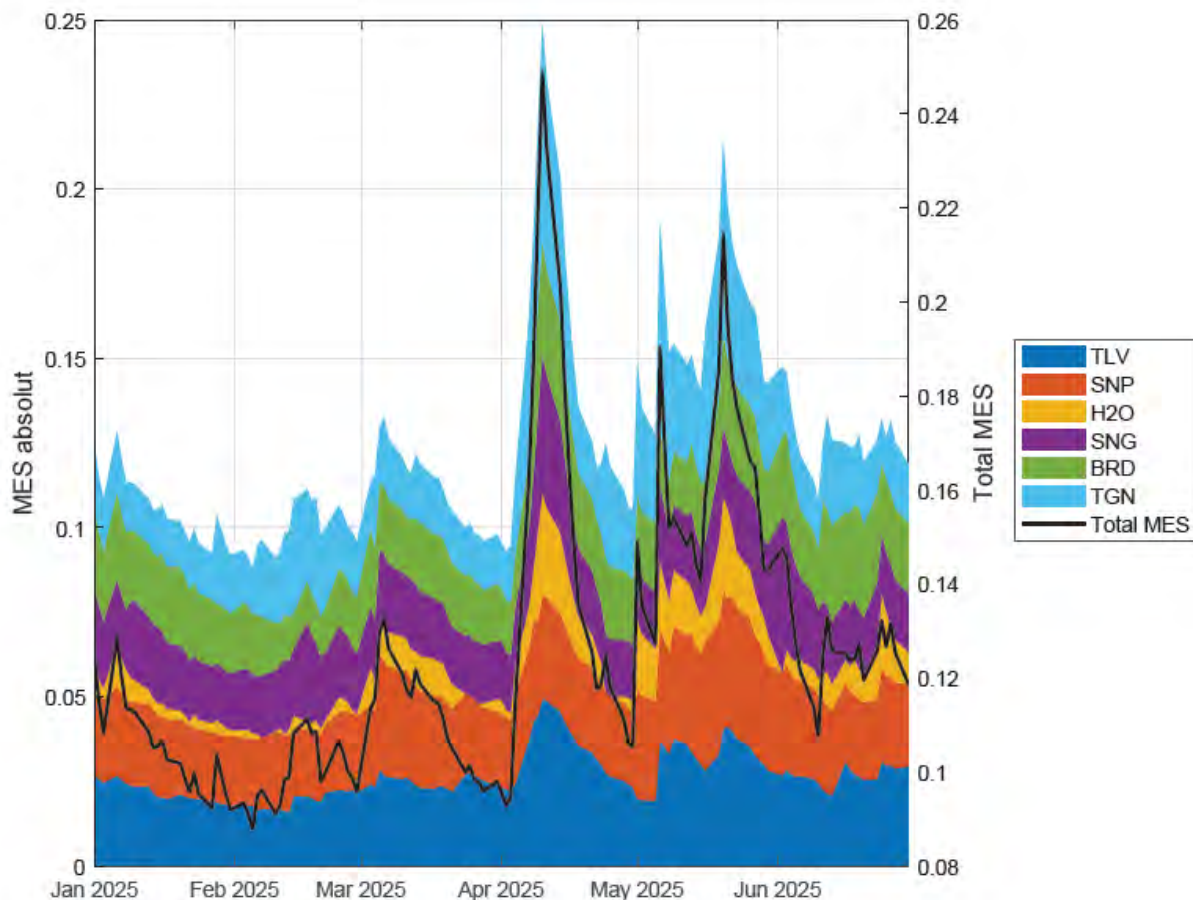


Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

Specificația denumită Pierdere Marginală Așteptată (Marginal Expected Shortfall, MES) estimează pierderea potențială aferentă unei companii în condițiile manifestării unui șoc sistemic, pentru un nivel de încredere de 95% și un prag de semnificație de 5%. Spre deosebire de măsura anterioară, specificația MES prezintă avantajul de a evidenția gradul de vulnerabilitate al companiilor la riscul sistemic. În grafic, CoVaR-ul total reprezintă suma zilnică a valorilor CoVaR ale tuturor companiilor, adică agregarea contribuțiilor individuale la riscul sistemic pentru fiecare zi.

Rezultatele obținute pentru MES (*Marginal Expected Shortfall*, 95%) în perioada ianuarie–iunie 2025 conturează un tablou al vulnerabilității companiilor la șocuri sistemice, complementând analiza CoVaR.

Figura 24 Pierdere Marginală Așteptată (MES, 95%)



Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

În medie, cele mai mari valori de MES se înregistrează la Banca Transilvania (TLV 0.0266) și Petrom (SNP 0.0263). Aceste niveluri indică faptul că, în condiții de șoc sistemic, pierderea marginală așteptată pentru aceste companii este cea mai ridicată dintre cele analizate. Contribuția lor la riscul sistemic al pieței este deci mai accentuată, confirmând și corelațiile ridicate observate anterior între aceste titluri și indicele BET.

Transgaz (TGN) se plasează pe poziția a treia, cu o valoare medie de 0.0229, dar cu o volatilitate mult mai mare: deviația standard de 0.011 este cea mai ridicată din eșantion, iar valorile extreme ating maxime de peste 0.06, mult peste celelalte companii. Aceasta sugerează că, deși în medie nu are cea mai mare vulnerabilitate, în episoade rare și severe TGN poate deveni un factor critic de instabilitate.

Romgaz (SNG) și BRD au valori apropiate, în jur de 0.0206, ceea ce le situează la un nivel intermediar. SNG este ușor mai vulnerabil decât BRD, dar diferența nu este semnificativă statistic.

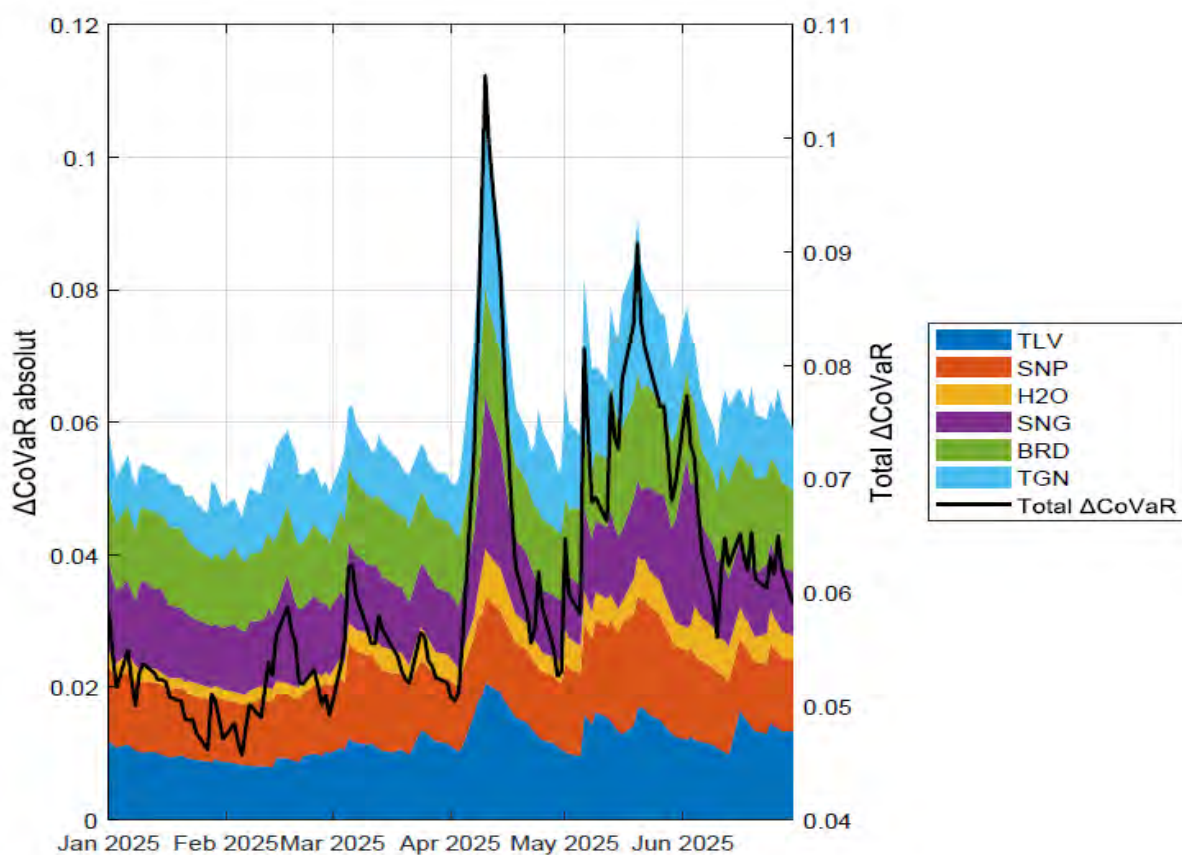
Hidroelectrica (H2O) se detașează net de restul eșantionului, cu o valoare medie de doar 0.0085. Aceasta confirmă încă o dată profilul său stabil și reziliența față de șocurile de piață: chiar și în condiții de stres sistemic, pierderea marginală așteptată rămâne redusă comparativ cu restul companiilor.

Companiile bancare și companiile din energie integrată (Petrom) sunt cele mai expuse la șocuri sistemice, Transgaz are o expunere variabilă și uneori extremă, Romgaz și BRD se află într-o zonă intermediară, iar Hidroelectrica joacă un rol marginal în propagarea riscului sistemic.

Rezultatele sintetice ale celor două măsuri, CoVaR și MES, arată că companiile energetice au un rol central în propagarea riscului, sectorul bancar și petrolier sunt cei mai vulnerabili la șocuri externe, iar Hidroelectrica rămâne cea mai izolată de volatilitatea sistemică.

În continuare este prezentată și indicatorul de risc sistemic ΔCoVaR (*Delta Conditional Value at Risk*) care explică cât de mult poate amplifica o firmă riscul întregului sistem financiar atunci când trece printr-o perioadă de stres. Cu cât valoarea este mai mare în valoare absolută, cu atât impactul companiei asupra stabilității pieței este mai important.

Figura 25 Rezultate model Delta CoVaR



Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

Pe parcursul semestrului I se remarcă o creștere vizibilă a valorilor ΔCoVaR pentru companiile SNG și TGN la începutul lui 2025, ceea ce sugerează un impact sistemic mai ridicat al acestora în această perioadă. Având în vedere că aceste companii activează în sectorul energetic, evoluțiile pot fi asociate cu volatilitatea prețurilor la energie sau cu factori geopolitici care afectează stabilitatea pieței. BRD, SNP și TLV prezintă valori moderate ale ΔCoVaR în 2025, fără episoade de vârf comparabile cu cele din anii anteriori (2018–2020). Aceasta ar putea sugera fie o reziliență mai mare a acestor instituții, fie o atenuare a riscului sistemic provenit din sectorul financiar și petrolier.

CoVaR indică unde sistemul este cel mai expus în termeni absoluți, iar ΔCoVaR arată cu cât se amplifică riscul când o firmă intră efectiv în stres. Pe medie, băncile (TLV, BRD) au cea mai mare contribuție marginală, semn al unui impact persistent. În schimb, companiile din energie – mai ales SNG și TGN – domină episoadele severe, cu cele mai ridicate valori în coadă (percentila 95% și maxime), ceea ce le face principalii amplificatori de șoc în crize. Rezultatele pe T2 confirmă accentuarea riscului în domeniul energetic (TGN, SNG), în linie cu creșterile CoVaR din aceeași perioadă

Pentru H2O, indicatorul ΔCoVaR rămâne la niveluri scăzute și în 2025, confirmând observațiile anterioare privind contribuția limitată a acestei companii la riscul sistemic general.

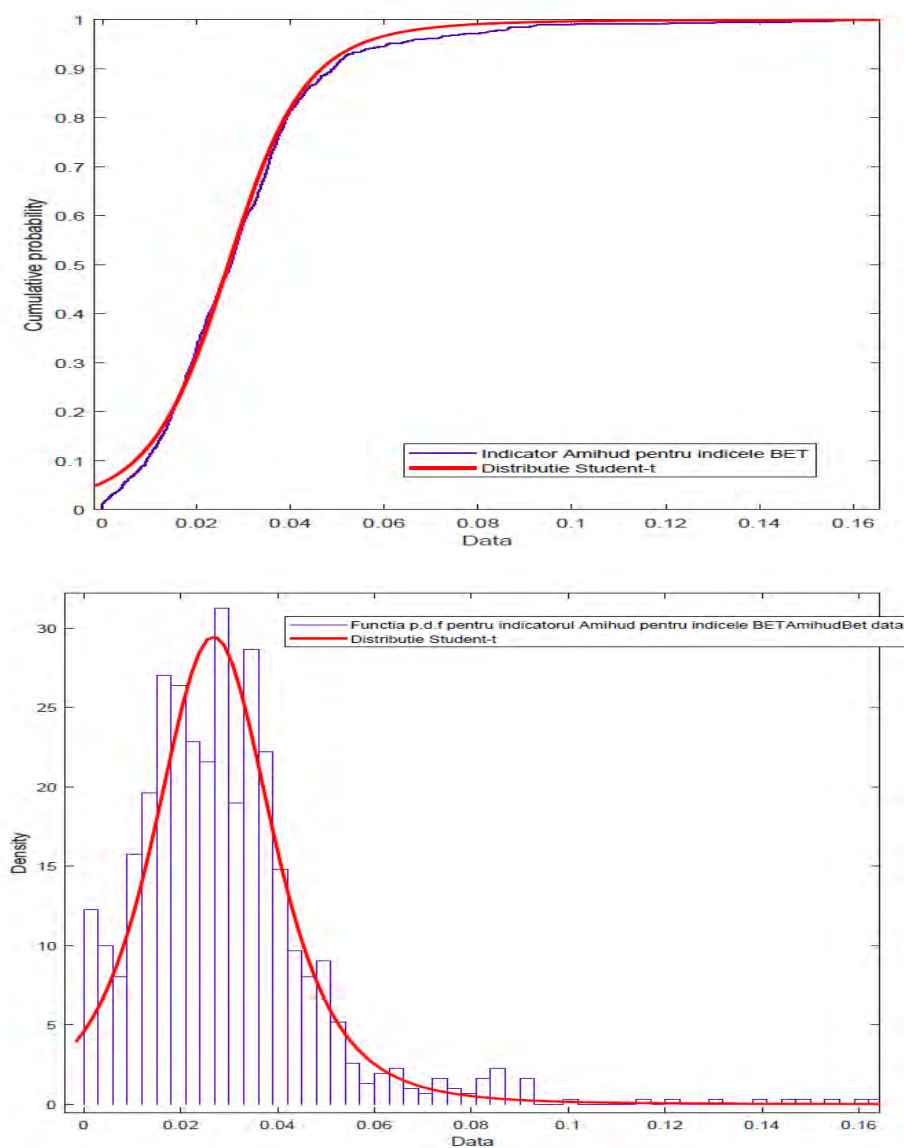
În concluzie, piața locală se distinge prin stabilitate în primul semestru din 2025, cu risc sistemic agregat moderat. Absența vârfurilor extreme reduce probabilitatea materializării unei spirale de lichiditate - preț. Pe parcursul semestrului, stabilitatea financiară la nivel de piață pare a fi menținută, cu un profil de risc sistemic controlat pentru sectorul bancar (BRD, TLV) și vulnerabilități episodice relativ mai pronunțate în sectorul energetic (SNG, SNP, TGN). Sincronizarea șocurilor rămâne prezentă, dar amplitudinea lor este inferioară maximelor istorice.

3.2.3 Legătura dintre lichiditatea sistemică și apariția bulelor speculative

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

Din punct de vedere statistic, lichiditatea a fost ridicată și se situează în primele 10 percentile (10%) pentru eșantionul estimat. Indicatorul Amihud a fost calculat pe date zilnice pentru ultimii 5 ani.

Figura 26 Funcțiile de distribuție și densitate pentru indicatorul de lichiditate Amihud



Sursa: LSEG, calcule ASF

3.2.4 Riscurile sistemice exogene la nivelul pieței de capital din România

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

Analiza dependențelor dintre indicii bursieri europeni a evidențiat structura relațiilor de interdependență dintre 26 de indici bursieri europeni înregistrată în perioada ianuarie 2024- august 2025 cu ajutorul unui arbore de distribuții bivariate. Fiecare conexiune dintre doi indici reflectă o relație specifică de dependență, caracterizată de o anumită distribuție (Gaussiană, Student-t, Clayton etc.), parametrii de dependență, coeficientul Kendall's tau (cuantifică nivelul corelației) și nivelurile de dependență extremă în coada superioară și inferioară (utd și ltd¹²).

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

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

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

¹² *Upper Tail Dependence* (UTD) și *Lower Tail Dependence* (LTD) sunt doi indicatori esențiali care descriu comportamentul extrem al piețelor financiare. Upper Tail Dependence (UTD) măsoară tendința ca doi indicatori bursieri să crească împreună în situații extreme. Dacă un indice bursier înregistrează o creștere bruscă și puternică, UTD indică probabilitatea ca și alt indice să urmeze aceeași direcție. Lower Tail Dependence (LTD), pe de altă parte, măsoară cât de probabil este ca doi indicatori bursieri să se prăbușească împreună în situații critice. Un LTD mare indică faptul că, atunci când una dintre piețe suferă o scădere severă, există o șansă considerabilă ca și cealaltă să fie afectată în mod similar. Valorile maxime pentru Upper Tail Dependence (UTD) și Lower Tail Dependence (LTD) sunt: 1, ceea ce înseamnă o dependență perfectă în coada respectivă (adică, dacă un indice crește extrem, celălalt face același lucru cu siguranță) sau 0, ceea ce indică absența dependenței în cozi, adică în evenimente extreme piețele nu sunt legate deloc și evoluează independent.

Analiza structurii de distribuții bivariate R-vine realizată pentru 26 de indici bursieri europeni scoate în evidență o serie de relații importante de interdependență între piețele de capital. Această structură arborescentă ne permite să înțelegem nu doar forța legăturii dintre piețe, exprimată prin coeficientul Kendall's τ , ci și natura acesteia – dacă este simetrică, liniară sau afectată de comportamente extreme în perioade de criză.

În primul rând, au fost identificate perechi de indici bursieri care prezintă interdependențe ridicate, cu valori ale lui τ egale sau mai mari de 0.50. Aceste relații indică o probabilitate mare ca indicii implicați să evolueze sincronizat, atât în condiții normale, cât și în perioade de volatilitate crescută. De exemplu, indicele francez CAC40 și indicele german DAX prezintă o legătură foarte puternică, cu $\tau = 0.64$, modelată printr-o distribuție bivariată Survival BB1, ceea ce subliniază o sincronizare pronunțată, în special în momentele de scădere bruscă a pieței. De asemenea, relații similare puternice au fost observate între OMXS30 (Suedia) și OMXH25 (Finlanda), între CAC40 și FTSEMIB (Italia), precum și între FTSEMIB și IBEX35 (Spania). Astfel de legături evidențiază existența unor centre de influență financiară în Europa și sugerează o transmisie rapidă a șocurilor economice între aceste piețe.

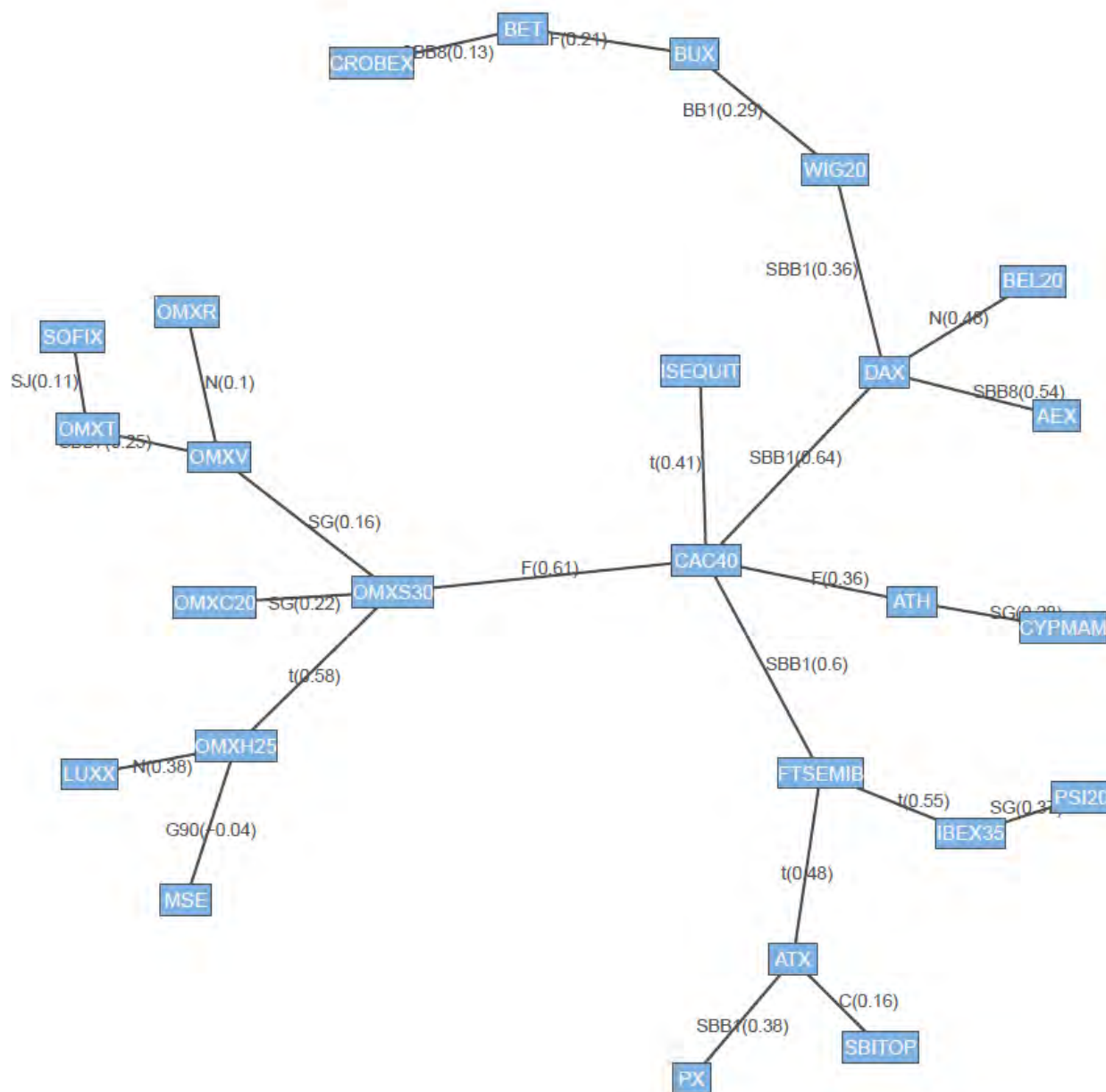
Pe lângă aceste interdependențe puternice, analiza a identificat și o serie de indici bursieri care prezintă dependențe moderate, cu valori ale coeficientului τ cuprinse între 0.30 și 0.50. Aceste corelații indică piețe care tind să evolueze în aceeași direcție, dar cu un grad mai mic de sincronizare. De exemplu, între DAX și BEL20 (Belgia) s-a observat o corelație moderată ($\tau = 0.48$), modelată printr-o distribuție bivariată Gaussiană, ceea ce indică o co-dependență liniară în condiții obișnuite. Alte exemple relevante includ relația dintre FTSEMIB și ATX (Austria) sau între CAC40 și ISEQUITY (Turcia). Aceste corelații moderate pot fi interpretate ca semnal al unor conexiuni economice sau comerciale existente, dar nu dominante, între piețele respective.

În contrast cu cele de mai sus, anumite perechi de indici bursieri prezintă dependențe reduse, cu valori ale lui τ mai mici de 0.30. Acestea indică un comportament mai independent al piețelor implicate, sugerând că evoluțiile unui indice nu au un impact semnificativ asupra celui alt. Astfel de exemple includ perechea SOFIX (Bulgaria) – OMXS30 (Suedia), care prezintă o corelație foarte slabă ($\tau = 0.11$), precum și relațiile dintre CROBEX (Croatia) și BET (România) sau între BET și BUX (Ungaria). De asemenea, relația dintre LUXX (Luxemburg) și MSE (Malta) se remarcă printr-un τ negativ ușor ($\tau = -0.04$), ceea ce sugerează o evoluție divergentă, posibil influențată de dimensiunea și lichiditatea redusă a acestor piețe.

Un aspect esențial al acestei analize îl constituie identificarea dependențelor extreme în perioade de criză. Unele perechi de indici bursieri nu doar că sunt corelate în termeni generali, ci tind să se prăbușească simultan în perioadele de stres financiar. Acest comportament este capturat de distribuțiile bivariate de tip Survival BB1, BB8 sau Gumbel, care modelează dependența în coada inferioară a distribuției. De exemplu, perechea CAC40 – FTSEMIB sau DAX – AEX sunt modelate prin astfel de dependente nelineare, ceea ce indică o probabilitate crescută ca aceste piețe să înregistreze scăderi simultane în timpul crizelor.

În concluzie, structura distribuției bivariate R-vine evidențiază existența unor clustere regionale de interdependență, dar și a unor piețe cu comportament autonom. De asemenea, subliniază faptul că simpla analiză a corelațiilor medii nu este suficientă pentru a evalua riscurile reale din piață, fiind esențială luarea în considerare a dependenței în cozi, mai ales în contextul unei posibile crize financiare.

Figura 27 Dependențe multivariate dintre indicii reprezentativi pentru piața de capital europeană



Sursa: LSEG, calcule ASF

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

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

3.2.5 Riscul de contagiune la nivelul pieței de capital din România

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

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

Indicele de contagiune¹³ măsoară contribuția marginală a piețelor externe de capital la bursa românească și este utilizat pentru a înțelege transmiterea riscurilor sistemice. Piața de capital din România este sensibilă la aceiași factori de risc regionali care influențează randamentele burselor din Austria, Polonia, Ungaria, Bulgaria. Extinderea eșantionului de date pentru a cuprinde toate piețele de capital din Europa arată că piețele de capital importante din punctul de vedere al capitalizării acționează prin transmiterea de volatilitate către piețele de capital mai puțin interconectate și mai mici din punct de vedere al capitalizării.

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

În graficul următor este prezentată dinamica indicelui de contagiune¹⁴ în perioada septembrie 2024-august 2025. Evoluția intensității fenomenelor de contagiune este realizată prin comparație cu valorile anterioare ale indicelui. Axa verticală ia valori între 40 și 80, 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

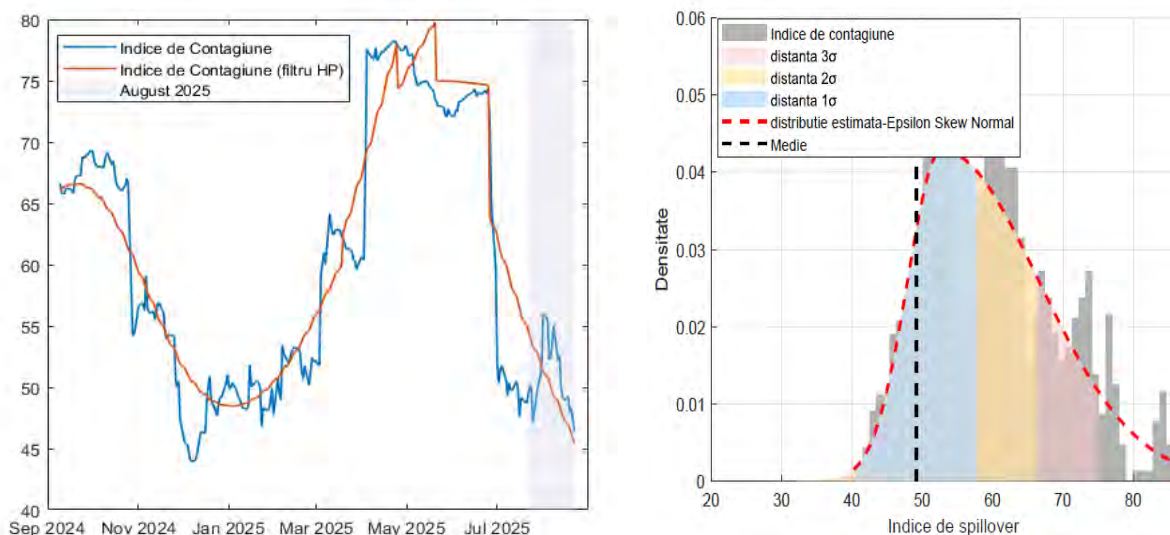
¹³ Metodologia de calcul utilizată este adaptată după „*Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers with Application to Global Equity Markets*” (Diebold, F.X și Yilmaz, K., 2009). Indicele este construit din 5 indici bursieri reprezentativi pentru piețele bursiere din Germania, Austria, România, Ungaria și Polonia pe baza unui model Vector Autoregresiv (VAR) cu 10 pași de prognoză pentru o fereastră de estimare de 200 de zile prin însumarea erorii varianței de prognoză a indicilor. Eșantionul utilizat conține date zilnice în intervalul decembrie 2011-decembrie 2024.

¹⁴ 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-august 2025.

de vedere statistic, aceasta instabilitate în modelul VAR utilizat este observabilă în descompunerea erorilor de prognoză.

În primul trimestru și ulterior în lunile 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. În lunile iulie și august indicele de contagiune a rămas staționar la aproximativ 50 în scădere față de lunile anterioare, coborând în intervalul de 1 sigma, ceea ce indică o reducere a interconectării piețelor.

Figura 28 Indice de contagiune și funcția de densitate (p.d.f)



Sursa: LSEG, calcule ASF

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

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

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

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

3.3 Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Evoluția indicelui poate fi reprezentată ca sumă dintre procesul de medie și procesul de șocuri economice. Astfel, estimarea nivelului de echilibru al indicelui pieței de capital din România se poate realiza cu un model de tipul nivel local (*Local Level model*¹⁵) estimat cu filtrul Kalman.

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

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

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

Modelul filtrului Kalman este adecvat pentru această estimare deoarece:

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

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

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

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

Indicele pentru piață de capital din România și indicele STOXX 600 urmează o traiectorie generală de creștere din 2020 până în 2025, dar modelele lor de volatilitate și redresare diferă din cauza structurii pieței, a sentimentului investitorilor și a factorilor macroeconomici.

În prima jumătate a lui 2025 piața de capital din România a redevenit foarte volatile cu scăderi abrupte dar și reveniri rapide. Din mai 2025 până în august 2025 piața de capital a crescut brusc depășind semnificativ banda superioară. Această evoluție sugerează un exces de optimism sau o posibilă supraevaluare a pieței.

Această dinamică semnalează riscuri de instabilitate: dacă optimismul nu este susținut de factori fundamentali (profituri, stabilitate macroeconomică, lichiditate), atunci probabilitatea unei corecții crește semnificativ.

Indicele STOXX 600 a evoluat relativ stabil, apropiat de nivelul de echilibru pe parcursul anului 2024. A existat o tendință de creștere moderată în prima jumătate a anului, urmată de o fază de consolidare. Oscilațiile au rămas în mare parte în interiorul benzilor de încredere, sugerând o piață echilibrată.

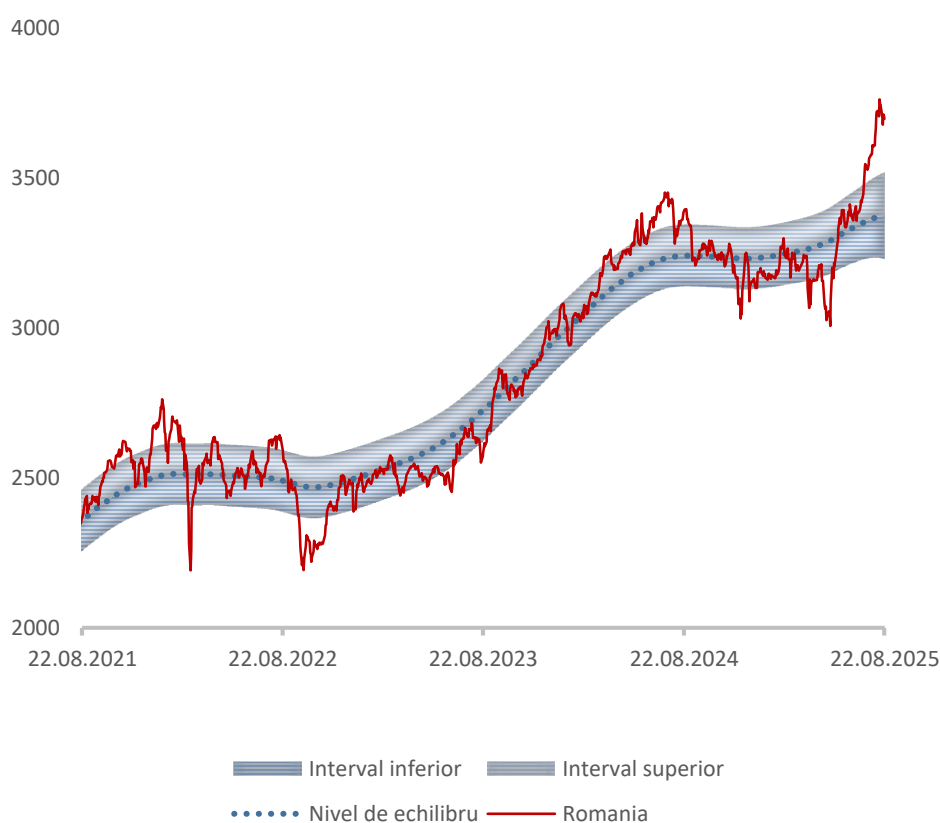
La începutul anului 2025 se observă o creștere accentuată a indicelui, depășind temporar nivelul superior al benzii de încredere, ceea ce reflectă optimismul inițial al investitorilor. Ulterior are loc o corecție foarte

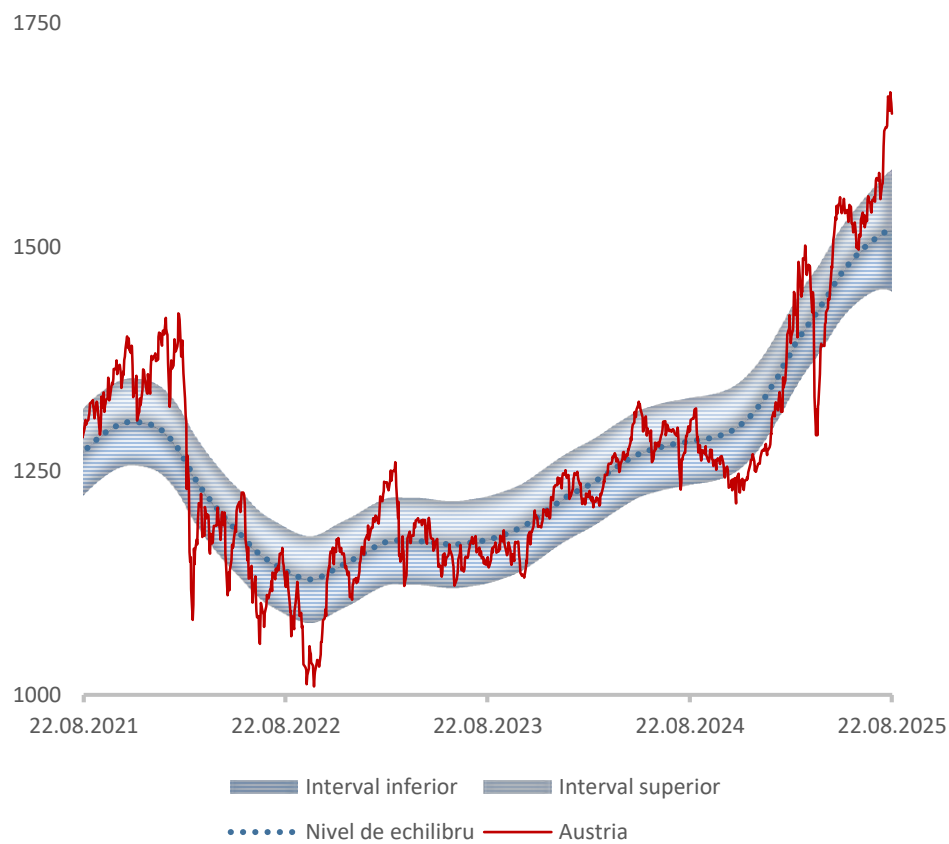
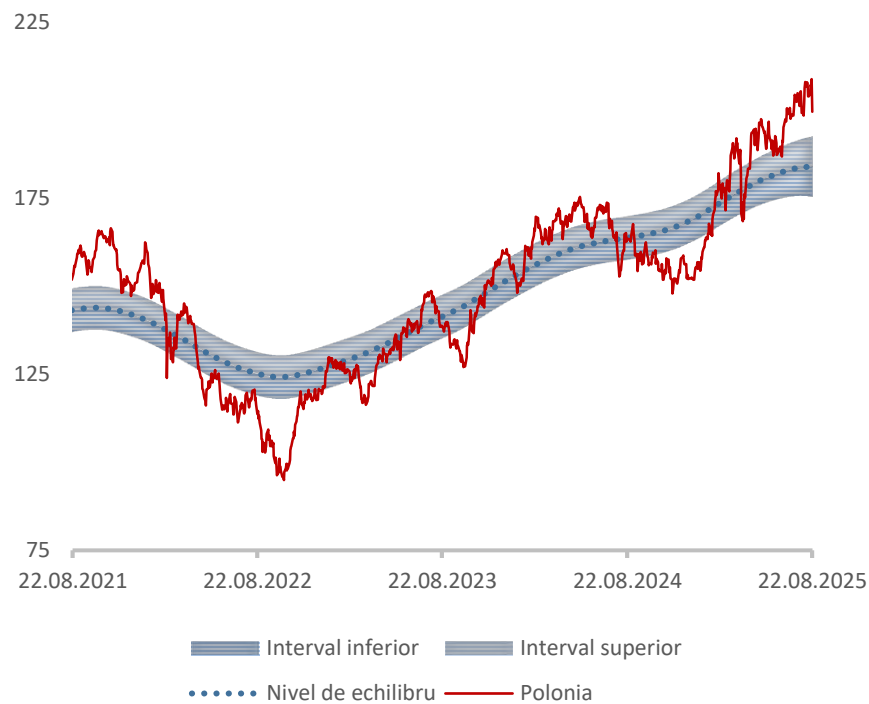
¹⁵ Durbin, J. and Koopman, S.J., 2012. *Time series analysis by state space methods*. Oxford University Press.

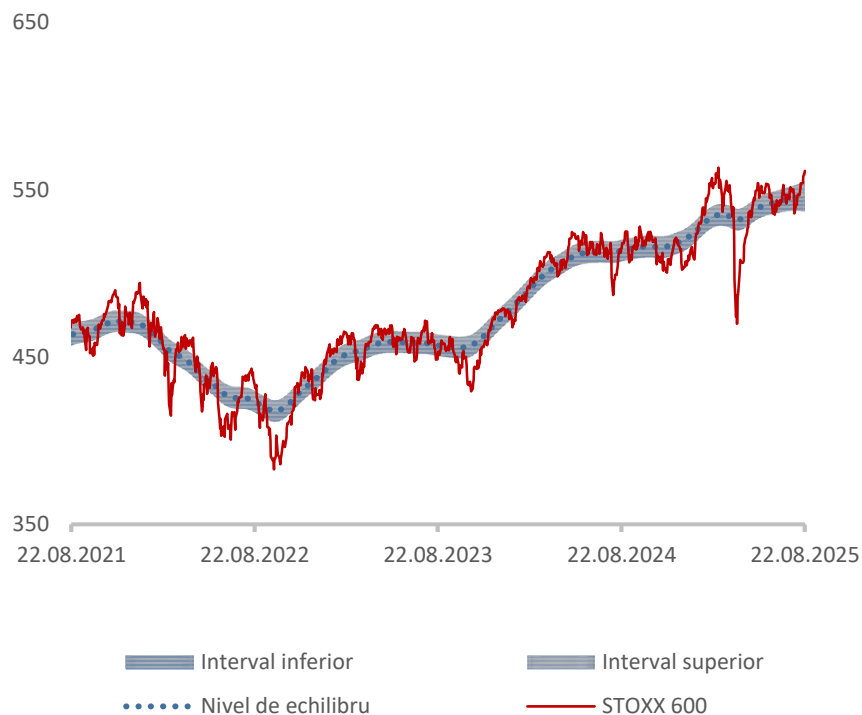
abruptă, vizibilă printr-un șoc negativ clar (indicele scade mult sub nivelul de echilibru și chiar sub banda inferioară). Acest episod este asociat cu tensiunile comerciale internaționale și introducerea unor tarife între marile blocuri economice (SUA–UE, SUA–China, eventual și altele), care au afectat exportatorii europeni și lanțurile de aprovizionare. După corecția bruscă piața europeană a revenit relativ rapid, dar cu volatilitate ridicată, menținându-se în jurul echilibrului și oscilând între limitele intervalului de încredere. Spre vara lui 2025 indicele a recuperat și s-a re poziționat aproape de maximele precedente. Impactul tarifelor comerciale a fost vizibil printr-un șoc negativ sever pe piața europeană. Faptul că indicele STOXX 600 a revenit relativ repede spre nivelul de echilibru sugerează că: investitorii au reevaluat impactul și l-au considerat mai degrabă temporar, există un efect de rebalansare de portofoliu de influxuri de capital de pe piața americană pe piața europeană. Cu toate acestea riscurile externe rămân ridicate, ceea ce explică volatilitatea persistentă.

În figura următoare sunt prezentate evoluțiile de pe piețele de capital din Austria, România și Polonia, alături de evoluția indicelui STOXX 600.

Figura 29 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru





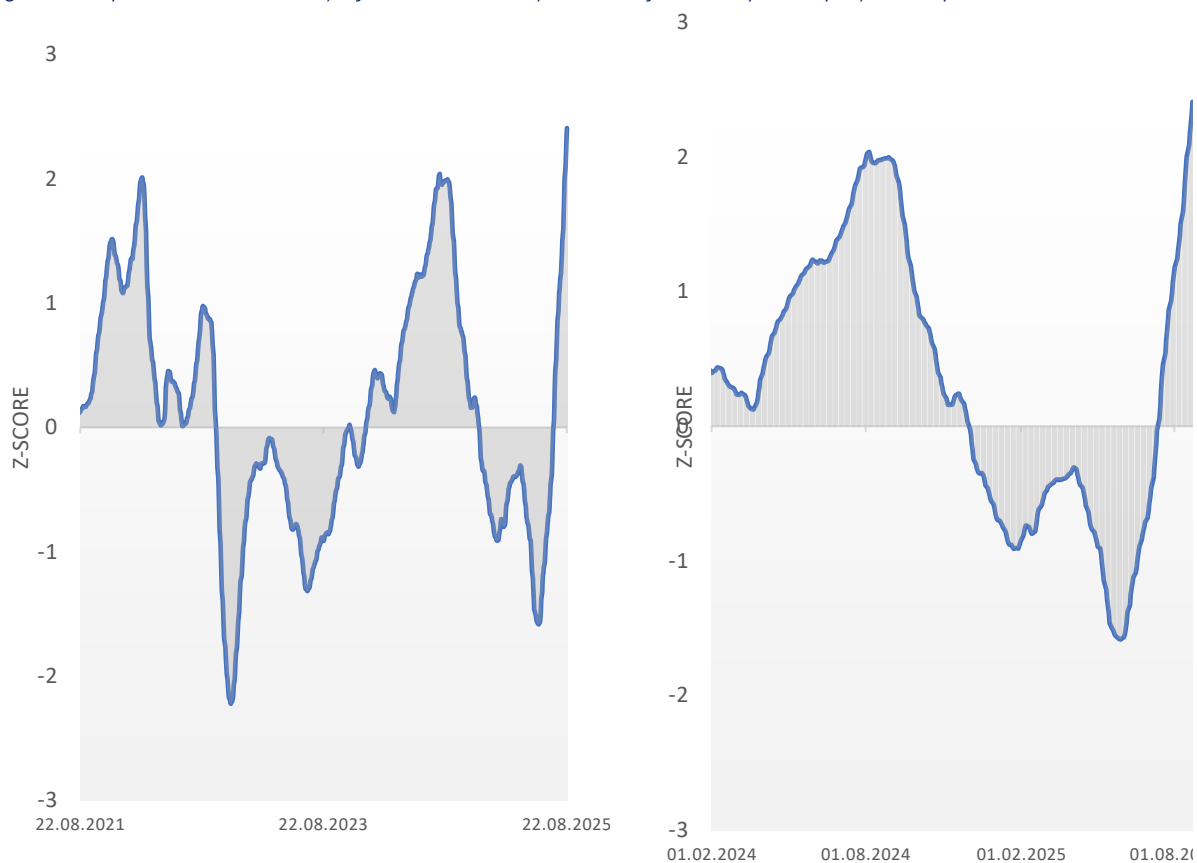


Sursa: LSEG, calcule ASF

Comparațiile dintre evoluțiile celor două piețe în 2025 indică că:

- **Piața de capital din România** a fost mai puțin afectată de șocurile internaționale și a continuat să crească agresiv;
- **Piața europeană de capital** a reacționat imediat la tarife, dar revenirea rapidă sugerează o piață matură și integrată;
- Începând cu luna mai 2025, indicele pieței de capital din Romania a depășit semnificativ **banda superioară a intervalului de încredere**, ceea ce indică **optimism excesiv și risc de supraevaluare**. Evoluția nu este explicată prin șocuri externe directe (tarife, tensiuni comerciale), ci mai degrabă prin factori **interni**: lichiditate crescută, intrări de capital, sau o percepție pozitivă privind creșterea economică locală. Riscul major este o **corecție violentă** dacă piețele globale sau regionale se ajustează.
- **Decuplarea de dinamici** dintre România și Europa sugerează că, dacă șocurile globale persistă sau se amplifică, piața românească este vulnerabilă la o corecție mai dură decât cea deja experimentată de piața europeană.

Figura 30 Tipare ciclice de evoluție financiară. Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România



Sursa: LSEG, calcule ASF

Pe baza modelului estimat mai sus, a fost extras ciclul financiar pentru activele tranzacționate pe piața de capital din România. Componenta ciclică extrasă a fost calculată ca diferență dintre nivelul indicelui pentru piața de capital din România și nivelul de echilibru estimat prin model.

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

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

Pe baza modelului estimat, ciclul financiar pentru activele tranzacționate pe piața de capital din România evidențiază în 2024 o fază de expansiune puternică în primul semestru, când scorul Z a depășit pragul de +2, sugerând o supraevaluare și un sentiment de piață foarte optimist.

Ulterior, în T4 2024 și prima jumătate a anului 2025, piața intră într-o corecție amplă: scorul Z scade rapid sub zero și atinge valori minime apropiate de $-2,5$ în mai 2025, ceea ce semnalează o subevaluare severă sau un șoc de încredere fata de fundamentele economice de creștere a pieței de capital. Această fază poate fi asociată cu un climat de stres financiar și neîncredere a investitorilor, probabil în contextul volatilității externe și a riscurilor percepute pe termen scurt.

După acest minim, în vara lui 2025, asistăm la o revenire extrem de rapidă: scorul Z urcă brusc peste $+2$ până în august 2025. Ritmul acestei redresări sugerează o schimbare bruscă a sentimentului, cu reapariția fluxurilor speculative sau a încrederii generalizate, dar și cu riscul unei supraevaluări pe termen scurt.

4. Stabilitatea pieței asigurărilor

Piața asigurărilor din România a continuat să înregistreze dinamici pozitive în ceea ce privește activitatea de subscriere și în semestrul I 2025. Primele brute subscrise de societățile autorizate de ASF și sucursale au crescut cu 8% față de perioada similară din anul precedent, susținute atât de avansul activității de asigurări generale (+6%), cât și de creșterea înregistrată de segmentul asigurărilor de viață (+21%).

Asigurările auto (obligatorii și facultative) continuă să fie segmentul dominant pe piața locală, cu o pondere de 57% în volumul total de prime brute subscrise de societățile autorizate de ASF și sucursale. Dacă luăm în calcul doar asigurarea obligatorie de răspundere civilă auto (RCA), primele subscrise pentru această activitate reprezintă 40% din suma totală a primelor brute subscrise pe piața locală.

Concentrare - asigurări generale. Din perspectiva gradului de concentrare în funcție de primele brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, primele cinci companii însumează o cotă de piață cumulată de circa 73% pe segmentul asigurărilor generale, nivel în ușoară creștere față de semestrul I 2024 (72,4%).

Concentrare - asigurări de viață. În ceea ce privește gradul de concentrare pe segmentul asigurărilor de viață, primele cinci companii însumează o cotă de piață cumulată de 73,3%, în ușoară creștere comparativ cu semestrul I 2024 (71,8%).

Risc de piață. Se menține orientarea asigurătorilor autorizați și supravegheați de ASF către investiții în instrumente cu venit fix. Așadar, expunerea societăților față de riscul de rată a dobânzii rămâne semnificativ. Pe de altă parte, investițiile asigurătorilor în acțiuni rămân limitate ca pondere în valoarea totală a plasamentelor. Astfel, societățile au o expunere mai redusă la riscul de scădere a prețului acțiunilor.

Interconexiuni și risc de credit. Principala expunere a asigurătorilor locali este față de Ministerul Finanțelor, ca urmare a investițiilor mai mari în titluri de stat românești.

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

Risc de lichiditate. La nivelul pieței asigurărilor, se observă o ușoară scădere a *indicatorului de lichiditate* atât pentru activitatea de asigurări generale, cât și pentru asigurările de viață, pe fondul creșterii mai rapide a obligațiilor pe termen scurt ale asigurătorilor comparativ cu avansul înregistrat de activele lichide.

În acord cu practicile la nivel european și internațional, ASF a continuat să monitorizeze *expunerea societăților autorizate de ASF față de activele alternative/netradiționale și sectorul imobiliar*.

Investițiile în active alternative pot aduce oportunități, cum ar fi obținerea unor randamente mai mari, însă pot introduce riscuri semnificative legate de lichiditatea mai redusă a acestora, complexitatea ridicată și incertitudinea evaluării¹⁶.

În ceea ce privește investițiile în active alternative, se observă o creștere a acestora la finalul trimestrului II 2025 (2,1 miliarde lei) comparativ cu sfârșitul anului precedent (873 milioane lei). Cele mai semnificative influențe asupra creșterii valorii investițiilor în active alternative au avut-o majorarea împrumuturilor negarantate, a împrumuturilor și creditelor ipotecare și a obligațiunilor structurate. Societățile compozite au investit 6,9% din plasamente în active alternative, societățile de asigurări generale au înregistrat o pondere de 7,7%, iar societățile ce practică asigurări de viață 3,5%.

Pe de altă parte, expunerea față de sectorul imobiliar rămâne limitată, cu investiții totale în valoare de 733 milioane lei, reprezentând 2,1% din valoarea totală a plasamentelor asigurătorilor. Din investițiile totale în sectorul imobiliar, 82,5% reprezintă plasamente în active deținute pentru uz propriu.

4.1. Piața asigurărilor în context european

În anul 2024, piața asigurărilor la nivel european a s-a dovedit a fi rezilientă. Aspectele notabile sunt:

- Pozițiile de capital și de lichiditate ale sectorului de asigurări rămân stabile și solide;
- Volumul de prime subscrise pentru activitatea de asigurări de viață și-a reluat creșterea după o perioadă de stagnare, în timp ce și fluxurile tehnice de numerar au înregistrat creșteri;
- Rata de reziliere a contractelor de asigurare, după o creștere în ultimii ani, ar putea atinge un maxim odată cu stabilizarea ratelor de dobândă;
- Activitatea unit-linked a cunoscut o redresare, inversând declinul început în anul 2022;
- Profitabilitatea s-a îmbunătățit, fiind impulsionată de randamentele solide ale investițiilor.

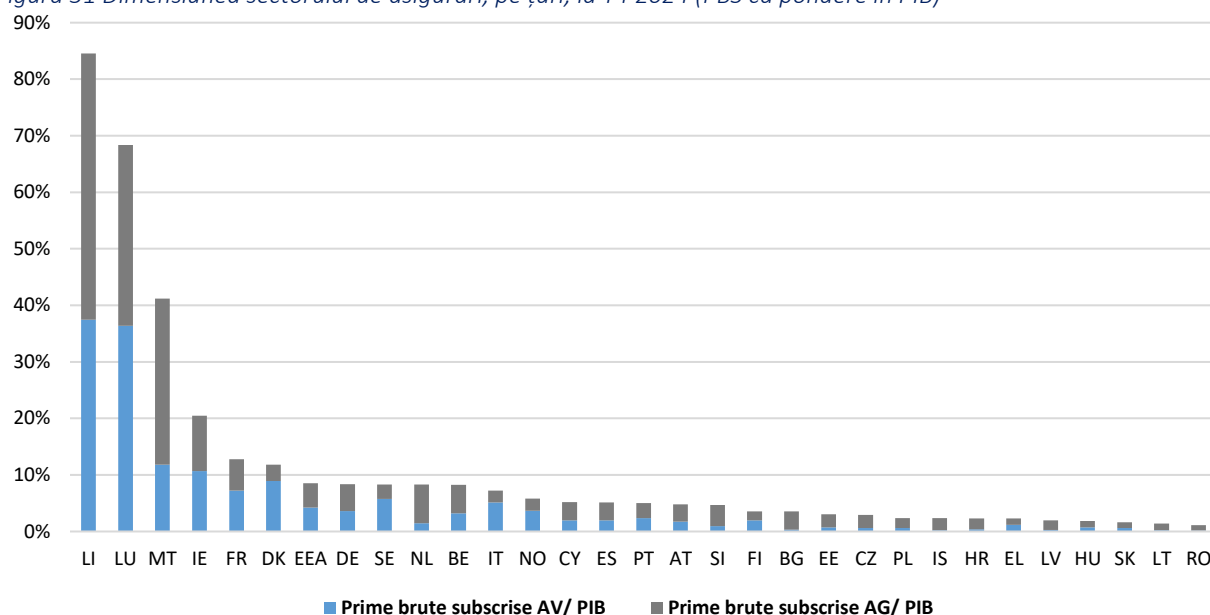
Sectorul asigurărilor la nivel european, datorită capitalizării adecvate, a rezistat turbulențelor din piețele financiare din al doilea trimestru al anului 2025. Cu toate acestea, impactul direct și indirect al riscului geopolitic și al fragmentării comerțului global rămâne încă nemăsurat.

Subscriere

Dimensiunea sectorului de asigurări la nivel european, măsurată ca raportul dintre volumul de prime brute subscrise și PIB, se menține stabilă, la un nivel de 8,5%. Lichtenstein, Luxemburg, Malta și Irlanda înregistrează cele mai mari valori ale acestui indicator, ceea ce evidențiază rolul lor de centre financiare. În termeni nominali, Franța (373 milioane euro) și Germania (361 milioane euro) au înregistrat cel mai mare volum de prime brute subscrise, conform ultimului Raport de Stabilitate Financiară publicat de EIOPA.

¹⁶ IAIS, Global Insurance Market Report – decembrie 2024 - www.iais.org/uploads/2024/12/Global-Insurance-Market-Report-2024.pdf

Figura 31 Dimensiunea sectorului de asigurări, pe țări, la T4 2024 (PBS ca pondere în PIB)



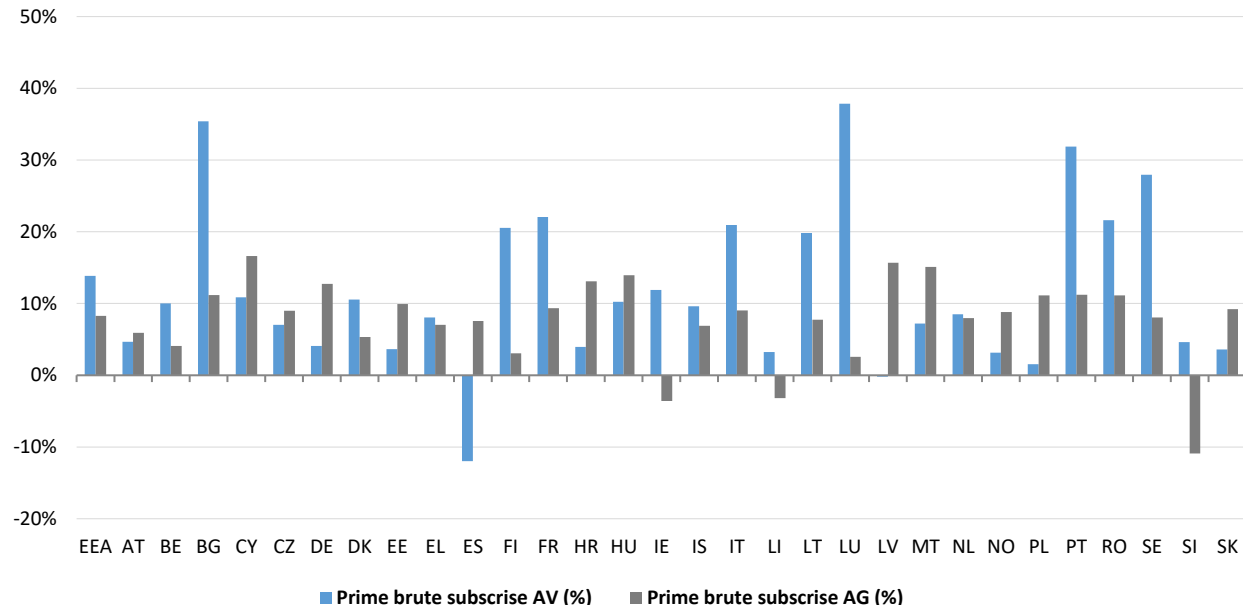
Sursa: Raport de stabilitate financiară EIOPA (iunie 2025), EIOPA raportări individuale trimestriale și Eurostat; medie ponderată în SEE

În anul 2024, primele brute subscrise au continuat să crească atât pentru asigurări generale, cât și pentru asigurări de viață.

La nivel european, volumul de prime brute subscrise pentru asigurări generale a crescut cu 8,3% față de anul precedent, ajungând la 769 de miliarde de euro. Tendința este observată la scară largă în toate statele membre, cu excepția Sloveniei (-10,9%), Irlandei (-3,6%) și Lituaniei (-3,2%).

În ceea ce privește asigurările de viață, volumul acestora a crescut cu 13,8% în anul 2024 comparativ cu anul anterior, ajungând la 758 de miliarde de euro, revenind astfel după creșterea scăzută observată în ultimii doi ani. Țările cu rate de creștere ridicate sunt Luxemburg (+37,8%), Bulgaria (+35,4%) și Portugalia (+31,9%), dar și piețe mari, cum ar fi Franța (+22,1%) și Italia (+21,0%). Pe de altă parte, Spania (-12,0%) și Letonia (-0,2%) au înregistrat o contracție.

Figura 32 Dinamica volumului de prime brute subscrise pe categorii de activități (asigurări generale și de viață) și țări din Spațiul Economic European în trimestrul IV 2024 față de trimestrul IV 2023

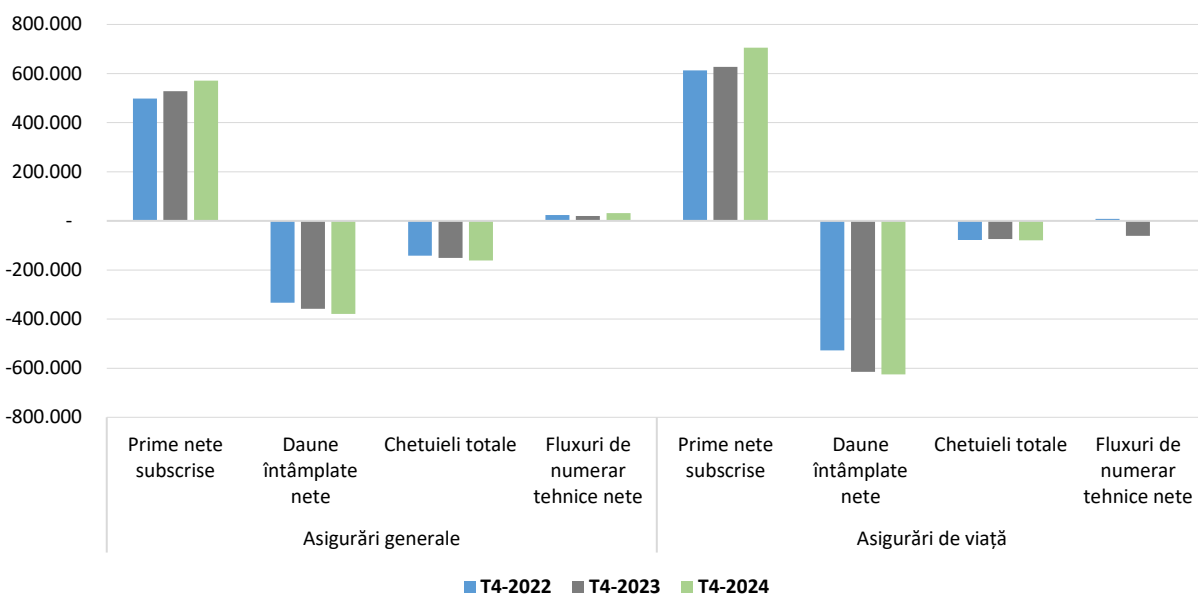


Sursa: Raport de stabilitate financiară EIOPA (iunie 2025), EIOPA raportări individuale trimestriale; medie ponderată în SEE. Ratele de creștere sunt calculate prin ponderarea primelor brute subscrise per monedele de raportare. Notă: modificarea de la an la an calculată pe baza raportării de către societăți în ambele trimestre de referință, așadar pentru România nu sunt incluse datele raportate de Euroins în T1 2023 înainte de retragerea autorizației de funcționare

Pentru activitatea de asigurări generale, în anul 2024, fluxurile de numerar tehnice nete (diferența dintre prime și daune și cheltuieli) au rămas pozitive, la fel ca în cei doi ani precedenți. Asiguratorii au reușit să ajusteze primele în funcție de creșterea costurilor daunelor și cheltuielilor, determinată de inflație, în special asiguratorii care practică asigurări generale și de sănătate. Daunele au continuat să crească în 2024, însă creșterea lor a fost mai modestă prin comparație cu anii anteriori.

Pentru activitatea de asigurări de viață, fluxurile de numerar tehnice nete au înregistrat o revenire față de valoarea negativă observată anul precedent. În anii 2022 și 2023, daunele (incl. răscumpărări) au depășit valoarea primelor, care a stagnat. În ultimul an, volumul de prime brute subscrise au marcat o creștere notabilă, ce ar putea fi atribuită unei reveniri a cererii de produse de asigurare. În perioada de creștere a ratelor dobânzilor din 2022-2023, produsele de economisire oferite de asiguratorii de viață au devenit mai puțin competitive. Odată cu stabilizarea ratelor de dobândă în anul 2024, produsele de investiții în asigurări își recapătă atractivitatea.

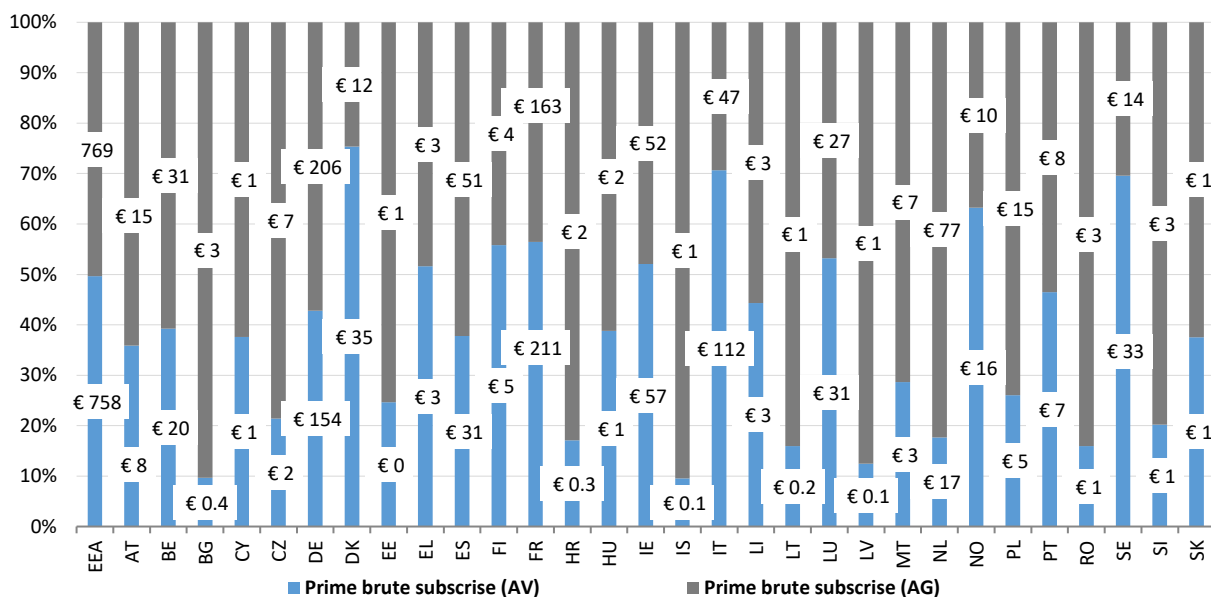
Figura 33 Prime, daune și cheltuieli (mil. euro)



Sursa: Raport de stabilitate financiară EIOPA (iunie 2025), EIOPA raportări individuale trimestriale

Compoziția volumului de prime brute subscrise pentru asigurările de viață și generale, la nivelul SEE, este echilibrată, la 50%, dar există variații considerabile între state. Spre exemplu, țările Nordice, Danemarca, Suedia și Norvegia sunt printre statele unde prevalează asigurările de viață. La polul opus, sectorul asigurărilor din Bulgaria, Letonia, România și Letonia este predominat de asigurări generale.

Figura 34 Volumul de prime brute subscrise pentru AV și AG ca pondere în volumul total de prime brute subscrise, la T4 2024 (în % și în miliarde euro)

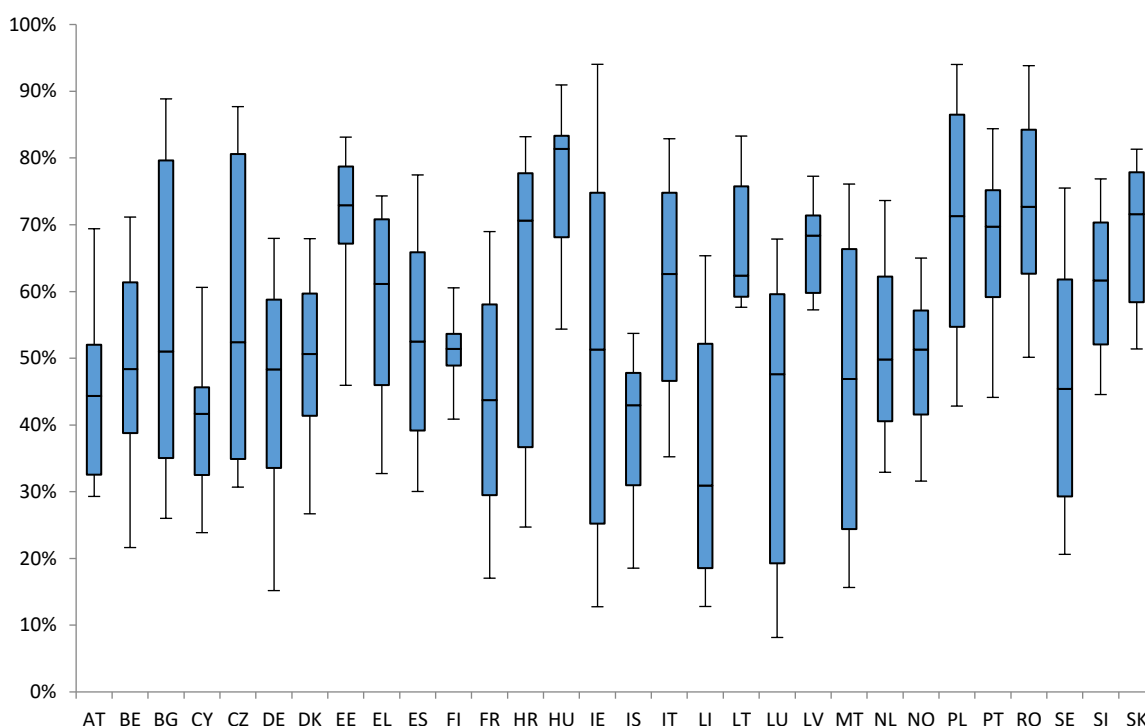


Sursa: Raport de stabilitate financiară EIOPA (iunie 2025), EIOPA raportări individuale trimestriale

Lichiditate

Rata activelor lichide la nivelul SEE a rămas constantă de-a lungul anilor, dar variază considerabil între state. Valoarea mediană ponderată la finalul anului 2024 a fost de aproximativ 51,3%. Pentru asiguratorii din Islanda, Liechtenstein și Cipru, rata mediană a activelor lichide este considerabil sub mediana SEE, în timp ce România înregistrează o valoare de 73%.

Figura 35 Rata activelor lichide la T4 2024, pe țări (%)



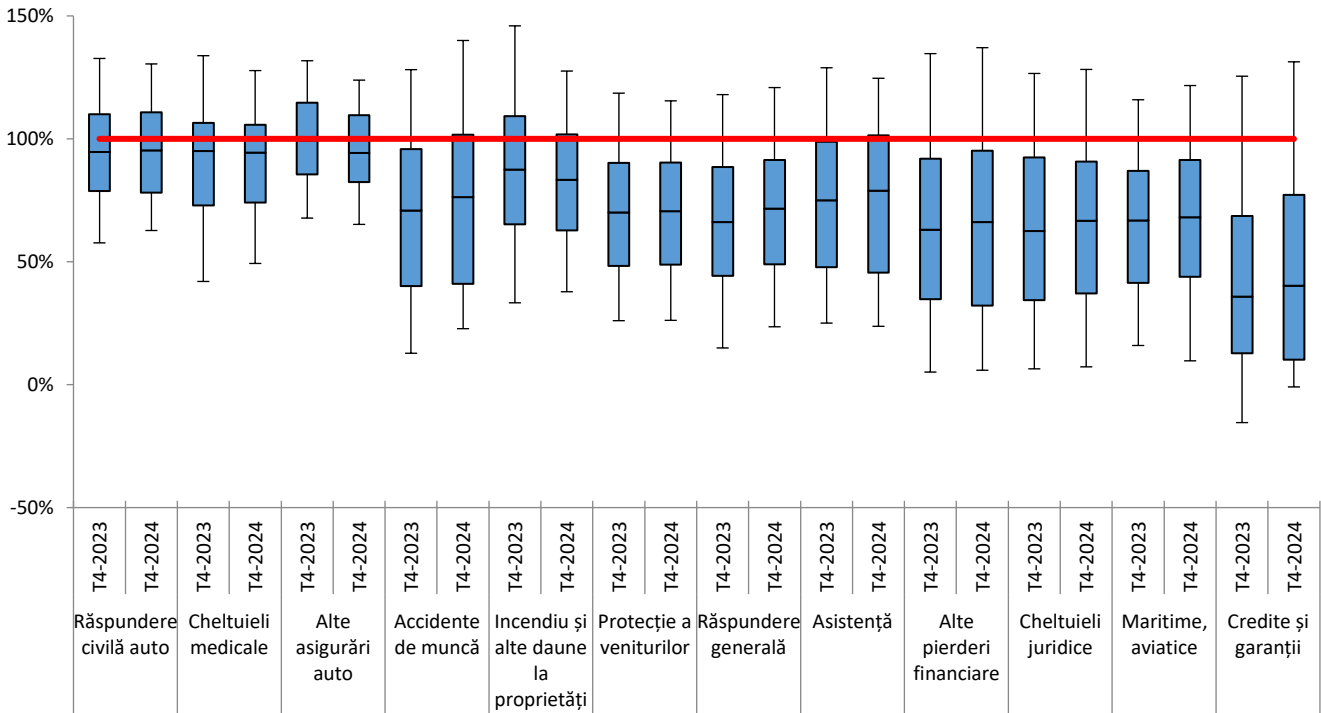
Sursa: Raport de stabilitate financiară EIOPA (iunie 2025), EIOPA raportări individuale trimestriale. Rata activelor lichide (eng. Liquid assets ratio) arată proporția activelor lichide din totalul activelor (excl. activele deținute pentru contracte unit-linked). Raportul se calculează prin aplicarea unor ponderi diferite (variind de la 100% pentru numerar la 0% pentru active necorporale) diferitelor active în funcție de profilul lor de lichiditate. Metodologia a fost revizuită pentru a se alinia cu îmbunătățirea categoriei de riscuri de lichiditate din Tabloul riscurilor EIOPA (februarie 2024).

În ultimii trei ani, ratele de reziliere a contractelor de asigurare în sectorul asigurărilor de viață au crescut. Valoarea mediană a acestui indicator a crescut la 3,8% în anul 2024, de la 3,3% în anul 2023. Creșterea ratelor de dobândă, menită să limiteze inflația, posibil să fi convins deținătorii de polițe de asigurare să renunțe la contractele de economii și să investească în alte produse de investiții din piață mai profitabile.

Profitabilitate

Profitabilitatea asiguratorilor la nivel SEE s-a îmbunătățit în anul 2024 datorită randamentelor ridicate obținute din investiții. Randamentele asiguratorilor au crescut în cursul anului 2024, în contextul macroeconomic actual, caracterizat de rate ale dobânzii mari. Randamentele investițiilor rămân robuste, dar în perspectivă pot exista corecții ale pieței generate de impactul riscului geopolitic și al fragmentării comerțului.

Figura 36 Rata combinată a daunei pe linii de activitate, la T4 2024



Sursa: Raport de stabilitate financiară EIOPA (iunie 2025), EIOPA raportări individuale trimestriale

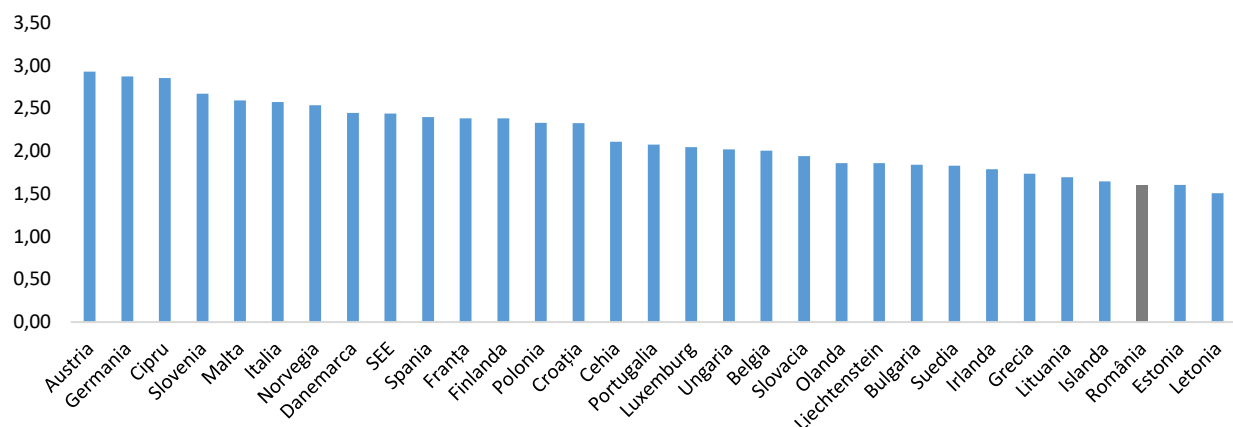
Rata combinată a daunei pentru asigurările generale a rămas sub 100% pentru toate liniile de business, ceea ce indică faptul că majoritatea asiguratorilor din SEE au generat rezultate pozitive în materie de subscriere. Mediana ratei combinate a daunei s-a deteriorat pentru o serie de linii de afaceri: Răspundere civilă generală (+5,5 pp), Credite și garanții (+4,5 pp) și Cheltuieli juridice (+4,2 pp). Pe de altă parte, mediana acestui indicator a scăzut pentru Alte asigurări auto (-5,1 pp) și pentru Incendiu și alte daune la proprietăți (-4,2 pp).

Impactul direct al evoluțiilor negative din contextul geopolitic și comerțul internațional este de așteptat să fie mai pronunțat asupra asigurărilor generale și de sănătate. Profitabilitatea acestor linii de afaceri mai expuse inflației prețurilor, ar putea fi afectată din cauza unei creșteri a valorii cererilor de despăgubire, care nu poate fi compensată prin creșterea primelor de asigurare, pe fondul dinamicii concurențiale și al creșterilor anterioare.

Solvabilitate

Societățile de asigurări de viață, asigurătorii generali și societățile compozite și-au menținut rezerve de capital solide în anul 2024 comparativ cu finalul anului 2023. Mediana ratei SCR pentru asigurătorii de viață a scăzut după tendința ascendentă din ultimii ani și se situează la 230% la finalul anului 2024 (față de 246% în T4 2023). Mediana ratei SCR pentru asigurătorii generali și pentru societățile compozite a scăzut, dar într-o măsură mai redusă, de la 225% la 216% și, respectiv, de la 217% la 214%.

Figura 37 Rata SCR la finalul anului 2024, pe țări (%)



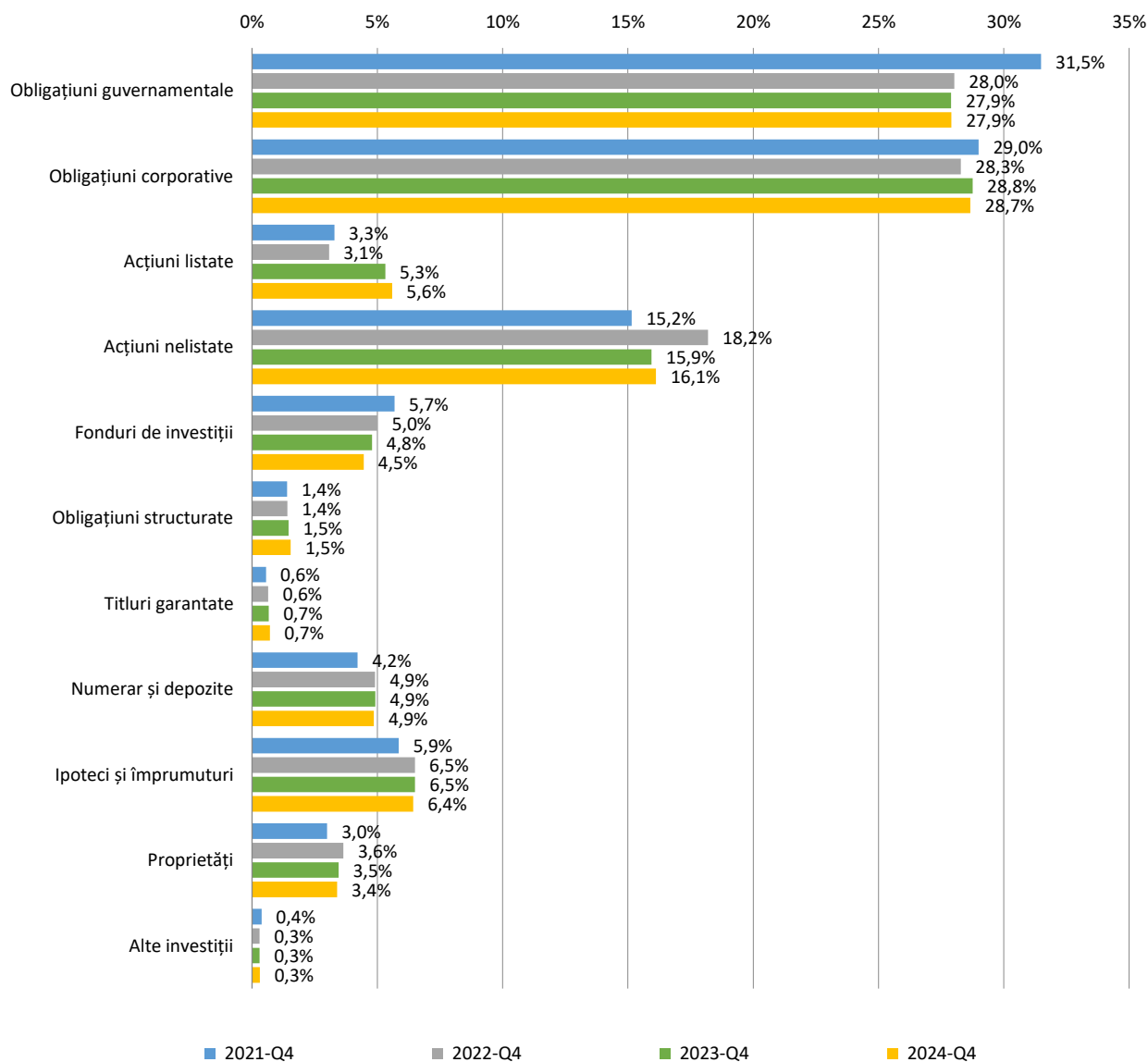
Sursa: EIOPA raportări individuale trimestriale

Nivelul ratei SCR diferă semnificativ în statele din SEE, toate țările având valori mai mari de 100%. Cele mai mari valori ale ratei SCR au fost înregistrate de Austria (293%), Germania (287%) și Cipru (285%), iar la polul opus observăm Letonia, cu cel mai scăzut nivel al ratei SCR, 151%, Estonia (160%) și România (160%).

Alocarea activelor

Activele totale au crescut în anul 2024 pentru sectorul de asigurări la nivelul SEE. La finalul anului 2024, investițiile totale ale asigurătorilor din SEE au atins nivelul de aproximativ 6,8 trilioane de euro (excl. unit-linked), cu 2,2% mai mult comparativ cu anul anterior.

Figura 38 Investițiile sectorului de asigurări în perioada T4 2021 – T4 2024 (excl. unit-linked)

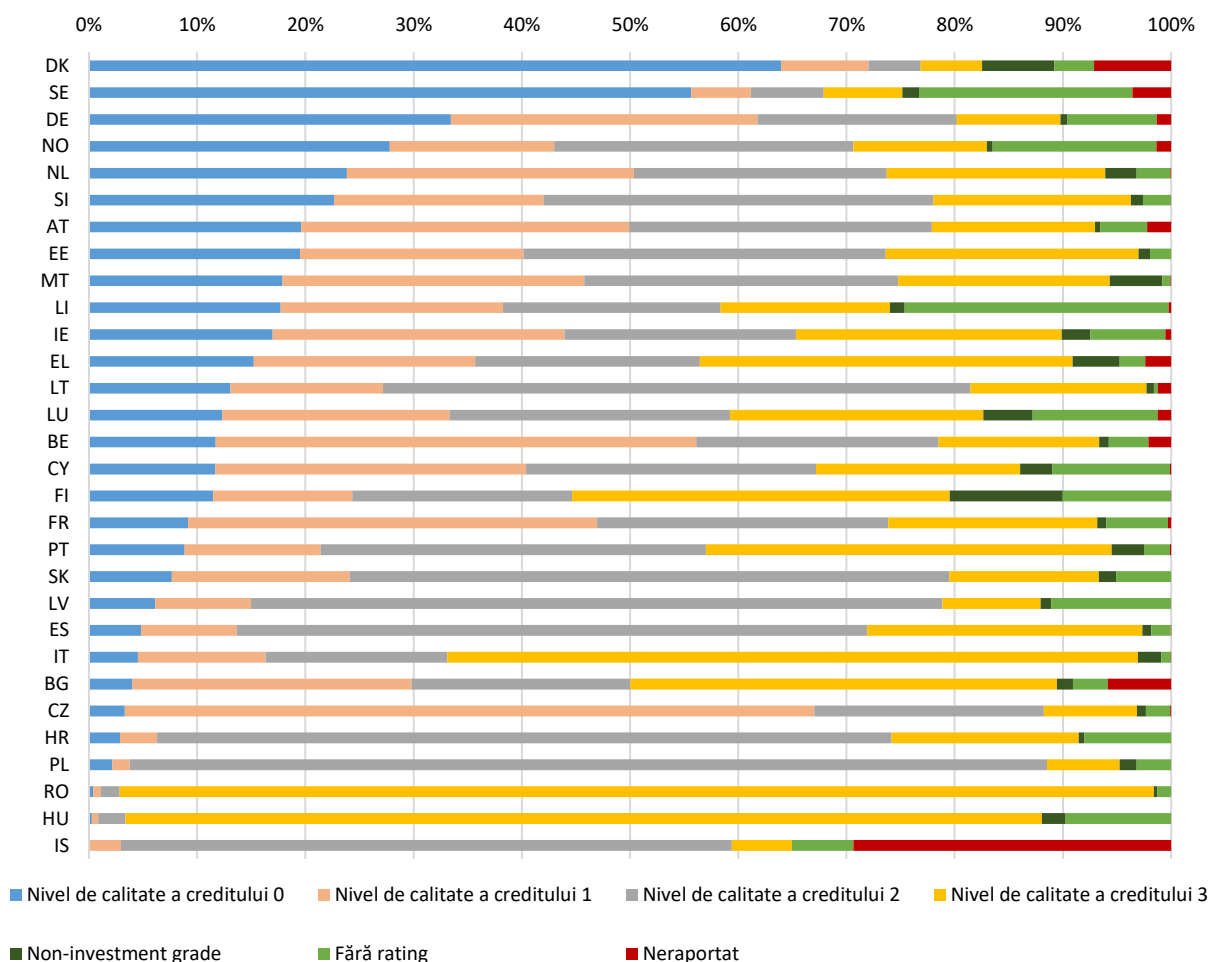


Sursa: Raport de stabilitate financiară EIOPA (iunie 2025), EIOPA raportări individuale trimestriale

Compoziția portofoliilor investiționale ale asigurătorilor a rămas constantă prin comparație cu anul precedent. Per total, investițiile asigurătorilor sunt înclinate majoritar către activele cu venit fix, în procent de 63,0% (obligațiuni guvernamentale 27,9%, obligațiuni corporative 28,7% și credite ipotecare 6,4%),

urmate de acțiuni, reprezentând 21,7% (16,1% acțiuni nelistate și 5,6% acțiuni listate), numerar și depozite 4,9% și fonduri de investiții 4,5%.

Figura 39 Nivelul de calitate al creditului portofoliilor de asigurări, pe țări, la T4 2024



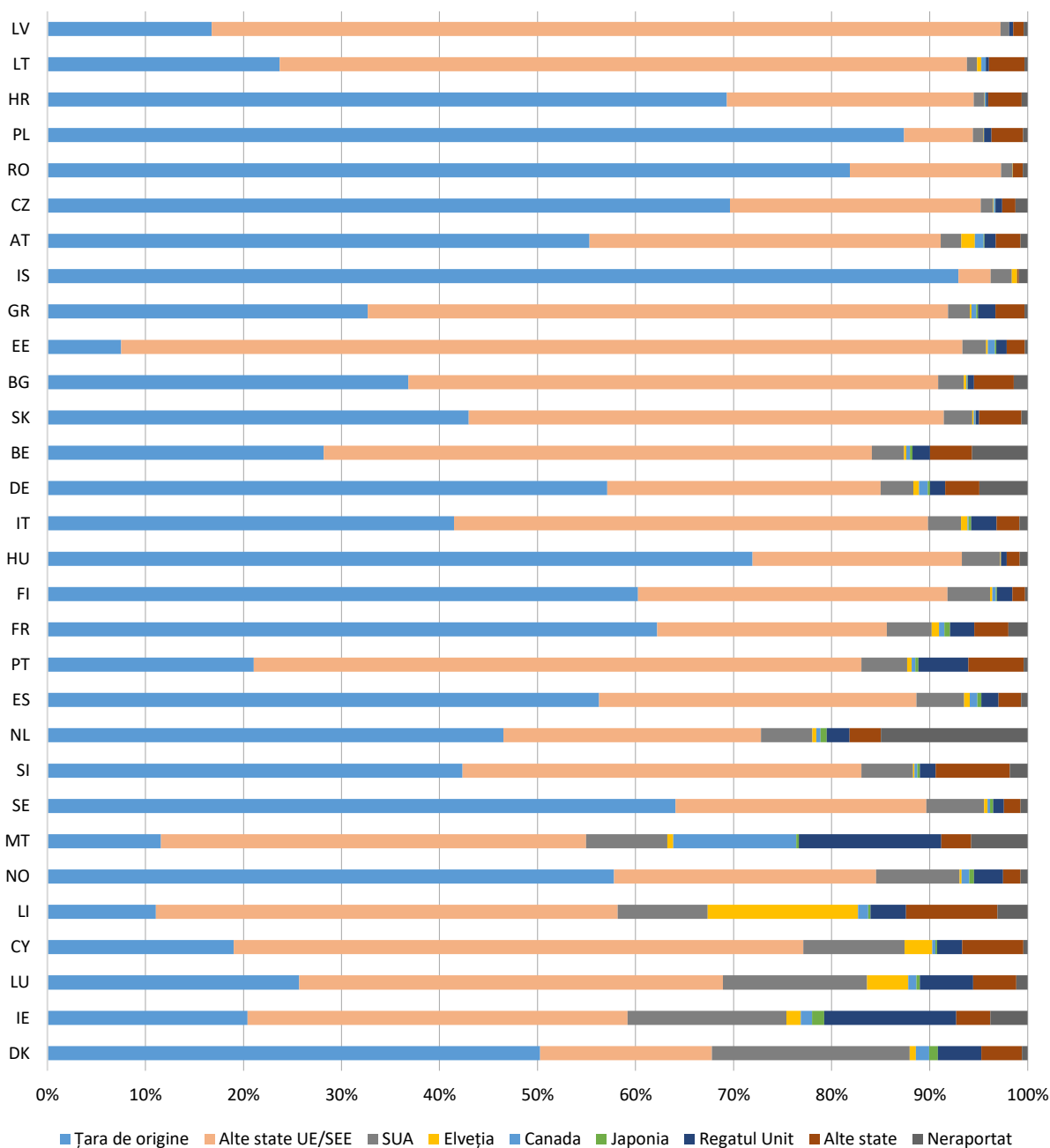
Sursa: Raport de stabilitate financiară EIOPA (iunie 2025), EIOPA raportări individuale trimestriale. Notă: Sunt incluse portofoliile de obligațiuni guvernamentale și corporative. Sunt incluse și activele deținute pentru contractele unit-linked.

În majoritatea statelor din SEE, portofoliile de obligațiuni ale societăților de asigurare au un nivel de calitate a creditului cuprins între 0 și 3. EIOPA atrage atenția asupra segmentului de obligațiuni cu rating BBB, care prezintă un risc mai mare de a fi retrogradate la *non-investment grade*, ce necesită o monitorizare mai atentă. Într-adevăr, o retrogradare masivă a ratingului ar putea avea un impact semnificativ asupra valorii de piață a portofoliilor de obligațiuni și ar putea crește cerința de capital de solvabilitate pentru riscul de spread.

Există o variație semnificativă a nivelului de expunere a asigurătorilor la obligațiuni cu ratinguri mai scăzute în cadrul SEE. În unele state, peste 50% dintre obligațiuni au ratinguri înalte, în timp ce în altele ponderea obligațiunilor cu ratinguri înalte este mai mică, mai puțin de 10% încadrându-se în această categorie.

Principalul factor determinant al acestor diferențe este ratingul de credit al datoriei suverane a țării de origine, care influențează și ratingul obligațiunilor corporative locale. În ceea ce privește obligațiunile guvernamentale, unii asiguratori optează adesea pentru obligațiuni interne, care sunt scutite de cerințele de capital, dar pot totuși prezenta risc de credit.

Figura 40 Expunerea portofoliilor asigurătorilor pe țări, la T4 2024



Sursa: EIOPA raportări individuale trimestriale

În anul 2024, din cele 30 de state analizate, 14 au investit mai mult de jumătate din portofoliu în investiții locale. Islanda, Polonia și România au investit local cel mai mare procent al investițiilor (92,95%, 87,4% și, respectiv, 81,86%). Pe de altă parte, Estonia, Lichtenstein și Malta au investit cel mai puțin în active naționale.

Dintre toate statele din SEE, în SUA au investit cel mai mult Danemarca (20,25%) și Irlanda (16,2%).

Principalele aspecte importante privind riscurile și vulnerabilitățile pentru sectorul european de asigurări sunt:

- Tensiunile geopolitice și incertitudinea globală generează riscuri macroeconomice, fiind o preocupare majoră pentru asiguratori, așa cum s-a evidențiat într-un sondaj recent al autorităților competente.
- Impactul indirect al naturii tarifelor discutate (care vizează bunuri, nu servicii) și al interconexiunii ridicate dintre piețe reprezintă o sursă de vulnerabilitate pentru sectorul asigurărilor. Se așteaptă un impact mai mare asupra asigurărilor generale decât asupra asigurărilor de viață, posibil determinat de costul mai mare al daunelor la bunurile importate.
- Portofoliile asigurătorilor sunt dominate de active cu venit fix, ce oferă un scut împotriva evaluărilor pieței și a creșterilor spread-urilor de credit, astfel că expunerile la acțiuni și obligațiuni cu randament ridicat rămân vulnerabile.
- Asiguratorii se confruntă cu riscul valutar din cauza investițiilor semnificative în obligațiuni corporative și acțiuni emise în SUA, mai cu seamă dacă aceste poziții nu sunt acoperite. Mai precis, 13% din deținerile lor de obligațiuni corporative și 25% din deținerile de acțiuni sunt emise de companii americane.
- Acoperirea riscului de rată a dobânzii și de schimb valutar poate duce la plăți în marjă, care se pot acumula sau compensa reciproc, în funcție de modul în care se corelează modificările ratelor dobânzii și ale cursurilor de schimb.
- Sectorul european de asigurări este conectat cu sistemul bancar prin intermediul investițiilor. Sectorul bancar pare rezistent, nefiind până în prezent o preocupare majoră.
- Expunerile față de activele imobiliare și activele alternative sunt monitorizate îndeaproape, urmărind lichiditatea lor pe piețele volatile.

4.2 Riscuri și vulnerabilități la adresa sectorului local de asigurări

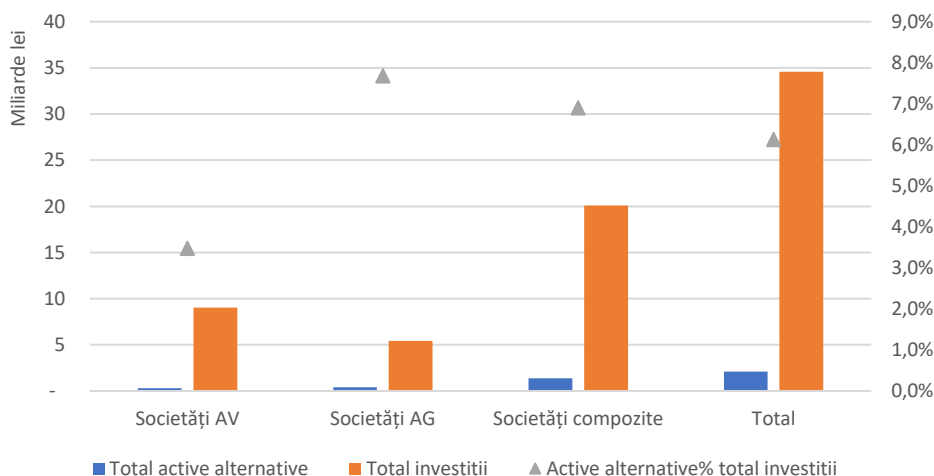
Expunerea societăților de asigurare față de activele alternative / nelichide

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

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

În contextul actual, instituții europene (EIOPA¹⁷) și internaționale (Asociația Internațională a Supravegheților în Asigurări¹⁸ - IAIS) au demarat analize în vederea determinării și ulterior a monitorizării expunerii societăților de asigurare față de activele alternative, în demersul de a măsura riscul de credit la care este expusă piața asigurărilor.

Figura 41 Valoarea activelor alternative pe categorii de societăți și ponderea acestora în investițiile totale la 30 iunie 2025



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

Se constată o creștere a expunerii societăților autorizate și supravegheate de ASF față de activele alternative de la 873 milioane lei (identificate conform metodologiei propuse de EIOPA) la finalul lui 2024 la 2,1 miliarde lei la finalul trimestrului II 2025. Ca pondere în investițiile totale, expunerea a crescut de la

¹⁷ EIOPA Financial Stability Report – iunie 2025 - www.eiopa.europa.eu/document/download/047539e4-db06-4d56-b1f2-b3d1d3365204_en?filename=EIOPA%20Financial%20Stability%20Report%20June%202025.pdf

¹⁸ Global Insurance Market Report (GIMAR), decembrie 2024 - www.iais.org/uploads/2024/12/Global-Insurance-Market-Report-2024.pdf

2,8% (finalul anului 2024) la 6,1% (30 iunie 2025). Cele mai semnificative influențe asupra creșterii valorii activelor alternative au avut-o majorarea împrumuturilor negarantate (+643 milioane lei față de finalul anului anterior), a împrumuturilor și creditelor ipotecare (+336 milioane lei în plus față de 31 decembrie 2024) și a obligațiunilor structurate (+215 milioane lei).

Societățile compozite au investit 6,9% din plasamente în active alternative (față de 3,6% la finalul anului 2024), societățile de asigurări generale au înregistrat o pondere de 7,7% comparativ cu 1,7% la 31 decembrie 2024, iar societățile ce practică asigurări de viață 3,5% (1,6% la finalul anului precedent).

O analiză pe categorii de clase de active alternative arată că din valoarea totală a acestora cea mai mare expunere a societăților este față de alte investiții (41%), împrumuturi negarantate (37%) și acțiuni nelistate¹⁹ (13%).

Tabelul 10 Investițiile societăților în active alternative pe categorii de clase de active și societăți la 30 iunie 2025

	Societăți AV	Societăți AG	Societăți compozite	Total
Total active alternative	313,544,789	417,845,746	1,385,861,724	2,117,252,259
Private equity	0.2%	34.9%	9.1%	12.9%
Fonduri de private equity	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%
Acțiuni nelistate	0.1%	34.8%	9.0%	12.8%
Datorie privată	0.0%	44.6%	43.7%	37.4%
Împrumuturi negarantate	0.0%	44.6%	43.7%	37.4%
Imobiliare	2.9%	6.8%	4.2%	4.5%
Imobiliare (altele decât cele pentru uz propriu)	2.9%	5.7%	4.2%	4.3%
Ipoteci	0.0%	1.2%	0.0%	0.2%
Acțiuni - companii imobiliare	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
Infrastructură	0.0%	6.4%	4.2%	4.0%
Fonduri infrastructură	0.0%	0.0%	0.9%	0.6%
Investiții directe	0.0%	6.4%	3.3%	3.4%
Altele	96.9%	7.2%	38.8%	41.2%
Fonduri alternative	7.5%	0.0%	0.1%	1.2%
Alte împrumuturi garantate	0.0%	0.0%	9.9%	6.5%
Împrumuturi legate de polițe	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Obligațiuni structurate	89.4%	0.0%	6.0%	17.1%
Împrumuturi și ipoteci	0.0%	7.1%	22.9%	16.4%
Alte investiții	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%

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

¹⁹ Excl. participațiile

Expunerea societăților de asigurare față de sectorul imobiliar

Expunerile asigurătorilor pe piața imobiliară sunt atent monitorizate din perspectiva lichidității, mai ales în condiții de piață volatile. Evaluarea corectă a investițiilor imobiliare este o provocare majoră, ținând cont de contextul macroeconomic tot mai schimbător, acestea fiind considerate adesea ilichide, ceea ce poate îngreuna vânzarea rapidă a activelor, chiar și pe piețele stabile.

O altă preocupare cheie pentru investițiile imobiliare este riscul asociat ratelor dobânzilor și creditului. Modificările ratelor dobânzilor pot avea un impact semnificativ asupra valorii activelor imobiliare, cum ar fi proprietățile, ipotecile și obligațiunile. Riscul de credit este, de asemenea, o considerație majoră, deoarece poate fi dificil de prezis modul în care ciclul de afaceri și de credit va afecta probabilitatea neplată a creditelor ipotecare sau a corporațiilor imobiliare. Pentru a gestiona eficient aceste riscuri, asigurătorii trebuie să monitorizeze tendințele pieței și să aibă o strategie robustă de gestionare a riscurilor.

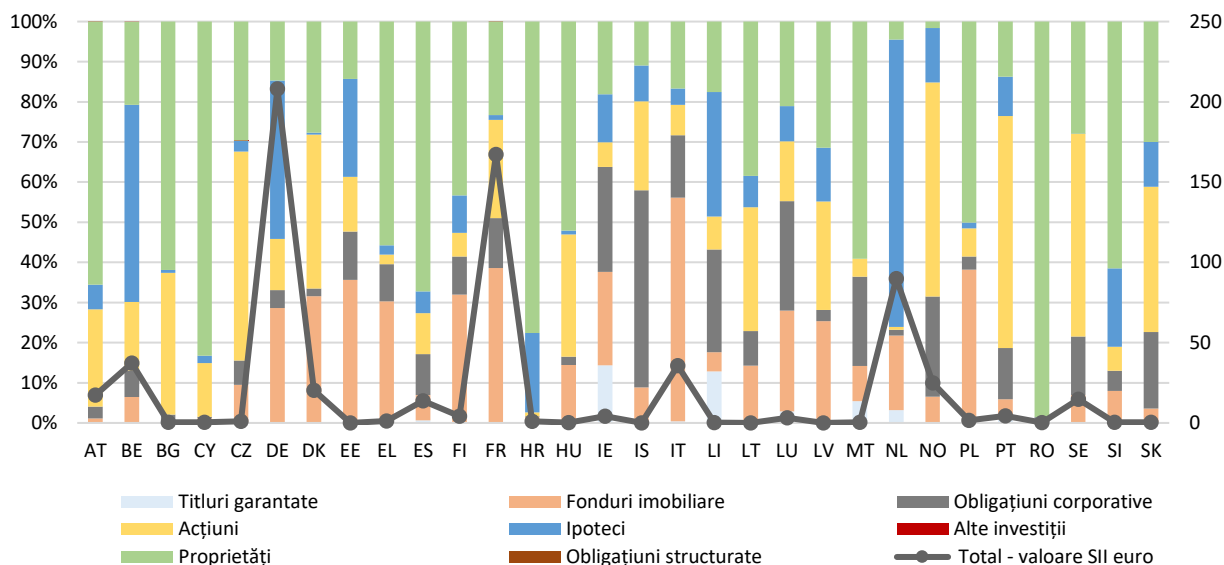
Sectorul imobiliar are un rol important pentru stabilitatea financiară, datorită expunerilor asigurătorilor față de acesta. Companiile de asigurări investesc o parte importantă a activelor în acest segment (proprietăți comerciale, rezidențiale, dar și fonduri imobiliare). Fluctuațiile acestei piețe pot afecta semnificativ valoarea investițiilor și, implicit, sănătatea financiară a asigurătorilor. De asemenea, având în vedere legăturile strânse dintre sectorul imobiliar și sistemul financiar, perioadele de criză imobiliară pot genera turbulențe economice mai largi.

Astfel, autoritățile de supraveghere trebuie să urmărească atent evoluția pieței imobiliare, identificând din timp sursele de vulnerabilitate. Prin această monitorizare, pot interveni proactiv pentru a proteja sectorul asigurărilor și pentru a reduce riscurile sistemice ce pot decurge din oscilațiile prețurilor imobiliare.

Conform raportului de stabilitate financiară publicat de EIOPA în iunie 2025, la nivel european, asigurătorii au expuneri mari pe piața imobiliară. De la introducerea Solvency II în 2016, până în al treilea trimestru din anul 2023, investițiile în sectorul imobiliar au crescut de la 7,3% la 10,3%. Totuși, la finalul anului 2024, expunerea s-a diminuat la 9,6%, în principal datorită scăderii evaluării acțiunilor aferente sectorului imobiliar și al proprietăților.

În trimestrul IV 2024, dintre statele europene, Germania, Franța, Olanda, Italia și Belgia dețin cele mai mari expuneri pe sectorul imobiliar. Se observă diferențe semnificative în ceea ce privește tipurile de investiții. În Franța și Italia, asigurătorii investesc în principal în fonduri imobiliare, în timp ce Olanda și Belgia se concentrează mai mult pe credite ipotecare. Societățile de asigurare locale investesc preponderent în proprietăți ce dețin o pondere de 98,5% în totalul investițiilor în sectorul imobiliar, în timp ce alte state au un portofoliu mai diversificat.

Figura 42 Tipuri de active imobiliare, pe țări, la T4 2024



Sursa: EIOPA, Raport de stabilitate financiară (iunie 2025). Axa din stânga reprezintă procentul activelor imobiliare în totalul investițiilor din sectorul imobiliar, iar axa din dreapta reprezintă totalul investițiilor în sectorul imobiliar, în miliarde euro. Identificarea investițiilor imobiliare pe clase de active urmează abordarea utilizată în statisticile publice ale EIOPA.

La 30 iunie 2025, expunerea asigurătorilor autorizați local față de sectorul imobiliar este de 2,1%, fiind mult mai redusă comparativ cu situația înregistrată la nivel european. Investițiile în terenuri și clădiri reprezintă 94,8% din valoarea totală a plasamentelor în imobiliare, iar investițiile în credite ipotecare și împrumuturi dețin o pondere de 3,3% în valoarea totală a plasamentelor în imobiliare.

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

Tabelul 11 Expunerea față de sectorul imobiliar a societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în funcție de tipul de societate și clasa de active imobiliare la 30 iunie 2025

Tip investiție	Societăți AV	Societăți AG	Societăți compozite	Total
Property (Terenuri și clădiri)	34.575.692	218.973.176	440.721.876	694.270.744
Sector imobiliar comercial	34.575.692	218.973.176	436.883.445	690.432.312
Sector imobiliar rezidențial	-	-	3.838.432	3.838.432
Obligațiuni corporative	0	5.264.966	8.330.769	13.595.735
Acțiuni - corporații imobiliare	0	0	710.007	710.007
Credite ipotecare și împrumuturi*	0	23.638.485	378.086	24.016.571
Total investiții imobiliare	34.575.692	247.876.627	450.140.738	732.593.057
Total investiții societăți de asigurare	9.024.503.660	5.443.184.391	20.096.490.691	34.564.178.741
Investiții imobiliare % Total investiții	0,4%	4,6%	2,2%	2,1%

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

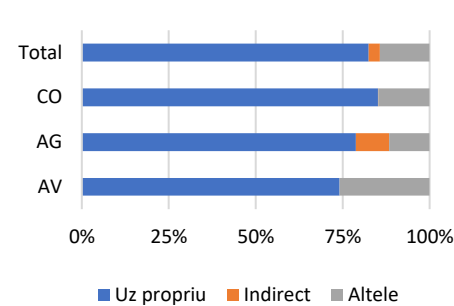
Investițiile în imobiliare se pot clasifica în cele destinate uzului propriu, indirecte (obligațiuni structurate, garantate, credite ipotecare) și alte plasamente imobiliare (terenuri și clădiri pentru investiții, fonduri de

investiții imobiliare, acțiuni și obligațiuni corporative emise de companii imobiliare). În România, investițiile în terenuri și clădiri deținute pentru uz propriu dețin o pondere de 1,7% în valoarea totală a investițiilor asigurătorilor, iar celelalte tipuri de investiții reprezintă doar 0,4% din plasamentele totale ale asigurătorilor autorizați și supravegheați de ASF.

Tabelul 12 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în total investiții în funcție de tipul de plasament (uz propriu, indirect și altele) – 30 iunie 2025

Tip plasament	Societăți AV	Societăți AG	Societăți compozite	Total
Uz propriu	25.635.444	195.320.966	383.132.910	604.089.320
Indirect	-	23.638.485	378.086	24.016.571
Altele	8.940.248	28.917.175	66.629.742	104.487.166
Total	34.575.692	247.876.627	450.140.738	732.593.057

Figura 43 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în totalul investițiilor imobiliare în funcție de tipul de plasament



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

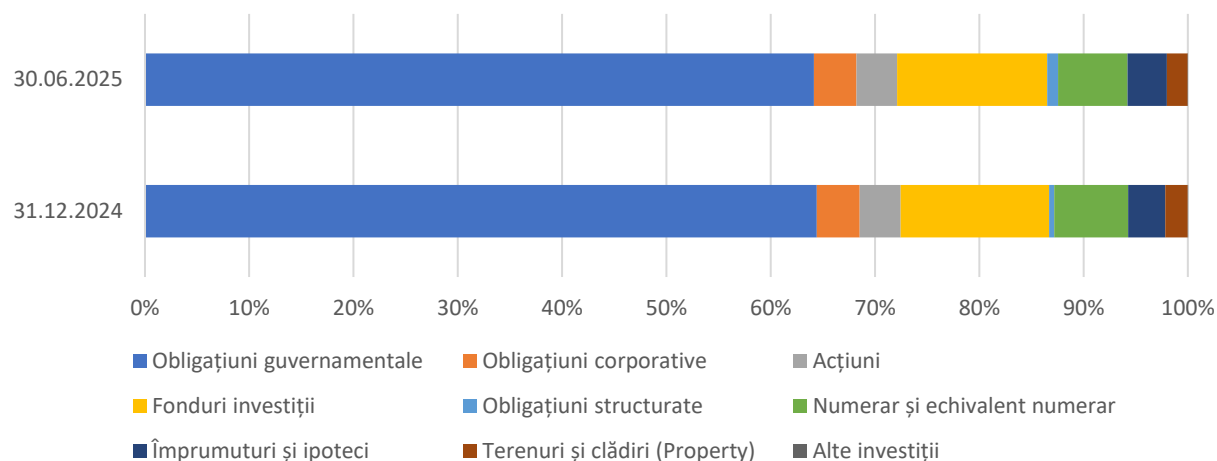
Din valoarea totală a investițiilor în sectorul imobiliar (circa 733 milioane lei), 82,5% reprezintă plasamente în terenuri și clădiri (property) pentru uz propriu, iar 14,3% reprezintă ponderea investițiilor în terenuri și clădiri (property) pentru investiții, acțiuni și obligațiuni corporative emise de companii din sectorul imobiliar.

Structura investițională – alocarea activelor

Valoarea totală a investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF (incluzând și activele deținute pentru contractele unit-linked) era de 34,6 miliarde lei la 30 iunie 2025, în creștere cu circa 7% comparativ cu situația înregistrată la finele anului 2024 (aproximativ 32,4 miliarde lei).

Societățile de asigurare autorizate și supravegheate de ASF investesc preponderent în obligațiuni guvernamentale. Dacă luăm în considerare investițiile totale (incluzând și activele deținute pentru contractele unit-linked), plasamentele societăților în titluri de stat dețin o pondere de 64%, fiind urmate de investițiile în fonduri de investiții (14,4%) și deținerile de numerar și depozite (6,6%). În ceea ce privește valoarea numerarului și depozitelor, ponderea acestora în total investiții a scăzut ușor.

Figura 44 Investițiile totale ale societăților de asigurare pe clase de active



Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF, raportări anuale Solvabilitate II (2024), calcule ASF

Obligațiuni guvernamentale

Valoarea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în obligațiuni guvernamentale se situa la circa 22,2 miliarde lei la 30 iunie 2025, în creștere cu 6% față de finalul anului 2024. Din valoarea totală a plasamentelor în obligațiuni guvernamentale, 98,6% sunt investiții în obligațiuni emise de instituții guvernamentale din România.

Se menține la un nivel semnificativ expunerea față de Ministerul Finanțelor. Din valoarea investițiilor în obligațiuni emise de instituții guvernamentale din România, 99,5% reprezintă plasamente în titluri de stat românești, restul fiind expuneri limitate față de obligațiuni municipale.

Figura 45 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă la 30 iunie 2025

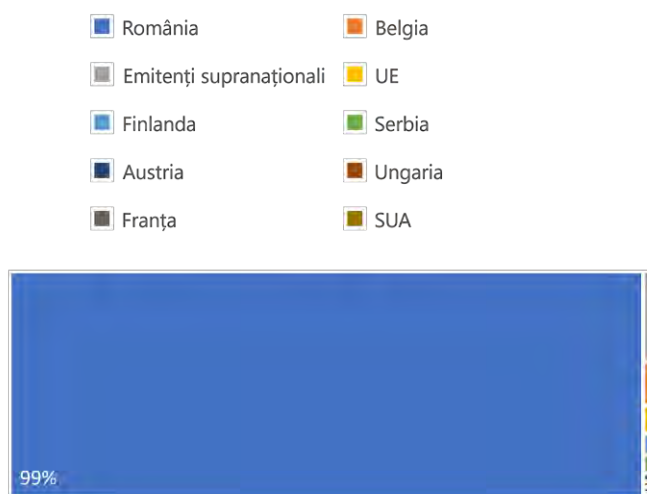
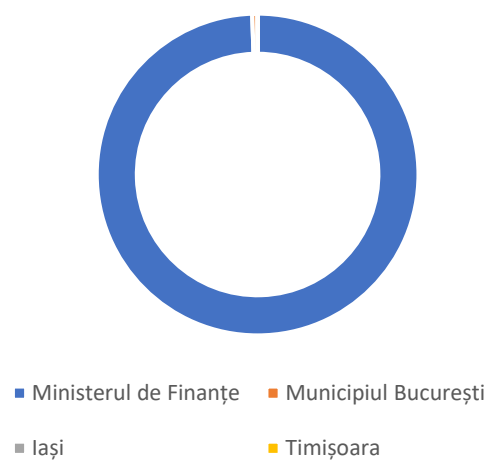


Figura 46 Investițiile în obligațiuni guvernamentale românești descompuse pe emitenți



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

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

În cazul investițiilor societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale, 98,7% din plasamentele în titluri de stat au un nivel de calitate a creditului de 3, similar unui rating BBB, ceea ce indică un risc de credit mediu. Având în vedere expunerea semnificativă față de Ministerul Finanțelor, nivelul de calitate a creditului este dat în principal de ratingul de țară al României. Așadar, riscul de credit se află la un nivel mediu, însă o potențială deteriorare a ratingului de țară poate conduce la creșterea costului de finanțare și, implicit, a randamentelor așteptate de investitori, ceea ce poate determina o scădere a valorii de piață a titlurilor de stat deținute de asigurători.

Tabelul 13 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului

Nivel de calitate a creditului	Pondere în total investiții guvernamentale
0	0,7%
1	0,5%
2	0,01%
3	98,7%
4	0,1%
Fără rating	0,0%

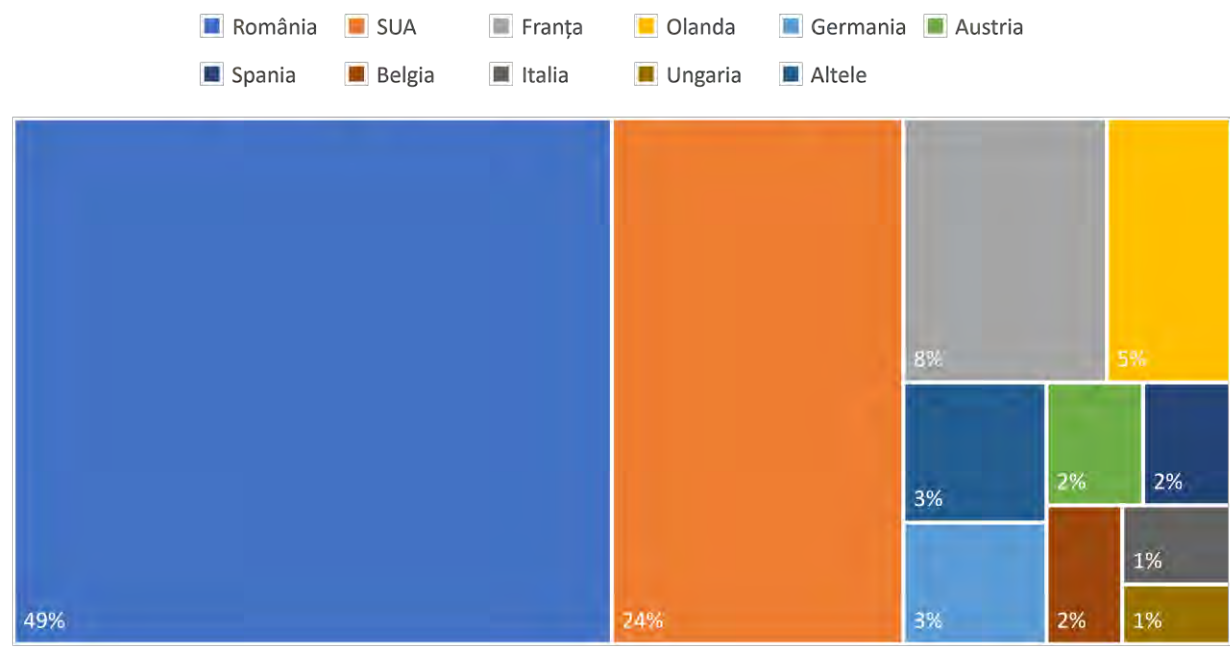
Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF, calcule ASF

Obligațiuni corporative

Valoarea investițiilor în obligațiuni corporative se situa la 1,4 miliarde lei la 30 iunie 2025, în creștere cu aproximativ 6% față de valoarea înregistrată la finalul anului 2024. Comparativ cu investițiile în obligațiuni guvernamentale, plasamentele în obligațiuni corporative sunt mult mai reduse ca valoare, iar alocarea emitenților pe țări este mai diversificată.

Cea mai mare expunere este față de obligațiunile corporative emise de companii din România ce dețin o pondere de 49% din valoarea totală a obligațiunilor corporative din portofoliile asigurătorilor, urmate de SUA (24%) și Franța (8%).

Figura 47 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni corporative în funcție de țara emitentă la 30 iunie 2025



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

Din valoarea investițiilor în obligațiuni corporative, doar 2,9% reprezintă plasamente în obligațiuni cu un nivel de calitate a creditului de 4 și 5.

Tabelul 14 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului

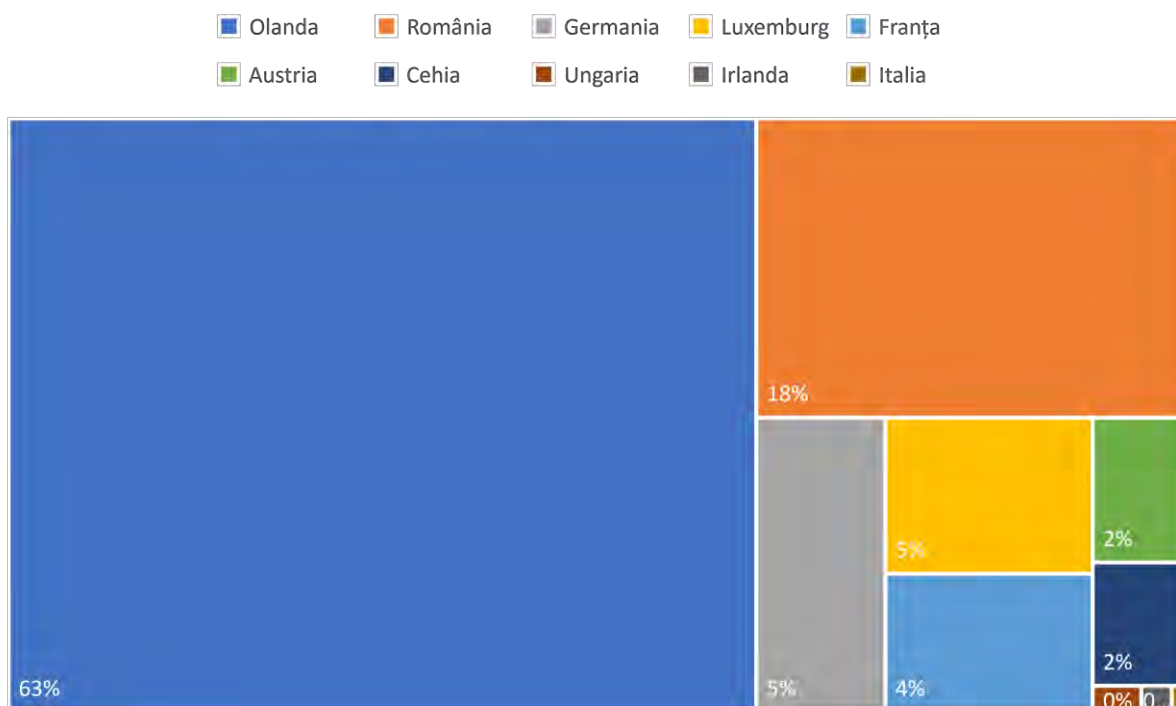
Nivel de calitate a creditului	Pondere în total investiții guvernamentale
0	0,5%
1	1,4%
2	37,3%
3	57,8%
4	2,7%
5	0,2%

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

Fonduri de investiții

Valoarea investițiilor în organisme de plasament colectiv a societăților de asigurare se situa la circa 5 miliarde lei la 30 iunie 2025, în creștere cu 8% față de finalul anului 2024. Din valoarea totală a plasamentelor în fonduri de investiții, 63% era investită în fonduri domiciliate în Olanda.

Figura 48 Investițiile societăților de asigurare în organisme de plasament colectiv în funcție de țara de origine a emitentului la 30 iunie 2025



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

Entități relevante sistemic

Din perspectiva dimensiunii pieței locale de asigurări, valoarea activelor totale ale societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF conform regimului Solvabilitate II se situa la 35,8 miliarde lei la finalul anului 2024, reprezentând circa 2% din PIB.

Tabelul 15 Ponderea activelor totale aferente societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în PIB

Societate	%PIB 2023	%PIB 2024	Modificare pondere PIB 2024 vs 2023
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	0.35%	0.38%	0.03%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	0.34%	0.35%	0.02%
NN ASIGURARI DE VIATA S.A.	0.30%	0.28%	-0.02%
OMNIASIG VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	0.20%	0.21%	0.01%
ASIGURAREA ROMANEASCA - ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	0.15%	0.18%	0.04%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	0.12%	0.14%	0.02%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	0.10%	0.11%	0.02%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	0.11%	0.11%	0.00%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	0.05%	0.05%	0.00%
UNIQA ASIGURARI S.A.	0.05%	0.04%	0.00%
POOL-UL DE ASIGURARE IMPOTRIVA DEZASTRELOR NATURALE S.A.	0.03%	0.03%	0.00%
ONIX ASIGURARI S.A.	0.03%	0.03%	0.00%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA S.A.	0.02%	0.02%	0.00%
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	0.02%	0.01%	0.00%
ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	0.01%	0.01%	0.00%
COMPANIA DE ASIGURARI - REASIGURARI EXIM ROMANIA	0.01%	0.01%	0.00%
ABC INSURANCE S.A.	0.01%	0.01%	0.00%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI S.A.	0.01%	0.01%	0.00%
EAZY ASIGURARI S.A.	0.00%	0.01%	0.01%
GARANTA ASIGURARI S.A.	0.01%	0.00%	0.00%
EUROLIFE FFH ASIGURARI DE VIATA S.A.	0.01%	0.00%	0.00%
ASITO KAPITAL S.A.	0.00%	0.00%	0.00%
NN ASIGURARI S.A.	0.00%	0.00%	0.00%
EUROLIFE FFH ASIGURARI GENERALE S.A.	0.00%	0.00%	0.00%
GERMAN ROMANIAN ASSURANCE S.A.	0.00%	0.00%	0.00%
Total	1.92%	2.03%	0.11%

Sursa: ASF, raportări anuale Solvency II, raportări naționale pentru German Romanian Assurance, INS, calcule ASF

Societatea Allianz Tiriac înregistrează cea mai mare valoare a activelor totale, cu o pondere de 0,38% în PIB, urmată de Groupama (0,35%) și NN Asigurări de Viață (0,28%).

În ceea ce privește activitatea de subscriere, volumul de prime brute subscrise²⁰ în anul 2024 s-a situat la 23,4 miliarde lei, în creștere cu 11% față de 2023 (21,1 miliarde lei) și reprezentând circa 1,3% din PIB. Societățile autorizate și supravegheate de ASF au subscris prime brute în valoare de 19,8 miliarde lei, în creștere cu 9% față de 2023, iar sucursalele au subscris un volum al primelor brute în sumă de 3,6 miliarde lei, un avans de 23% față de 2023.

²⁰ Societăți autorizate de ASF și sucursale.

Tabelul 16 Dimensiunea pieței asigurărilor din perspectiva volumului de prime brute subscrise de societățile autorizate de ASF și sucursale (AG și AV) ca pondere în PIB

Nr. crt.	Societate	% PIB 2023	% PIB 2024	Modificare pondere PIB 2024 vs 2023
1	GROUPAMA ASIGURARI S.A.	0.25%	0.25%	-0.01%
2	ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	0.22%	0.21%	-0.01%
3	OMNIASIG VIG S.A.	0.15%	0.16%	0.01%
4	GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	0.09%	0.10%	0.02%
5	ASIGURAREA ROMANEASCA - ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	0.10%	0.10%	0.00%
6	GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	0.06%	0.07%	0.01%
7	NN ASIGURARI DE VIATA SA	0.06%	0.07%	0.00%
8	AXERIA IARD SA Lyon	0.05%	0.06%	0.01%
9	HD INSURANCE PLC	0.03%	0.05%	0.02%
10	METROPOLITAN LIFE ASIGURARI METLIFE EUROPE (AV)	0.04%	0.04%	0.00%
11	BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	0.03%	0.03%	0.00%
12	UNIQA ASIGURARI S.A.	0.03%	0.03%	0.00%
13	BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	0.02%	0.02%	0.00%
14	SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	0.02%	0.02%	0.00%
15	POOL-UL DE ASIGURARE IMPOTRIVA DEZASTRELOR NATURALE S.A. (PAID)	0.01%	0.02%	0.00%
16	UNIQA ASIGURARI DE VIATA S.A.	0.01%	0.01%	0.00%
17	AGRA ASIGURARI	0.01%	0.01%	0.00%
18	COLONNADE INSURANCE SA	0.01%	0.01%	0.00%
19	PORSCHE VERSICHERUNGS AG SALZBURG SUCURSALA ROMANIA	0.01%	0.01%	0.00%
20	CARDIF ASSURANCES RISQUES DIVERS SA	0.01%	0.01%	0.00%
21	ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	0.01%	0.01%	0.00%
22	SIGNAL IDUNA ASIGURARI S.A. (FOSTA ERGO ASIGURARI S.A.)	0.01%	0.01%	0.00%
23	ABC INSURANCE S.A.	0.00%	0.01%	0.00%
24	COMPAGNIE FRANCAISE D ASSURANCE POUR LE COMMERCE EXTERIEUR SA	0.01%	0.01%	0.00%
25	ONIX ASIGURARI S.A.	0.01%	0.00%	-0.00%
26	METROPOLITAN LIFE ASIGURARI METLIFE EUROPE (AG)	0.00%	0.00%	0.00%
27	COMPANIA DE ASIGURARI - REASIGURARI EXIM ROMANIA S.A.	0.00%	0.00%	0.00%
28	EAZY ASIGURARI S.A.	0.00%	0.00%	0.00%
29	ALLIANZ TRADE	0.00%	0.00%	-0.00%
30	GARANTA ASIGURARI S.A.	0.00%	0.00%	0.00%
31	AEGON	0.01%	0.00%	-0.01%
32	EUROLIFE FFH ASIGURARI GENERALE S.A.	0.00%	0.00%	0.00%
33	ASITO KAPITAL S.A.	0.00%	0.00%	0.00%
34	NN ASIGURARI S.A.	0.00%	0.00%	0.00%
35	SOGESSUR SA PARIS	0.00%	0.00%	0.00%
36	ATRADIUS CREDITO Y CAUCION S.A. DE SEGUROS Y REASEGUROS	0.00%	0.00%	0.00%
37	MEDICOVER ASIGURARE AB STOCKHOLM SUCURSALA BUCURESTI	0.00%	0.00%	0.00%
38	CARDIF ASSURANCE VIE SA	0.00%	0.00%	0.00%
39	EUROLIFE FFH ASIGURARI DE VIATA S.A.	0.00%	0.00%	0.00%
40	GERMAN ROMANIAN ASSURANCE S.A.	0.00%	0.00%	0.00%
41	EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	0.04%	0.00%	-0.04%
42	SIGNAL IDUNA ASIGURARI DE VIATA S.A.	0.00%	0.00%	0.00%
Total		1.32%	1.33%	0.02%

Sursa: ASF, INS, calcule ASF

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

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

- piața asigurărilor de viață;

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

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

Tabelul 17 Clasamentul societăților de asigurare în funcție de primele brute subscrise pentru RCA în anul 2024

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

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

Tabelul 18 Clasamentul primelor 10 societăți de asigurare în funcție de primele brute subscrise pentru clasa A3 în anul 2024

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

Sursa: ASF; sunt incluse și sucursalele

Tabelul 19 Clasamentul primelor 10 societăți de asigurare în funcție de primele brute subscrise pentru asigurările de garanții (A15) în anul 2024

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

Sursa: ASF; sunt incluse și sucursalele

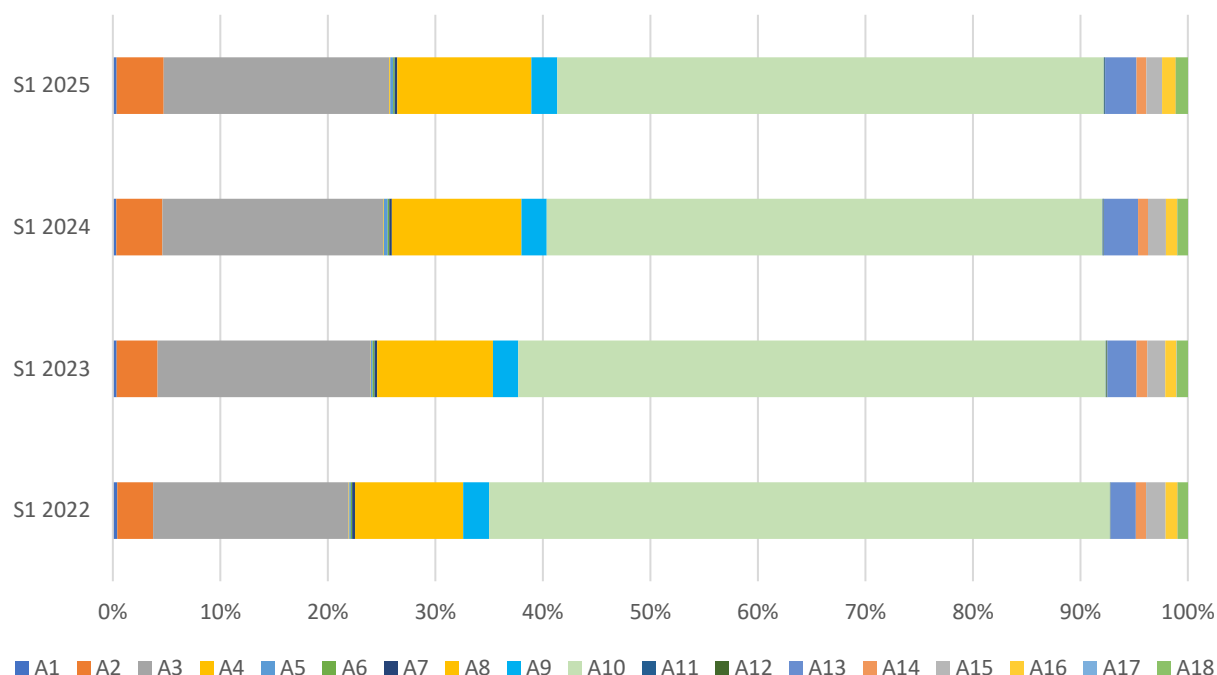
Concentrare

Se menține gradul ridicat de concentrare pe piața asigurărilor din România, măsurat atât din perspectiva volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurare, cât și pe societăți. Totodată, sectorul asigurărilor rămâne dominat de asigurările generale ce dețin o pondere de 79% în volumul total de prime brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, în timp ce ponderea activității de asigurări de viață se menține la un nivel relativ redus, de 21%.

Asigurări generale

În ceea ce privește activitatea de asigurări generale, asigurările auto reprezintă 72% din acest sector, din perspectiva primelor brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, nivel relativ similar cu cel înregistrat în semestrul I 2024.

Figura 49 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF; incl. sucursalele

Din perspectiva gradului de concentrare în funcție de primele brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, primele cinci companii însumează o cotă de piață cumulată de circa 73% pe segmentul asigurărilor generale, nivel în ușoară creștere față de semestrul I 2024 (72,4%).

Tabelul 20 Cotele de piață ale societăților pentru activitatea de asigurări generale în semestrul I 2025

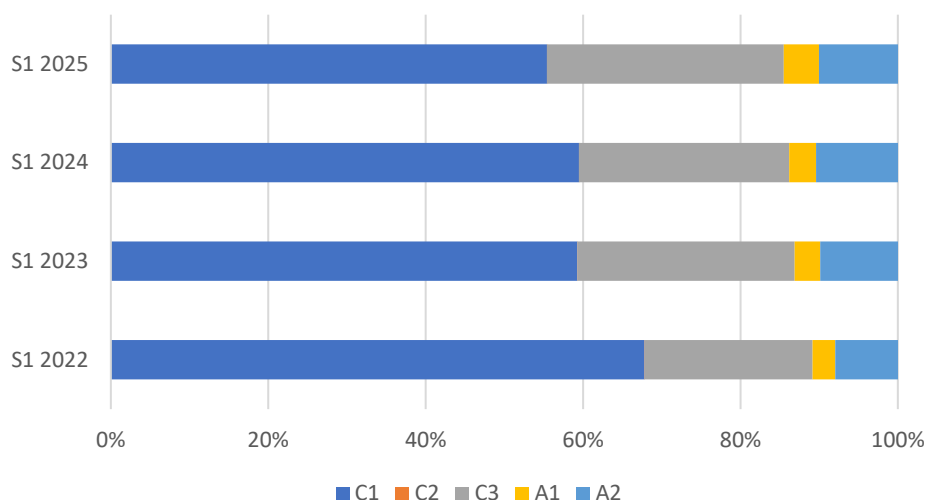
Societate	Cotă de piață
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	23,3%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	16,9%
OMNIASIG VIG S.A.	14,8%
Total 1-3	54,9%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	9,4%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	8,7%
Total 1-5	72,9%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	5,7%
AXERIA IARD	4,4%
Total 1-7	83,0%
HELLAS DIRECT INSURANCE	3,5%
UNIQA ASIGURARI S.A.	2,3%
EAZY ASIGURARI S.A.	1,5%
Total 1-10	90,2%
Alte societăți	9,8%
Total	100,0%

Sursa: ASF; incl. sucursalele

Asigurări de viață

În ceea ce privește segmentul asigurărilor de viață, acesta este dominat de asigurările de viață tradiționale (clasa C1) și asigurările de viață cu componentă investițională (clasa C3) ce dețin o pondere cumulată de 85,5% în volumul total de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață de către societățile autorizate de ASF și sucursale.

Tabelul 21 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF; incl. sucursalele

Din perspectiva gradului de concentrare în funcție de primele brute subscrise de societățile autorizate de ASF și sucursale, primele cinci companii însumează o cotă de piață cumulată de 73,3% pe segmentul asigurărilor de viață, în ușoară creștere comparativ cu semestrul I 2024 (71,8%).

Tabelul 22 Cotele de piață ale societăților pentru activitatea de asigurări de viață în semestrul I 2025

Societate	Cotă de piață
NN ASIGURARI DE VIATA SA	24,0%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	17,0%
METROPOLITAN LIFE	15,6%
Total 1-3	56,7%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	8,6%
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	8,0%
Total 1-5	73,3%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	7,4%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA S.A.	6,8%
Total 1-7	87,5%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	5,9%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	3,3%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	1,5%
Total 1-10	98,1%
Altele	1,9%
Total	100,0%

Sursa: ASF; incl. sucursalele

4.3 Activitatea de subscriere

Volumul primelor brute subscrise de societățile autorizate de ASF și sucursale a crescut cu 8% în semestrul I 2025 comparativ cu perioada similară din anul precedent. Activitatea de asigurări generale a înregistrat o creștere cu 6%, iar primele brute subscrise pentru asigurările de viață au crescut cu 21%.

Din volumul total al activității de subscriere (incl. sucursale) de 12,3 miliarde lei, 79% reprezintă prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, iar 21% sunt pentru asigurările de viață.

Figura 50 Dinamica anuală a primelor brute subscrise

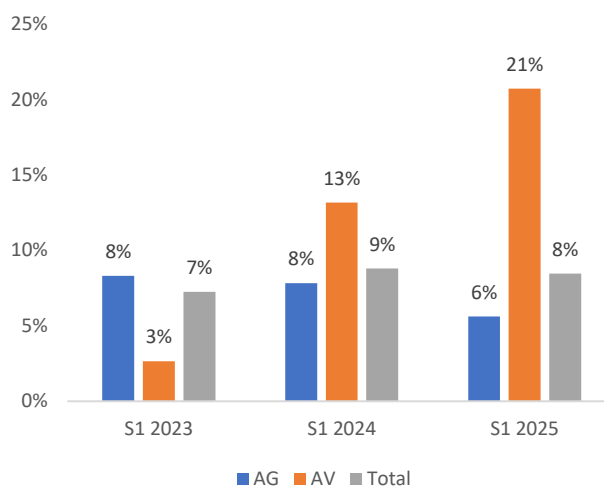
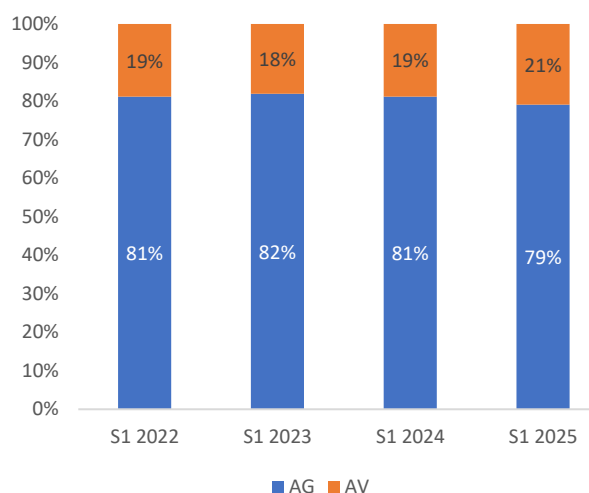


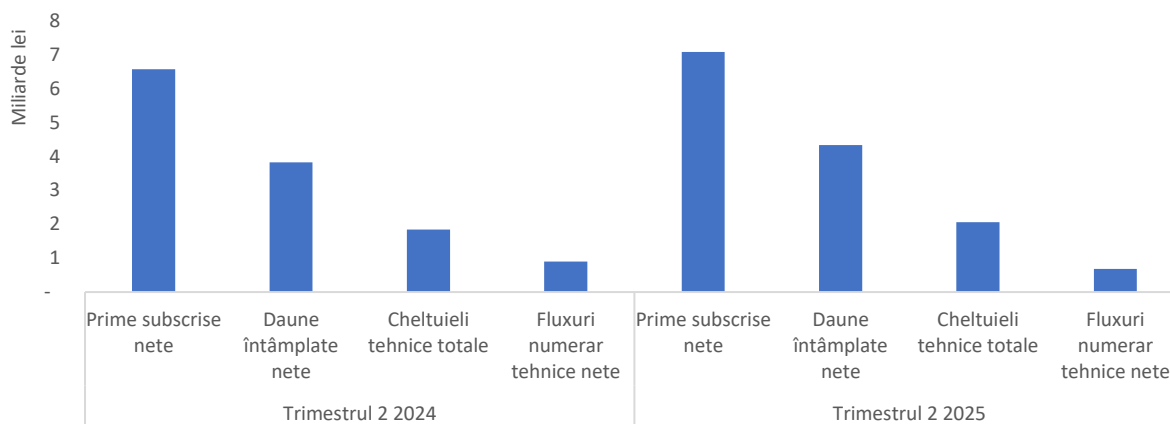
Figura 51 Dinamica repartizării primelor brute subscrise pe segmente de asigurare



Sursa: ASF

În semestrul I 2025, fluxurile de numerar tehnice din asigurările generale (adică primele subscrise nete minus daunele și cheltuielile tehnice) se mențin pozitive. Primele subscrise nete au înregistrat un avans de 8%, în timp ce daunele întâmplare și cheltuielile tehnice au crescut cu 13% față de perioada similară din anul anterior.

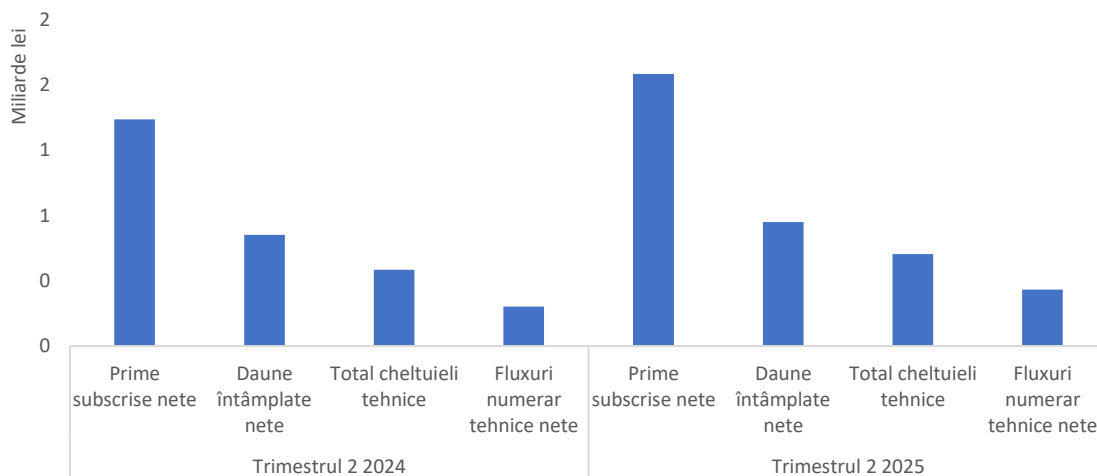
Figura 52 Fluxuri de numerar tehnice nete pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF, date trimestriale Solvency II - S.05.01.02.01 - Non-Life (direct business/accepted proportional reinsurance and accepted non-proportional reinsurance)

În ceea ce privește fluxurile de numerar tehnice nete pentru asigurările de viață, acestea au crescut în semestrul I 2025 față de semestrul I 2024. Primele subscrise nete au crescut cu 20%, în timp ce daunele întâmplare și cheltuielile tehnice nete s-au majorat cu 15%.

Figura 53 Fluxuri de numerar tehnice nete pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF, date trimestriale Solvency II - S.05.01.02.02 - Life

4.4 Solvabilitate

Valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital de solvabilitate se afla la nivelul de circa 10,3 miliarde lei la finalul trimestrului 2 2025, în creștere cu aproximativ 12% comparativ cu perioada similară din anul anterior, în timp ce valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital minim se situa la 9,9 miliarde lei, în creștere cu 12%.

La finalul trimestrului 2 2025, se observă scăderea ratelor SCR și MCR la nivelul pieței asigurărilor (164%, respectiv 386%) comparativ cu aceeași perioadă din anul precedent (171%, respectiv 393%). Dinamica a avut loc pe fondul creșterii mai rapide a cerințelor de capital față de avansul înregistrat de valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere necesarul de capital.

Figura 54 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări generale

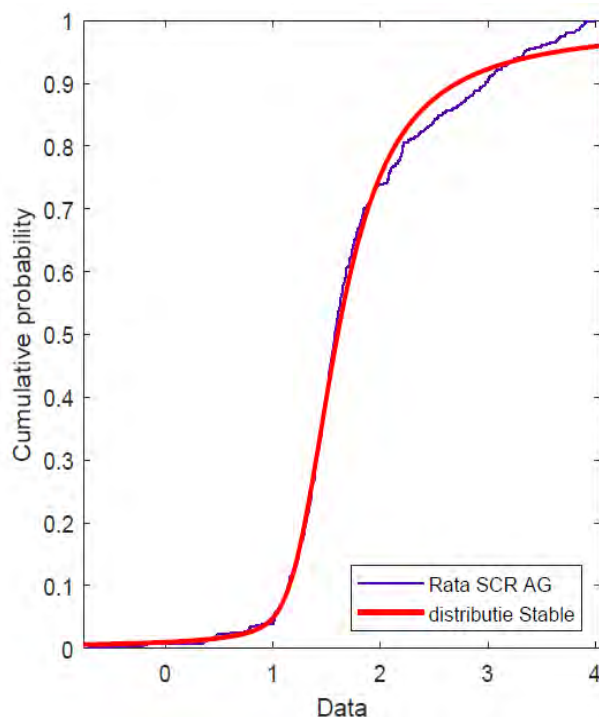
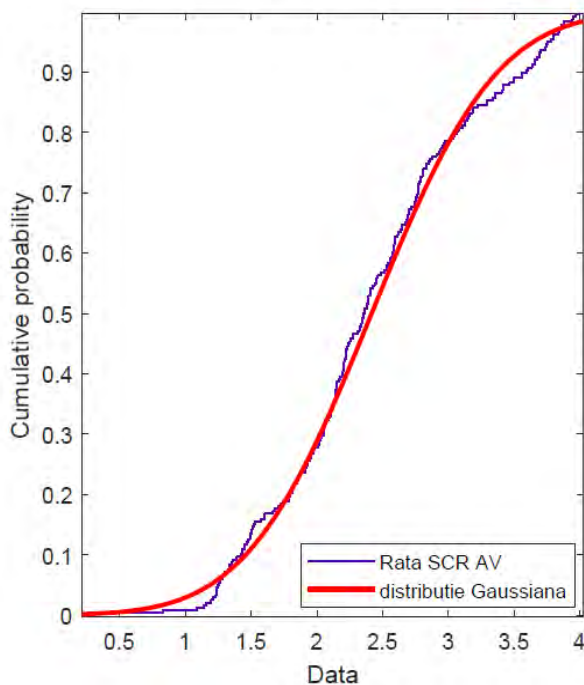


Figura 55 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări de viață



Sursa: ASF, raportări trimestriale Solvabilitate II

Rezultatele statistice arată că rata SCR pentru asigurările generale estimată pe termen lung urmează o distribuție de tip Stable, ceea ce înseamnă că valorile observate prezintă cozi groase și pot încorpora deviații extreme mai frecvent decât o distribuție normală. Această alegere a modelului este relevantă pentru un indicator precum rata SCR, întrucât acesta reflectă tocmai capacitatea de absorbție a șocurilor extreme.

Distribuția Stable ($\alpha < 2$) sugerează că rata SCR este sensibilă la șocuri extreme, reflectând faptul că riscurile nu pot fi descrise de o repartiție normală.

Media de 2,20 și poziționarea parametrului de locație ($\delta > 1$) indică faptul că sectorul, în ansamblu, dispune de un nivel de capital peste nivelul minim reglementat, ceea ce denotă stabilitate. Erorile standard mici pentru toți parametrii (sub 0,07) arată că estimările sunt robuste și precise pe baza datelor raportate de societățile de asigurare.

Rezultatele statistice arată că rata SCR pentru asigurările de viață urmează pe termen lung o distribuție normală, ceea ce implică o repartiție simetrică a valorilor în jurul mediei și o probabilitate mai redusă de apariție a valorilor extreme față de cazul asigurărilor generale.

Media ($\mu \approx 2,42$) arată nivelul central al ratei SCR. Valoarea semnificativ peste 1 indică faptul că, în medie, societățile de asigurări de viață dispun de capital de peste două ori mai mare decât minimul reglementat, ceea ce denotă o poziție de solvabilitate robustă și, implicit, capacitatea ridicată de a face față riscurilor extreme.

Varianța ($\approx 0,56$) și abaterea standard ($\sigma \approx 0,75$) arată o dispersie relativ redusă a valorilor în jurul mediei. Asta înseamnă că, deși există diferențe între societăți, acestea nu sunt foarte mari, iar piața se comportă destul de omogen. Faptul că varianța este redusă arată că majoritatea companiilor de asigurări de viață operează în parametri similari în ceea ce privește cerințele de capital.

Acest lucru poate fi explicat prin natura mai predictibilă a produselor de asigurare de viață, unde fluxurile financiare sunt mai bine controlate decât în ceea ce privește alte clase de asigurare.

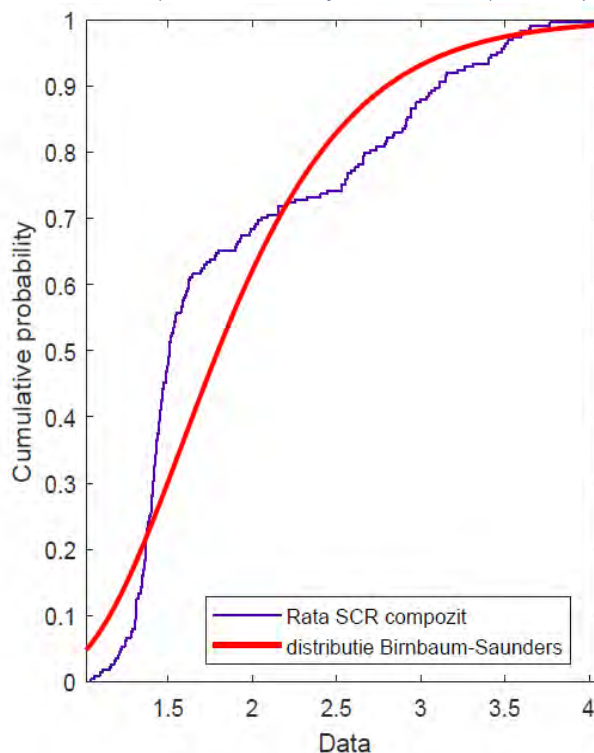
Media pe termen lung a ratei SCR pentru societățile compozite este de 1,90 și indică faptul că societățile compozite dispun de capital suplimentar față de minimul reglementat, dar nu la fel de ridicat ca în cazul companiilor exclusiv de viață sau generale.

Asimetria pozitivă arată că există câteva firme cu o capitalizare mai ridicată, dar marea majoritate operează relativ mai aproape de pragul minim.

Analiza societăților compozite este realizată cu distribuția Birnbaum-Saunders pentru a surprinde riscul structural de valori extreme, tipic companiilor expuse la un portofoliu mixt de riscuri.

Erorile standard mici ale parametrilor estimați confirmă robustețea estimărilor.

Figura 56 Distribuția ratelor SCR aferente societăților compozite



Sursa: ASF, raportări trimestriale Solvabilitate II

4.5 Lichiditate

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

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

Asigurări generale

La nivelul pieței asigurărilor, se observă o ușoară scădere a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale (2,98) la finalul lunii iunie 2025 comparativ cu sfârșitul anului 2024 (3,09), pe fondul creșterii mai rapide a obligațiilor pe termen scurt ale asigurătorilor (+11%) comparativ cu avansul înregistrat de activele lichide. Valoarea activelor lichide s-a situat la un nivel de 18,1 miliarde lei, în creștere cu circa 7% față de situația de la finalul anului 2024, conform raportărilor transmise de societățile de asigurare. Creșterea a avut loc pentru toate clasele de active, cu excepția depozitelor și obligațiunilor municipale.

Valoarea depozitelor se situa la 1,5 miliarde lei la finalul lunii iunie 2025, în scădere cu 5% față de finele anului 2024 (1,6 miliarde lei). Pe de altă parte, obligațiile pe termen scurt ale asigurătorilor, reprezentate de rezerva brută de daune avizate, au crescut cu aproximativ 11%, de la 5,5 miliarde lei (decembrie 2024) la 6,1 miliarde lei (iunie 2025).

Dintre cele 19 societăți care practică asigurări generale, 12 societăți au raportat un indicator de lichiditate peste media calculată la nivelul pieței de asigurări generale.

Analiza lichidității societăților de asigurare pentru activitatea de asigurări generale este realizată cu o distribuție t Location-Scale. Estimările parametrilor sugerează o lichiditate în general stabilă, dar expusă unor fluctuații semnificative și unor șocuri potențiale. Nivelul mediu al lichidității pe termen lung este estimat la 2,25, indicând o capacitate relativ bună a societăților de a acoperi obligațiile pe termen scurt. Prezența unor valori extreme este confirmată de parametrul $v = 2.75$, ceea ce arată că distribuția lichidității prezintă cozi mai grele decât o distribuție normală, indicând posibilitatea apariției unor șocuri bruște și intense. Corelația între volatilitate și riscul extrem este vizibilă în matricea de covarianță, unde legătura pozitivă dintre deviația standard (σ) și v arată că o creștere a volatilității este asociată cu o distribuție mai plată, ceea ce poate reflecta episoade de scădere a lichidității.

În acest context, analiza sugerează că companiile de asigurari AG sunt expuse la riscuri de lichiditate. Deși nivelul mediu al lichidității este relativ stabil, volatilitatea și prezența extremelor indică faptul că anumite condiții de piață pot amplifica riscurile, cu impact asupra capacității pieței de a funcționa eficient în momente de stres.

La finalul lunii iunie 2025, cele mai multe societăți (7 din 12) au înregistrat un indicator de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale ce depășea nivelul de 5. Dintre toate societățile ce au derulat activitate pe segmentul asigurărilor generale (19 societăți) în semestrul I 2025, doar trei asigurători au înregistrat un indicator de lichiditate situat sub media pe termen lung a indicatorului (2,25). Conform raportărilor asigurătorilor, indicatorul de lichiditate se menține supraunitar în cazul tuturor societăților.

Figura 57 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale

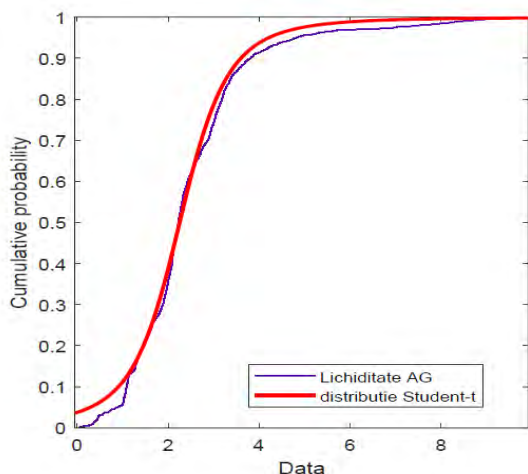
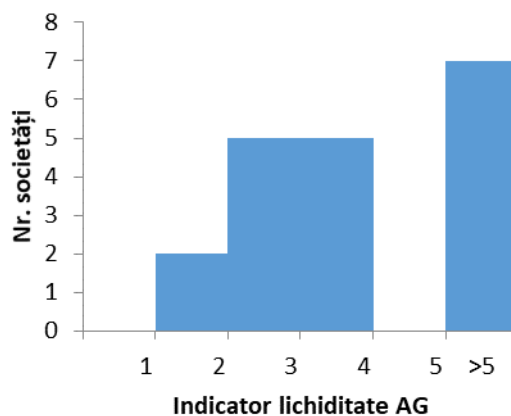


Figura 58 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale (iunie 2025)



Sursa: ASF

Asigurări de viață

În ceea ce privește indicatorul de lichiditate aferent pieței de asigurări de viață, se constată o scădere ușoară a acestuia, de la un nivel de 3,76 (decembrie 2024) la 3,60 (iunie 2025).

Valoarea activelor lichide s-a situat la un nivel de 8,7 miliarde lei, în creștere cu circa 4% la sfârșitul lunii iunie 2025 față de finalul anului precedent. Creșterea a fost susținută în principal de majorarea valorii investițiilor în titluri de stat și valori mobiliare tranzacționate. Obligațiile pe termen scurt au fost în sumă de 2,4 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 8% față de finalul lui 2024.

Dintre cele 12 societăți care au raportat pentru activitatea de asigurări de viață, cinci societăți au înregistrat un indicator de lichiditate situat peste media la nivelul pieței asigurărilor calculată pentru finalul lunii iunie 2025.

Evaluarea indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață a fost realizată utilizând distribuția normală. Media estimată a lichidității pe termen lung este de 4,64, ceea ce indică un nivel moderat spre ridicat al capacității pieței de asigurări de viață de a gestiona obligațiile financiare. Acest aspect sugerează că sectorul dispune, în medie, de resurse suficiente pentru a acoperi cererile de lichiditate.

Varianța ($\approx 6,13$) și abaterea standard ($\sigma \approx 2,48$) sugerează o dispersie moderată a valorilor. Cu alte cuvinte, există diferențe între companiile analizate, dar nu extrem de mari: majoritatea valorilor se situează într-un interval relativ strâns în jurul mediei. Concret, aproximativ 68% din observații se găsesc între 2,17 și 7,12 (interval $\mu \pm \sigma$). Erorile standard reduse ale parametrilor (0,072 pentru medie și 0,051 pentru deviația standard) indică estimări precise, ceea ce conferă încredere în robustețea modelului statistic. Matricea de covarianță arată o corelație aproape nulă între estimarea mediei și a deviației standard, ceea ce confirmă stabilitatea estimărilor.

În concluzie, nivelul mediu ridicat al lichidității reflectă capacitatea adecvată a asigurătorilor de viață de a acoperi obligațiile curente, ceea ce sugerează un risc de lichiditate relativ redus.

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

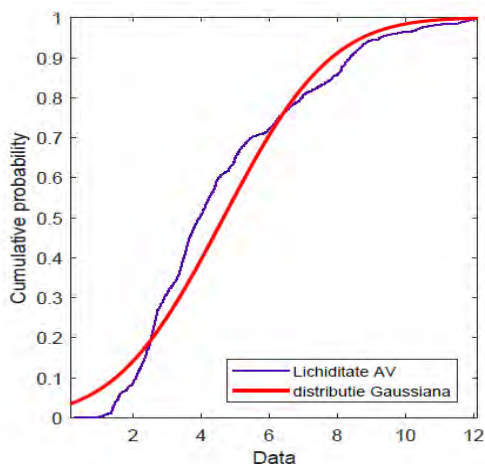
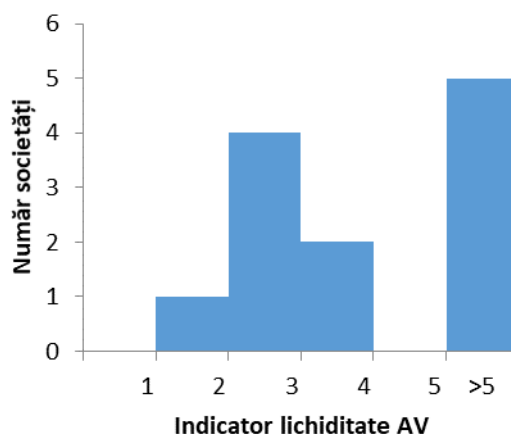


Figura 60 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață (iunie 2025)



Sursa: ASF

În luna iunie 2025, dintre cele 12 societăți care derulau activitate de asigurări de viață, cinci societăți înregistrau un indicator de lichiditate mai mare de 5, iar șapte societăți au înregistrat un indicator de lichiditate situat sub media pe termen lung (4,64). Cea mai mare abatere în acest sens de la media pe termen lung a fost înregistrată de o societate cu o cotă de circa 7% pe piața asigurărilor de viață (incl. sucursale), însă indicatorul de lichiditate este supraunitar, conform raportărilor.

4.6 Rezerve tehnice – Solvabilitate II

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

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

La finalul trimestrului II 2025, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare totală de 24 miliarde lei, conform regimului Solvabilitate II, în creștere cu circa 17% față de perioada similară din anul anterior, repartizate pe cele două categorii de asigurare, după cum urmează:

- rezervele tehnice brute constituite pentru asigurările generale au înregistrat un volum de 14,4 miliarde lei, reprezentând 60% din totalul rezervelor tehnice brute, în creștere cu 21% față de finalul trimestrului II 2024;
- pentru asigurări de viață, societățile au constituit rezerve tehnice brute în valoare de circa 9,6 miliarde lei, nivel aferent unei ponderi de 40% din totalul rezervelor tehnice brute, în creștere cu 12% față de aceeași perioadă din anul precedent.

Figura 61 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare

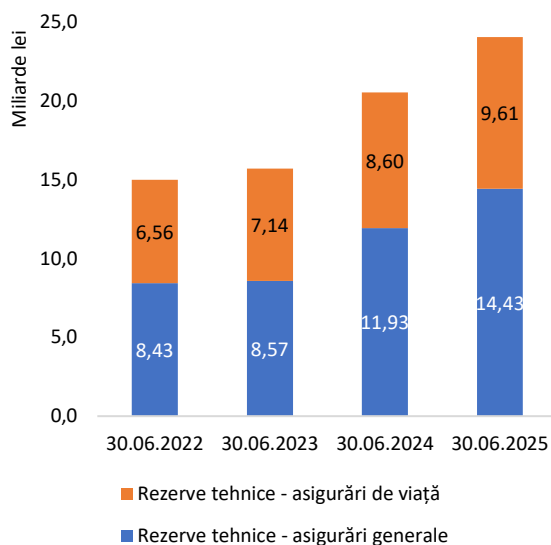


Figura 62 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață

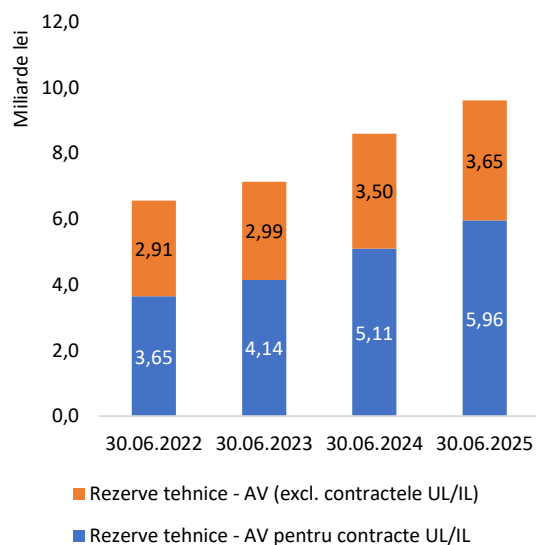
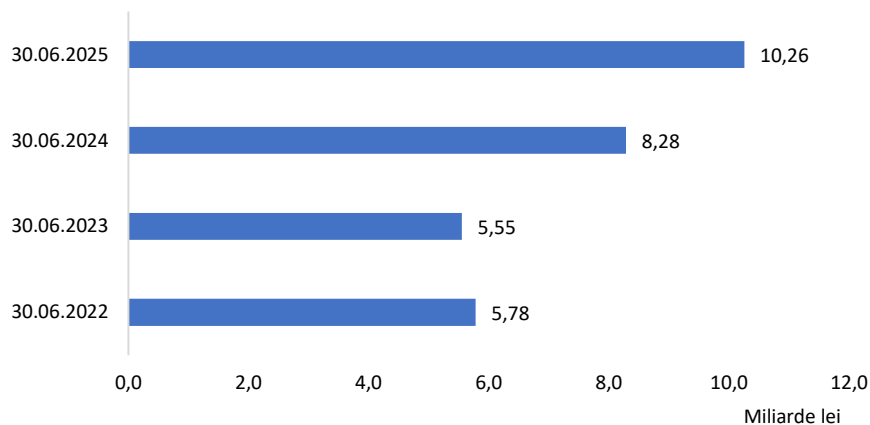


Figura 63 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru RCA



Sursa: ASF, raportări trimestriale Solvabilitate II

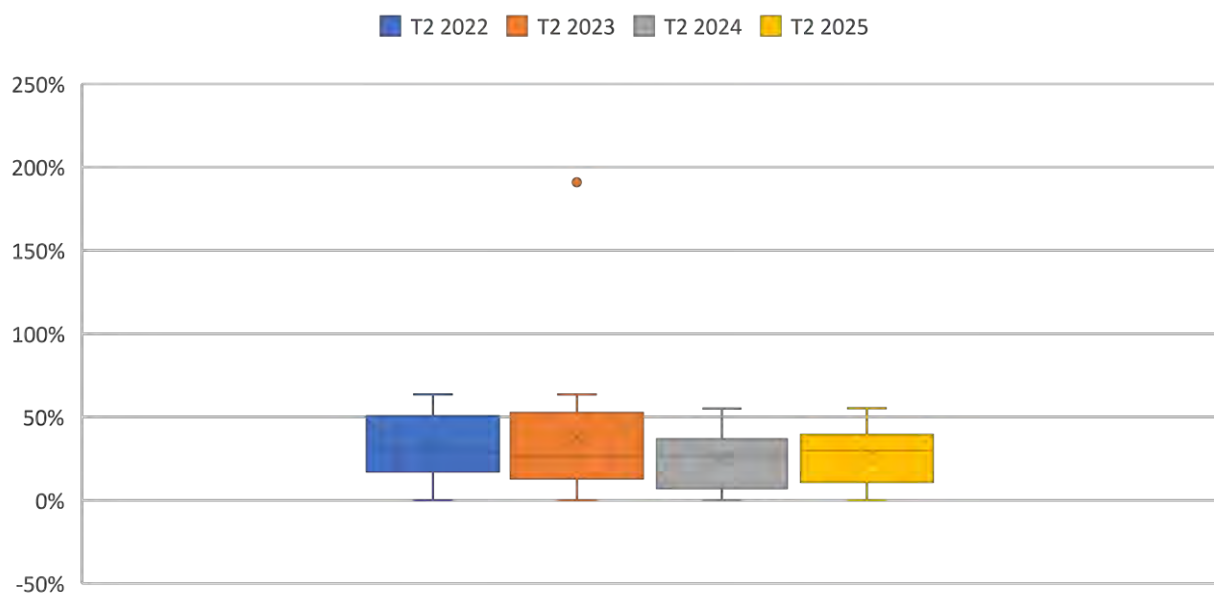
4.7 Reasigurare

Asigurări generale

Pentru o parte importantă de produse de asigurări generale (ex. asigurările care acoperă riscuri de catastrofe naturale, asigurările de răspundere civilă etc), ca parte a strategiei proprii de management al riscurilor, asigurătorii apelează frecvent la tehnici de diminuare a riscurilor de subscriere prin încheierea, de regulă, de contracte de reasigurare. În semestrul I 2025, aproximativ 19% din primele brute subscrise au fost cedate în reasigurare.

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

Figura 64 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada S1 2022 – S1 2025 pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF

Indicator al dimensiunii programelor de reasigurare derulate de societăți și, implicit, al transferului riscurilor, gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări generale a variat între 0% (în cazul a două societăți ce practică doar asigurări generale, Onix și Geroma) și 55% (valoarea maximă observată - Garanta) în semestrul I 2025.

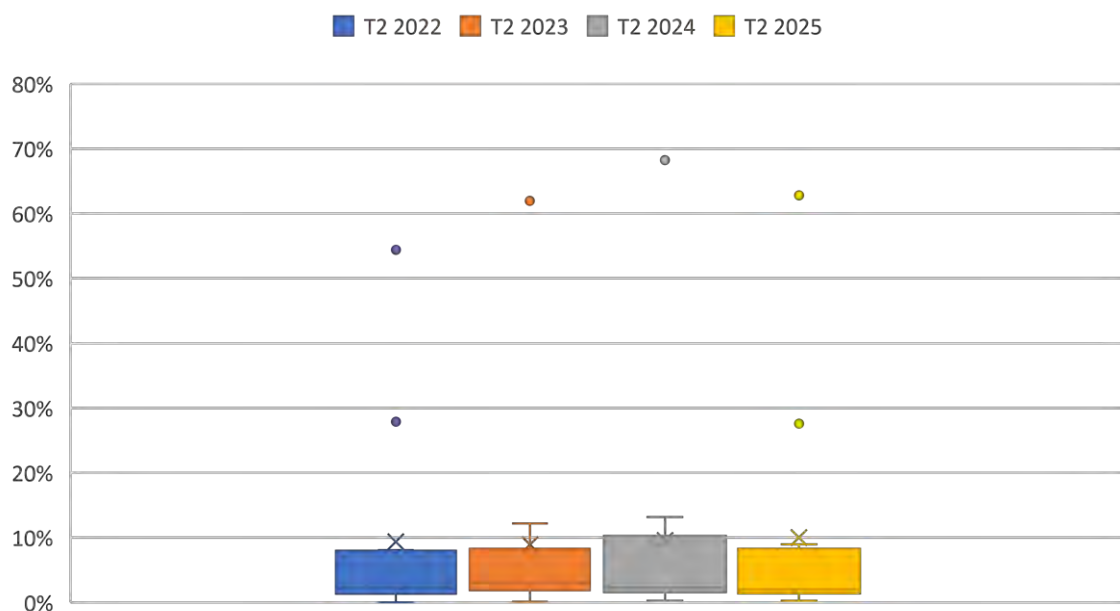
Asigurări de viață

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

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

Gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări de viață a variat între 0,26% (pentru o societate ce deține o cotă de piață de circa 9% pe segmentul asigurărilor de viață) și 63% (valoarea maximă înregistrată) la nivelul semestrului I 2025.

Figura 65 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada S1 2022 – S1 2025 pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

5. Stabilitatea pieței pensiilor private

5.1 Piața pensiilor private în context internațional

Potrivit raportului publicat de OCDE, *Pension Markets in Focus – preliminary 2024 data*, activele din schemele de pensii din statele OCDE și non-OCDE, au crescut, ajungând la 63,1 trilioane USD. Creșterea a fost susținută de câștigurile investiționale din deținerile de acțiuni. Ratele nominale de investiții au fost pozitive pentru toate statele, cu excepția unuia.

- Creșterea activelor din anul 2024 a condus la depășirea nivelului record consemnat anterior în anul 2021.
- Randamentele investiționale au fost pozitive în aproape toate jurisdicțiile participante, susținute de evoluțiile favorabile de pe piețele de acțiuni.
- La finalul anului 2024, valoarea totală a activelor de pensii din spațiul OCDE a atins 61,5 trilioane USD, în creștere cu 8,5% față de anul precedent.
- Raportat la PIB, activele au reprezentat 92%, în medie, la nivel OCDE, în scădere de la 105% la final de 2021, ceea ce reflectă un avans mai accelerat al PIB-ului comparativ cu creșterea activelor.

Activele din schemele de pensii au continuat să crească în 2024, menținând impulsul stabilit în 2023 și compensând integral pierderile înregistrate în 2022. Datele preliminare arată că activele din planurile de pensii au crescut cu 8,5% în OCDE și cu 3,1% în jurisdicțiile non-OCDE în 2024. Activele au totalizat 61,5 trilioane USD în OCDE la sfârșitul anului 2024, în creștere de la 59,7 trilioane USD la sfârșitul anului 2021. Cu toate acestea, ritmul de creștere a activelor totale a fost inferior ritmului de creștere a PIB-ului (în USD) în zona OCDE în perioada 2021-2024. Activele din statele OCDE reprezintă 92% din PIB la sfârșitul anului 2024, în scădere de la 105% la finalul anului 2021. Luând în considerare jurisdicțiile non-OCDE participante, activele au totalizat 63,1 trilioane USD la sfârșitul anului 2024.

Activele au crescut în majoritatea jurisdicțiilor raportoare în anul 2024. Multe dintre statele OCDE au avut creșteri de până la 20% a activelor schemelor de pensii. O treime din jurisdicțiile non-OCDE au înregistrat, de asemenea, o creștere a activelor de peste 20%. Creșterea activelor a fost mai moderată în statele unde piața pensiilor private este dezvoltată (Olanda – 8,2%, Marea Britanie – 5,3%, SUA – 10,3%). Danemarca are în continuare cea mai mare valoare a activelor raportată la dimensiunea economiei sale, de aproximativ 204%.

În unele jurisdicții, creșterea activelor în anul 2024 a fost rezultatul creșterii valorii contribuțiilor ce se datorează numărului tot mai mare de persoane care participă la planurile de pensii. În alte state, creșterea activelor a fost rezultatul câștigurilor din investiții realizate, înregistrându-se rate pozitive de rentabilitate a investițiilor în anul 2024.

Tabelul 23 Evoluția gradului de penetrare a schemelor de pensii din statele europene în anul 2024

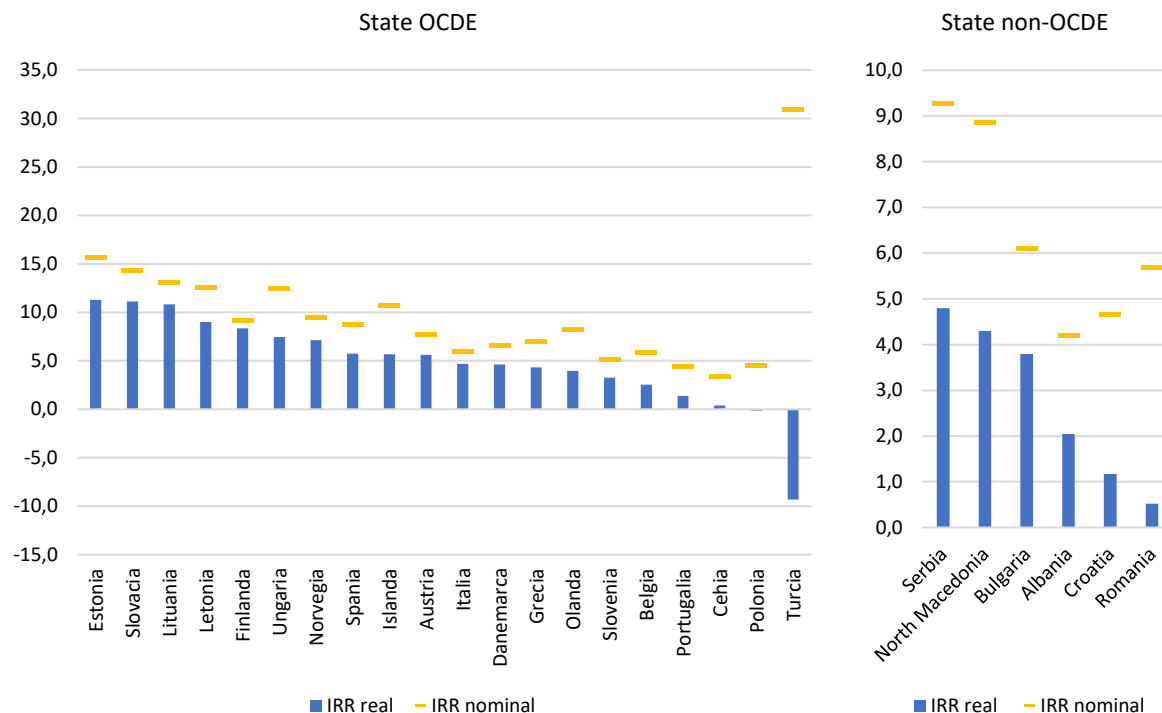
State OCDE	2024	State non-OCDE	2024
Danemarca	203,98	Croația	29,57
Islanda	188,42	Macedonia de Nord	17,63
Elveția	164,81	Bulgaria	13,14
Olanda	150,30	România	8,86
Suedia	114,79	Serbia	0,64
Marea Britanie	77,95	Albania	0,32
Finland	66,32		
Belgia	30,20		
Irlanda	27,64		
Letonia	24,32		
Estonia	18,00		
Slovacia	16,17		
Franța	12,85		
Portugalia	12,70		
Lituania	12,16		
Italia	11,73		
Spania	10,73		
Norvegia	10,12		
Polonia	8,50		
Cehia	7,81		
Slovenia	7,40		
Austria	7,33		
Germania	6,36		
Ungaria	4,77		
Turcia	2,82		
Luxemburg	1,59		
Grecia	1,13		

Sursa: OCDE (date preliminare), doar statele europene. Gradul de penetrare a fost calculat ca raport dintre valoarea totală a activelor pentru pensionare și PIB.

Schemele de pensii private au înregistrat câștiguri din investiții în anul 2024, ratele de rentabilitate a investițiilor depășind inflația în majoritatea statelor. În graficul de mai jos, putem observa faptul că în toate statele europene rata reală de rentabilitate a investițiilor a fost pozitivă în anul 2024, cu excepția a două state. Printre statele OCDE, ratele de rentabilitate a investițiilor în termeni reali au fost cele mai mari în Estonia (11,3%), Slovacia (11,2%) și Lituania (10,8%).

În anul 2024, în România, rata de rentabilitate a investițiilor a fost de 0,5% în termeni reali și 5,7% în termeni nominali, conform calculelor provizorii ale OCDE.

Figura 66 Rata anuală de rentabilitate a investițiilor, în anul 2024 (%), în statele europene



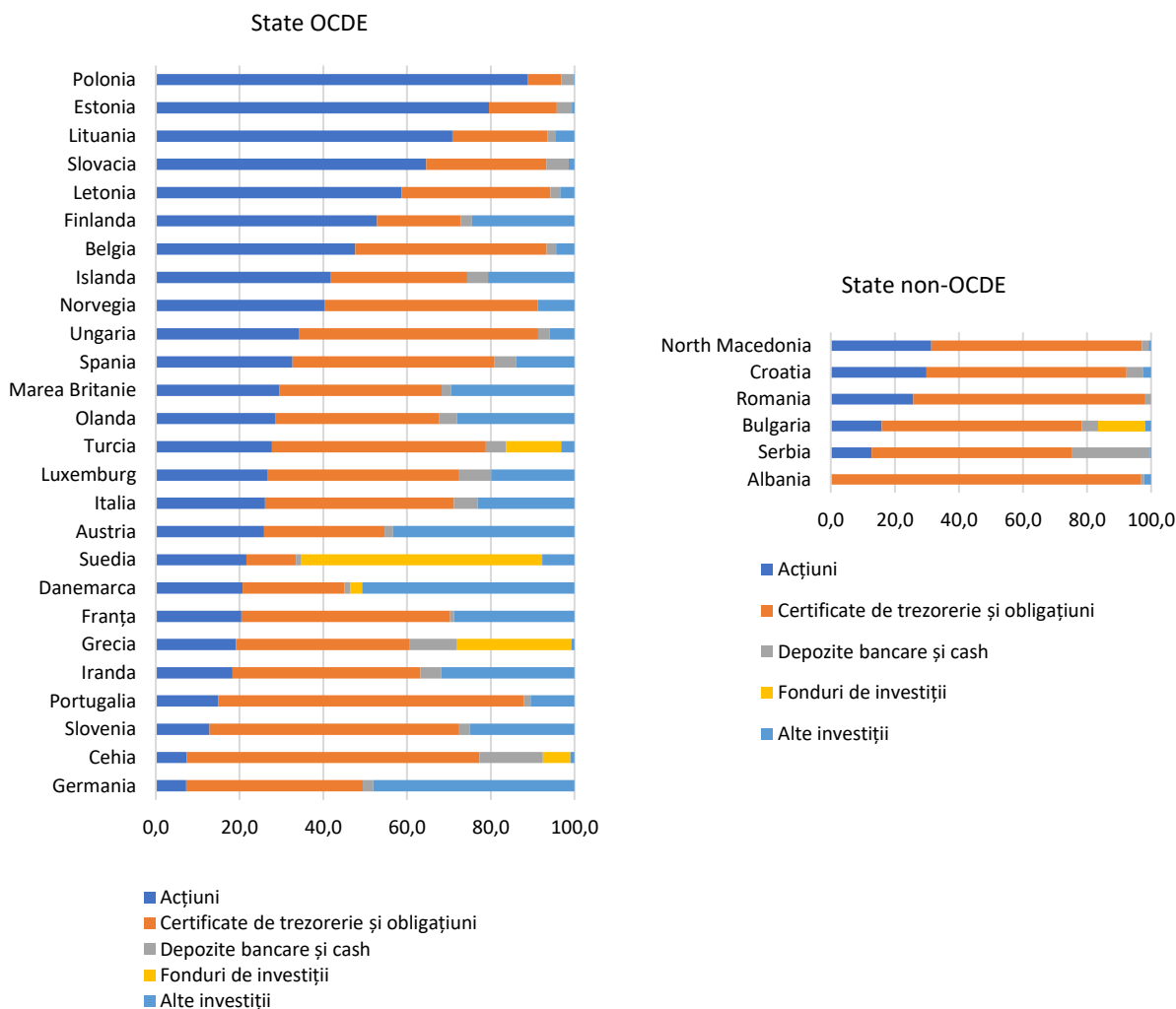
Sursa: OCDE (date preliminare). Datele au fost calculate folosind o formulă comună pentru rata medie nominală netă a rentabilității investițiilor (raportul dintre venitul net din investiții la sfârșitul perioadei și nivelul mediu al activelor pe parcursul perioadei) pentru toate jurisdicțiile, cu excepția Austriei, Finlandei, Greciei, Italiei, Țărilor de Jos și Slovaciei din rândul țărilor OCDE, unde valorile provin din calculele proprii ale autorităților naționale sau din alte surse oficiale. Ratele medii reale nete ale rentabilității investițiilor au fost calculate folosind rata nominală a rentabilității investițiilor (așa cum este descrisă mai sus) și variația indicelui prețurilor de consum de la sfârșitul perioadei.

Structura investițională a schemelor de pensii din statele europene arată faptul că statele care nu sunt membre OCDE au o politică de investiții mai prudentă, investind predominant în certificate de trezorerie și obligațiuni (ex. România deținea la finalul anului 2024 circa 72% din active în obligațiuni, conform statisticilor preliminare ale OCDE).

Performanța pozitivă a investițiilor schemelor de pensii private reflectă evaluările în creștere de pe piețele de acțiuni la nivel mondial. Acțiunile globale au înregistrat creșteri pentru al doilea an consecutiv, indicele MSCI crescând cu aproape 20%. Indicii bursieri majori au înregistrat, de asemenea, creșteri: 23% pentru S&P 500, 19% pentru Nikkei 225 și DAX, 6% pentru FTSE.

Schemele de pensii care au investit cel mai mult în acțiuni au beneficiat de evoluțiile favorabile de pe piețele de capital. Cele mai mari rate de rentabilitate a investițiilor în anul 2024 au fost înregistrate de Estonia, Lituania, Slovacia, state care au avut în portofoliu expuneri de peste 60% pe acțiuni, mai mult decât majoritatea celorlalte jurisdicții. Excepția a fost însă Polonia, care, în pofida unei expuneri ridicate pe acțiuni, a avut un randament relativ scăzut ca urmare a creșterii mult prea modeste a indicelui local de acțiuni (mai puțin de 2% în anul 2024).

Figura 67 Structura investițională a schemelor de pensionare în statele europene în anul 2024 (%)



Sursa: OCDE (date preliminare). Datele privind alocarea activelor din figură includ atât investițiile directe în acțiuni, certificate de trezorerie și obligațiuni, numerar și depozite, cât și investițiile indirecte prin Organismele de Plasament Colectiv (OPC) atunci când este disponibilă modul de vizualizare a investițiilor în OPC. În caz contrar, investițiile în OPC sunt prezentate într-o categorie separată. Valorile negative au fost excluse din calculele alocării activelor.

Potrivit Raportului de Stabilitate Financiară publicat de EIOPA (iunie 2025), sectorul european al pensiilor ocupaționale din SEE a rămas rezistent, deși s-a confruntat cu un mediu dinamic al ratelor dobânzii.

- IORP-urile din SEE au înregistrat o ușoară îmbunătățire a poziției lor financiare, activele crescând mai rapid decât pasivele;
- Creșterea activelor a fost determinată de reevaluările acțiunilor și obligațiunilor. Creșterea pasivelor a rezultat ca urmare a unor șocuri economice cu efecte diferite asupra schemelor de tip beneficiu definit (DB) sau contribuție definită (DC);
- Alocarea activelor fondurilor de pensii ocupaționale a fost, în general, stabilă;

- Sectorul pensiilor ocupaționale este expus la instrumente de capital proprii, inclusiv în valută. Implicațiile turbulențelor de pe piață observate în trimestrul 2 din 2025 asupra ratei de finanțare și asupra poziției de lichiditate a IORP-urilor necesită atenție.
- Îmbătrânirea populației și riscurile legate de longevitate amenință în continuare sustenabilitatea financiară a sistemelor de pensii. Un sistem solid cu trei piloni poate reduce decalajele de pensii și poate sprijini Uniunea Piețelor de Capital prin creșterea investițiilor prin economii pentru pensii.

Activele totale ale IORP-urilor au crescut cu 190 miliarde euro în anul 2024, atingând nivelul de 2.864 miliarde euro la nivel european. Creșterea a fost determinată, în principal, de evaluarea acțiunilor, ceea ce a condus la o creștere a valorilor capitalurilor proprii. Evaluările obligațiunilor au crescut, obligațiunile corporative crescând cu 9%, iar obligațiunile guvernamentale cu 8%.

Pasivele au crescut, de asemenea, în anul 2024 comparativ cu anul anterior, la o valoare de 2.445 miliarde euro. Pentru IORP-urile cu contribuții definite valoarea pasivelor a crescut cu 10%, în timp ce pentru IORP-urile cu beneficii definite aceasta a crescut cu 20%.

Alocarea activelor IORP-urilor a fost, în general, stabilă, cu ajustări minore. La nivelul SEE, în anul 2024, alocarea de obligațiuni guvernamentale a crescut de la 22,1% la 22,3% atât în termeni absoluți, cât și relativ, posibil datorită achizițiilor de obligațiuni de a evaluării mai mari de piață. Pe de altă parte, expunerea fondurilor de pensii ocupaționale față de fondurile de investiții a crescut în termeni absoluți, depășind 1 trilion euro, însă ponderea sa a scăzut ușor de la 38,2% la 37,4% la finalul anului 2024.

Expunerile activelor IORP-urilor variază în funcție de piețele naționale. IORP-urile din Germania își alocă majoritatea în fonduri de investiții, în timp ce acțiunile predomină în portofoliile IORP-urilor suedeze. În aproape toate statele membre, ponderea fondurilor de acțiuni deținute prin intermediul fondurilor de investiții este de aproximativ 30%, cu excepția Germaniei cu 13%, unde IORP-urile investesc, în principal, în fonduri de obligațiuni și fonduri mixte în cadrul categoriei fondurilor de investiții.

Numărul membrilor activi (persoane care acumulează drepturi la data de referință) ai fondurilor de pensii ocupaționale, la finalul anului 2023, a ajuns la 35 de milioane de persoane. Olanda, Italia, Franța, Germania și Suedia sunt primele cinci state membre ale SEE în ceea ce privește membrii activi și reprezintă împreună aproximativ 80% din totalul membrilor activi la nivelul SEE.

5.2 Entități relevante sistemic

Activele totale cumulate pentru Pilonul II și III depășeau valoarea de 177,1 miliarde lei la sfârșitul lunii iunie 2025; raportate la PIB, **activele totale cumulate ale sistemului de pensii private din România reprezentau circa 9,90% din PIB anual** (calculat ca suma ultimelor 4 trimestre).

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

Tabelul 24 Dimensiunea sistemică a fondurilor de pensii private

Pilon	Fond	Activ Total 30 iun. 2025 (mld. Lei)	% PIB 30 iun. 2025
PII	FPAP NN	57,3	3,20%
PII	FPAP AZT VIITORUL TAU	35,6	1,99%
PII	FPAP METROPOLITAN LIFE	24,0	1,34%
PII	FPAP VITAL	17,5	0,98%
PII	FPAP ARIPI	16,0	0,89%
PII	FPAP BCR	12,7	0,71%
PII	FPAP BRD	7,8	0,43%
PIII	FPF NN OPTIM	2,72	0,15%
PIII	FPF BCR PLUS	0,93	0,05%
PIII	FPF NN ACTIV	0,81	0,05%
PIII	FPF AZT MODERATO	0,56	0,03%
PIII	FPF PENSIA MEA	0,36	0,02%
PIII	FPF RAIFFEISEN ACUMULARE	0,34	0,02%
PIII	FPF PENSIA MEA PLUS	0,27	0,02%
PIII	FPF AZT VIVACE	0,20	0,01%
PIII	FPF STABIL	0,06	0,00%
PIII	FPF ESENTIAL	0,02	0,00%
PII	Total PII	170,8	9,55%
PIII	Total PIII	6,3	0,35%
PII+PIII	Total PII + PIII	177,1	9,90%

Sursa: calcule ASF

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

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

La nivelul întregului sistem de pensii private (Pilon II și Pilon III), cea mai mare expunere a activelor era față de statul român, respectiv 66,3%. Topul primilor 10 emitenți arată că fondurile de pensii private au investit 4,3% acțiuni, obligațiuni și instrumente bancare emise de către Banca Transilvania, 3,9% în acțiuni emise de către Hidroelectrica, 3,9% în acțiuni OMV Petrom, 3,2% în acțiuni Romgaz, 2,2% în acțiuni și instrumente bancare emise de către BRD GSG, 1,4% în obligațiuni și instrumente bancare emise de BCR, și 1,3% în unități de fond emise de Xtrackers Euro Stoxx 50, restul plasamentelor pe emitent fiind sub 1% din activele totale. Valoarea plasamentelor în primii 10 emitenți din portofoliile fondurilor de pensii private, incluzând statul român, însumează 88,1% din activele totale.

Tabelul 25 Top 10 emitenți din portofoliile fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2025

Emitent	Țară	Valore Lei	Procent active totale
Ministerul Finantelor Publice	RO	117.360.172.175	66,3%
Banca Transilvania SA	RO	7.593.141.594	4,3%
OMV Petrom SA	RO	6.909.253.152	3,9%
Hidroelectrica SA	RO	6.838.688.736	3,9%
Romgaz SA	RO	5.649.466.822	3,2%
BRD - Groupe Societe Generale SA	RO	3.943.130.091	2,2%
Banca Comerciala Romana	RO	2.443.006.272	1,4%
Xtrackers Euro Stoxx 50 UCITS ETF 1C / Xtrackers	LU	2.217.732.046	1,3%
Med Life SA	RO	1.558.570.656	0,9%
Transgaz SA	RO	1.487.162.718	0,8%
Total Top 10 emitenți		156.000.324.263	88,1%
Alți emitenți		21.105.250.705	11,9%
Total		177.105.574.968	100,0%

Sursa: calcule ASF

5.3 Evoluții recente pe piața pensiilor private din România

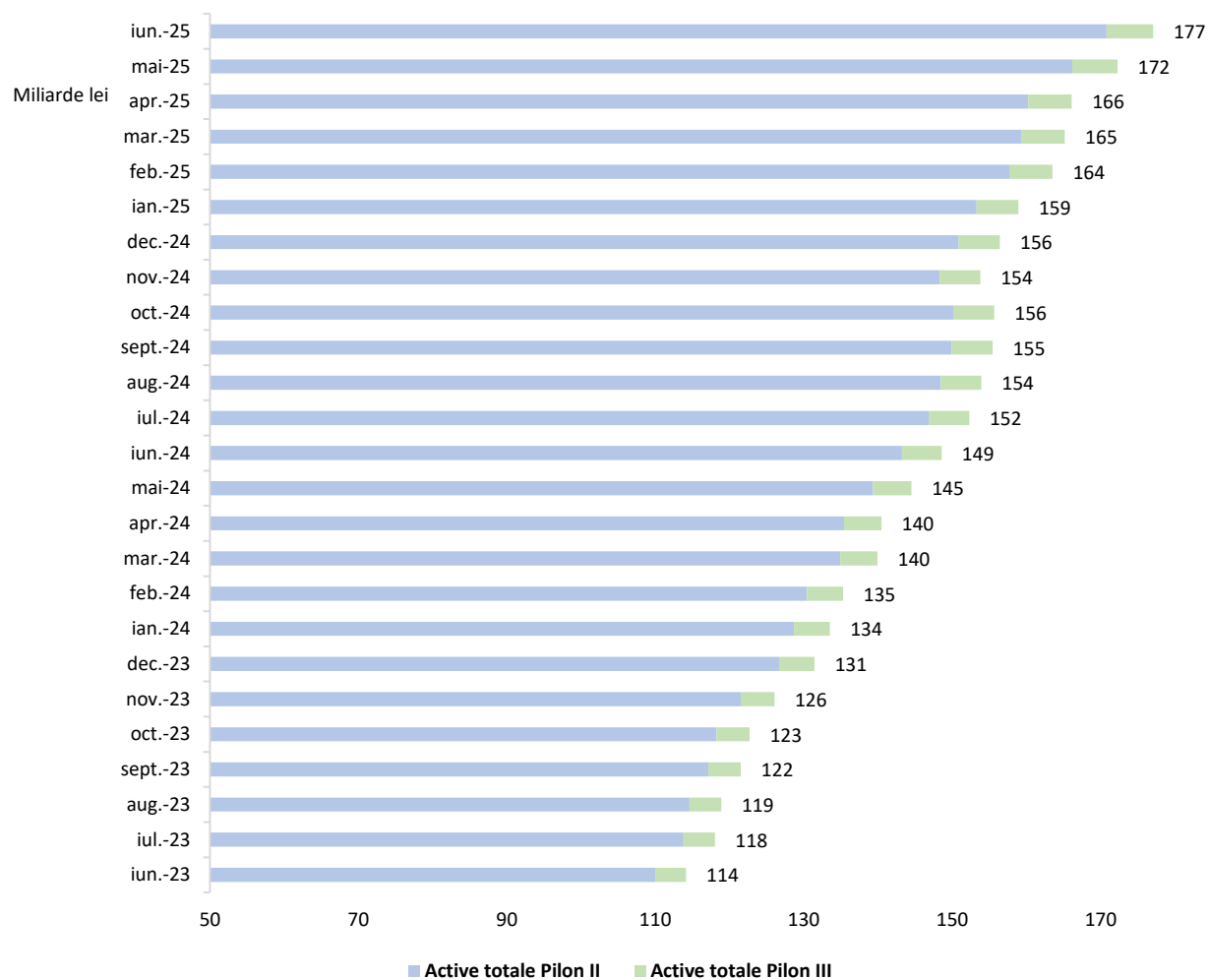
Sistemul de pensii private din România reprezintă o sursă stabilă capital autohton, care, prin plasamentele sale, contribuie la finanțarea statului român și a mediului privat, având totodată un rol de stabilizator pe piețele financiare, datorită orizontului investițional pe termen lung. Obiectivul fundamental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

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

Valoarea activelor totale aflate în administrare, la nivelul întregului sistem de pensii private, a atins la finalul lunii iunie 2025 nivelul de 177,1 miliarde de lei (34,88 miliarde de euro), cu un număr de 9,3 milioane de participanți.

La 30 iunie 2025, politica investițională din cadrul portofoliilor de active ale fondurilor de pensii private continuă să fie concentrată pe piața locală de capital. Ponderea investițiilor în instrumente cu venit fix reprezenta aproximativ 71% din totalul portofoliului investițional al fondurilor de pensii private, în timp ce un procent de 24% era fost investit în acțiuni.

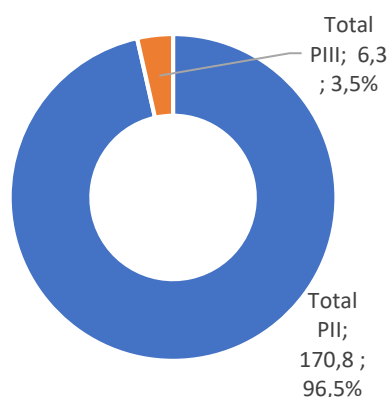
Figura 68 Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private



Sursa: prelucrare ASF

Figura 69 Structura sistemului de pensii private

Activele fondurilor din pilonul II reprezintă peste 96,5% din totalul activelor sistemului de pensii private din România, în timp ce dimensiunea pilonului III rămâne una redusă.

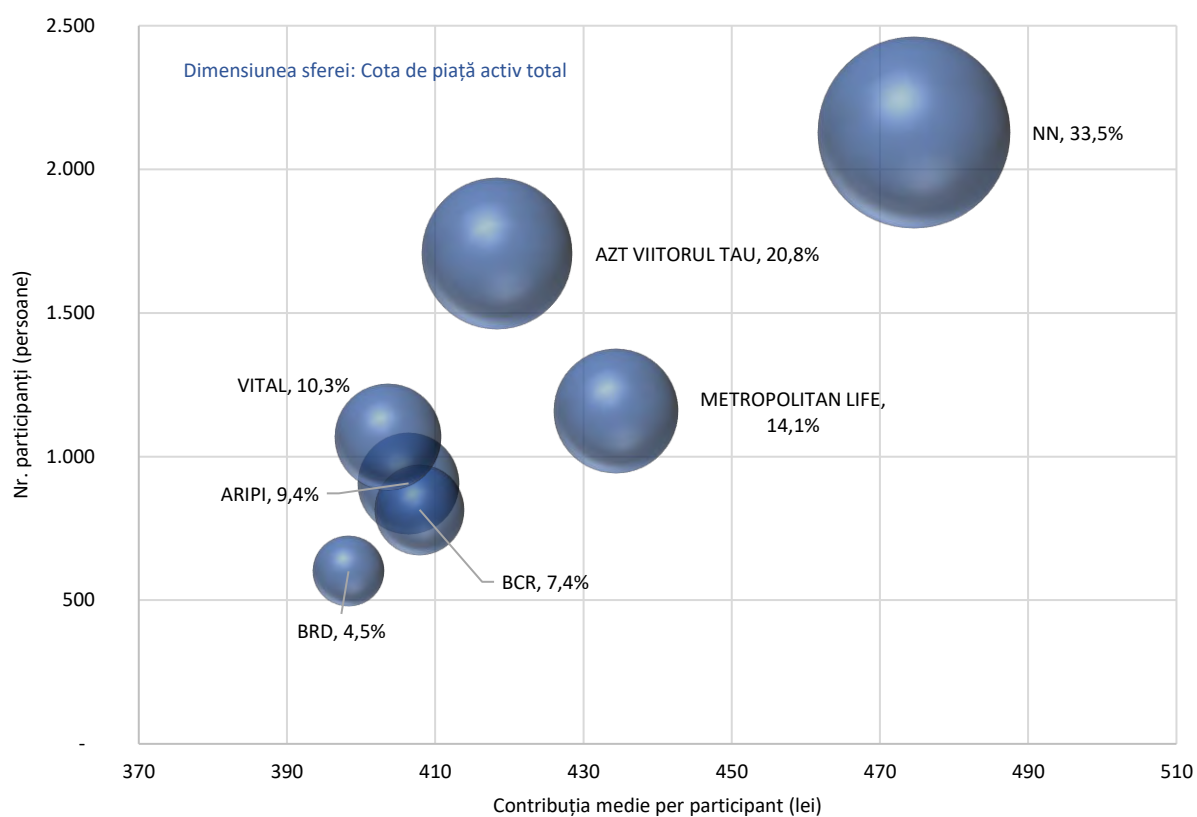


Sursa: prelucrare ASF

Pe parcursul semestrului I 2025, au fost virate contribuții brute către fondurile de pensii administrate privat în cuantum de 10,92 miliarde lei, cu 29% mai mult comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. În Pilonul III au fost virate contribuții brute în valoare de 446 milioane lei, în creștere cu 29% față de anul semestrul I 2024.

La nivelul fondurilor de pensii administrate privat, contribuția medie a participanților în luna iunie 2025 a fost de circa 431 lei, înregistrând o creștere de 12% comparativ cu aceeași dată a anului anterior. Fondul de pensii administrate privat cu cea mai mare contribuție medie per participant, dar și cu cei mai mulți participanți înscriși a fost FPAP NN, având o cotă de piață de aproximativ 34% (calculată după activele totale).

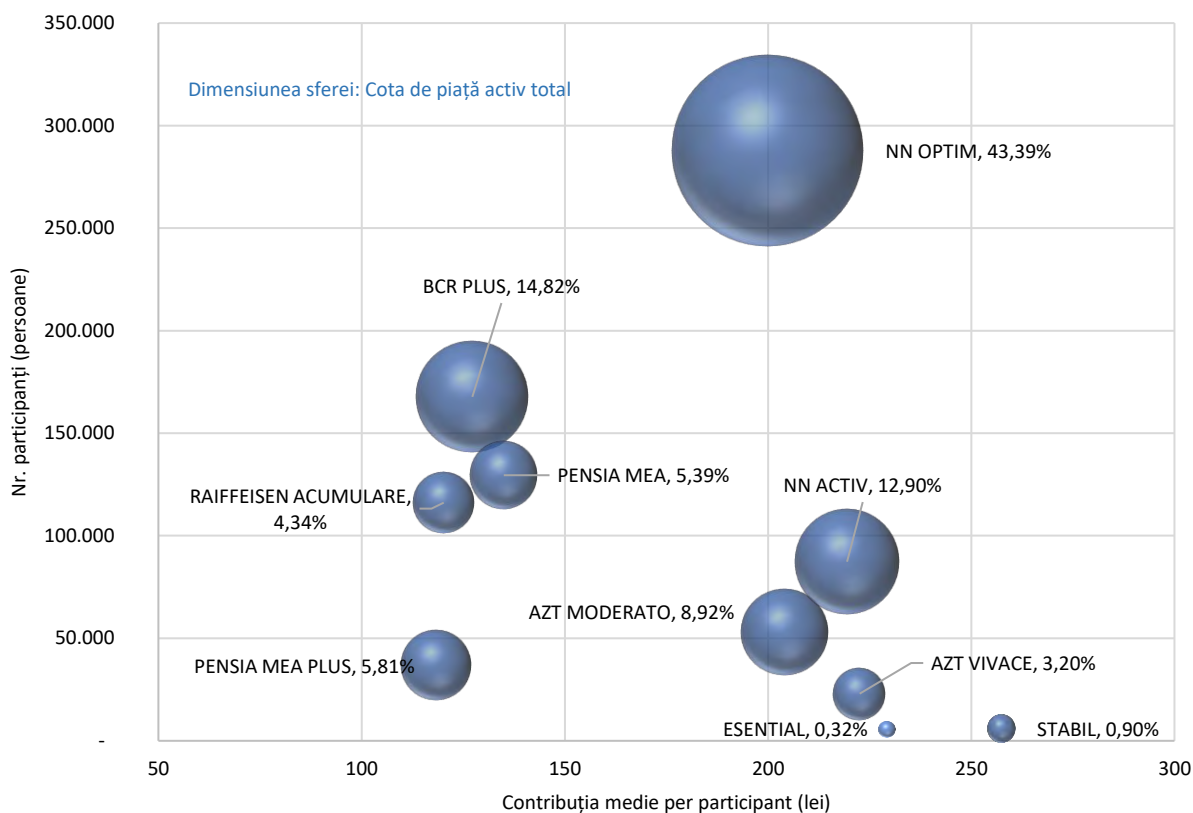
Figura 70 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 iunie 2025



Sursa: prelucrare ASF

În ceea ce privește fondurile de pensii facultative, contribuția medie per participant în luna iunie 2025 a fost de aproximativ 167 lei, în creștere cu 4,5% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2024. Fondul de pensii facultative cu cel mai mare număr de participanți este FPF NN Optim, înregistrând totodată și cota de piață cea mai mare după activele totale (43,4%).

Figura 71 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 iunie 2025



Sursa: prelucrare ASF

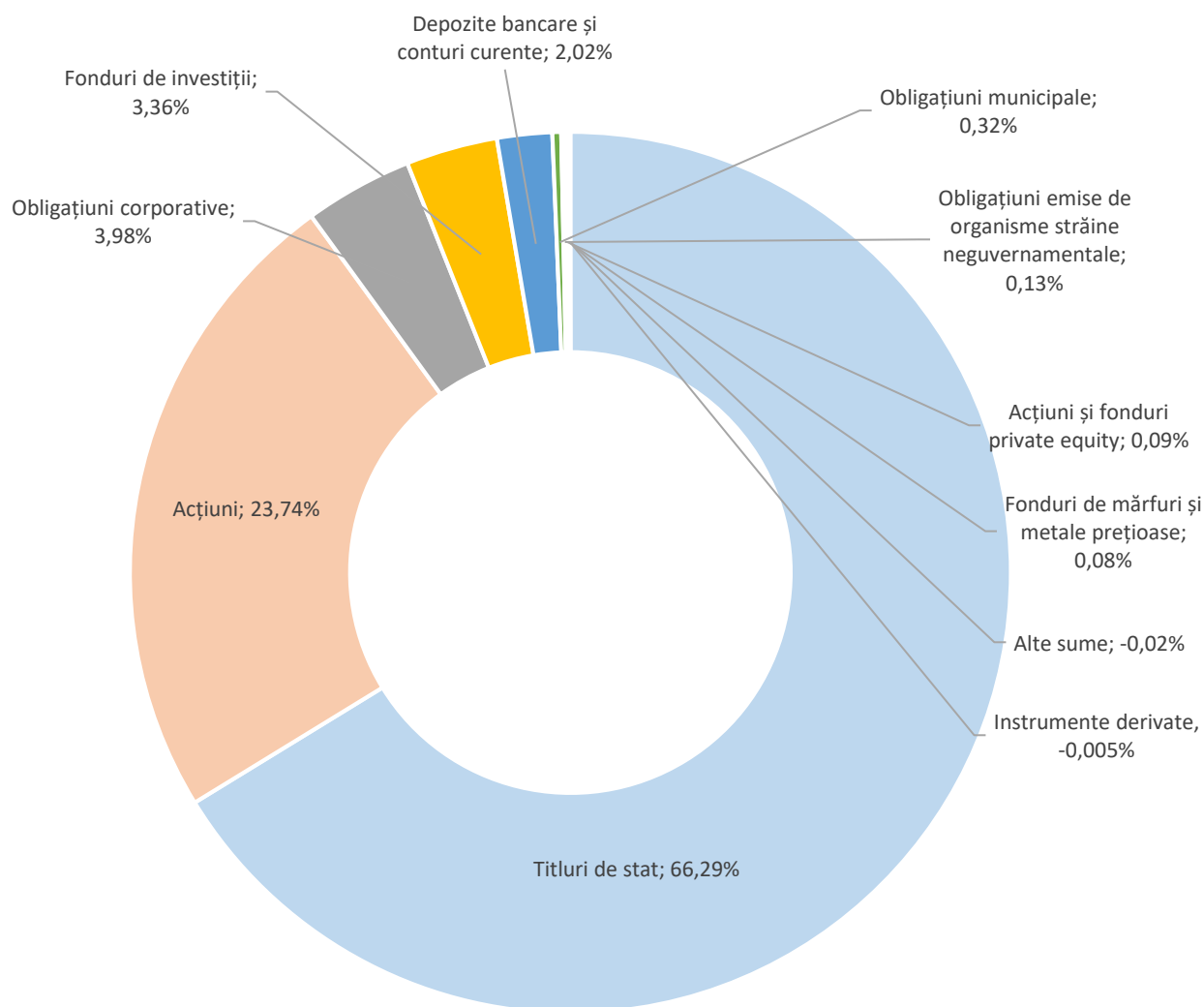
Fondurile de pensii private au un profil de risc moderat, investind preponderent în titluri emise de statul român, urmate de companii listate pe piața locală de capital, care sunt lichide și care au obligații de a respecta cerințe de guvernanță corporativă, stimulând astfel dezvoltarea pieței primare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

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

Cea mai mare pondere în portofoliile fondurilor de pensii private a fost deținută în permanență de instrumentele financiare cu venit fix (în special titluri de stat și obligațiuni corporative). La 30 iunie 2025 ponderea instrumentelor cu venit fix era de aproximativ 71% din portofoliile fondurilor de pensii private, iar 66,3% din active erau investite în titluri emise de statul român. Încă de la înființarea fondurilor de pensii private, investițiile acestora s-au realizat preponderent în emitenți din România, la finalul lunii iunie 2025,

plasamentele fondurilor de pensii fiind efectuate local în procent de 93,5%. Majoritatea instrumentelor românești sunt reprezentate de titluri de stat, acțiuni listate la Bursa de Valori București, obligațiuni corporative, fonduri de investiții și depozite bancare.

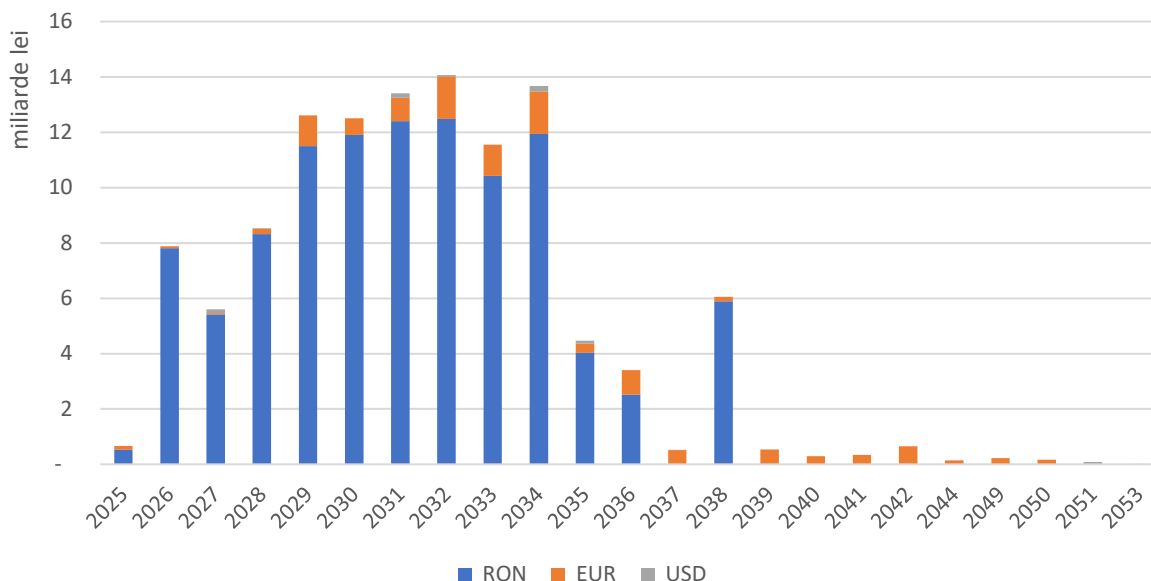
Figura 72 Structura activelor fondurilor de pensii private (Pilon II și Pilon III) la 30 iunie 2025



Sursa: prelucrare ASF

Titlurile de stat din portofoliile fondurilor de pensii private sunt emise de statul român și sunt denominate în RON (89,6%), EUR (9,8%) și USD (0,7%). Din punct de vedere al orizontului investițional, majoritatea sunt deținute pe termen mediu, cu data maturității până în anul 2034 (aproximativ 86% din totalul titlurilor de stat), restul fiind emisiuni pe termen lung, cu data maturității până în 2053.

Figura 73 Anul maturității titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private la data de 30 iunie 2025



Sursa: prelucrare ASF

Fondurile de pensii private sunt investitori instituționali semnificativi pe piața de capital, investind în emitenți care respectă guvernanta corporativă și au un grad înalt de transparență. La 30 iunie 2025, sistemul pensiilor private din România avea investiții în acțiuni în procent de 23,74%, iar 86% din acest procent este reprezentat de 10 companii, aflate în topul celor mai tranzacționate companii la pe segmentul principal la BVB.

Tabelul 26 Principalele investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2025

Denumire emitent	Valoare dețineri (lei)	% în total portofoliu acțiuni listate
Banca Transilvania SA	7.483.543.181	17,8%
OMV Petrom SA	6.909.253.152	16,4%
Hidroelectrica SA	6.838.688.736	16,3%
Romgaz SA	5.194.500.990	12,4%
BRD - Groupe Societe Generale SA	2.855.915.392	6,8%
Med Life SA	1.558.570.656	3,7%
Transgaz SA	1.446.246.295	3,4%
Electrica SA	1.408.607.670	3,3%
Digi Communications NV	1.220.396.793	2,9%
Nuclearelectrica SA	1.205.404.677	2,9%
Alți emitenți	5.930.020.880	14,1%
Total	42.051.148.421	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Din totalul investițiilor în acțiuni, un procent de 1,4% îl reprezintă trei emitenți tranzacționați specializați în imobiliare, în valoare totală de 304 milioane lei (0,3% din activele totale din Pilonul II și III).

Investițiile fondurilor de pensii în obligațiuni corporative au reprezentat un procent de 3,98% din activele totale ale sistemului de pensii private. Astfel, fondurile de pensii private au investit în obligațiuni corporative emise atât pe plan local, cât și în extern, în mod majoritar, de către grupuri financiare sau bancare. O mare parte dintre obligațiunile corporative au fost emise în România (64,4%), SUA (14,7%) și Spania (10,4%).

Tabelul 27 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2025

Denumire emitent	Țara emitent	Valoare dețineri	% total portofoliu obligațiuni corporative
Banca Comerciala Romana	RO	2.117.090.659	30,0%
Raiffeisen Bank SA	RO	1.137.157.940	16,1%
Banco Santander SA	ES	735.963.919	10,4%
Citigroup Inc	US	538.995.856	7,6%
Romgaz SA	RO	454.965.832	6,5%
Citigroup Global Markets Holdings Inc	US	441.237.222	6,3%
Unicredit Bank SA	RO	428.621.011	6,1%
BNP Paribas	FR	380.126.091	5,4%
CEC Bank SA	RO	292.252.593	4,1%
OTP Bank Nyrt	HU	132.256.250	1,9%
<i>Alți emitenți</i>		<i>387.390.018</i>	<i>5,5%</i>
Total		7.046.057.392	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Plasamentele fondurilor de pensii în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare au reprezentat un procent de 3,36% din activele totale ale sistemului de pensii private. Fondurile de pensii private au investit în OPCVM-uri emise preponderent în Luxemburg (47,5%), Irlanda (42,4%) și România (7,7%), restul de 2,4% fiind emise în Regatul Unit și Germania. Investițiile în fonduri și metale prețioase au fost în valoare de aproximativ 147 milioane de lei (0,08% din activele totale) și au avut ca activ suport aurul.

Tabelul 28 Plasamentele în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2025

Denumire OPCVM / Administrator	Țara OPCVM	Valoare dețineri	% total portofoliu OPCVM
Xtrackers Euro Stoxx 50 UCITS ETF 1C / Xtrackers	LU	2.217.732.046	37,2%
iShares Europe ex - UK Index Fund (IE) / BlackRock Inc	IE	777.554.850	13,1%
iShares S&P 500 Information Technology Sector UCITS ETF USD (Acc) / BlackRock Inc	IE	716.808.347	12,0%
iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc) / BlackRock Inc	IE	475.715.335	8,0%

Amundi Euro Stoxx 50 UCITS ETF DR - EUR (C) / Amundi Index Solutions SICAV	LU	368.875.407	6,2%
Xtrackers Artificial Intelligence & Big Data UCITS ETF 1C / Xtrackers (IE) PLC	IE	235.492.964	4,0%
iShares US Index Fund (IE) - USD Acc / BlackRock Inc	IE	186.684.381	3,1%
BT Obligatiuni / BT Asset Management	RO	183.018.446	3,1%
GuardCap Global Equity Fund / GuardCap Asset Management Limited	GB	127.198.008	2,1%
BT Maxim / BT Asset Management	RO	102.081.556	1,7%
<i>Alte OPCVM</i>		<i>562.816.906</i>	<i>9,5%</i>
Total		5.953.978.247	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Plasamentele în depozite bancare și conturi curente ale fondurilor de pensii private au reprezentat un procent de 2,02% din activele totale și au fost realizate exclusiv la bănci din România. Dintre acestea, depozitele în lei au fost în cuantum de 91,3%, cele în euro 8,5%, restul de 0,2% fiind denuminate în dolari americani și alte valute. Sumele depuse la ING Bank România, BRD GSG și Citibank Romania au cumulat 81% din depozite și conturi curente.

Tabelul 29 Plasamentele în depozite bancare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2025

Denumire bancă	Valoare (RON)	% în total depozite și conturi curente
ING Bank Romania	1.260.904.909	35,3%
BRD - Groupe Societe Generale SA	1.074.537.713	30,0%
Citibank Romania	560.999.275	15,7%
Banca Comerciala Romana	325.915.613	9,1%
CEC Bank SA	251.131.776	7,0%
Raiffeisen Bank SA	91.963.557	2,6%
Unicredit Bank SA	6.245.374	0,2%
Exim Banca Romaneasca SA	4.345.035	0,1%
Garanti Bank SA	4.767	0,0%
Intesa SanPaolo	3.998	0,0%
<i>Alte bănci</i>	<i>3.795</i>	<i>0,0%</i>
Total	3.576.055.812	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

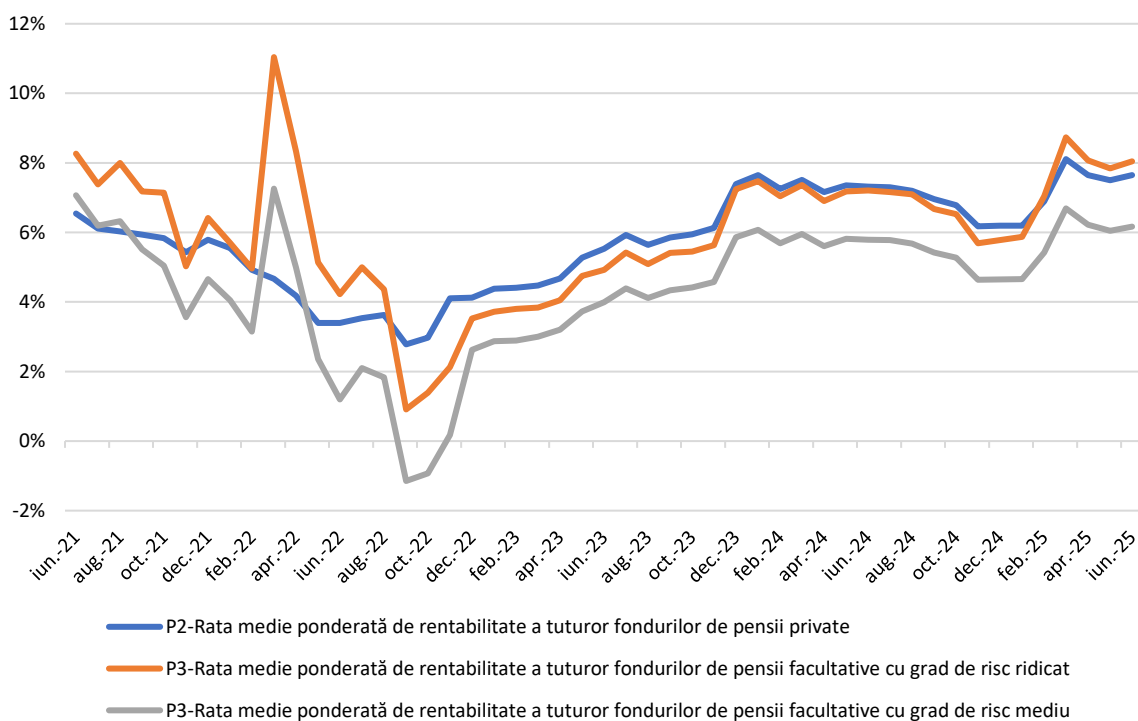
Investițiile fondurilor de pensii private în obligațiuni municipale au reprezentat 0,32% din activele totale, respectiv 573 milioane lei și au fost realizate în emitenți români, majoritatea fiind emise de către Municipiul București. Plasamentele în obligațiuni supranationale au fost în procent de 0,13% din activele totale (238 milioane lei), emise de către Black Sea Trade and Development Bank.

Investițiile în private equity ale fondurilor de pensii private au fost în valoare de aproximativ 164 milioane de lei (0,09% din activele totale) și au fost realizate prin acțiuni private equity (28 milioane de lei), respectiv fonduri de private equity (136 milioane de lei), în emitenți din Luxemburg.

Randamentele unităților de fond

La 30 iunie 2025 rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii administrate privat (Pilonul II) a fost de 7,6516%, iar în ceea ce privește fondurile de pensii facultative (Pilonul III), rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu grad de risc ridicat a fost de 8,0395%, în timp ce rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu risc mediu a fost de 6,1643%.

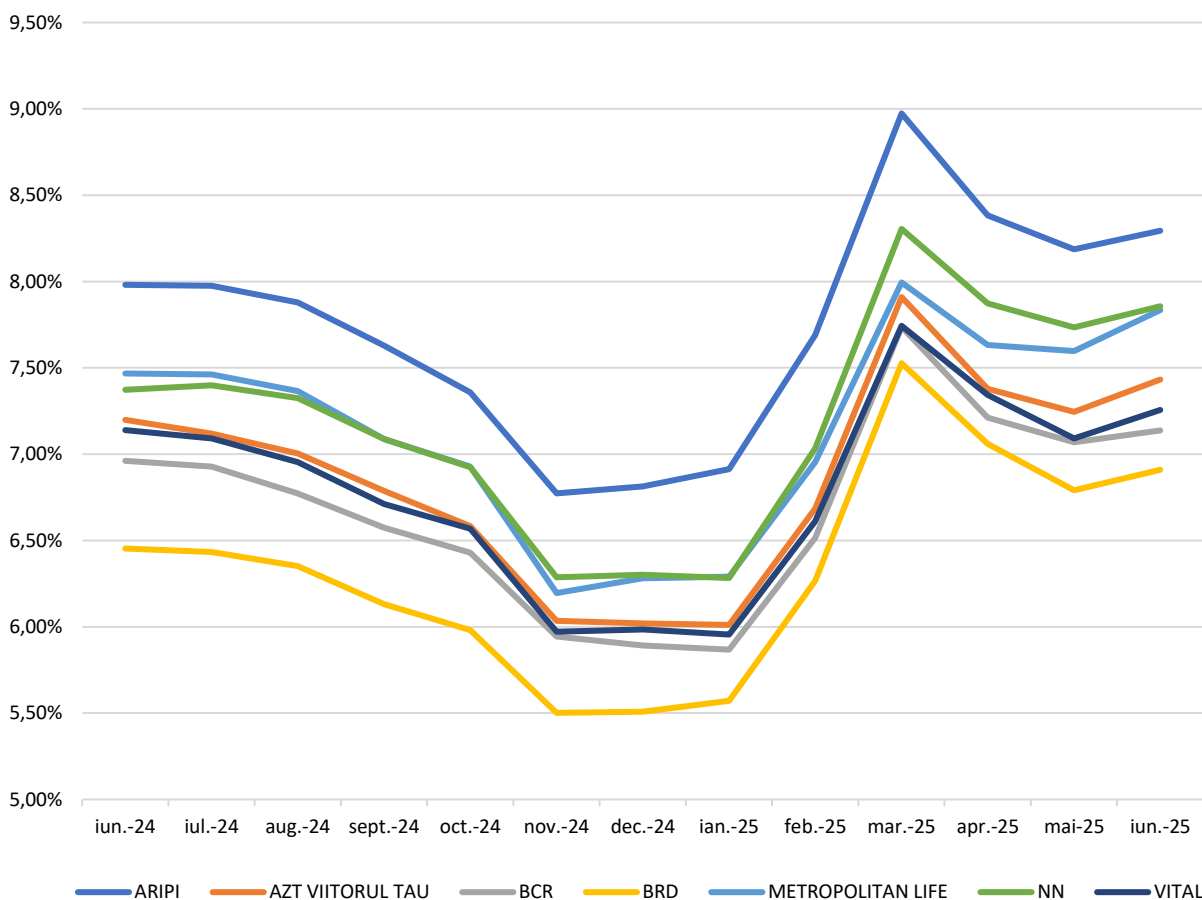
Figura 74 Evoluția ratelor medii de rentabilitate ale fondurilor de pensii private



Sursa: prelucrare ASF

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

Figura 75 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat



Sursa: prelucrare ASF

Fondurile de pensii administrate privat au înregistrat scăderi ale ratelor de rentabilitate anualizate în luna mai 2025, perioadă în care piețele financiare locale au fost volatile, pe fondul incertitudinii referitoare la desfășurarea alegerilor prezidențiale locale. În luna iunie, ratele de rentabilitate și-au reluat creșterea.

Pe termen lung, randamentul anualizat²¹ al fondurilor de pensii private din Pilonul II aferent întregii perioade de funcționare a acestora s-a menținut la un nivel ridicat.

Tabelul 30 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la finalul lunii iunie 2025 (calculat față de 21.05.2008)

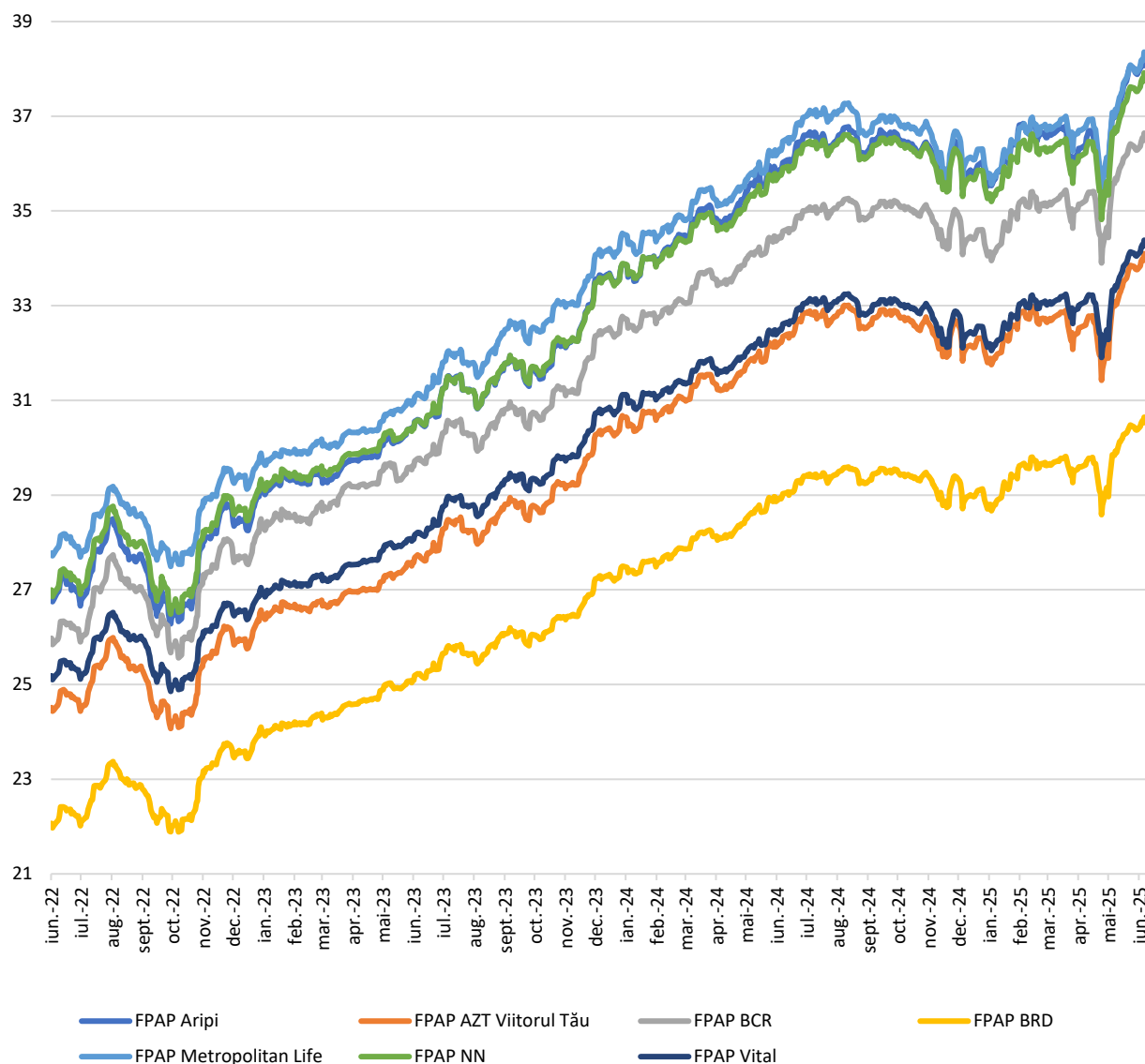
FPAP Arip	FPAP AZT Viitorul Tău	FPAP BCR	FPAP BRD	FPAP Metropolitan Life	FPAP NN	FPAP Vital
8,16%	7,43%	7,89%	6,77%	8,16%	8,09%	7,48%

Sursa: prelucrare ASF

²¹ Randamentul anualizat este randamentul mediu anual calculat pe termen lung, de la înființarea sistemului de pensii private până în prezent

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

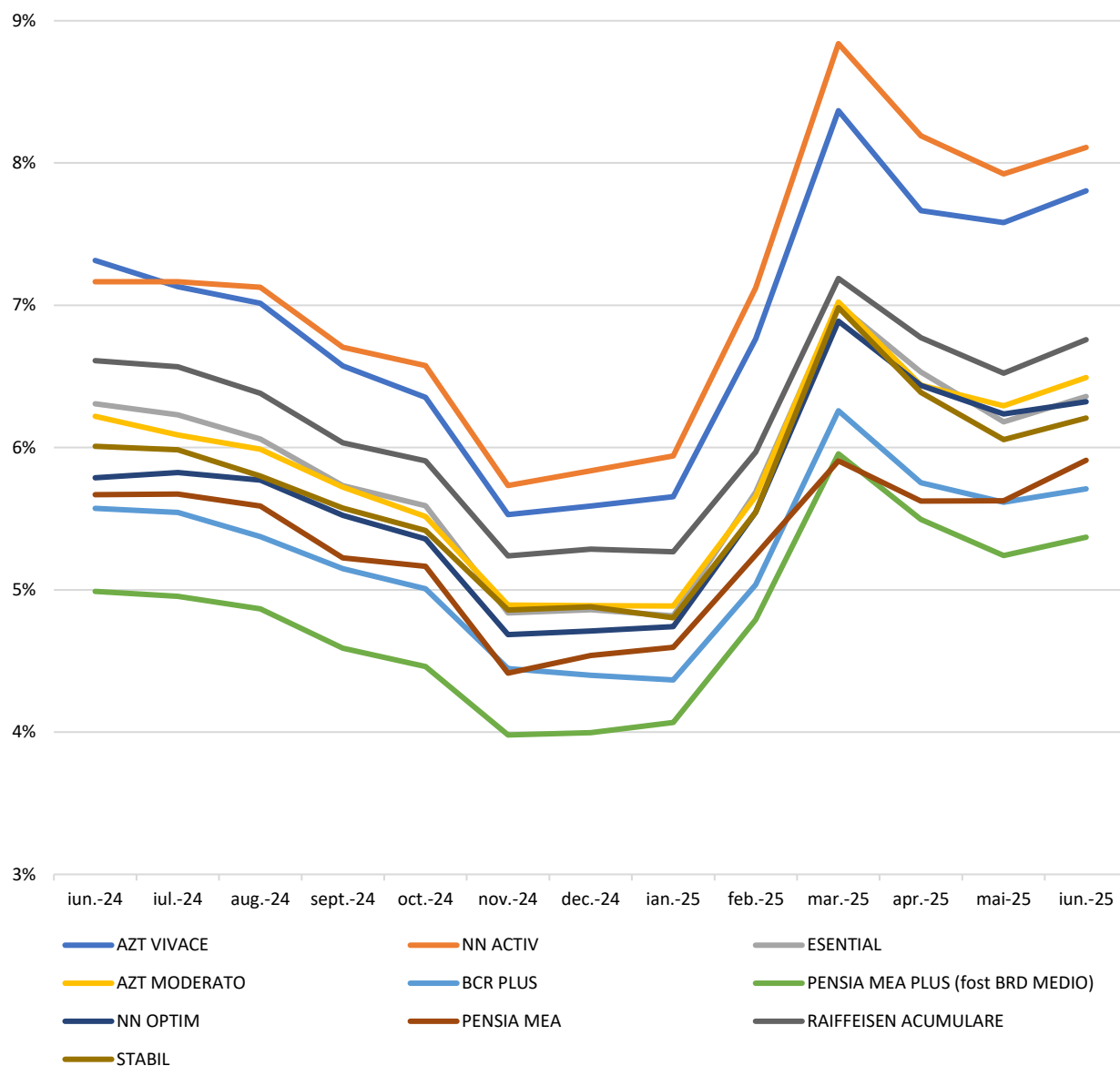
Figura 76 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei)



Sursa: prelucrare ASF

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

Figura 77 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative



Sursa: prelucrare ASF

Similar cu rezultatele observate în Pilonul II, fondurile de pensii facultative au înregistrat scăderi ale ratelor de rentabilitate anualizate, în luna mai 2025, reluându-și creșterea în luna iunie.

Pe termen lung, randamentul anualizat²² al fondurilor de pensii facultative din Pilonul III aferent întregii perioade de funcționare a acestora s-a menținut la un nivel pozitiv, ușor mai scăzut ca în Pilonul II.

²² Randamentul anualizat este randamentul mediu anual calculat pe termen lung, de la înființarea sistemului de pensii private până în prezent

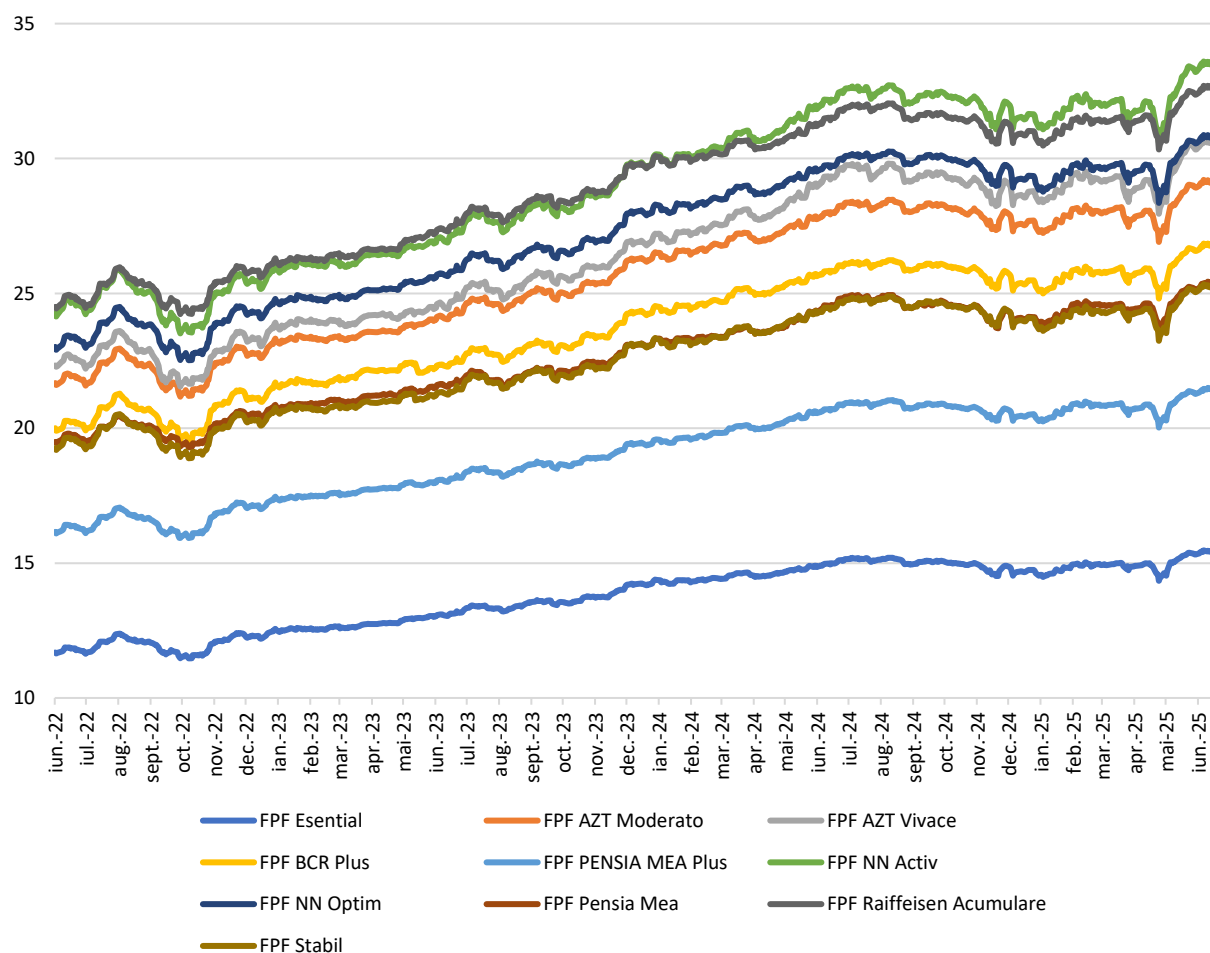
Tabelul 31 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la finalul lunii iunie 2025 (calculat în funcție de data lansării fiecărui fond de pensii facultative)

FPF Esențial	FPF AZT Moderato	FPF AZT Vivace	FPF BCR Plus	FPF Pensia Mea Plus	FPF NN Activ	FPF NN Optim	FPF Pensia Mea	FPF Raiffeisen Acumulare	FPF Stabil
4,58%	6,12%	6,46%	5,62%	4,89%	6,93%	6,52%	5,30%	7,25%	5,90%

Sursa: prelucrare ASF

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

Figura 78 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III



Sursa: prelucrare ASF

5.4 Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private

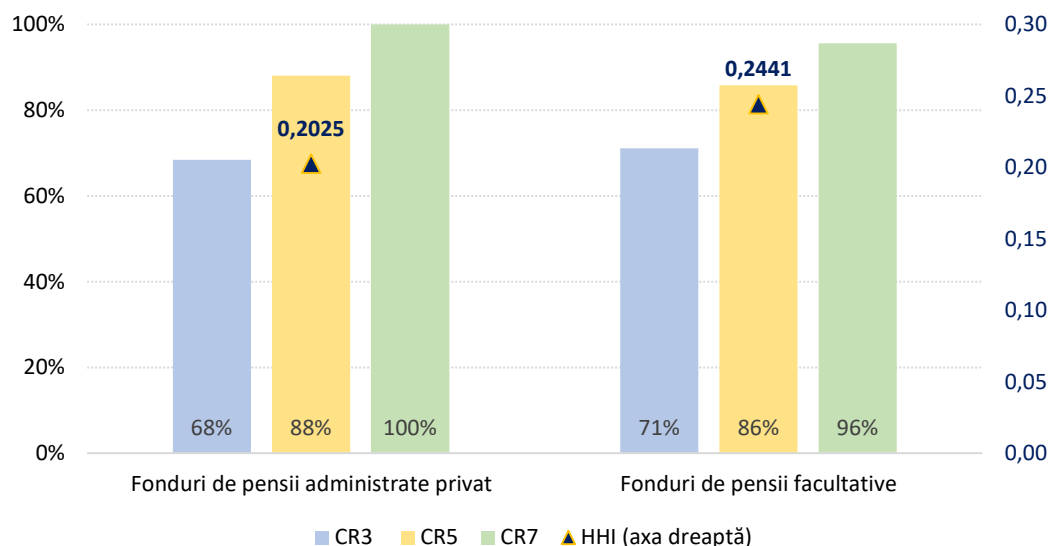
Instabilitatea geopolitică a continuat în primul semestru al anului 2025, pe fondul menținerii relațiilor tensionate pe plan global, alimentate de schimbările bruște în comerțul internațional, de amplificarea tendințelor protecționiste și de fragmentarea economiei mondiale. În plus, reluarea conflictului dintre Israel și Iran în luna iunie a introdus un nou factor de risc, cu implicații directe asupra stabilității energetice și financiare. În acest context tensionat, instituțiile internaționale și-au revizuit în scădere estimările privind creșterea economică, iar piețele financiare europene au resimțit direct aceste evoluții. Anunțul Germaniei privind creșterea cheltuielilor pentru apărare a dus la majorarea randamentelor obligațiunilor suverane, iar tarifele comerciale impuse de SUA au provocat scăderi accentuate pe bursele internaționale și extinderea spread-urilor pentru obligațiunile corporative cu risc ridicat. Deși piețele au recuperat parțial ulterior, reluarea conflictului din Orientul Mijlociu a generat noi presiuni asupra prețurilor la petrol și gaze.

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

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

Piața pensiilor administrate privat (Pilon II) înregistrează un grad ridicat de concentrare, primele trei fonduri de pensii totalizând 68% din active la finalul lunii iunie 2025. Și în cazul fondurilor de pensii facultative (Pilon III), gradul de concentrare este asemănător, primele trei fonduri însumând 71% din active. Principalii indicatori utilizați de Consiliul Concurenței subliniază gradul ridicat de concentrare, situație explicabilă din motive legate de structura pieței, a numărului redus de fonduri de pensii private și de mecanismul de repartizare aleatorie pe Pilonul II, prin care majoritatea participanților nou intrați sunt distribuiți în cote egale tuturor administratorilor de fonduri de pensii din Pilonul II.

Figura 79 Gradul de concentrare al fondurilor de pensii private (în funcție de valoarea totală a activelor la finalul lunii iunie 2025 calculat pe baza indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței²³)



Sursa: prelucrare ASF

Contribuțiile participanților la fondurile de pensii private se virează direct în contul fondului de pensii înregistrat la banca depozitară, aceasta din urmă fiind autorizată, reglementată, supravegheată și controlată de către Banca Națională a României. Depozitarii sunt solidar răspunzători, împreună cu administratorii fondurilor de pensii private, de păstrarea în siguranță a activelor fondurilor de pensii private, de verificarea respectării cerințelor legale referitoare la operațiunile cu active și a calculării zilnice a valorii unitare a activului net, precum și de notificarea ASF referitoare la orice nereguli sau erori constatate. La finalul lunii iunie 2025, serviciile de depozitare a activelor erau oferite de trei instituții de credit autorizate de Banca Națională a României (BNR): BRD-GSG, care deține cea mai ridicată pondere a activelor, de aproximativ 81,9%, Raiffeisen, 13,6%, și BCR, 4,5%.

Tabelul 32 Cota de piață a depozitarilor fondurilor de pensii private la 30 iunie 2025

Depozitar	Valoare active în custodie (miliarde lei)	% în total active
BRD GSG SA	145,04	81,9%
Raiffeisen Bank SA	24,02	13,6%
BCR SA	8,04	4,5%
Total	177,1	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

²³ CR3, CR5 și CR7 reprezintă cota de piață a primelor trei, cinci, respectiv fonduri de pensii private din fiecare pilon, în timp ce HHI reprezintă Indicele Herfindal-Hirschman, calculat ca sumă a pătratelor cotelor de piață a fondurilor de pensii din fiecare pilon; cu cât HHI are valoare mai mare, cu atât gradul de concentrare este mai ridicat.

Piața serviciilor de depozitare pentru fondurile de pensii private prezintă un *grad ridicat de concentrare*, iar complexitatea și importanța mecanismelor de depozitare pentru buna funcționare a acestor piețe fac ca riscul de substituire să fie ridicat pentru entitatea cu cea mai mare cotă de piață pe acest segment, respectiv BRD – Groupe Societe Generale. Aceasta face obiectul supravegherii prudențiale de către Banca Națională a României și este deja inclusă în categoria altor instituții de importanță sistemică din România (fiindu-i impus un amortizor suplimentar de capital ca urmare a includerii în această categorie pe baza scorului calculat conform metodologiei armonizate cu ghidul Autorității Bancare Europene).

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

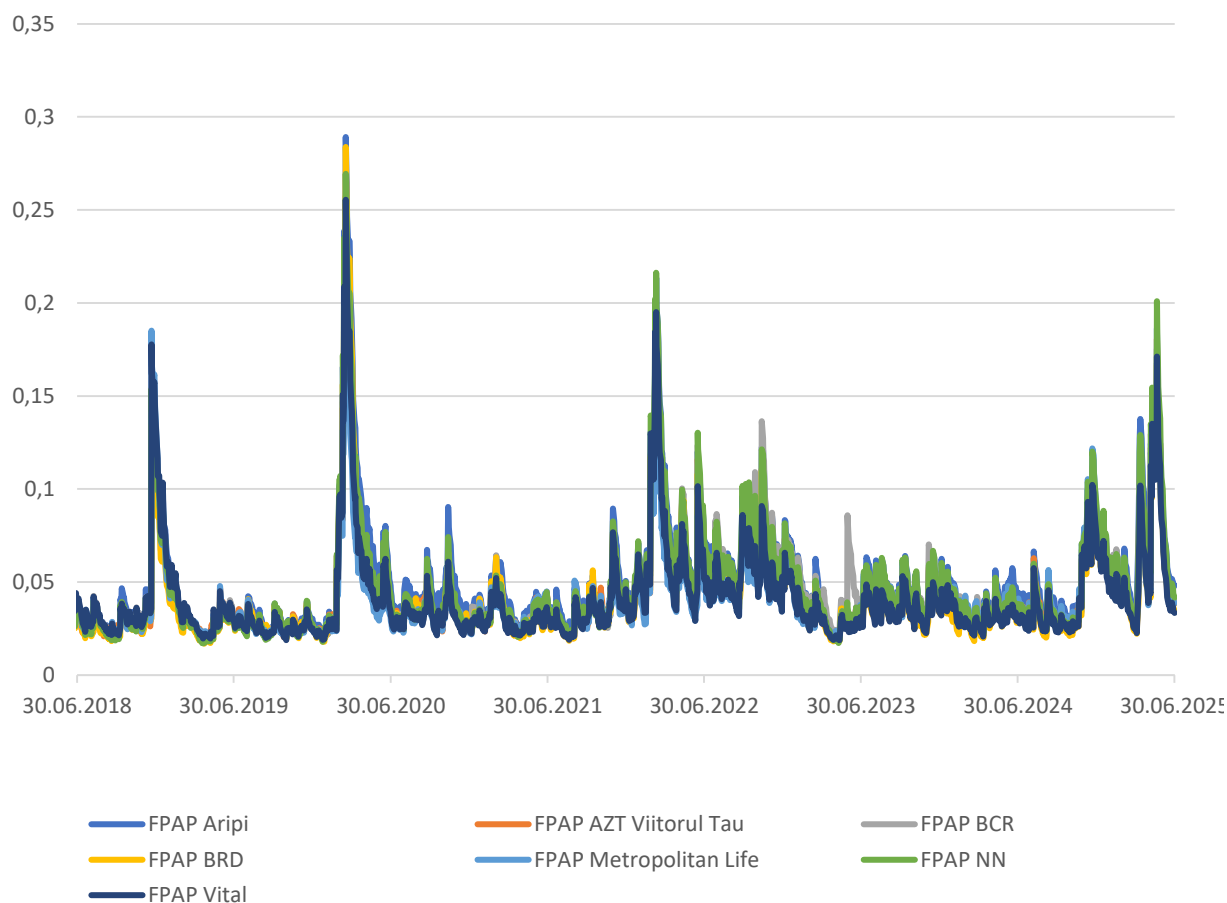
Riscul de piață reprezintă riscul de pierdere rezultat din fluctuațiile nefavorabile ale prețurilor de piață ale activelor, ratelor de dobândă sau ale cursului de schimb. Acesta este în general gestionat de către administratori prin diversificare, urmărind diminuarea componentei de risc sistemic, dar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

La finalul lunii iunie 2025, fondurile de pensii private au investit majoritatea activelor în instrumente financiare denominate în monedă locală (87,3%), urmate de instrumente financiare denominate în euro în procent de 12% și în dolar american 0,7%. Ținând cont de expunerea limitată pe instrumente financiare denominate în valută, riscul valutar se situa la un nivel redus, o parte dintre administratori utilizând pentru protecție instrumente financiare derivate de tipul contractelor forward, încheiate pe piața bancară, pentru protecție și pentru a își conserva valoarea deținerilor denominate în euro.

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

În luna iunie a anului 2025, volatilitatea activelor unitare nete ale fondurilor de pensii private a revenit la un nivel moderat, după un episod de creștere înregistrat la în luna mai 2025, când piețele financiare locale a resimțit tensiuni în contextul derulării alegerilor prezidențiale.

Figura 80 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II – GARCH (1,1)

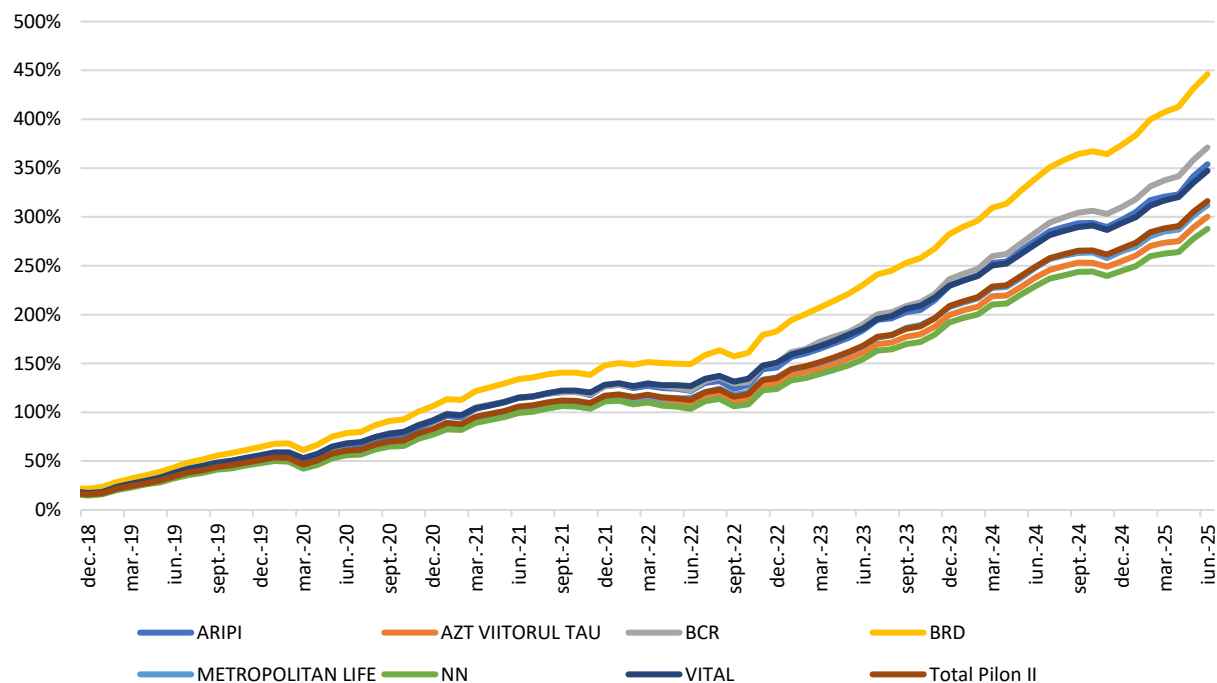


Sursa: calcule ASF (model Garch)

Valoarea activelor totale aferente fondurilor de pensii administrate privat (Pilon II) a crescut cu mai mult de 316% de la începutul anului 2018 până la finalul lunii iunie 2025, sistemul de pensii private fiind încă în perioada de acumulare, iar plățile fiind la un nivel redus, dar având un trend în creștere. Cele mai mari accentuate dinamici ale activelor le putem observa în cazul FPAP BRD și FPAP BCR. Creșterea activelor totale este rezultatul contribuțiilor virate și a rezultatelor investiționale, din care sunt deduse plățile efectuate către participanți pentru pensionare, deces sau invaliditate, precum și comisioanele legale suportate din activul fondului (comisionul perceput de administrator din activul net și cheltuielile cu auditul fondului²⁴).

²⁴ conform art. 86 alin. (1) și art. 108 alin. (2) din Legea 411/2004 republicată privind fondurile de pensii administrate privat.

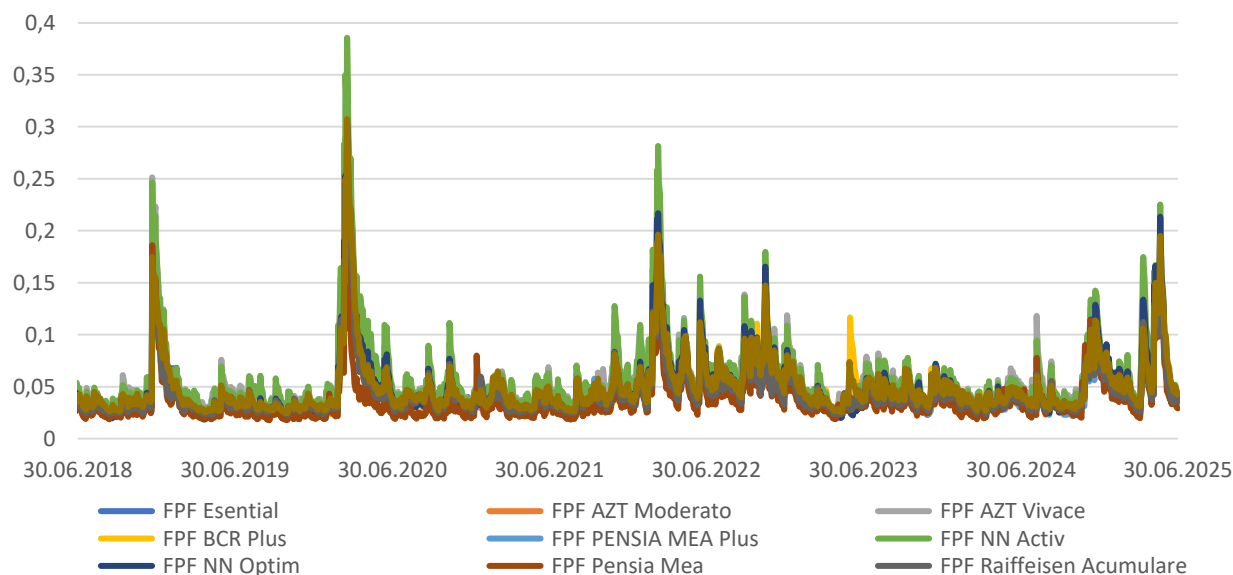
Figura 81 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (ian. 2018=100%)



Sursa: prelucrare ASF

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

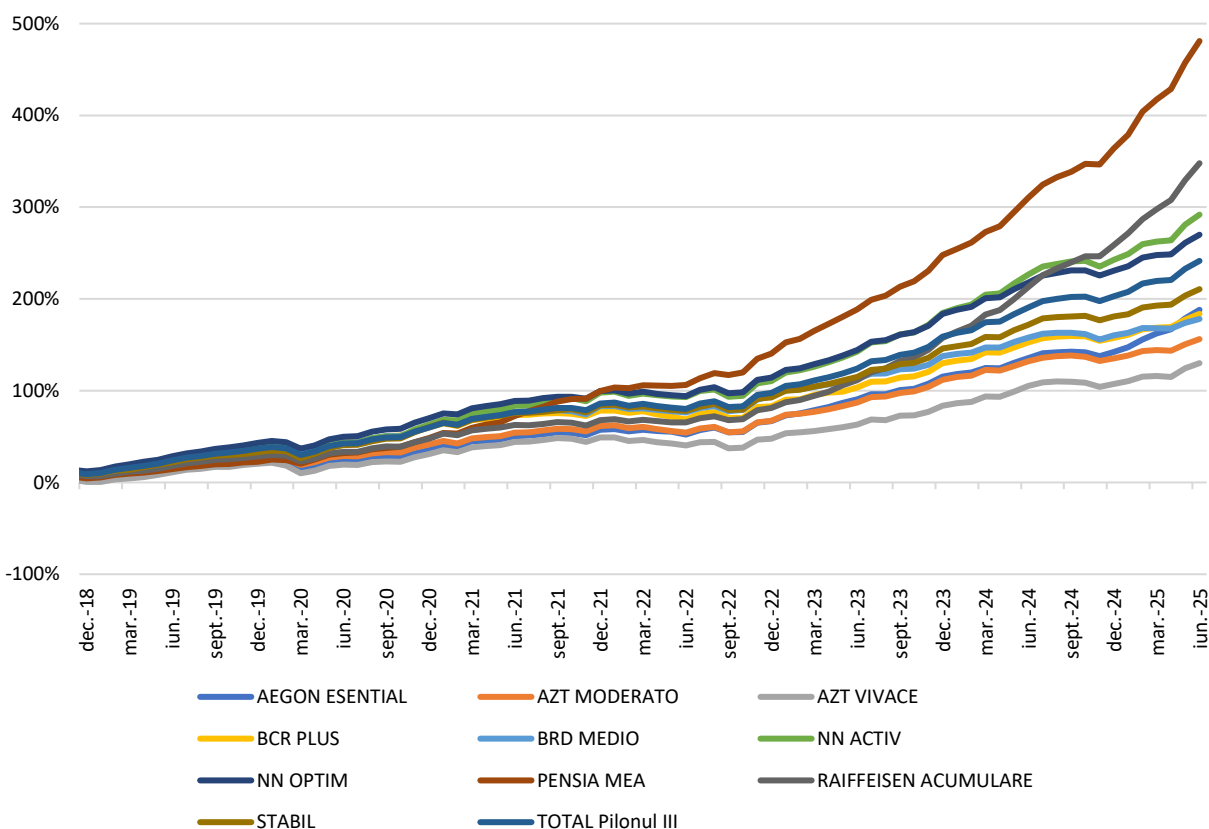
Figura 82 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III – GARCH (1,1)



Sursa: calcule ASF (model Garch)

Și fondurile de pensii facultative au înregistrat creșteri majore ale activelor din ianuarie 2018 până la finalul lunii iunie 2025, de peste 241%, cele mai accentuate dinamici fiind înregistrate de către FPF Pensia Mea și FPF Raiffeisen Acumulare. Creșterea activelor totale este rezultatul contribuțiilor virate și a rezultatelor investiționale, din care sunt deduse plățile efectuate către participanți pentru pensionare, deces sau invaliditate, precum și cheltuielile legale suportate din activul fondului (comisioanele de administrare, de depozitare, de tranzacționare, bancare și taxele de auditare ale fondului²⁵).

Figura 83 Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (ian. 2018 =100%)



Sursa: prelucrare ASF

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

²⁵ conform art. 47 alin. (3) din Legea 204/2006 privind pensiile facultative.

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

Riscul de lichiditate se află la un nivel scăzut, un procent de 2,02% din activele fondurilor de pensii private fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt. Din punct de vedere al lichidității, în prezent, sistemul de pensii private este rezilient în fața solicitărilor de plată a activului, ca urmare a faptului că se află în perioada de acumulare (fondurile încasând contribuții lunar), iar ieșirile din sistem (cauzate de deces, invaliditate, pensionare, transfer) sunt reduse, dar în creștere.

Pe pilonul II, pe parcursul semestrului I 2025 au fost efectuate plăți ale activului personal net în valoare de circa 848 milioane lei către 27.316 participanți sau beneficiari. Din valoarea totală a plăților efectuate, un procent de 75,2% este aferent deschiderii dreptului la pensie, 10,1% ca urmare a decesului participantului și 14,7% ca urmare a invalidității. Nivelul plăților efectuate în semestrul I 2025 a reprezentat 0,5% din activele totale de la finalul lunii iunie 2025.

Pe Pilonul III, au fost efectuate plăți ale activului personal net în cuantum de aproximativ 87,1 milioane lei către 6.197 participanți sau beneficiari. Din valoarea totală a plăților efectuate, un procent de 91,7% este aferent deschiderii dreptului la pensie, 4,7% ca urmare a decesului participantului și 3,6% ca urmare a invalidității. Nivelul plăților efectuate în semestrul I 2025 a reprezentat 1,39% din activele totale de la finalul lunii iunie 2025.

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

Valoarea totală a activelor care acoperă provizionul tehnic constituite de către administratori a fost în valoare de 1,31 miliarde lei la finalul lunii iunie 2025, iar plasamentele acestor active au fost realizate în titluri emise de statul român (91,4%) și depozite bancare la băncile de depozitare (8,6%). Dintre acestea, 1,26 miliarde lei au fost pe Pilonul II și 51 milioane lei pe Pilonul III.

Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private a fost constituit ca o altă pârgă de siguranță a sistemului de pensii private. Apreciem astfel că *riscul de solvabilitate* al fondurilor de pensii private se află la un nivel scăzut.

Riscul operațional se află la un nivel redus, dar în creștere, în contextul intensificării atacurilor cibernetice la scară largă. Administratorii fondurilor de pensii au obligația de a monitoriza/evalua permanent procesele

operaționale pentru a diminua acest risc. În acest sens, este aplicată *Norma ASF nr. 6/2015 privind gestionarea riscurilor operaționale generate de sistemele informatice utilizate de entitățile reglementate, autorizate/avizate și/sau supravegheate de ASF*. Până în acest moment nu au fost raportate atacuri cibernetice asupra industriei fondurilor de pensii.

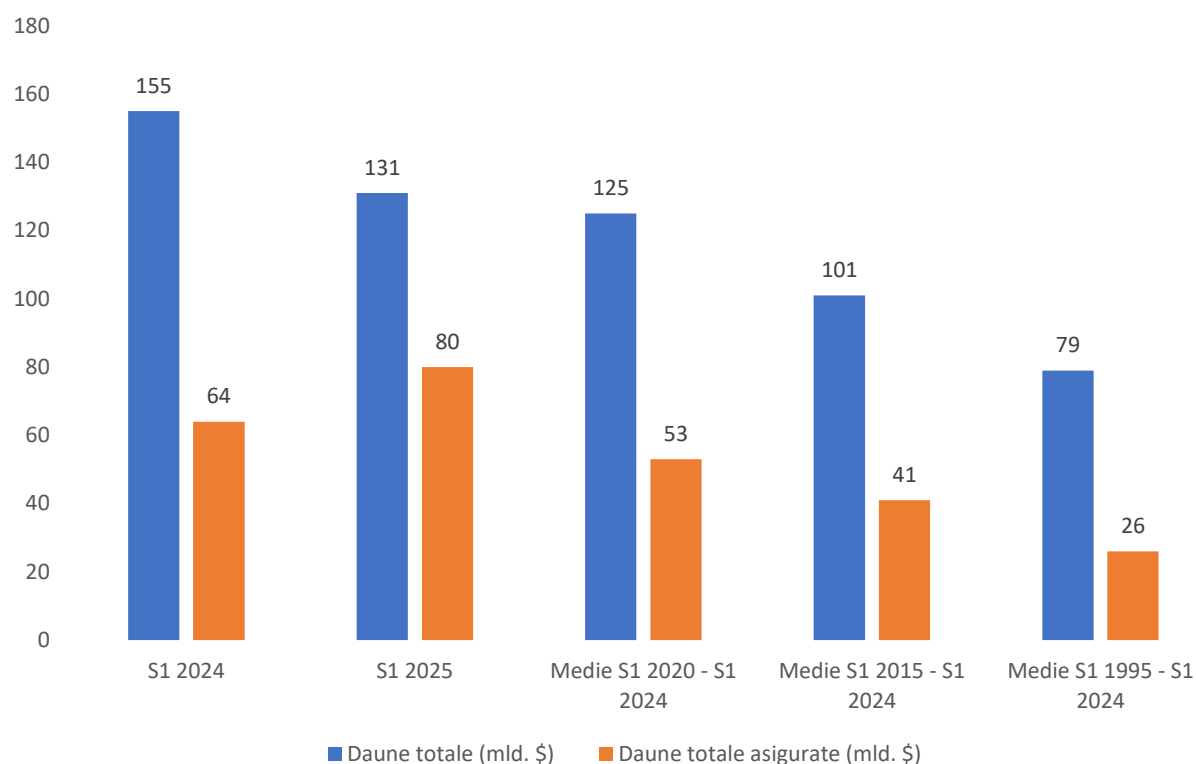
Structura sistemului de pensii private din România prevede mai multe mecanisme de protejare a drepturilor participanților, dintre care amintim: segregarea activelor dintre administratori și fonduri, verificări suplimentare și validări de către depozitari, provizioane tehnice constituite de către administratori,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

6. Finanțe sustenabile

Dezastrele naturale la nivel global în prima jumătate a anului 2025

Conform informațiilor publicate de Munich RE, la nivel mondial, dezastrele naturale au cauzat pierderi totale de aproximativ 131 miliarde USD în semestrul I 2025, un nivel mai redus comparativ cu semestrul I 2024 (155 miliarde USD – ajustat cu inflația), din care 80 miliarde USD au fost asigurate (în S1 2024: 64 miliarde USD). Atât daunele totale, cât și daunele asigurate au fost mai mari decât media pentru ultimii zece ani și pentru ultimii 30 de ani (ajustate cu inflația: pierderi totale de 101/79 miliarde USD, pierderi asigurate de 41/26 miliarde USD).

Figura 84 Evoluția daunelor totale generate de catastrofele naturale la nivel global



Sursa: Munich RE, prelucrare ASF

Dezastrele meteorologice au cauzat 88% din pierderile totale și 98% din pierderile asigurate, în timp ce cutremurele au reprezentat 12%, respectiv 2%.

Cel mai costisitor dezastru natural în prima jumătate a anului curent au fost **incendiile din Los Angeles**, conform datelor Munich RE. Pierderile totale sunt estimate la 53 de miliarde de dolari americani, din care aproximativ 40 de miliarde de dolari americani au fost asigurați.

Tabelul 33 Top 5 dezastre naturale în semestrul I 2025 în funcție de valoarea daunelor totale

Țară/ Regiune	Dezastru natural	Daune totale (mld. \$)	Daune asigurate (mld. \$)
SUA	Incendii	53	40
Myanmar, Thailanda, China, Vietnam	Cutremur	12	0,7
SUA	Furtuni puternice	6,7	5
SUA	Tornade, furtuni puternice	5	3,9
SUA	Furtuni puternice, tornade, inundații	4	2,8

Sursa: Munich RE

Al doilea cel mai costisitor dezastru natural produs în semestrul I 2025 a fost cutremurul cu magnitudinea de 7,7 din **Myanmar**, ce a avut loc la finalul lunii martie. Cutremurul a provocat pierderi economice de circa 12 miliarde de dolari și doar un procent mic din daune erau asigurate. Cu toate acestea, acest dezastru natural a reprezentat, în primul rând, un dezastru umanitar devastator, soldat cu foarte multe victime.

Europa

Pierderile totale din **Europa** generate de catastrofele naturale au rămas sub cele înregistrate în anul precedent, fiind de aproximativ 5 miliarde USD, potrivit Munich RE. Mai mult de jumătate dintre acestea erau asigurate.

Cel mai costisitor dezastru natural din Europa din prima jumătate a anului au fost o serie de furtuni cu grindină care au lovit Franța, Austria și Germania în iunie. Companiile de asigurări au plătit daune în valoare totală de aproximativ 0,8 miliarde USD, pierderile totale ridicându-se la 1,2 miliarde USD.

În Elveția, o alunecare de teren severă a generat pierderi totale estimate la puțin sub 0,5 miliarde USD, din care aproximativ 0,4 miliarde USD erau asigurate. Oamenii de știință se așteaptă ca astfel de alunecări de teren să se producă mai frecvent, deoarece încălzirea globală provoacă topirea ghețarilor, ceea ce face ca versanții munților să fie din ce în ce mai instabili.

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

Măsurile CoVaR și Delta CoVaR provin din investigațiile realizate de Adrian și Brunnermeier (2016)²⁶ și au la bază Valoarea-la-Risc pentru o instituție X^i și o cuantilă specificată q .

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

²⁶ Pentru o discuție exhaustivă asupra construcției măsurilor vezi Adrian T.; Brunnermeier M.K. CoVaR. American Economic Review 2016, 106(7), 1705–1741.

Evaluând mai profund metodele propuse de Acharya et al. (2017)²⁷, remarcăm o definiție mai rafinată a modelului. Autorii definesc MES drept pierderea pe termen scurt pentru o firmă influențată de înregistrarea de piață a unei pierderi superioare valorii sale la risc pentru $\alpha\%$.

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

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

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

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

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

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

În momentul în care toate firmele analizate fac parte dintr-o piață specifică, este simplu de observat că MES pentru o firmă reprezintă derivata valorii ES a pieței în funcție de capitalizare, fapt ce explică termenul de “marginal” din titulatura măsurii. Este util de specificat faptul că în acest caz, valoarea MES pentru o firmă poate fi interpretată ca participarea sa la riscul sistemic total al pieței.²⁸

²⁷ Acharya, V. V.; Pedersen, L. H.; Philippon, T.; Richardson, M. Measuring systemic risk. *The Review of Financial Studies* 2017, 30(1), 2-47

²⁸ Vezi Idier et al. (2013) How Useful is the Marginal Expected Shortfall for the Measurement of Systemic Exposure? A practical assessment, European Central Bank Working Papers Series, no. 1546/May 2013

Listă tabele

Tabelul 1 Evoluția trimestrială a Produsului intern brut.....	14
Tabelul 2 Tabloul riscurilor piața de capital din UE, ESMA septembrie 2025	21
Tabelul 3 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, iulie 2025.....	24
Tabelul 4 Tabloul riscurilor piața pensiilor ocupaționale din UE, EIOPA, iulie 2025	28
Tabelul 5 Tabloul riscurilor la nivel național.....	31
Tabelul 6 Randamentele burselor de acțiuni la 31 iulie 2025.....	37
Tabelul 7 Interpretarea cuantilelor pentru indicele BET	39
Tabelul 8 Descrierea companiilor analizate.....	43
Tabelul 9 Corelații Spearman pentru 2025 (ianuarie – iunie).....	45
Tabelul 10 Investițiile societăților în active alternative pe categorii de clase de active și societăți la 30 iunie 2025	82
Tabelul 11 Expunerea față de sectorul imobiliar a societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în funcție de tipul de societate și clasa de active imobiliare la 30 iunie 2025	84
Tabelul 12 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în total investiții în funcție de tipul de plasament (uz propriu, indirect și altele) – 30 iunie 2025.....	85
Tabelul 13 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului	87
Tabelul 14 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului	88
Tabelul 15 Ponderea activelor totale aferente societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în PIB	90
Tabelul 16 Dimensiunea pieței asigurărilor din perspectiva volumului de prime brute subscrise de societățile autorizate de ASF și sucursale (AG și AV) ca pondere în PIB	91
Tabelul 17 Clasamentul societăților de asigurare în funcție de primele brute subscrise pentru RCA în anul 2024	92
Tabelul 18 Clasamentul primelor 10 societăți de asigurare în funcție de primele brute subscrise pentru clasa A3 în anul 2024	92
Tabelul 19 Clasamentul primelor 10 societăți de asigurare în funcție de primele brute subscrise pentru asigurările de garanții (A15) în anul 2024.....	93
Tabelul 20 Cotele de piață ale societăților pentru activitatea de asigurări generale în semestrul I 2025	94
Tabelul 21 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață	95
Tabelul 22 Cotele de piață ale societăților pentru activitatea de asigurări de viață în semestrul I 2025	95
Tabelul 23 Evoluția gradului de penetrare a schemelor de pensii din statele europene în anul 2024	107
Tabelul 24 Dimensiunea sistemică a fondurilor de pensii private	111
Tabelul 25 Top 10 emitenți din portofoliile fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2025.....	112
Tabelul 26 Principalele investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2025	119
Tabelul 27 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2025.....	120
Tabelul 28 Plasamentele în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2025.....	120
Tabelul 29 Plasamentele în depozite bancare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2025	121
Tabelul 30 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la finalul lunii iunie 2025 (calculat față de 21.05.2008)	123
Tabelul 31 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la finalul lunii iunie 2025 (calculat în funcție de data lansării fiecărui fond de pensii facultative).....	126
Tabelul 32 Cota de piață a depozitarilor fondurilor de pensii private la 30 iunie 2025	128
Tabelul 33 Top 5 dezastre naturale în semestrul I 2025 în funcție de valoarea daunelor totale.....	136

Listă figuri

Figura 1 Evoluția indicilor de riscuri geopolitici.....	8
Figura 2 Evoluția indicelui GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index)	10
Figura 3 Principalii indici internaționali (1 ianuarie 2023=100)	11
Figura 4 Indicatori globali pentru riscul macroeconomic	12
Figura 5 Creștere economică trimestrială (% modificare procentuală față de trimestrul anterior)	15
Figura 6 Rata inflației (indicele armonizat al preturilor de consum - IAPC).....	16
Figura 7 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani).....	17
Figura 8 Sentiment economic.....	18
Figura 9 Incertitudinea economică	19
Figura 10 Dinamica riscului sistemic. Surse și canale de transmisie	33
Figura 11 Indicator compozit de risc sistemic pentru piețele financiare europene	34
Figura 12 Indicatori de tensiune financiară (CLIFS): Austria, Bulgaria, Germania, Polonia, România, Ungaria	36
Figura 13 Cuantilograma pentru indicele BET.....	39
Figura 14 Prețuri de închidere	44
Figura 15 Randamente și volatilitate condiționată pentru indicele BET	46
Figura 16 Randamente și volatilitate condiționată pentru BRD	46
Figura 17 Randamente și volatilitate condiționată pentru TGN.....	47
Figura 18 Randamente și volatilitate condiționată pentru H2O	47
Figura 19 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNG.....	48
Figura 20 Randamente și volatilitate condiționată ă pentru SNP	48
Figura 21 Randamente și volatilitate condiționată pentru TLV.....	49
Figura 22 Valoarea-la-Risc (VaR, 95%)	50
Figura 23 Valoarea-la-Risc Condiționată (CoVaR, 95%)	52
Figura 24 Pierdere Marginală Așteptată (MES, 95%)	53
Figura 25 Rezultate model Delta CoVaR.....	54
Figura 26 Funcțiile de distribuție și densitate pentru indicatorul de lichiditate Amihud.....	56
Figura 27 Dependențe multivariate dintre indicii reprezentativi pentru piața de capital europeană	59
Figura 28 Indice de contagiune și funcția de densitate (p.d.f).....	61
Figura 29 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru.....	64
Figura 30 Tipare ciclice de evoluție financiară. Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România	67
Figura 31 Dimensiunea sectorului de asigurări, pe țări, la T4 2024 (PBS ca pondere în PIB)	71
Figura 32 Dinamica volumului de prime brute subscrise pe categorii de activități (asigurări generale și de viață) și țări din Spațiul Economic European în trimestrul IV 2024 față de trimestrul IV 2023.....	72
Figura 33 Prime, daune și cheltuieli (mil. euro).....	73
Figura 34 Volumul de prime brute subscrise pentru AV și AG ca pondere în volumul total de prime brute subscrise, la T4 2024 (în % și în miliarde euro)	73
Figura 35 Rata activelor lichide la T4 2024, pe țări (%)	74
Figura 36 Rata combinată a daunei pe linii de activitate, la T4 2024.....	75
Figura 37 Rata SCR la finalul anului 2024, pe țări (%)	76
Figura 38 Investițiile sectorului de asigurări în perioada T4 2021 – T4 2024 (excl. unit-linked).....	77
Figura 39 Nivelul de calitate al creditului portofoliilor de asigurări, pe țări, la T4 2024.....	78
Figura 40 Expunerea portofoliilor asiguratorilor pe țări, la T4 2024.....	79
Figura 41 Valoarea activelor alternative pe categorii de societăți și ponderea acestora în investițiile totale la 30 iunie 2025	81
Figura 42 Tipuri de active imobiliare, pe țări, la T4 2024	84
Figura 43 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în totalul investițiilor imobiliare în funcție de tipul de plasament.....	85
Figura 44 Investițiile totale ale societăților de asigurare pe clase de active.....	86
Figura 45 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă la 30 iunie 2025.....	86
Figura 46 Investițiile în obligațiuni guvernamentale românești descompuse pe emitenți.....	86

Figura 47 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni corporative în funcție de țara emitentă la 30 iunie 2025.....	88
Figura 48 Investițiile societăților de asigurare în organisme de plasament colectiv în funcție de țara de origine a emitentului la 30 iunie 2025.....	89
Figura 49 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale	94
Figura 50 Dinamica anuală a primelor brute subscrise	96
Figura 51 Dinamica repartizării primelor brute subscrise pe segmente de asigurare.....	96
Figura 52 Fluxuri de numerar tehnice nete pentru activitatea de asigurări generale.....	96
Figura 53 Fluxuri de numerar tehnice nete pentru activitatea de asigurări de viață.....	97
Figura 54 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări generale	98
Figura 55 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări de viață.....	98
Figura 56 Distribuția ratelor SCR aferente societăților compozite	99
Figura 57 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale.....	100
Figura 58 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale (iunie 2025)	100
Figura 59 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață.....	102
Figura 60 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață (iunie 2025)	102
Figura 61 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare	103
Figura 62 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață	103
Figura 63 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru RCA.....	103
Figura 64 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada S1 2022 – S1 2025 pentru activitatea de asigurări generale	104
Figura 65 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada S1 2022 –S1 2025 pentru activitatea de asigurări de viață	105
Figura 66 Rata anuală de rentabilitate a investițiilor, în anul 2024 (%), în statele europene	108
Figura 67 Structura investițională a schemelor de pensionare în statele europene în anul 2024 (%)	109
Figura 68 Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private.....	114
Figura 69 Structura sistemului de pensii private	115
Figura 70 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 iunie 2025	116
Figura 71 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 iunie 2025.....	117
Figura 72 Structura activelor fondurilor de pensii private (Pilon II și Pilon III) la 30 iunie 2025	118
Figura 73 Anul maturității titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private la data de 30 iunie 2025	119
Figura 74 Evoluția ratelor medii de rentabilitate ale fondurilor de pensii private.....	122
Figura 75 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat	123
Figura 76 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei).....	124
Figura 77 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative	125
Figura 78 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III	126
Figura 79 Gradul de concentrare al fondurilor de pensii private (în funcție de valoarea totală a activelor la finalul lunii iunie 2025 calculat pe baza indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței	128
Figura 80 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II – GARCH (1,1)	130
Figura 81 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (ian. 2018=100%)	131
Figura 82 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III – GARCH (1,1)	131
Figura 83 Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (ian. 2018 =100%).....	132
Figura 84 Evoluția daunelor totale generate de catastrofele naturale la nivel global.....	135

Bibliografie

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

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

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

EIOPA - Insurance Risk Dashboard July 2025 (Q1-2025 Solvency II Data) - www.eiopa.europa.eu/assets/insurance-risk-dashboard/EIOPA-BoS-25-347_July25_Insurance-risk-dashboard.html

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

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

EIOPA Financial Stability Report – iunie 2025 - www.eiopa.europa.eu/document/download/047539e4-db06-4d56-b1f2-b3d1d3365204_en?filename=EIOPA%20Financial%20Stability%20Report%20June%202025.pdf

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Fondul Monetar Internațional (2023) *Global Financial Stability Report October 2023: Financial and Climate Policies for a High-Interest-Rate Era*

Fondul Monetar Internațional, *World Economic Outlook (august 2024)*;

Freixas X., Laeven L., Peydró J.L., (2015) *Systemic Risk, Crises, and Macroprudential Regulation* MIT Press, Cambridge, Massachusetts

Gong X.-Z., Liu H., Chen C., Zhao W., Wu N. (2020.) *Energy Performance of Chinese Residential Buildings Integrated with PEFC-CGS*, *Wuhan Ligong Daxue Xuebao/Journal of Wuhan University of Technology*, 42 (3), 65 – 70. <https://doi.org/10.3963/j.issn.1671-4431.2020.03.010>

He, J. J., & Huang, J. (2017). Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings. *Review of Financial Studies*, 30(8), 2674–2718. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx028>

Hu, Y. Oxley, L., (2017) Are there bubbles in exchange rates? Some new evidence from G10 and emerging market economies, *Economic Modelling*, Elsevier, vol. 64(C), pages 419-442

IAIS, *Global Insurance Market Report – decembrie 2024* - www.iais.org/uploads/2024/12/Global-Insurance-Market-Report-2024.pdf

ICMA (2021), *Green Bond Principles*

ICMA (2022), *Guidance Handbook*

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

Idier, J., Lame, G., & Mésonnier, J.-S., (2013). *How Useful is the Marginal Expected Shortfall for the Measurement of Systemic Exposure? A Practical Assessment*. *European Central Bank Working Papers Series*, no. 1546/May 2013. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2259548>

Iselin, M., Liao, S., & Zhang, H. H. (2021). *Common Mutual Fund Ownership and Systemic Risk*. *Contemporary Accounting Research*, 38(3), 2157–2191. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12678>

Lehar A. (2005) *Measuring systemic risk: a risk management approach* *Journal of Banking and Finance*, 29 (10), pp. 2577-2603

Liow, K. H. (2015). Volatility spillover dynamics and relationship across G7 financial markets. *The North American Journal of Economics and Finance*, 33, 328–365. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2015.06.003>

Lu, Y., & Wang, Y. (2023). Bank liquidity hoarding and bank systemic risk: The moderating effect of economic policy uncertainty. *Pacific-Basin Finance Journal*, 82, 102189–102189. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102189>

McLemore P., Mihov A., Sanz L. (2022) *Global Banks and Systemic Risk: The Dark Side of the Financial Connectedness*, *Journal of International Money and Finance*, 129, Article 102734

Munich RE - H1 2025 natural disasters in figures - www.munichre.com/en/company/media-relations/media-information-and-corporate-news/media-information/2025/natural-disaster-figures-first-half-2025.html

Munich RE - H1 2025 natural disasters in figures - www.munichre.com/en/company/media-relations/media-information-and-corporate-news/media-information/2025/natural-disaster-figures-first-half-2025.html

Munich Re – NatCat Factsheet – S1 2025 - www.munichre.com/content/dam/munichre/mrwebsitespressreleases/MunichRe-NatCat-HY-2025-Factsheet.pdf/_jcr_content/renditions/original./MunichRe-NatCat-HY-2025-Factsheet.pdf

Nguyen, Q. N., Waters G. A., (2022) Detecting periodically collapsing bubbles in the S&P 500, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Volume 83, Pages 83-91

OECD (2022), “Climate Change and Corporate Governance,” *Corporate Governance*, OECD Publishing

OECD (2024), *Global Debt Report 2024: Bond Markets in a High-Debt Environment*, OECD Publishing, Paris

OECD (2024), *Pension Markets in Focus 2024*, OECD Publishing

Patro, D. K., Qi, M., & Sun, X. (2012). A simple indicator of systemic risk. *Journal of Financial Stability*, 9(1), 105–116. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2012.03.002>

Pellegrini, C. B., Cincinelli, P., Meoli, M., & Urga, G. (2022). The contribution of (shadow) banks and real estate to systemic risk in China. *Journal of Financial Stability*, 60, 101018–101018. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2022.101018>

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

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

Poledna, S., Hinteregger, A., & Thurner, S. (2018). Identifying Systemically Important Companies by Using the Credit Network of an Entire Nation. *Entropy*, 20(10), 792–792. <https://doi.org/10.3390/e20100792>

Rahman M.R., Naem, M.A., Yarovaya L., Mohapatra S. (2024) *Unravelling systemic risk commonality across cryptocurrency groups*, *Finance Research Letters*, Vol. 65

Reis R. *Commercial Real Estate Investments - A macroeconomic outlook and recessionary scenarios for insurers*, iun. 2024, Gallagher Research Center

Renn, O., Laubichler, M., Lucas, K., Kröger, W., Schanze, J., Scholz, R. W., & Schweizer, P. (2022). Systemic Risks from Different Perspectives. *Risk Analysis*, 42(9), 1902–1920. <https://doi.org/10.1111/risa.13657>

Scheibe, K. P., & Blackhurst, J. (2017). Supply chain disruption propagation: a systemic risk and normal accident theory perspective. *International Journal of Production Research*, 56(1-2), 43–59. <https://doi.org/10.1080/00207543.2017.1355123>

Shahzad S.J.H., Bouri E., Ahmad T., Naeem M.A., (2022) Extreme tail network analysis of cryptocurrencies and trading strategies *Fin. Res. Lett.*, 44, Article 102106

Si, D.-K., & Li, X.-L. (2022). Shadow banking business and firm risk-taking: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 62, 101729. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101729>

The World Bank, *Global Financial Development Report*

Umar M., Farid S., Naeem M.A. (2022) Time-frequency connectedness among clean-energy stocks and fossil fuel markets: Comparison between financial, oil and pandemic crisis *Energy*, 240, Article 122702

Usman, M. (2022) Bank contribution to financial sector systemic risk and expected returns: Evidence from large U.S. banks, *Borsa Istanbul Review*, Available online 17 October 2022

Varotto, S., & Zhao, L. (2017). Systemic risk and bank size. *Journal of International Money and Finance*, 82, 45–70. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.12.002>

Wang D., Wang Y., Yangjingzhuo L. (2024) Temperature variability, natural disasters and bank systemic risk: Evidence from Chinese city commercial banks, *Economics Letters*, Vol. 242.

Wang, G.-J., Jiang, Z.-Q., Lin, M., Xie, C., & Stanley, H. E. (2018). Interconnectedness and systemic risk of China’s financial institutions. *Emerging Markets Review*, 35, 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.12.001>

Wang, Y., Song, G., & Lu, Y. (2025). Geopolitical risk, bank regulation, and systemic risk: A cross-country analysis. *Finance Research Letters*, 106893. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.106893>

Yang, Z. H., Chen, L. X., & Chen, Y. T. (2020). Cross-market contagion of economic policy uncertainty and systemic financial risk: A nonlinear network connectedness analysis. *Economic Research Journal*, 55(1), 67-83.

Yang, Z. H., Zhou, Y. G., & Gong, H. (2020). Global systemic financial risk spillovers and their external impact. *Social Sciences in China*, 12, 69-90.