



AUTORITATEA
DE SUPRAVEGHERE
FINANCIARĂ

RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIETELOR FINANCIARE NEBANCARE



2/2024

RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIEȚELOR
FINANCIARE NEBANCARE
2/2024

Cuprins

Introducere	4
1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional	10
1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale	10
1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale	16
2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebankare.....	22
2.1. Piețele europene de capital.....	25
2.2. Piața asigurărilor și a pensiilor ocupaționale din UE.....	30
2.3. Riscuri și vulnerabilități la nivel național din perspectiva stabilității financiare.....	36
3. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare	37
3.1. Piața instrumentelor și investițiilor financiare în context european	39
3.2. Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa	43
3.3. Dinamica pe termen scurt a pieței de capital din România	47
3.4. Riscuri și vulnerabilități ale pieței instrumentelor și investițiilor financiare.....	50
3.4.1. Analiza evoluției riscului sistemic pentru companiile incluse în indicele BET	50
3.4.2. Analiza fenomenului de formare de bule speculative indicele BET	61
3.4.3. Riscurile sistemice la nivelul pieței de capital din România	65
4. Stabilitatea pieței asigurărilor	70
4.1. Piața asigurărilor în context european.....	71
4.2. Solvabilitate	77
4.3. Lichiditate	82
4.4. Rezerve tehnice – Solvabilitate II	86
4.5. Reasigurare.....	87
4.6. Riscuri și vulnerabilități la adresa sectorului local de asigurări	89
5. Stabilitatea pieței pensiilor private	103
5.1. Piața pensiilor private în context internațional.....	104
5.2. Entități relevante sistemic	112
5.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România.....	114
5.4. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private	131
6. Finanțe sustenabile	138
6.1. Obligațiuni sustenabile la nivel global	138
6.2. Pierderile generate de catastrofele naturale la nivel global.....	147
6.3. Fonduri de investiții ESG din România.....	150
6.4. Raportări de sustenabilitate	152
6.4.1. Sectorul instrumente și investiții financiare	152
6.4.2. Sectorul de asigurări.....	155

Anexa 1 -Metodologia de calcul pentru indicatorii CoVaR, Delta CoVaR și Pierderea Marginală Așteptată (MES).....	158
Anexa 2 - Metodologia de calcul pentru testarea bulelor speculative raționale	160
Listă tabele.....	161
Listă figuri	163
Bibliografie.....	166

Introducere

La sfârșitul anului trecut și începutul anului 2024, scăderea inflației a determinat băncile centrale să adopte politici monetare mai relaxate. Piețele financiare au avut performanțe solide, anticipând noi reduceri ale ratelor dobânzilor și îmbunătățiri ale perspectivelor macroeconomice. Cu toate acestea, în prima jumătate a anului 2024, incertitudinea privind evoluția economiilor globale a crescut, variind în funcție de regiune. Deși se preconizează o scădere a ratelor dobânzilor, acestea vor rămâne probabil „mai ridicate pentru mai mult timp” comparativ cu nivelurile pre-pandemice. Persistența incertitudinii și îngrijorările privind o potențială recesiune sau creștere economică lentă au condus la un comportament prudent al investitorilor, această situație fiind accentuată de creșterea numărului de falimente pe plan global și de încetinirea creșterii creditării în multe sectoare bancare.

Previziunile realizate de instituțiile financiare europene arată că mediul macroeconomic ar putea continua să genereze tensiuni asupra companiilor și gospodăriilor în condițiile în care unele riscuri geopolitice se materializează. Acestea ar putea determina dezechilibre în sistemul financiar, deși în prezent piețele financiare europene sunt stabile și lichide.

Conform evaluărilor realizate de către cele trei autorități europene de supraveghere (EBA, EIOPA și ESMA), riscurile rămân ridicate, în contextul accentuării unor perspective mai dificile în anul 2024. Se constată menținerea riscului de corecție a piețelor, concomitent cu creșterea riscului de credit și potențiala deteriorare a calității activelor. De asemenea, încetinirea sectorului imobiliar ar putea determina deprecierea în activele bancare și intensificarea riscurilor de lichiditate în fondurile de investiții cu expunere pe imobiliare, existând probabilitatea amplificării impactului. Pentru asiguratorii europeni, pozițiile privind riscurile prudentiale și de lichiditate sunt evaluate ca fiind solide, însă cu toate acestea, există provocări datorate potențialelor reevaluări a primelor de risc și a unei creșteri reduse, combinate cu un posibil efect de runda a doua al inflației. Evaluarea arată și îmbunătățiri ale poziției financiare pentru sistemele de pensii ocupaționale europene cu beneficii definite.

Piața de capital

Piețele de capital europene au demonstrat o reziliență considerabilă în primele șase luni ale anului 2024, în pofida riscurilor geopolitice majore și a incertitudinilor legate de relaxarea anticipată a politicii monetare, în condițiile în care riscurile rămân la niveluri ridicate sau foarte ridicate. Piețele de acțiuni au înregistrat o creștere de 11% în prima jumătate a anului 2024, reflectând o tendință ascendentă globală. Sectorul financiar, în special cel bancar, a înregistrat cea mai mare creștere în semestrul I 2024, însă, cu toate că profitabilitatea băncilor a rămas solidă, riscurile de credit au început să fie vizibile, împrumuturile neperformante crescând în primul trimestru al anului 2024, pe fondul anticipării unei deteriorări suplimentare a calității activelor. Volatilitatea pieței de acțiuni a rămas scăzută până în luna aprilie, când a înregistrat un prim episod de creștere, urmat de altul observat în luna iunie, în contextul incertitudinii politice asociată alegerilor din UE. Cu toate acestea, volatilitatea a rămas sub media lor pe termen lung în semestrul I 2024.

Pe plan local, conform indicatorului CLIFS calculat de Banca Centrală Europeană pentru a măsura și compara nivelul de stres financiar la nivel de țară, România s-a caracterizat printr-o ușoară accentuare a tensiunii financiare în primul semestru din anul 2024, în condițiile în care indicii pentru piața de capital din România a înregistrat o creștere susținută peste nivelul de echilibru. Indicii bursei BVB au indicat evoluții mixte. Dinamicile înregistrate la finalul lunii iunie 2024 comparativ cu finalul anului anterior au fost cuprinse între -0,91%, în cazul indicelui BET-FI (care reflectă evoluția societăților de investiții financiare (SIF-uri) și a altor entități asimilabile acestora) și +25,21%, în cazul indicelui BET-TR (care reflectă atât evoluția prețurilor companiilor componente, cât și dividendele oferite de acestea).

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

Analiza tiparelor ciclice de evoluție financiară pentru piața de capital din România arată că aceasta a cunoscut un episod de creștere susținută, fără a exista bule speculative în primele șase luni ale anului 2024. Totodată, indicii de contagiune care măsoară contribuția marginală a piețelor externe de capital la bursa românească a avut o tendință de descreștere și o volatilitate redusă în semestrul I, ca urmare a reducerii tensiunilor financiare de pe piețele analizate pe fondul creșterii randamentelor acestora.

Randamentele obligațiunilor au revenit în majoritatea țărilor la începutul anului 2024, după scăderea de la sfârșitul anului 2023. Acest fapt a indicat o revizuire a așteptărilor anterioare privind traiectoria viitoare a ratelor dobânzilor. Randamentele au crescut mai mult în SUA, unde scăderea inflației s-a oprit în prima jumătate a anului 2024. Piețele obligațiunilor corporative au manifestat o dinamică asemănătoare piețelor suverane.

Piețele de criptoactive au continuat să crească în 2024, ajungând la o capitalizare totală a pieței de 2,2 miliarde EUR în iunie. Tendința ascendentă a fost alimentată în mare măsură de aprobarea a 11 ETP Bitcoin spot de către Comisia americană pentru valori mobiliare și burse (SEC) în ianuarie și de reducerea la jumătate a Bitcoin în aprilie.

Piața asigurărilor

Volumul de prime brute subscrise în România, cuprinzând atât activitatea de asigurări generale, cât și cea de asigurări de viață, a înregistrat creșteri în ritm anual în perioada 2020 - 2023, tendință similară cu cea observată și în celelalte state membre din regiune. Analiza structurii piețelor de asigurare din regiune arată că în România, cu excepția Bulgariei, sectorul asigurărilor de viață este cel mai slab reprezentat din perspectiva volumului de prime brute subscrise. Astfel, ponderea primelor brute subscrise pentru asigurările de viață a variat între 14% și 19% în perioada analizată, conform datelor publicate de EIOPA. Piața asigurărilor din Cehia, Ungaria și Polonia prezintă un grad mai ridicat de diversificare, segmentul de asigurări de viață reprezentând peste 20% din piața asigurărilor.

Referitor la solvabilitatea sistemului european de asigurări la finalul anului 2023, rata capitalului de solvabilitate (rata SCR) din Spațiului Economic European s-a situat la un nivel de 259%, în timp ce rata MCR se afla la o valoare de 714%, ceea ce arată un nivel solid de capitalizare pe plan european. În România, rata SCR la nivelul pieței asigurărilor se situa la 168% în trimestrul 4 2023, iar conform datelor EIOPA, dintre cele 30 de țări, doar Letonia (158%) și Islanda (151%) înregistrau rate SCR mai mici.

Conform raportului de stabilitate financiară publicat de EIOPA în iunie 2024, investițiile asigurătorilor din spațiul economic european au rămas preponderent în active cu venit fix, urmate de plasamentele în acțiuni. Obligațiunile guvernamentale și corporative reprezentau mai mult de jumătate din portofoliul total de investiții, urmate de acțiuni (listate și nelistate). Acest lucru expune portofoliile la riscul de piață (rata dobânzii și scăderea prețului acțiunilor) și de credit.

Din punct de vedere al interconexiunilor și al 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 avut 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 considerabile ale 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.

La începutul anului 2024 au apărut îngrijorări referitoare la posibilitatea apariției unor corecții majore în sectorul imobiliar comercial pe plan global, ce ar putea afecta societățile de asigurare din Europa și SUA. Cu toate acestea, plasamentele societăților de asigurare locale față de sectorul imobiliar rămân în continuare reduse, reprezentând 2,4% din totalul investițiilor la finalul semestrului I, în timp ce ponderea sectorului comercial imobiliar se situa la doar 0,28% din investiții, conform raportărilor societăților de asigurare.

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 în luna iunie 2024 (3,04) comparativ cu decembrie 2023 (3,14), pe fondul creșterii mai rapide a obligațiilor pe termen scurt ale asigurătorilor comparativ cu avansul înregistrat de activele lichide. În aceeași perioadă, s-a constatat o creștere a indicatorul de lichiditate aferent pieței de asigurări de viață (de la 3,67 la 3,75).

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 sfârșitul semestrului I 2024, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare totală de 20,5 miliarde lei, conform regimului Solvabilitate II, în creștere cu aproximativ 31% față de aceeași

perioadă a anului anterior. Aceste rezerve erau împărțite în două categorii de asigurare, după cum urmează: rezerve tehnice brute pentru asigurări generale în valoare de 11,9 miliarde lei, respectiv rezerve tehnice brute pentru asigurări de viață, în cuantum de 8,6 miliarde lei.

Valoarea fondurilor proprii eligibile pentru a acoperi cerința de capital de solvabilitate era de aproximativ 9,3 miliarde lei la sfârșitul lunii iunie 2024, în creștere cu circa 24% față de aceeași perioadă a anului precedent. În același timp, valoarea fondurilor proprii eligibile pentru a acoperi cerința de capital minim era de 8,8 miliarde lei, în creștere cu 23%. Conform raportărilor, ratele de solvabilitate calculate la nivelul pieței asigurărilor din România s-au menținut supraunitare, dar au scăzut în trimestrul II 2024 față de perioada similară a anului precedent. Cu toate acestea, rata capitalului de solvabilitate (SCR) a înregistrat o creștere cu 3 puncte procentuale față de cea înregistrată la finalul trimestrului IV 2023.

Piața pensiilor private

Pe plan internațional, activele destinate pensionării au crescut în anul 2023, în urma câștigurilor investiționale obținute de schemele de pensii din plasamentele în titluri de stat și obligațiuni. Valoarea activelor din schemele de pensii din țările membre OECD la sfârșitul anului 2023 de 53,1 trilioane USD, respectiv 82% din PIB, fiind în continuare cu 7% mai mică decât la sfârșitul anului 2021.

Pe plan european, piețele fondurilor de pensii private sunt diferite structural de piața din România. Majoritatea produselor sunt facultative în multe țări predominând fondurile de pensii ocupaționale (IORP). Conform datelor publicate de EIOPA, la nivel european, activele totale ale IORP au crescut cu aproximativ 221 milioane EUR, de la 2,5 miliarde EUR la 2,7 miliarde EUR în T4 2023 comparativ cu T4 2022. Această creștere a fost determinată în principal de majorarea deținerilor de obligațiuni și a ponderii acestora în portofolii. Raportul, definit ca active totale ale tuturor IORP în raport cu produsul intern brut (PIB) al țării, indică dimensiunea sectorului IORP în raport cu dimensiunea economiei per total. valoarea activelor IORP olandeze se ridică la aproape 155% din PIB-ul anual al țării. Pentru celelalte state membre, ratele de penetrare sunt mult mai scăzute (Suedia 47,7%, Italia 8,5% și Norvegia 7,8%). 63,5% din toate activele IORP din SEE sunt deținute de entități olandeze, urmate de Suedia (10,9%), Germania (9,4%) și Italia (7,1%).

Activele fondurilor de pensii private din România au înregistrat creșteri importante în Semestrul I 2024, sistemul aflându-se în continuare într-o etapă de acumulare, întrucât nivelul plăților este unul foarte redus. Astfel, valoarea totală a activelor din Pilonul II și III depășea valoarea de 148,6 miliarde lei la sfârșitul lunii iunie 2024, reprezentând aproximativ 9,07% din PIB-ul anual (calculat ca suma ultimelor 4 trimestre). În primele șase luni ale anului 2024, au fost virate contribuții brute către fondurile de pensii administrate privat în cuantum de 8,44 miliarde lei, cu 34% mai mult comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, în timp ce în Pilonul III au fost virate contribuții brute în valoare de 346 milioane lei, în creștere cu 21% față de semestrul I 2023.

Fondurile de pensii private din România au un profil de risc moderat, iar investițiile lor se concentrează în principal pe obligațiuni suverane și companii listate pe piața de capital, urmărind emitenți transparenți, care respectă principiile de guvernare corporativă. Politica investițională are în vedere diversificarea portofoliilor și reducerea riscului de piață în perioade de vulnerabilitate financiară. Fondurile de pensii investesc într-un mix de acțiuni, obligațiuni corporative, obligațiuni municipale, obligațiuni supranaționale,

titluri de stat, fonduri de investiții și depozite bancare. Totodată, sistemul de pensii private din România a urmărit de-a lungul timpului cerințele legale de prudențialitate și securitate a portofoliilor, pentru a asigura calitatea, lichiditatea și profitabilitatea activelor. La 30 iunie 2024, instrumentele cu venit fix reprezentau aproximativ 69% din active, iar 64,4% din active erau investite în titluri emise de statul român. În același timp, plasamentele în acțiuni erau 25% din active. De la înființarea fondurilor de pensii private, investițiile acestora s-au concentrat preponderent pe emitenți din România, la sfârșitul lunii iunie 2024, 94,2% din valoarea activelor fiind investită local.

Toate fondurile de pensii private au înregistrat creșteri ale ratelor de rentabilitate anualizate, la finalul semestrului I 2024 comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent. Pe Pilonul II, rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii administrate privat a fost de 7,3135%, iar în ceea ce privește Pilonul III, rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu grad de risc ridicat a fost de 7,2025%, în timp ce rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu risc mediu a fost de 5,7848%.

În semestrul I 2024, volatilitatea valorii unitare a activelor nete ale fondurilor de pensii private s-a menținut la un nivel redus similar cu cel din 2023. Cu toate acestea, evenimentele externe continuă să aibă un impact puternic asupra evoluției piețelor financiare la nivel global, accentuând riscurile pe piețele internaționale și locale de capital, care rămân sensibile la evoluția ratelor dobânzii, la deteriorarea riscului de credit și la dinamica geopolitică. În acest context, se menținere un risc ridicat de corecții pe piețele de acțiuni și pe alte piețe, concomitent cu o lichiditate fragilă.

Riscul de credit rămâne unul redus datorită cerințelor de calitate ridicată a emitenților instrumentelor cu venit fix deținute de fondurile de pensii, marea majoritate fiind titluri de stat și obligațiuni corporative cu calificativul investment grade.

Riscul de lichiditate se află la un nivel scăzut, un procent de 2,98% din activele întregului sistem fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt (aprox. 4,43 miliarde de lei). Pe parcursul semestrului I 2024 au fost operate plăți în Pilonul II în valoare de 577 milioane de lei (0,4% din activele totale de la finalul lunii iunie), respectiv 76 milioane de lei în Pilonul III (1,43% din activele totale).

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

Societățile de administrare a fondurilor de pensii private din România au obținut la finalul anului 2023 un profit net agregat de 113 milioane de lei, reprezentând 16,7% din capitalurile proprii (ROE), 6,3% din activele totale (ROA) și 21,9% din veniturile totale încasate. Comparativ cu anul 2022, profitul net agregat al administratorilor a crescut cu 10%. Cu toate acestea, numărul administratorilor care au înregistrat pierderi a crescut de la 3 (în 2022) la 5 administratori în anul 2023.

Digitalizare și securitatea sistemelor informatice

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

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

Sustenabilitatea piețelor financiare nebancale

La nivel global, din perspectiva sustenabilității piețelor financiare, s-a constatat un apetit redus al investitorilor pentru investițiile ESG. Primele luni ale anului 2024 au arătat prudență pe piețele obligațiunilor ESG, unde obligațiunile verzi, în special, permit emitenților să obțină capital care poate servi în scopuri de tranziție către economii verzi. Piața obligațiunilor ESG din UE a atins o valoare totală în circulație de 2,1 miliarde EUR în iunie, în creștere cu 17 % într-un an.

Conform datelor publicate de OECD, la sfârșitul anului 2023, valoarea noțională totală a obligațiunilor sustenabile emise de sectorul corporativ și cel public ale țărilor OECD a fost 2,3 trilioane USD, respectiv 2,0 trilioane USD. Suma totală emisă prin obligațiuni sustenabile în sectoarele corporativ și public a fost de șase și, respectiv, de șapte ori mai mare în 2019-23 decât în 2014-2018. Sectorul public a emis, de asemenea, o sumă semnificativă în obligațiuni sustenabile (394 miliarde USD în 2023). Europa a fost cea mai activă regiune pe piața de obligațiuni sustenabile atât în sectorul corporativ, cât și în cel public.

În România, există șapte fonduri deschise de investiții care sunt autorizate în categoria ESG. La finalul lunii iunie 2024, acestea aveau o pondere limitată în totalul activelor nete ale OPCVM totalizând aproximativ 729,6 milioane de lei și o cotă totală de piață de 3,44%.

1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional

1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale

La sfârșitul anului 2023 și începutul anului 2024, inflația în scădere a determinat băncile centrale să adopte o politică monetară mai relaxată. Piețele financiare au înregistrat performanțe puternice în așteptarea reducerii ratelor și a îmbunătățirii perspectivelor macroeconomice. Totuși, în primul semestru din 2024 a crescut incertitudinea cu privire la evoluția economiilor globale, a inflației și a politicii monetare, precum și la modul în care acestea vor varia în diferite regiuni. Deși se așteaptă ca ratele dobânzilor să scadă, acestea vor rămâne probabil „mai ridicate pentru mai mult timp” comparativ cu nivelurile de dinaintea pandemiei. Persistența incertitudinii economice, inclusiv temerile legate de o recesiune și de o creștere economică mai lentă, a condus la un comportament prudent al investitorilor. Această situație a fost agravată de creșterea numărului de falimente și de o încetinire a creșterii creditelor în multe sectoare bancare.

În primul semestru din 2024 evoluțiile de pe piețele financiare din zona euro au reflectat așteptările privind traiectoria inflației și potențialele efecte ale unor noi reduceri ale ratei dobânzii de politică monetară în lunile următoare. Stabilitatea financiară s-a îmbunătățit în primul semestru pentru economiile europene, astfel că riscul pe termen scurt al unei recesiuni profunde însoțite de creșterea șomajului, care a constituit o sursă majoră de îngrijorare în 2023 este foarte mică, în timp ce procesul de dezinflație a avansat în paralel. Tendința de dezinflație a fost susținută și de moderarea prețurilor energiei și a condus la formarea unor așteptări investiționale conform cărora principalele bănci centrale vor relaxa gradual politica monetară în 2024.

Investitorii rămân încrezători că inflația din economiile avansate ar putea atinge ținta de 2% fără o contracție economică profundă (*soft landing*).

În primul trimestru al anului 2024, PIB-ul real la nivel european a crescut cu 0,3% în ritm trimestrial. Această redresare a creșterii, după cinci trimestre de stagnare generală a activității, a fost determinată de servicii, în timp ce valoarea adăugată în industrie s-a contractat. Indicatori bazați pe sondaje indică o continuare a expansiunii bazate pe servicii în al doilea trimestru. Având în vedere datele slabe privind producția industrială până în luna mai, este probabil ca sectorul industrial să contribuie la reducerea creșterii pentru al doilea trimestru.

Datele sondajelor sugerează că producția din industrie rămâne fragilă fiind expusă politicii monetare și incertitudinii globale. În general, se preconizează că economia zonei euro va continua să se redreseze până la sfârșitul anului pe baza consumului și a consolidării veniturilor reale pe fondul scăderii inflației și a creșterii salariilor nominale.

În plus, se anticipează că exporturile vor beneficia de îmbunătățirea cererii globale în trimestrele următoare, deși provocările legate de competitivitatea externă reprezintă un potențial risc de scădere.

Inflația din zona euro a fost de 2,5% în iunie 2024, în scădere de la 2,6% în mai. Inflația fără energie și alimente a fost de 2,9% în iunie, neschimbată față de mai, dar în creștere față de 2,7% în aprilie. În timp ce

unele măsuri ale inflației subiacente au crescut în mai din cauza unor factori excepționali, majoritatea măsurilor au rămas stabile sau au scăzut ușor în iunie. Presiunile asupra prețurilor interne s-au temperat în primul trimestru din 2024, reflectând o scădere mai puternică decât se preconiza în timp ce creșterea salariilor a rămas ridicată.

Mai multe evenimente-cheie au influențat lichiditatea pieței de capital din Europa în prima jumătate a anului 2024 și anume politicile băncilor centrale, tensiunile geopolitice, incertitudinea economică și modificările de reglementare.

În 2023 Banca Centrală Europeană (BCE) și alte bănci centrale au continuat măsurile de înăsprire monetară pentru a combate inflația. Acestea au inclus creșterea ratelor dobânzilor și reducerea bilanțurilor, care au drenat excesul de lichidități din sistemul financiar. Ținând cont de reducerea inflației băncile centrale au început să se reducă concomitent pe mai multe piețe ratele de politică monetară.

Atunci când băncile centrale majorează ratele dobânzilor, ele urmăresc să reducă cererea agregată, ceea ce contribuie în cele din urmă la reducerea inflației. BCE a majorat rata dobânzii de politică monetară de la -0,5% în iulie 2022 la 4,0% în septembrie 2023 pentru a combate inflația ridicată. În 2024 BCE a scăzut rata de politică monetară la 3.75% în ședința din 12 iunie.

Analiza realizată de ECB la sfârșitul primului semestru indică că riscurile la adresa creșterii economice sunt reduse, dar o economie globală mai slabă sau o intensificare a tensiunilor comerciale între economiile majore ar putea afecta creșterea în zona euro. De asemenea, creșterea economică ar putea fi mai scăzută dacă efectele politicii monetare se dovedesc mai puternice decât se preconizează. Creșterea ar putea fi mai mare în cazul în care inflația scade mai rapid decât este preconizată.

Pe de altă parte, riscul de creștere a inflației poate fi generat și din intensificarea tensiunilor geopolitice, care ar putea determina creșterea prețurilor energiei și a costurilor de transport pe termen scurt și ar putea perturba comerțul mondial. În plus, fenomenele meteorologice extreme și criza climatică în curs de desfășurare ar putea duce la creșterea prețurilor alimentelor. În schimb, inflația poate surprinde în sens negativ dacă politica monetară reduce cererea mai mult decât se preconizează sau dacă mediul economic din restul lumii se înrăutățește în mod neașteptat.

Tensiunile geopolitice accentuate, în special în Europa de Est, au creat volatilitate pe piețele financiare și au condus la schimbări bruște ale sentimentului pieței, afectând condițiile de lichiditate¹.

Războiul Rusiei împotriva Ucrainei, conflictul din Orientul Mijlociu, alegerile din UE și SUA sunt surse majore de risc geopolitic. Tensiunile geopolitice pot conduce la scăderea încrederii întreprinderilor și gospodăriilor în viitor și la perturbarea comerțului mondial. Cu toate acestea, volatilitatea a rămas redusă pentru toate categoriile de active tranzacționate pe piețele financiare. Comprimarea volatilității și subestimarea riscurilor ar putea genera episoade de volatilitate ridicate pe fondul unor știri cu impact macroeconomic.

În concluzie, mediul actual incert continuă să prezinte riscuri operaționale și de stabilitate financiară semnificative, necesitând vigilență din partea tuturor participanților la piețele financiare.

¹ [Turbulent times: geopolitical risk and its impact on euro area financial stability \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

Atacurile cibernetice au crescut în frecvență și sofisticare în corelație directă cu creșterea riscului geopolitic. În contextul DORA, entitățile din sectorul financiar și supraveghetorii acestora trebuie să abordeze riscurile cibernetice într-un mod mai integrat, concentrându-se pe gestionarea riscurilor, raportarea incidentelor, testele de penetrare bazate pe amenințări și cooperarea în supraveghere. De asemenea, entitățile și autoritățile de supraveghere trebuie să fie pregătite pentru provocările aduse de noile tehnologii, cum ar fi inteligența artificială.

Introducerea de noi reglementări, în special în ceea ce privește inteligența artificială și alte tehnologii emergente, a urmărit să administreze riscurile, dar poate conduce la creșterea incertitudinii pe piețele financiare.

Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA), autoritatea de reglementare și supraveghere a piețelor financiare din UE, a publicat o analiză privind expunerea sectorului valorilor mobiliare și cel al gestionării activelor din UE față de sectorul imobiliar. Principalele concluzii ale analizei sugerează că:

- nivelurile de îndatorare din sectorul imobiliar sunt ridicate, cu implicații mai ample în ceea ce privește riscurile din partea actorilor de pe piețele financiare nebancale;
- interconexiunile cu sistemul bancar sunt importante și apar prin expunerile și activitățile entităților. Prin intermediul acestora, șocurile din acest sector se pot transmite în întregul sistem financiar al UE. În viitor, este de așteptat ca riscul ratei dobânzii să continue să influențeze expunerile pe piața imobiliară. Indicatorii de risc de credit pentru societățile imobiliare au început să dea semne de deteriorare, iar neconcordanțele de lichiditate rămân o vulnerabilitate esențială pentru fondurile de investiții imobiliare.

În studiu, ESMA prezintă evoluția acestui sector în ultimii cinci ani.

- S-a înregistrat o scădere generalizată a evaluării principalilor indici imobiliari de acțiuni și obligațiuni. S-au observat, de asemenea, scăderi ale evaluării pentru firmele imobiliare listate și pentru fondurile de investiții imobiliare, împreună cu o creștere a activității de tranzacționare și a activității de împrumut de titluri pentru acești participanți pe piață. S-a constatat, de asemenea, că titlurile de valoare legate de sectorul imobiliar sunt utilizate ca garanții.
- Gradul de îndatorare al firmelor imobiliare a crescut semnificativ în ultimii cinci ani.

Alături de instituțiile de credit, fondurile de investiții sunt investitori importanți în sectorul imobiliar. De asemenea, acestea fac parte dintre principalele contrapartide ale unor firme imobiliare în tranzacțiile cu instrumente financiare derivate și de finanțare cu titluri de valoare.

Evoluțiile favorabile pe partea ofertei sunt reflectate și de dinamica indicelui GSCPI. Indicele GSCPI (*Global Supply Chain Pressure Index*) măsoară întreruperile lanțului de aprovizionare și este calculat pe baza unei 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.

Evoluția indicelui GSCPI din primul semestru al anului 2024 indică o tendință de revenire la media pe termen lung ca urmare a descreșterii tensiunilor de pe structura lanțurilor de aprovizionare. Descreșterea indicelui este asociată cu reducerea inflației la nivel global pentru bunurile și prețurile la nivel de producător.

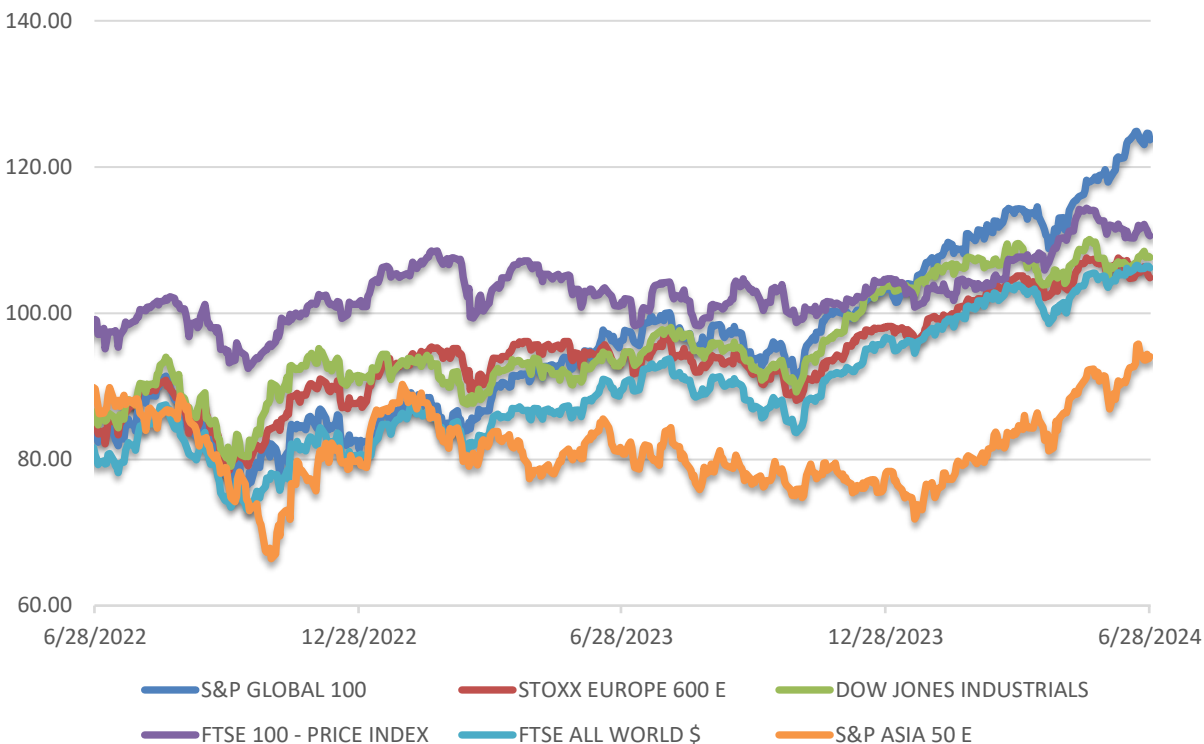
Figura 1 Evoluția indicelui GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index)



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

Dinamica principalilor indici internaționali este prezentată în Figura 2 pentru perioada iunie 2022 - iunie 2024. Indicii au fost normalizați la 100 pentru a facilita comparația dintre aceștia. Dinamica indicilor sugerează o tendință de creștere la nivel global pentru primul semestru din 2024. Față de sfârșitul anului 2023, toți indicii analizați au înregistrat creșteri.

Figura 2 Principalii indici internaționali (1 ianuarie 2022=100)

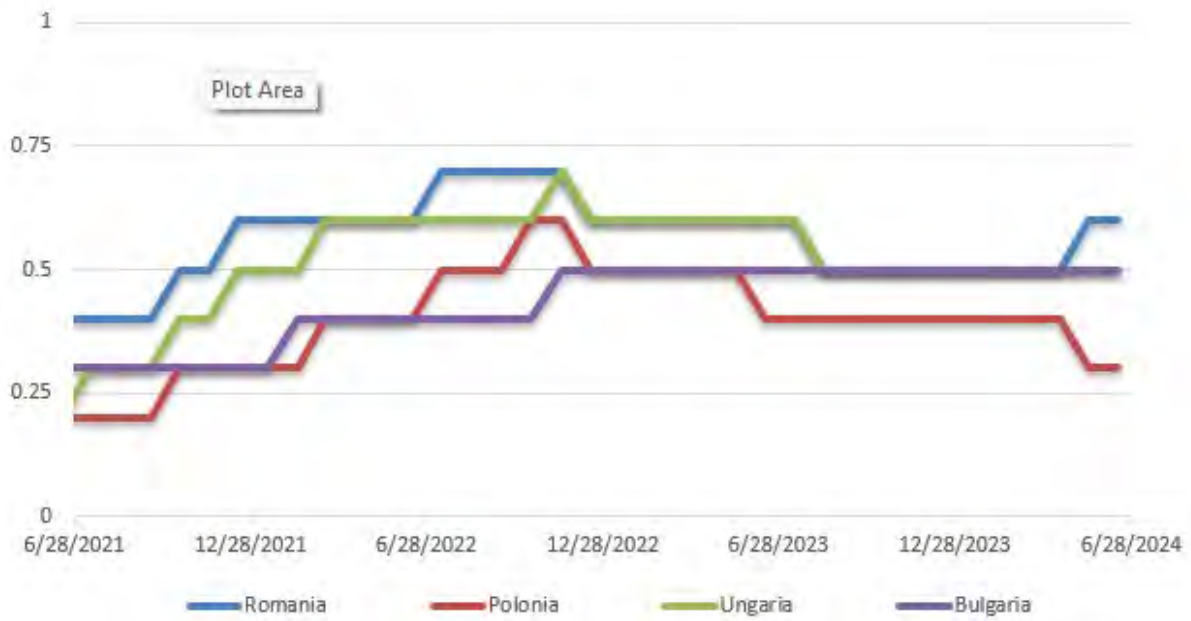
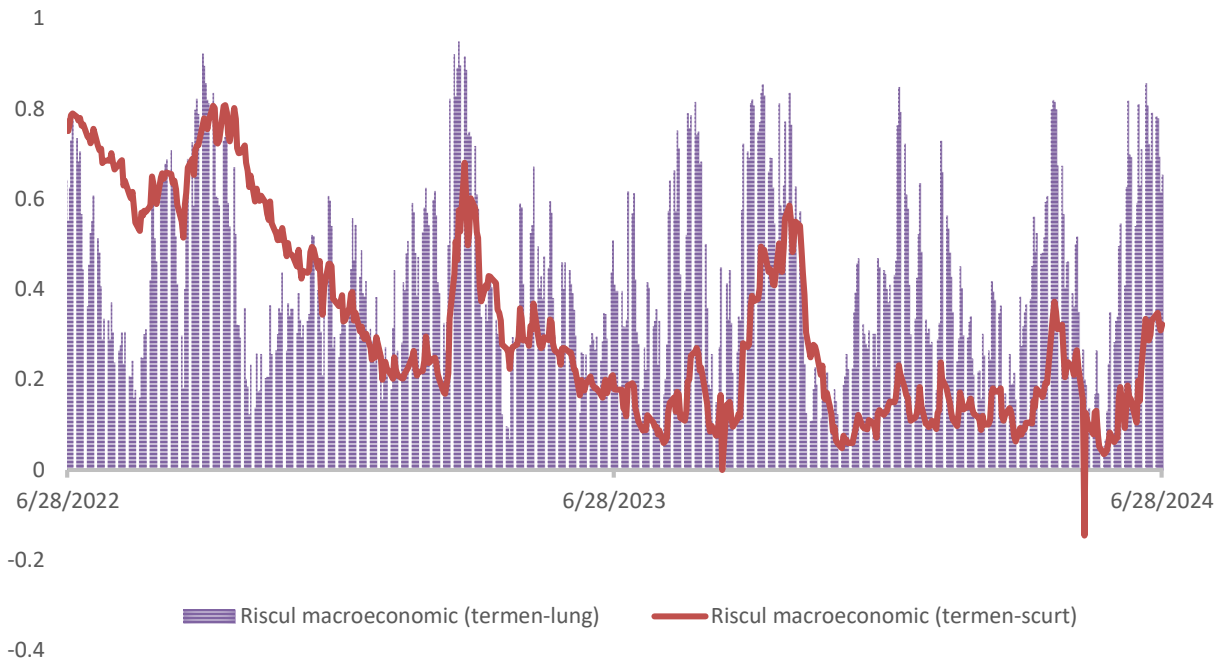


Sursa: LSEG, prelucrare ASF

Cu toate ca sentimentul economic a înregistrat o tendință de stabilizare și de o ușoară creștere pentru unele economii europene, ceea ce a alimentat creșterile înregistrate pe piețele financiare, riscurile economice pe termen scurt sunt în creștere. Indicatorii de avertizare timpurie care sunt construiți pentru a anticipa probabilitatea de apariție a unei crize economice pe fondul dezechilibrelor macro-economice nu indică dezechilibre majore pentru economiile selectate în eșantion.

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

Figura 3 Indicatori de avertizare timpurie si riscul macroeconomic



Sursa: Citi Macroeconomic Risk Index, prelucrare ASF

1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

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

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

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

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

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

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

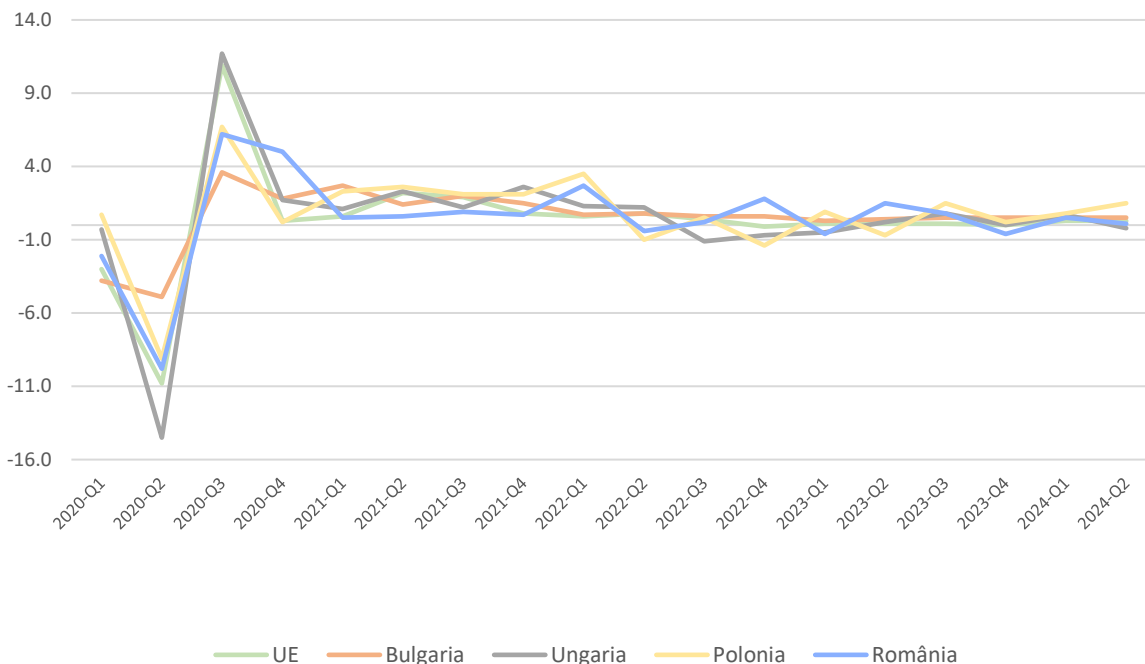
În concluzie, analiza acestor factori - inflația, creșterea economică, dinamica ratelor dobânzilor, sentimentul economic și rata șomajului - oferă o viziune asupra stabilității economice. Factorii de decizie se bazează pe acești indicatori pentru a lua decizii informate menite să mențină stabilitatea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

Creștere economică

Graficul următor prezintă evoluția trimestrială a creșterii economice în intervalul T1 2020 – T2 2024. Detalierea dinamicii PIB pentru România pe trimestre în intervalul 2022 – 2024 este prezentată sintetic în Tabelul 1.

Produsul Intern Brut (PIB) al României a înregistrat o valoare de 351 miliarde de dolari în 2023, potrivit datelor oficiale ale Băncii Mondiale.

Figura 4 Creștere economică trimestrială (ca modificare procentuală față de perioada anterioară)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Tabelul 1 prezintă dinamica PIB în intervalul T1 2020 – T2 2024.

În al doilea trimestru al anului 2024, Produsul Intern Brut (PIB) a crescut în termeni reali cu 0,1% față de primul trimestru al aceluiași an, înregistrând o creștere de 0,8% față de același trimestru din 2023, atât pe seria brută, cât și pe seria ajustată sezonier, iar în primul semestru al anului 2024, PIB-ul a crescut cu 0,7% comparativ cu primul semestru al anului 2023 pe seria brută și cu 1,5% pe seria ajustată sezonier.

Tabelul 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial

		T1	T2	T3	T4	An
- în % față de perioada corespunzătoare din anul precedent -						
Serie brută	2022	105,6	104,4	103,0	103,9	104,1
	2023	102,4	101,1	101,9	103,0	102,1
	2024	100,5	100,8	-	-	-
Serie ajustată sezonier	2022	105,0	104,0	103,2	104,4	-
	2023	101,0	102,9	103,5	101,1	-
	2024	102,2	100,8	-	-	-
- în % față de trimestrul precedent -						
Serie ajustată sezonier	2022	102,7	99,6	100,2	101,8	-
	2023	99,4	101,5	100,8	99,4	-
	2024	100,5	100,1	-	-	-

Sursa: Date INS

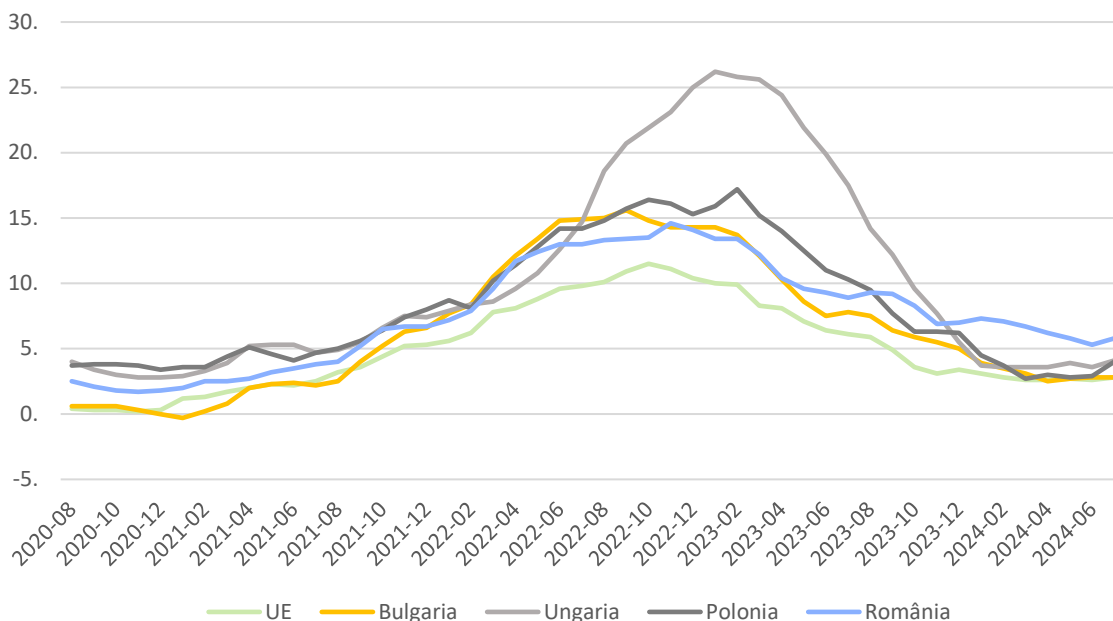
Activitatea economică și-a revenit la începutul anului 2024, după o creștere relativ moderată a PIB real de 2,1% în 2023. Consumul privat a crescut puternic datorită creșterii pensiilor și a salariilor din sectorul public. Pentru întregul an 2024, inflația mai scăzută, creșterea veniturilor disponibile reale și relaxarea condițiilor financiare ar trebui să sprijine în continuare consumul privat. Consumul public rămâne puternic, iar investițiile finanțate de UE în infrastructura publică ar trebui să continue într-un ritm alert. Cu toate acestea, construcțiile rezidențiale rămân reduse, iar creșterea formării brute de capital fix ar trebui să încetinească semnificativ față de nivelurile din 2023. Perspectivele slabe de creștere ale principalilor parteneri comerciali ai UE afectează exporturile, în timp ce importurile se accelerează, ceea ce duce la o contribuție negativă a exporturilor nete la creșterea PIB și la o ușoară creștere a deficitului de cont curent.

Dinamica inflației

În trimestrul II al anului 2024, rata anuală a inflației IPC în România a revenit pe un trend descendent, ajungând la 4,94% în luna iunie, cu 1,67 puncte procentuale mai mică decât cea înregistrată cu trei luni înainte. Procesul de dezinflație a fost aproape generalizat, beneficiind de un context favorabil pe piețele materiilor prime, de anumite modificări legislative care au permis ajustarea în scădere a prețurilor la utilități și de re poziționarea la un nivel inferior a așteptărilor inflaționiste ale operatorilor economici.

Conform Eurostat, rata anuală a inflației (IAPC) în Uniunea Europeană a fost de 2,6% în iunie 2024, în scădere de la 2,7% în mai. Cu un an înainte, rata a fost de 6,4%.

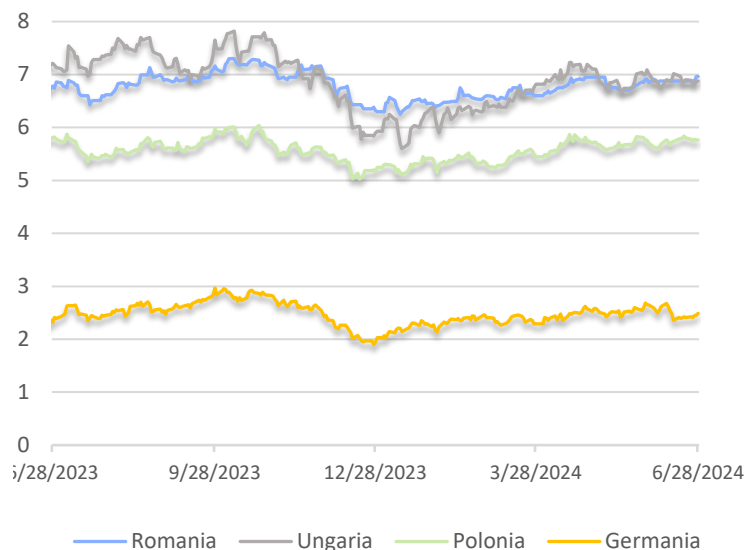
Figura 5 Rata inflației (IAPC)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Rata dobânzii

Figura 6 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani)

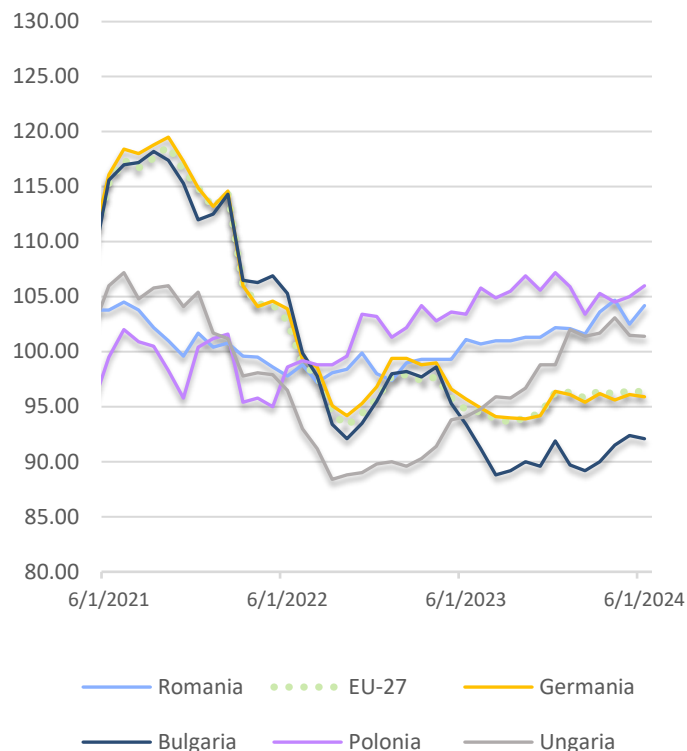


Sursa: LSEG, prelucrare ASF

Figura 6 prezintă dinamica obligațiunilor suverane la 10 ani pentru statele incluse în analiză, Germania fiind tratată drept referință pentru evoluția europeană pentru perioada 2023-iunie 2024. Randamentele obligațiunilor guvernamentale au manifestat pe parcursul primului semestru din anul 2024 o traiectorie relativ constantă. În acest interval, Banca Națională a României nu a modificat valorile ratei de politică monetară sau ratele facilităților de creditare și depozit față de valorile înregistrate anterior.

Sentiment economic

Figura 7 Sentiment economic

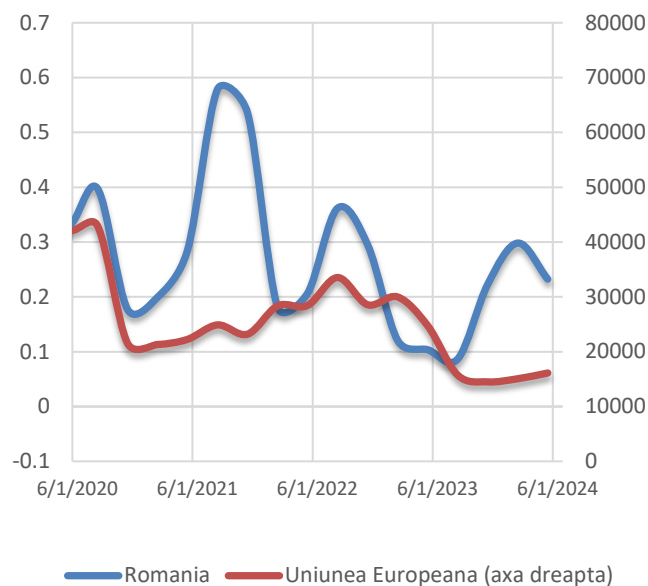


Indicatorul de sentiment economic (ESI) este un indicator compozit ce are ca scop urmărirea dinamicii PIB. Scalarea sa este realizată la o medie pe termen lung de 100 și o deviație standard de 10. În aceste condiții, valorile peste 100 indică un sentiment economic peste medie și vice-versa.

Figura 7 compară sentimentul economic al României cu alte țări (UE-27, Germania, Bulgaria, Polonia și Ungaria) în perioada iunie 2021 - iunie 2024.

În cazul României, graficul indică un sentiment economic cu o tendință de creștere ușoară pe parcursul perioadei. În general, sentimentul economic al României a fost mai volatil în comparație cu media UE și cu Germania.

Figura 8 Incertitudinea economică



Indicele incertitudinii politicilor economice (EPU, măsoară frecvența articolelor din principalele ziare care conțin termeni legați de incertitudinea politicilor economice. Acest indice este calculat pentru diferite țări și regiuni, oferind o perspectivă asupra nivelului de incertitudine al politicilor economice de-a lungul timpului, și ajută factorii de decizie să înțeleagă impactul incertitudinii politice asupra activităților economice precum investițiile, producția și ocuparea forței de muncă.

Indicele calculat pentru România a cunoscut o creștere pentru primul semestru din 2024.

Sursa: www.policyuncertainty.com, prelucrare ASF

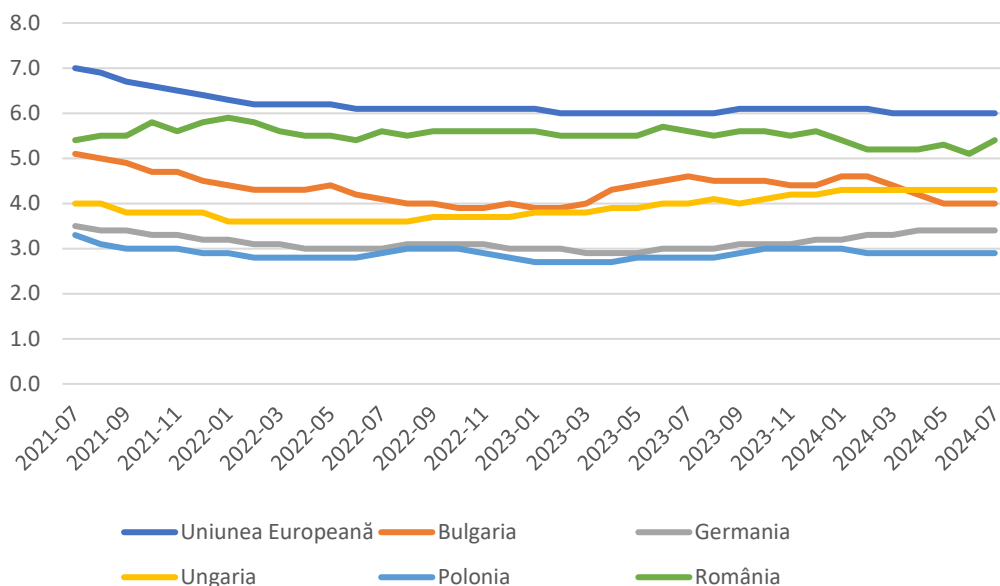
Datele recente indică o tendință generală de scădere a șomajului în majoritatea țărilor analizate. Germania se remarcă prin menținerea unei rate a șomajului stabilă și scăzută.

În România și Bulgaria, s-a observat o scădere constantă a ratei șomajului, ajungând la valori similare în iulie 2024. Polonia a înregistrat cea mai mică rată a șomajului în iulie 2024, comparativ cu celelalte țări analizate.

Ungaria a avut fluctuații în rata șomajului pe parcursul perioadei analizate, dar a reușit să încheie perioada cu o rată a șomajului mai mică decât la început.

La nivelul Uniunii Europene (EU-27), s-a observat o tendință generală de scădere a șomajului, reflectând îmbunătățiri economice în majoritatea țărilor membre.

Figura 9 Rata șomajului



În al doilea trimestru din 2024, rata locurilor de muncă vacante a fost de 2,6% în zona euro, în scădere de la 2,9% în primul trimestru din 2024 și de la 3,1% în al doilea trimestru din 2023, potrivit datelor publicate de Eurostat. Rata locurilor de muncă vacante în UE a fost de 2,4% în al doilea trimestru din 2024, în scădere de la 2,6% în primul trimestru din 2024 și de la 2,9% în al doilea trimestru din 2023.

Dintre statele membre pentru care sunt disponibile date comparabile, cele mai ridicate rate ale locurilor de muncă vacante în al doilea trimestru din 2024 au fost înregistrate în Belgia, Țările de Jos (4,4% în ambele) și Austria (4,0%). În schimb, cele mai scăzute rate au fost observate în România (0,7%), Bulgaria (0,8%), Polonia și Spania (0,9% în ambele).

Comparativ cu același trimestru al anului precedent, rata locurilor de muncă vacante a crescut în șase state membre, a rămas stabilă în trei state membre și a scăzut în optsprezece state membre. Cea mai mare creștere a fost observată în Grecia (+0,9 pp). Cele mai mari scăderi au fost înregistrate în Germania (-1,0 pp), Austria (-0,9 pp) și Suedia (-0,8 pp).

2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebancare

Monitorizarea periodică a riscurilor de pe piețele financiare nebancare europene este un instrument de politică macroprudențială în măsura în care factorii de risc care acționează asupra acestor piețe au efecte și asupra piețelor financiare nebancare supravegheate de ASF.

Cu toate că riscurile la adresa stabilității financiare nu s-au intensificat în primul semestru din 2024, acestea au rămas ridicate.

La nivelul economiei europene perspectivele de creștere s-au îmbunătățit, dar incertitudinea a crescut ușor pe fondul creșterii tensiunilor geopolitice. Previziunile realizate de instituțiile financiare europene arată că mediul macroeconomic ar putea continua să genereze tensiuni asupra firmelor și gospodăriilor în condițiile în care unele riscuri geopolitice se materializează. Acestea ar putea genera dezechilibre pe piețele financiare deși în prezent piețele financiare europene sunt stabile și lichide.

Cele trei autorități europene de supraveghere (EBA, EIOPA și ESMA - ESAs) au publicat în primăvara anului 2024 prin intermediul Comitetului comun un raport actualizat cu privire la riscurile și vulnerabilitățile din sistemul financiar al UE². Raportul arată că riscurile rămân ridicate în contextul încetinirii creșterii economice, al unui mediu incert al ratelor dobânzilor și al tensiunilor geopolitice persistente.

Referitor la principalele perspective, evoluții ale pieței și riscuri există o incertitudine ridicată cu risc de corecții ale pieței:

- Inflația și creșterea au încetinit și mai mult, iar reducerile ratelor sunt tot mai așteptate în 2024, alimentând creșterea prețurilor activelor.
- Incertitudinea cu privire la ritmul/profunditatea reducerilor ratelor și la geopolitică (războaie, alegerile din 2024) persistă.
- Acțiuni: Indicii globali ai acțiunilor au fost stimulați de reducerile anticipate ale ratelor, dar cu riscuri de corecții în cazul unor evenimente neașteptate.
- Obligațiuni: Randamentele obligațiunilor suverane din UE au scăzut la sfârșitul anului 2023, la fel ca randamentele corporative, atât pentru obligațiunile cu grad de investiții, cât și pentru cele cu randament ridicat, randamentele fiind mai stabile în 2024.
- Performanța și fluxurile fondurilor au fost volatile, cu schimbări de mediu în semestrul 2 al anului 2023. Apetitul redus al investitorilor pentru investițiile ESG.

Este preconizată creșterea riscului de credit și deteriorarea calității activelor:

- Dezvoltare economică: încetinirea în continuare a creșterii;

² https://www.eiopa.europa.eu/publications/joint-committee-update-risks-and-vulnerabilities-eu-financial-system-spring-2024_en

- Riscul de credit: Calitatea creditelor nefinanciare și imobiliare cu randament ridicat a continuat să scadă, cu o tendință de creștere a ratelor de neplată, deși acestea rămân moderate în raport cu standardele istorice
- Sectorul imobiliar: Încetinirea ar putea genera deprecieri la bănci și riscuri de lichiditate în fondurile imobiliare, care ar putea avea un impact mai larg.
- Calitatea activelor în sectorul bancar a rămas solidă, dar se așteaptă o deteriorare a portofoliilor de credite. Reevaluarea activelor de nivel 3 ar putea avea loc și în sectorul asigurărilor.

În ceea ce privește riscurile prudențiale și de lichiditate, pozițiile asigurătorilor și băncilor sunt solide, deși perspectivele devin mai dificile.

Pozițiile prudențiale și de lichiditate au rămas solide în 2023:

- Ratele de solvabilitate ale asigurătorilor sunt cu mult peste 200%. Companiile de asigurări generale raportează o creștere a ratelor de solvabilitate, pe când cele de asigurări de viață prezintă stabilitate.
- Sistemele de pensii ocupaționale cu beneficii definite (IORP) și-au îmbunătățit poziția financiară.
- Asigurătorii dispun de o mare disponibilitate de active foarte lichide, dar pozițiile de lichiditate s-au diminuat ușor.
- În sectorul bancar, pozițiile de capital și lichiditate sunt solide, cu o rentabilitate ridicată în 2023. Acestea au susținut rezistența băncilor din UE în timpul crizei bancare regionale din SUA și după aceasta.
- Ratele capitalului bancar au rămas destul de solide, cu o rată CET1 de 15,8% în T3 2023 (14,8% în T3 2022), în timp ce pozițiile de lichiditate au rămas solide.

Dar perspectivele sunt mai dificile în 2024:

- Pentru bănci, provocările sunt determinate de reevaluarea pasivelor în raport cu activele, cu perspective de venituri mai mici din dobânzi, creștere mai lentă a creditelor, costuri ridicate și un mediu macroeconomic dificil
- Pentru asigurători, provocările vin din cauza unei potențiale reevaluări a primelor de risc și a unei creșteri reduse, combinate cu un potențial efect de runda a doua al inflației

Riscurile legate de inovare și digitalizare arată că amenințările cibernetice au devenit mai agresive și prin urmare riscurile cibernetice sunt în creștere:

- Numărul tot mai mare de atacuri care încearcă să întrerupă serviciile sau să obțină acces la date și servicii, inclusiv *ransomware*.
- Însă impactul atacurilor de până acum a fost limitat.

- Cererile de despăgubire legate de asigurările cibernetice continuă să crească. Frecvența și gravitatea atacurilor au determinat sectorul (re)asigurărilor să consolideze în continuare tehnicile de stabilire a prețurilor și mecanismele de transfer al riscurilor.
- În sectorul bancar, va fi important să se reflecteze asupra rezultatelor testelor de reziliență cibernetică aflate în curs de desfășurare.
- Instabilitatea geopolitică accentuată și dependența crescută de soluțiile digitale sporesc, de asemenea, insecuritatea cibernetică

Importanța DORA

Evoluțiile arată importanța abordării comune de către ESAs a riscurilor la adresa rezilienței cibernetice și au consolidat așteptările referitoare la aplicarea Legii privind reziliența operațională digitală (DORA).

Raliul cripto în urma aprobării ETF Bitcoin spot în SUA

Cripto-active: capitalizarea totală a pieței a crescut mai mult decât dublu față de anul anterior, în mare parte ca urmare a aprobării ETF-urilor Bitcoin spot în SUA. Nivelurile de risc cripto rămân foarte ridicate.

Consiliul general al Comitetului european pentru risc sistemic (CERS) a publicat tabloul riscurilor, ediția din iunie 2024³. Tabloul riscurilor este un set de indicatori cantitativi și calitativi care măsoară riscul sistemic în sistemul financiar al UE. CERS a recunoscut evoluțiile macroeconomice pozitive din UE, având în vedere perspectivele îmbunătățite de creștere și inflație. În același timp, a fost de acord că riscurile de criză au crescut, pe fondul tensiunilor geopolitice ridicate și al incertitudinii politice sporite ca urmare a alegerilor din UE.

Consiliul general a discutat un cadru unificat pentru monitorizarea riscurilor sistemice de lichiditate în sistemul financiar în ansamblu. Cadrul propus acoperă două dimensiuni-cheie ale lichidității: (i) lichiditatea de finanțare, care surprinde capacitatea instituțiilor financiare de a obține finanțare și (ii) lichiditatea pieței, care surprinde capacitatea participanților la piață de a tranzacționa rapid active financiare, în cantități potențial mari, fără a declanșa modificări importante ale prețurilor. Cadrul surprinde, de asemenea, interacțiunile dintre aceste dimensiuni și urmărește să măsoare riscul ca stresul de lichiditate care afectează intermediari sau piețe financiare individuale să se răspândească cu o intensitate crescândă în întregul sistem financiar. Domeniul său de aplicare include băncile, intermediarii financiari nebankari și câteva piețe financiare esențiale. Un raport care prezintă acest cadru de monitorizare va fi publicat în toamna anului 2024, iar cadrul în sine va fi testat și perfecționat de CERS și de membrii săi.

În plus, Consiliul general a convenit asupra propunerilor privind modul de punere în aplicare a instrumentelor de abordare a riscurilor în anumite tipuri de fonduri de investiții.

- În primul rând, neconcordanțele structurale de lichiditate din fondurile de investiții imobiliare ar putea fi reduse prin asigurarea unei alinieri mai strânse între condițiile de răscumpărare ale fondurilor și strategiile lor de investiții, prin prelungirea perioadelor de preaviz și prin reducerea frecvenței de răscumpărare.

³ <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2024/html/esrb.pr240627~adf24b137b.en.html>

- În al doilea rând, utilizarea de instrumente de gestionare a lichidității anti-diluție⁴ de către fondurile de investiții ar reduce avantajul primului venit, prin transferarea unei părți din costul tranzacțiilor către investitori.
- În al treilea rând, un cadru de testare la stres a lichidității pentru fondurile de investiții ar putea încorpora mai eficient decât în prezent riscul de lichiditate care rezultă din apelurile în marjă și în garanție.

2.1. Piețele europene de capital

Raportul ESMA privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile, ediția nr. 2/2024

Piețele aflate sub jurisdicția ESMA au demonstrat o reziliență semnificativă în primul semestru al anului 2024, în pofida riscurilor geopolitice majore și a incertitudinilor legate de relaxarea anticipată a politicii monetare.

În ansamblu, riscurile continuă să se mențină la niveluri ridicate sau foarte ridicate. Cu toate acestea, scăderea temporară a valorii acțiunilor la începutul lunii august și volatilitatea pieței observată în contextul alegerilor parlamentare europene și franceze din luna iunie indică o sensibilitate accentuată a piețelor la evoluțiile economice, inclusiv la modificările așteptărilor privind rata dobânzii, la deteriorarea riscului de credit, precum și la dinamica politică și electorală.

Mediul extern continuă să reprezinte o provocare pentru piețele financiare din UE, acestea fiind supuse presiunilor provenite din economia reală, piețele globale și diverse surse politice. Condițiile macrofinanciare au continuat să se deterioreze pe măsură ce efectele înăspririi politicii monetare s-au făcut simțite.

În primăvara anului 2024, cele mai recente prognoze ale Comisiei Europene privind creșterea PIB-ului real în UE au fost revizuite în scădere la 1,0%, comparativ cu 1,3% în previziunile din toamna anului 2023, iar pentru anul 2025 se anticipează o creștere de 1,6%. La polul opus, perspectivele globale s-au îmbunătățit, FMI majorându-și prognoza de creștere globală pentru 2024 de la 2,9% la 3,2% și anticipând o creștere globală de 3,2% pentru 2025.

La începutul anului 2024, în contextul unei scăderi rapide a inflației, Rezerva Federală a SUA și BCE au anunțat reduceri ale ratelor dobânzilor pentru sfârșitul anului 2023 și anul 2024. Ulterior, la începutul lunii iunie, BCE a redus ratele sale cheie cu 25 de puncte procentuale. În SUA, o creștere neașteptată a inflației

⁴ Taxa anti-diluție: o taxă anti-diluție înseamnă o taxă care este plătită fondului de un deținător de unități sau de un acționar cu ocazia subscrierii, a răscumpărării sau a rambursării de unități sau acțiuni, care compensează fondul pentru costul lichidității suportat din cauza volumului tranzacției respective și care garantează că alți deținători de unități sau acționari nu sunt dezavantajați în mod inechitabil.

În luna martie a modificat așteptările, iar în prezent se anticipează reduceri ale ratelor dobânzilor în SUA spre sfârșitul anului 2024.

Condițiile financiare globale continuă să reflecte condițiile monetare mai stricte din ultimii doi ani și jumătate, cu rate de împrumut mai ridicate și standarde de creditare mai stricte. Principalul factor de risc al actualului mediu de piață este impactul continuu al ratelor dobânzilor ridicate și anticiparea unei relaxări monetare pe termen scurt. Cu toate acestea, incertitudinea cu privire la ritmul de reducere a ratelor și posibilele divergențe în calendarul de reducere a ratelor între economiile majore ar putea, de asemenea, să genereze volatilitate pe piețele financiare.

Prețurile materiilor prime au crescut din nou în 2024, după ce au scăzut în semestrul 2 al anului 2023. Creșterea prețurilor a vizat o gamă largă de mărfuri și a fost legată atât de factori din partea cererii, cât și din partea ofertei.

Prețurile activelor la sfârșitul anului 2023 și începutul anului 2024 au avut o tendință ascendentă. Cu toate acestea, mai târziu în primul semestru al anului 2024, au apărut divergențe în ceea ce privește performanța prețurilor anumitor active între indicii de acțiuni din UE și SUA, pe măsură ce piețele s-au ajustat ca răspuns la inflația mai persistentă din SUA și la anticiparea unei relaxări monetare mai lente în SUA.

Evaluările piețelor europene de acțiuni au înregistrat o creștere de 11% în prima jumătate a anului 2024, reflectând tendința ascendentă globală a piețelor de acțiuni. Sectorul financiar, în special evaluările bancare, a înregistrat cea mai semnificativă creștere în semestrul I al anului 2024. Deși profitabilitatea băncilor a rămas solidă, riscurile de credit au început să se manifeste, împrumuturile neperformante crescând în primul trimestru al anului 2024, anticipându-se o deteriorare suplimentară a calității activelor. Volatilitatea pieței de acțiuni a rămas redusă până în aprilie, când a crescut, iar o nouă creștere a fost observată în luna iunie, probabil în legătură cu incertitudinea politică asociată alegerilor din UE. Cu toate acestea, atât volatilitatea implicită, cât și cea realizată, au rămas sub mediile lor pe termen lung în semestrul I al anului 2024.

După scăderea de la sfârșitul anului 2023, randamentele obligațiunilor au revenit în majoritatea țărilor la începutul anului 2024. Acest fapt a reflectat o revizuire substanțială a așteptărilor anterioare privind traiectoria viitoare a ratelor dobânzilor. Randamentele au crescut mai mult în SUA, unde scăderea inflației s-a oprit în prima jumătate a anului 2024. Piețele obligațiunilor corporative au manifestat o dinamica simetrică piețelor suverane.

Condițiile pieței financiare au rămas favorabile în general. Indicatorii de lichiditate ai obligațiunilor suverane s-au îmbunătățit în continuare pe parcursul anului, beneficiind de așteptările privind o relaxare a politicii monetare în lunile următoare. Volatilitatea pieței a continuat să scadă, deși a rămas peste nivelurile observate înainte de începerea ciclului de înăsprire monetară. Condițiile de lichiditate s-au înrăutățit la sfârșitul lunii iunie, afectate de incertitudinea politică din Franța: majoritatea indicatorilor reactivi de lichiditate, cum ar fi *spread*-urile *bid-ask*, au crescut semnificativ în perioada premergătoare votului parlamentar în două tururi din Franța.

Performanța fondurilor din UE a fost pozitivă pentru toate categoriile de fonduri, reflectând un mediu de piață favorabil. Randamentul fondurilor de acțiuni în ultimele 12 luni a crescut de la 1,2% în semestrul II al







anului 2023 la 1,4% în semestrul I 2024. Riscul ratei de dobândă a fost stabil, deoarece durata portofoliilor fondurilor de obligațiuni a rămas aproape de 4,5 ani, în conformitate cu indicii pieței obligațiunilor în general.

La nivelul UE, evaluările fondurilor imobiliare au ținut seama, în general, de scăderea prețurilor. Încrederea investitorilor în condițiile viitoare ale pieței s-a consolidat în semestrul I al anului 24, ceea ce poate reflecta așteptările privind o inflație mai moderată și rate ale dobânzii mai scăzute pe termen mediu. Cu toate acestea, încrederea în condițiile actuale ale pieței a rămas slabă, pe fondul incertitudinii geopolitice și al creșterii economice scăzute.

Primele luni ale anului 2024 au arătat semne de optimism prudent pe piețele obligațiunilor ESG, unde obligațiunile verzi, în special, permit emitenților să obțină capital care poate servi în scopuri de tranziție. Piața obligațiunilor ESG din UE a atins o valoare totală în circulație de 2,1 miliarde EUR în iunie, în creștere cu 17 % într-un an.

Piețele crypto-activelor au continuat să crească în 2024, ajungând la o capitalizare totală a pieței de 2,2 miliarde EUR în iunie. Tendința ascendentă a fost alimentată în mare măsură de aprobarea a 11 ETP Bitcoin spot de către Comisia americană pentru valori mobiliare și burse (SEC) în ianuarie și de reducerea la jumătate a Bitcoin în aprilie (*Bitcoin halving*).

Tabloul riscurilor⁵

Factori de risc			
Categorie	Nivel	Perspectivă	
Riscuri de lichiditate		→	
Riscuri de piață		→	
Riscuri de credit ⁶		→	
Riscuri de contagiune		→	
Riscuri operaționale		→	
Riscuri de mediu		→	

Piețe de valori mobiliare

⁵ 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.

⁶ 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.

Riscuri

- Incertitudinea privind posibila discrepanță în ceea ce privește calendarul și nivelul de relaxare a politicii monetare între SUA și UE;
- Riscurile geopolitice sporite, precum și rezultatele alegerilor din UE și SUA cresc probabilitatea volatilității piețelor;
- Subestimarea potențială a riscurilor pe unele piețe ale obligațiunilor în contextul unui grad ridicat de îndatorare și al necesităților și costurilor de refinanțare;
- Având în vedere nivelul record al evaluărilor bursiere, există riscul unor reacții disproporționate la evenimente negative neașteptate, având în vedere nervozitatea actuală a pieței.

Nivel



Perspectivă



Gestionarea activelor

Riscuri

- Discrepanța dintre sentimentul pozitiv al pieței nivelul real de risc pe piețele de acțiuni și obligațiuni;
- Șocurile care afectează atât lichiditatea activelor, cât și cererea de lichiditate ar putea pune în dificultate fondurile expuse la necorelări de lichiditate;
- Impactul întârziat al înăsprii politicii monetare, în special în sectoarele expuse la pierderi nerealizate, cum ar fi sectorul imobiliar.

Nivel



Perspectivă



Investitori

Riscuri

- Marketingul agresiv, în special în ceea ce privește produsele structurate cu risc ridicat și criptoactive;
- Digitalizarea, inclusiv utilizarea emergentă a instrumentelor de inteligență artificială pentru serviciile pentru clienți;
- Lipsa de competență a consumatorilor în ceea ce privește tranzacționarea bazată pe social-media și tranzacționarea prin copiere;
- Potențialul greenwashing și cunoștințele limitate în materie de investiții ESG;
- Costuri ridicate și slab comunicate.

Nivel



Perspectivă



Infrastructuri și servicii

Riscuri

- Riscul operațional permanent al atacurilor cibernetice;

Nivel



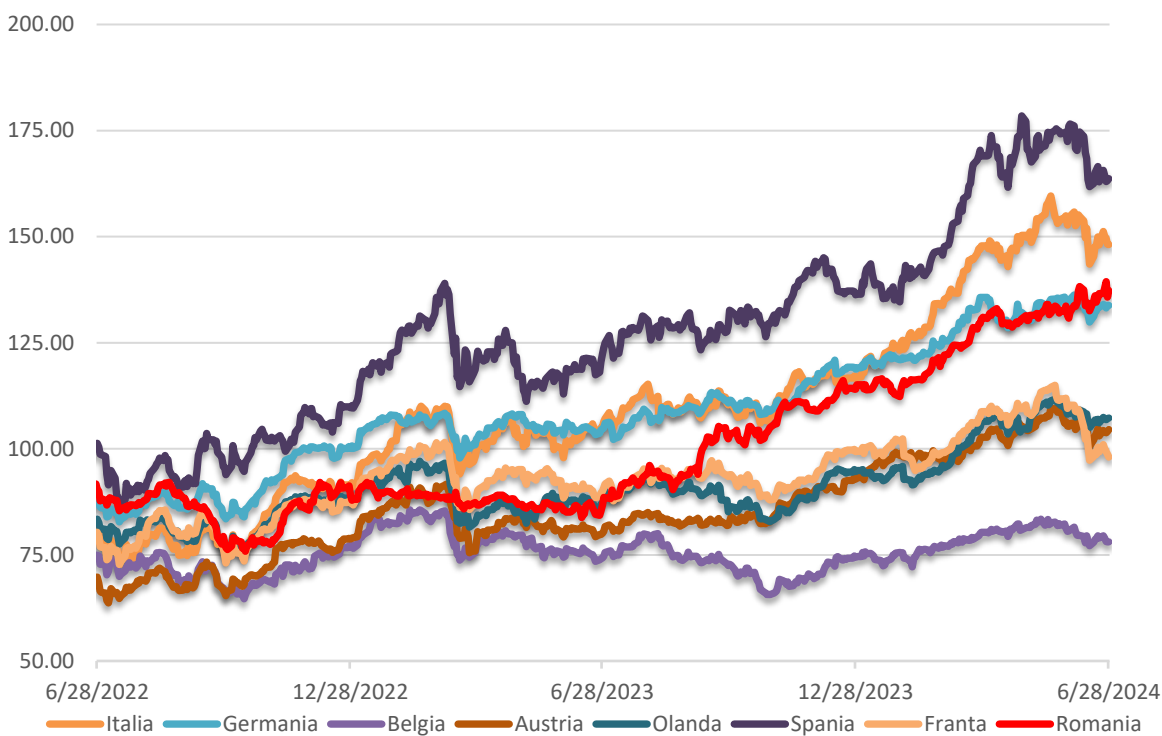
Perspectivă



- Un risc operațional semnificativ și continuu pentru infrastructuri în general, inclusiv expunerea datorată digitalizării crescânde și utilizării serviciilor *cloud* în procesele principale de producție;
- Reactivitatea ridicată la evenimentele de pe piață sporește riscurile de încălcare a marjelor și de întrerupere a tranzacțiilor.

În Figura 9 sunt prezentați principalii indici sectoriali ce reflectă evoluția sectorului financiar din Uniunea Europeană în primul semestru din 2024. Eșantionul este compus din România, Italia, Germania, Belgia, Austria, Olanda, Spania și Franța.

Figura 10 Indici bursieri (sectorul financiar)



Sursa: LSEG, prelucrare ASF

În primul semestru din 2024, piețele financiare și-au revenit pe fondul scăderii prețurilor energiei și a rezultatelor economice înregistrate pe fondul reducerii inflației. Indicii bursieri care reflectă activitatea companiilor din sectorul financiar au înregistrat creșteri față de sfârșitul anului 2023. Pe viitor, piețele vor rămâne foarte sensibile, în special la riscul geopolitic.

2.2. Piața asigurărilor și a pensiilor ocupaționale din UE

Tabloul riscurilor iulie 2024 (date Solvabilitate II Q1-2024)⁷

Tabloul riscurilor din luna iulie 2024, publicat de EIOPA, arată că riscurile din sectorul european al asigurărilor sunt stabile și, în general, la niveluri medii, cu puncte vulnerabile generate de volatilitatea pieței și de prețurile imobiliare.

Riscurile macroeconomice se situează la un nivel mediu, creșterea PIB prognozată pentru principalele zone geografice înregistrând evoluții pozitive, iar inflația prognozată fiind în ușoară scădere.

Riscurile de credit sunt, de asemenea, la un nivel mediu, cu o calitate generală ridicată a creditului investițiilor asigurătorilor și cu o ușoară creștere a marjelor *swap*-urilor pe riscul de credit (CDS) pentru obligațiunile financiare negarantate și obligațiunile societăților nefinanciare.

Riscurile de piață rămân la un nivel ridicat din cauza volatilității pieței și a vulnerabilităților persistente ale pieței imobiliare din zona euro. Cele mai recente date anuale disponibile arată că diferența dintre randamentul investițiilor și ratele dobânzii garantate pentru societățile de asigurări de viață a devenit pozitivă în 2023, datorită randamentelor pozitive ale pieței.

Riscurile de lichiditate și de finanțare se situează la un nivel mediu, cu poziții generale stabile de lichiditate în sectorul asigurărilor. Condițiile de finanțare de pe piața obligațiunilor pentru catastrofe s-au deteriorat ușor în primul trimestru al anului 2024, cu volume mai mici emise la un *spread* mai mare comparativ cu trimestrul anterior.

Riscurile de solvabilitate și profitabilitate sunt, de asemenea, neschimbate la un nivel mediu. Ratele de solvabilitate au scăzut ușor în primul trimestru al anului, în timp ce ultimele date disponibile indică o îmbunătățire a ratei combinate pentru asigurările generale și a randamentului investițiilor pentru societățile de asigurare de viață.

Percepția pieței asupra sectorului asigurărilor rămâne stabilă la un nivel mediu. Spread-urile CDS ale asigurătorilor au crescut în iunie 2024, dar s-a înregistrat și o îmbunătățire a perspectivelor de rating extern pentru unele grupuri de asigurări.

Toate categoriile de risc rămase se situează la un nivel mediu, în timp ce **riscurile legate de ESG și riscurile legate de digitalizare și riscurile cibernetice** prezintă o înrăutățire a perspectivelor de risc pentru următoarele 12 luni, pe baza evaluării supraveghetorilor naționali.

⁷ https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/insurance-risk-dashboard_en



Tabelul 2 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, iulie 2024⁸



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 (februarie 2024)



	Trend
RISCURI MACRO Riscurile macroeconomice sunt stabile la un nivel mediu. Deși au existat evoluții pozitive legate de creșterea prognozată a PIB, echilibrele fiscale și decalajul credit/PIB s-au deteriorat.	
RISCURI DE CREDIT Riscurile de credit rămân stabile la un nivel mediu. În T1-2024, expunerile medii ale asigurătorilor la obligațiuni guvernamentale și corporative sunt în general stabile în comparație cu trimestrul precedent, iar spread-urile corespunzătoare ale swap-urilor pe riscul de credit (CDS) indică un risc scăzut sau mediu.	
RISCURI DE PIAȚĂ Riscurile de piață rămân la un nivel ridicat. Evoluțiile pozitive legate de datele recent disponibile privind diferențele dintre randamentul investițiilor și ratele garantate pentru 2023 sunt contrabalansate de creșterea volatilității pe piețele de obligațiuni și de acțiuni în T2-2024.	



⁸ Data de referință pentru datele companiilor este T1-2024 pentru indicatorii trimestriali și 2023-YE pentru indicatorii anuali. Data limită pentru majoritatea indicatorilor de piață este sfârșitul lunii iunie 2024. Nivelul (culoarea) corespunde nivelului de risc la data de referință, Tendința este afișată pentru cele 3 luni anterioare datei de referință, iar Perspectiva este afișată pentru cele 12 luni ulterioare datei de referință. Aceasta din urmă se bazează pe răspunsurile primite de la 23 de autorități naționale competente (ANC) și este clasificată în funcție de modificarea preconizată a importanței fiecărui risc (scădere substanțială, scădere, neschimbată, creștere și creștere substanțială).



-  RISCURI DE LICHIDITATE ȘI FINANȚARE 



Riscurile de lichiditate și de finanțare rămân stabile la un nivel mediu. Ultimele date trimestriale și anuale disponibile arată o poziție generală stabilă a lichidităților pentru majoritatea companiilor de asigurare. Condițiile de finanțare de pe piața obligațiunilor pentru catastrofe s-au deteriorat în T1-2024, cu volume ușor mai mici emise la un *spread* mai mare.
-  RISCURI DE RENTABILITATE ȘI SOLVABILITATE 

Riscurile de solvabilitate și de rentabilitate sunt neschimbate la un nivel mediu, dar ratele de solvabilitate pentru grupurile de asigurări și companiile individuale prezintă o ușoară deteriorare în T1-2024. Cele mai recente date trimestriale și anuale disponibile arată evoluții pozitive în ceea ce privește rentabilitatea companiilor de asigurări generale și de viață. Rata combinată mediană a asigurărilor non-viață s-a îmbunătățit ușor în T1-2024, iar randamentul investițiilor companiilor de asigurări de viață s-a îmbunătățit în întreaga distribuție în 2023, datorită randamentelor pozitive ale pieței.
-  INTERCONEXIUNI ȘI RISCURI DE DEZECHILIBRU 

Interconexiunile și riscurile de dezechilibru rămân stabile la un nivel mediu. Toți indicatorii din această categorie, care acoperă expunerile față de sectorul financiar, față de statele suverane naționale și față de instrumentele derivate, sunt în general neschimbați în T1 2024.
-  RISCURI DE ASIGURARE (SUBSCRIERE) 

Riscurile de asigurare rămân stabile la un nivel mediu. Creșterea primelor atât pentru asigurările de viață, cât și pentru asigurările generale a crescut în T1-2024, în timp ce rata daunei pentru asigurările generale a scăzut.
-  PERCEPȚIILE PIEȚEI 

Percepțiile pieței rămân stabile la un nivel mediu. Spread-urile CDS ale asigurătorilor au crescut în T2-2024, în timp ce s-au înregistrat modificări pozitive ale perspectivelor de rating extern pentru trei grupuri de asigurări. Acțiunile companiilor de asigurări de viață (generale) au înregistrat performanțe inferioare (superioare) pieței.
-  RISCURI LEGATE DE FACTORII ESG 

Riscurile legate de ESG rămân stabile la un nivel mediu, cu o perspectivă de creștere a riscurilor pentru următoarele 12 luni. Indicatorii trimestriali și anuali care surprind atât tranziția climatică, cât și riscurile fizice sunt în general neschimbate. Expunerea asigurătorilor la obligațiunile verzi în raport cu totalul obligațiunilor corporative a rămas în general stabilă în T1-2024, dar a crescut treptat în timp. Expunerea asigurătorilor la riscul de inundații și de furtună de vânt rămâne în general stabilă în 2023, cu o expunere în general mai mare la furtună de vânt.
-  RISCURILE CIBERNETICE ȘI DE DIGITALIZARE 

Digitalizarea și riscurile cibernetice rămân la un nivel mediu, perspectivele de risc pentru următoarele 12 luni fiind în creștere. Importanța acestor riscuri pentru asigurări, evaluată de autoritățile de supraveghere, a crescut ușor în perioada T2-2024, din cauza unei probabilități percepute mai mari de materializare. Sentimentul cibernetic negativ al asigurătorilor cotați a crescut, de asemenea, în același trimestru.

Piața pensiilor ocupaționale din UE

Tabloul riscurilor IORP ⁹

Tabloul riscurilor privind pensiile ocupaționale publicat de EIOPA, ediția din luna iulie 2024, arată că expunerea acestora la riscurile de piață și de rentabilitate a activelor se mențin ridicate din cauza volatilității continue a pieței și a vulnerabilităților pieței imobiliare.

Riscurile macroeconomice se situează la un nivel mediu, creșterea prognozată a PIB pentru principalele zone geografice înregistrând evoluții pozitive, dar rămânând scăzută în raport cu standardele istorice.

Riscurile de credit rămân stabile la un nivel mediu, marjele swap-urilor pe riscul de credit (CDS) pentru obligațiunile corporative crescând la sfârșitul lunii iunie 2024, în timp ce pentru obligațiunile guvernamentale rămân în general stabile.

Riscurile de piață și cele privind randamentul activelor sunt stabile la un nivel ridicat, cu o volatilitate în creștere pe piețele cu venit fix și de acțiuni la sfârșitul lunii iunie și cu cele mai recente date care indică o scădere continuă a prețurilor proprietăților imobiliare în întreaga zonă euro, în principal din cauza proprietăților imobiliare comerciale. Datele anuale disponibile recent arată o revenire a performanței portofoliului IORP în 2023, datorită randamentelor pozitive ale pieței.

Riscurile de constituire a rezervelor și de finanțare rămân neschimbate la un nivel mediu, poziția financiară a IORP-urilor cu beneficii definite rămânând solidă în primul trimestru al anului 2024, susținută de creșterea ratelor dobânzilor.

Riscurile de concentrare se situează, de asemenea, la un nivel mediu, cu o tendință de scădere față de trimestrul precedent, datorită unei concentrări sectoriale și geografice mai reduse în portofoliul de investiții al IORP. Expunerea mediană a IORP la bănci și alte activități financiare decât cele bancare a crescut ușor.

Toate celelalte categorii de risc sunt evaluate în prezent la niveluri medii, cu o perspectivă de risc în creștere pentru digitalizare și riscurile cibernetice în următoarele 12 luni.

⁹ https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/occupational-pensions-risk-dashboard_en

Tabelul 3 Tabloul riscurilor piața pensiilor ocupaționale din UE, EIOPA, iulie 2024¹⁰

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			
Digitalizarea și riscurile cibernetice			

Trend



RISCURI MACRO



Riscurile macroeconomice se situează la un nivel mediu, creșterea prognozată a PIB-ului înregistrând evoluții pozitive. Creșterea medie prognozată a PIB-ului în principalele zone geografice a continuat să crească de la sfârșitul anului 2023, ajungând la 1,5% în al doilea trimestru al anului 2024, încă relativ scăzută față de standardele istorice.

Media ponderată a ratelor swap pe 10 ani pentru principalele valute a crescut pentru al doilea trimestru consecutiv (3,1% în al doilea trimestru din 2024, față de 2,9% în trimestrul precedent).



RISCURI DE CREDIT



Riscurile de credit rămân la un nivel mediu. Spread-urile swap-urilor pe riscul de credit (CDS) pentru obligațiunile corporative au crescut la sfârșitul lunii iunie 2024, în timp ce pentru obligațiunile guvernamentale au rămas stabile. Expunerea mediană a IORP față de obligațiunile suverane și corporative ca procent din activele totale (inclusiv expunerile prin intermediul organismelor de plasament colectiv) a crescut ușor dacă se iau în considerare datele anuale disponibile pentru sfârșitul anului 2023, situându-se la 23,3% și, respectiv, 15,8%.

Calitatea medie a creditului investițiilor IORP este în general stabilă, cu un nivel de calitate a creditului (CQS) de 1,6 în primul trimestru din 2024 (echivalent cu un rating S&P între AA și A).



RISCURI DE PIAȚĂ ȘI DE RENTABILITATE A ACTIVELOR



Riscurile de piață și de randament al activelor sunt stabile la un nivel ridicat, cu o volatilitate în creștere pe piețele cu venit fix și de acțiuni la sfârșitul lunii iunie.

¹⁰ Data de referință pentru datele IORP este T1-2024 pentru indicatorii trimestriali și 2023-YE pentru indicatorii anuali. Data limită pentru indicatorii bazați pe date din surse externe este sfârșitul lunii iunie 2024. Nivelul (culoarea) corespunde nivelului de risc la data de referință, Tendința este afișată pentru cele 3 luni anterioare datei de referință, iar Perspectiva este afișată pentru cele 12 luni ulterioare datei de referință. Aceasta din urmă se bazează pe răspunsurile primite de la 17 autorități naționale competente (ANC) și este clasificată în funcție de modificarea preconizată a importanței fiecărui risc (scădere substanțială, scădere, neschimbată, creștere și creștere substanțială).

Prețurile proprietăților imobiliare au continuat să scadă în întreaga zonă euro (-8% în ultimul trimestru din 2023), în principal din cauza prețurilor proprietăților comerciale.
Performanța portofoliului IORP și-a revenit în 2023, după randamentele negative înregistrate în 2022 (mediana de 8%, comparativ cu -12% în 2022).



RISCURI DE LICHIDITATE



Riscurile de lichiditate sunt la un nivel mediu. Valoarea mediană a activelor nete ale instrumentelor derivate ale IORP a rămas aproape de zero în primul trimestru din 2024, în timp ce media ponderată a scăzut ușor la -2,7% din activele totale.

Activele lichide ale IORP se situează la aproximativ 52% din activele totale (cifră mediană) în primul trimestru al anului 2024, în timp ce indicatorii de lichiditate anuală care compară intrările (contribuții) cu ieșirile (în principal plăți de beneficii) sau fluxurile nete de numerar cu activele lichide indică o poziție generală confortabilă de lichiditate pentru majoritatea IORP în 2023.



RISCURILE LEGATE DE REZERVE ȘI FINANȚARE



Riscurile legate de rezerve și de finanțare (pentru schemele DB) rămân la un nivel mediu. Pozițiile financiare ale IORP DB au rămas solide în primul trimestru din 2024, susținute de creșterea ratelor dobânzilor.

Excedentul activelor față de pasive s-a îmbunătățit ușor, după o scădere în trimestrul anterior, ajungând la 19% în primul trimestru din 2024 (17,4% în trimestrul IV din 2023).



RISCURI DE CONCENTRARE



Riscurile de concentrare sunt la un nivel mediu, cu o tendință de scădere dată de o concentrare sectorială și geografică mai redusă în portofoliul IORP în primul trimestru al anului 2024.

Expunerea mediană a IORP la alte sectoare, cum ar fi sectorul bancar și instituțiile financiare altele decât băncile, a crescut ușor.



RISCURI LEGATE DE ESG



Riscurile legate de ESG rămân stabile la un nivel mediu. Expunerea mediană față de activele relevante pentru climă ca pondere din totalul acțiunilor și obligațiunilor corporative a crescut ușor pentru sectorul IORP în primul trimestru din 2024, situându-se la 0,79%. În mod similar, media ponderată pentru același indicator s-a deplasat ușor în sus, indicând o expunere mai ridicată pentru IORP mai mari.

Cota medie a investițiilor IORP în obligațiuni verzi în totalul obligațiunilor corporative a crescut ușor la 6,6% în aceeași perioadă, în timp ce expunerea mediană a IORP la companiile care operează de-a lungul lanțului valoric al cărbunelui termic a scăzut, fiind acum mai aproape de zero.



DIGITALIZARE ȘI RISCURI CIBERNETICE



Digitalizarea și riscurile cibernetice sunt stabile la un nivel mediu. Importanța acestor riscuri pentru IORP, evaluată de autoritățile de supraveghere, a crescut ușor în al doilea trimestru din 2024, atingând cel mai ridicat nivel din ultimii ani. În ceea ce privește evoluțiile preconizate pentru anul următor, aceasta este singura categorie din tabloul de bord al riscurilor care prezintă o tendință de creștere.








Sursa: EIOPA

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

În contextul persistenței incertitudinilor pe plan global și al interconexiunilor din care face parte România, există în continuare vulnerabilități din perspectivă macro-financiară. Cu toate că tendința dezinflaționistă continuă, iar stabilitatea financiară s-a îmbunătățit pentru economiile europene, riscurile persistă, în contextul amplificării tensiunilor geopolitice, care pot genera oricând noi șocuri la adresa economiilor și a piețelor financiare.

La nivel național, rata anuală a inflației IPC a revenit pe un trend descendent, ajungând la 4,94% în luna iunie, dar, cu toate acestea, produsul intern brut trimestrial a înregistrat o diminuare a creșterii în primele două trimestre ale anului 2024, comparat cu aceeași perioadă a anului precedent, ceea ce poate indica o încetinire a activității economice.

Tabelul 4 Tabloul riscurilor la nivel național¹¹

Categoriile de risc	Factori determinanți	
	Nivel	Perspectivă
Riscul macroeconomic		→ Menținerea riscurilor macroeconomice, în pofida tendințelor dezinflaționiste, pe fondul intensificării tensiunilor geopolitice
Riscul de piață		→ Volatilitatea piețelor financiare, contagiunea și interconectarea acestora; incertitudinile existente pe plan geopolitic
Riscul de credit		→ Menținerea unor rate mai ridicate ale dobânzii pe termen lung, față de nivelurile dinainte de 2020; posibilitatea de creștere a creditelor neperformante
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		→ Tendințele de creștere a costurilor în contextul 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

¹¹ 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.

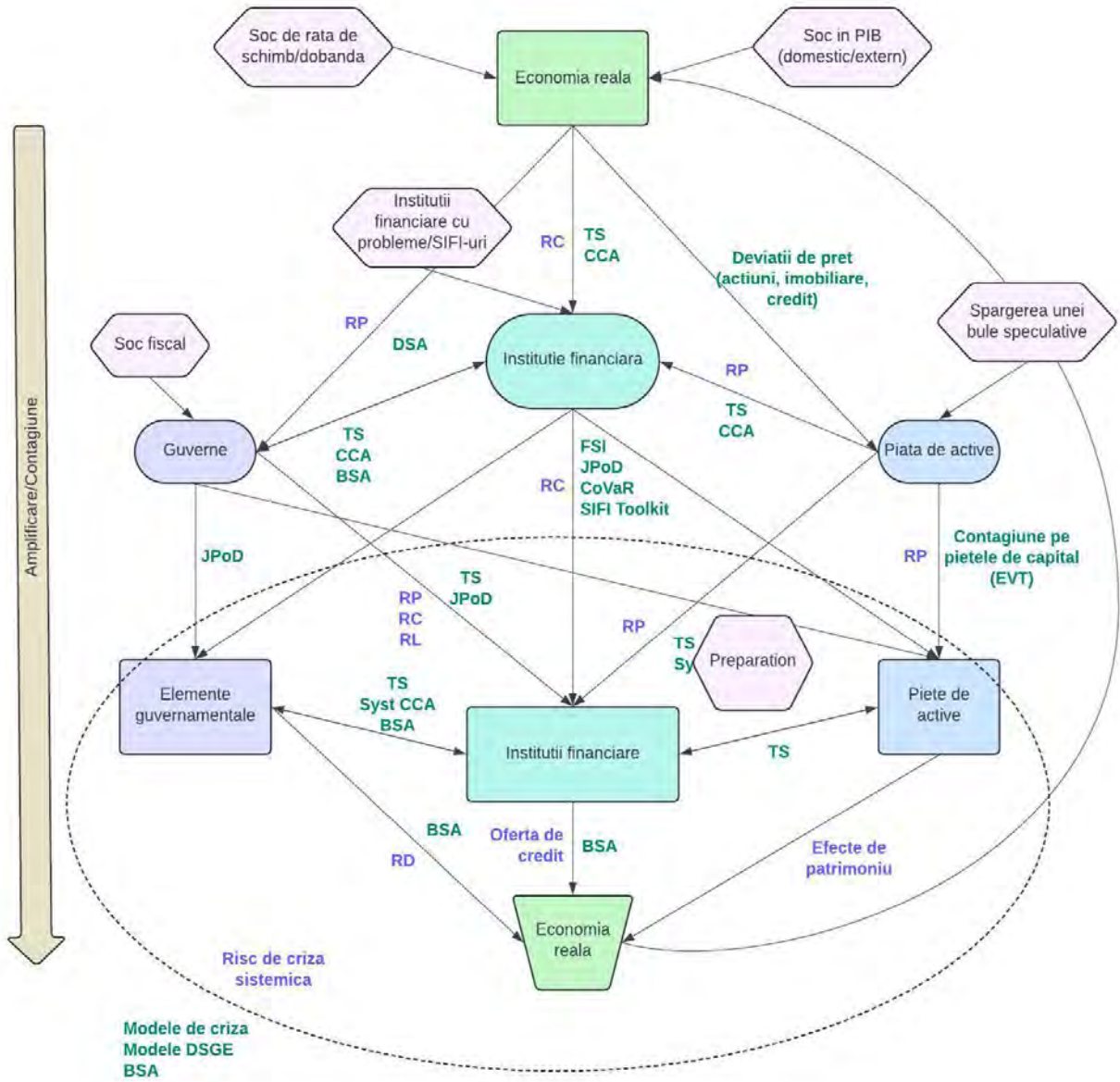
Riscul sistemic este adesea analizat din două perspective: ca efect asupra economiei (măsurat cel mai adesea ca efect asupra PIB), respectiv ca efect asupra intermedierei financiare.

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 11 Dinamica riscului sistemic. Surse și canale de transmisie



Sursa: Prelucrare ASF după IMF (2023)

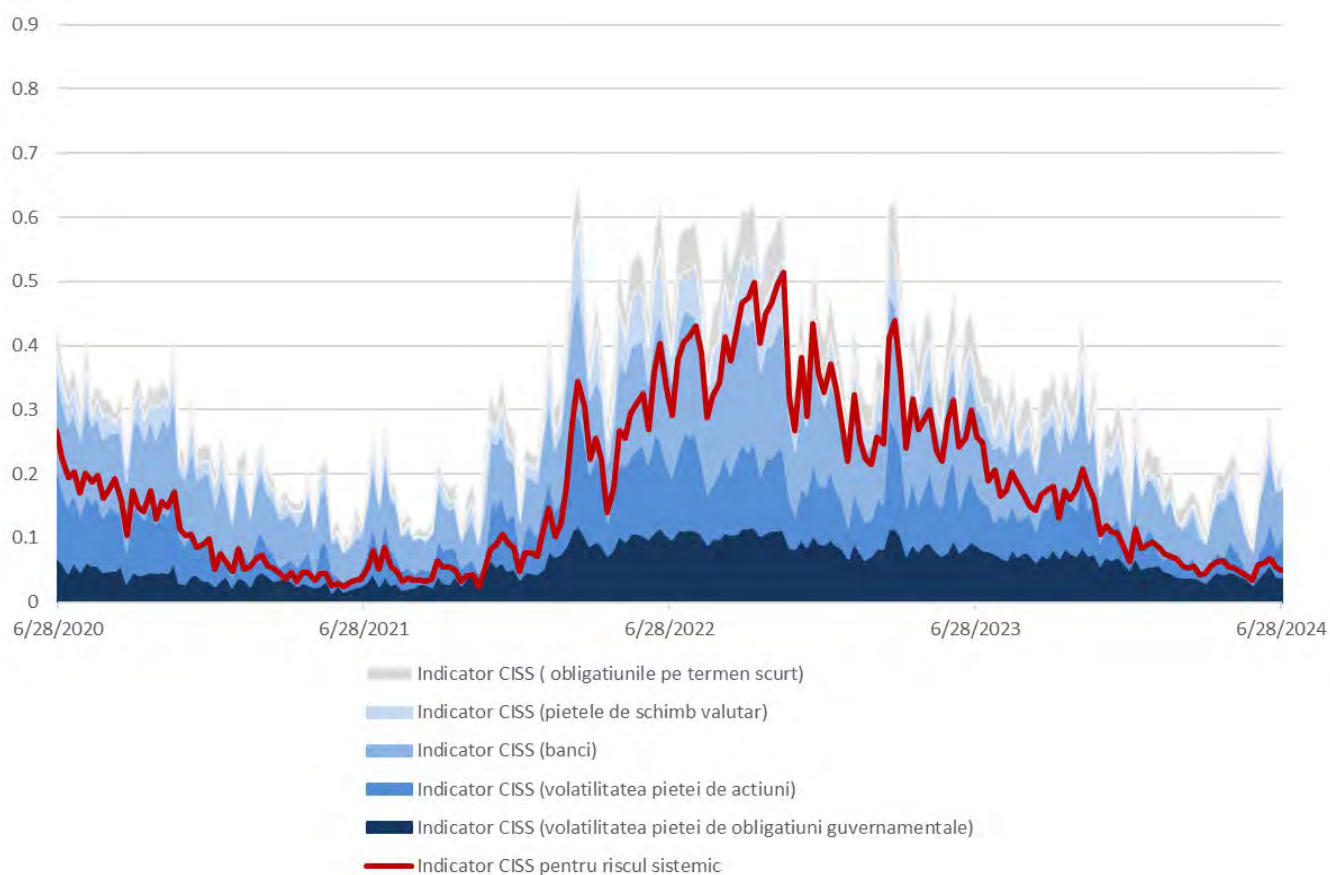
3.1. Piața instrumentelor și investițiilor financiare în context european

Măsurarea riscului sistemic pentru piețele europene este realizată cu ajutorul indicatorului CISS¹², 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.

Indicatorul CISS, precum și sub-indicatorii CISS, care măsoară volatilitatea pieței de acțiuni, obligațiuni și schimb valutar, au avut o tendință de scădere în primul semestru din 2024.

Figura 12 Indicator compozit de risc sistemic pentru piețele financiare europene

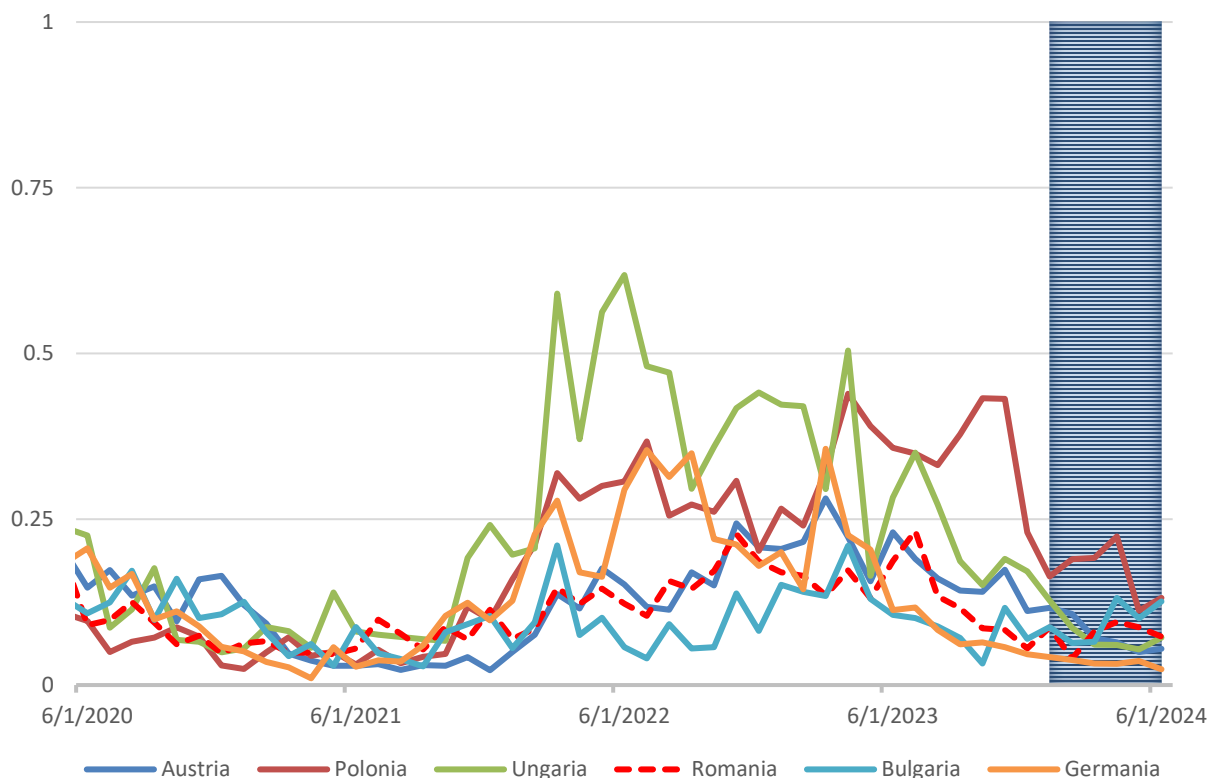


Sursa: Banca Centrală Europeană, prelucrare ASF

¹² CISS - Composite Indicator of Systemic Stress

Conform indicatorului CLIFS, indice calculat de Banca Centrală Europeană pentru a măsura și compara nivelul de stres financiar la nivel de țară, România s-a caracterizat printr-o ușoară creștere a tensiunii financiare în primul semestru din 2024

Figura 13 Indicatori de tensiune financiară (CLIFS): Austria, Bulgaria, Polonia, România, Ungaria



Sursa: Banca Centrală Europeană, prelucrare ASF

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

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

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

Prețurile energiei, în special la petrol și gaze, au un impact direct asupra inflației. Energia este un element important în producție, transport și încălzire. Creșterea prețurilor la energie au un impact direct asupra bunurilor și serviciilor și implicit asupra inflației. Acest lucru este valabil în special în UE, unde dependența de energia importată, cum ar fi gazele naturale din Rusia sau petrolul din Orientul Mijlociu, face ca economia europeană să fie sensibilă la fluctuațiile prețurilor globale ale energiei. Creșterea prețurilor

energiei conduce la creșterea costurilor de producție, care sunt transmise atât gospodăriilor, prin creșterea facturilor la utilități și a prețurilor la combustibili cât și companiilor, ducând la reducerea cererii agregate.

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

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

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

Preocupări legate de creșterea economică. Atunci când prețurile la energie cresc prea mult, acestea pot încetini creșterea economică prin reducerea puterii de cumpărare a consumatorilor și a activității companiilor, în special în economiile dependente de energie precum cele din UE. Această încetinire a creșterii poate duce la contracții și rebalansări ale portofoliilor bursiere.

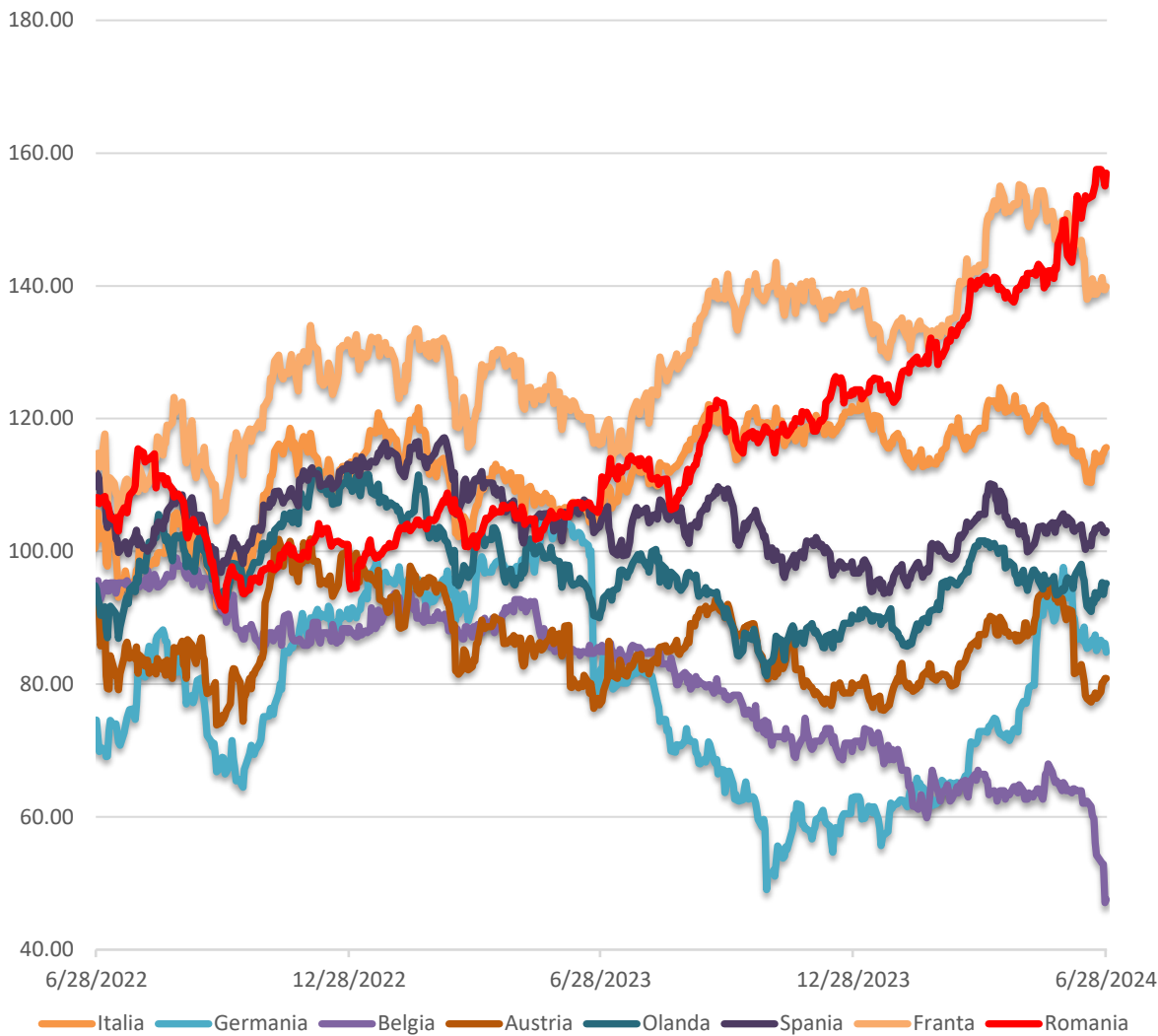
Există astfel o legătură directă dintre securitatea energetică și volatilitatea pieței. Dependenta puternică a economiei europene de sursele externe de energie, în special de gazele naturale, în contextul creșterii riscului geopolitic (ex: sancțiunile împotriva Rusiei sau întreruperile în lanțurile de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

Pe măsură ce Uniunea Europeană face presiuni pentru o tranziție către energia verde prin intermediul European Green Deal, se pune un accent tot mai mare pe investițiile în energia regenerabilă. Pe termen lung, acest lucru ar putea reduce dependența de prețurile volatile ale combustibililor fosili, ceea ce ar putea duce la scăderea presiunilor inflaționiste. Cu toate acestea, tranziția în sine poate duce la volatilitatea pieței pe termen scurt, deoarece prețurile energiei fluctuează în timpul trecerii la surse mai curate și deoarece sectoarele energetice tradiționale (de exemplu, cărbunele, petrolul) se confruntă cu incertitudini geopolitice.

În graficul următor sunt prezentați sub-indicatorii bursieri specifici sectorului energetic pentru un eșantion de țări. Evaluările companiilor listate pe burse din domeniul energetic au înregistrat randamente mixte în

2023. Indicele sectorial bursier construit pe baza companiilor din domeniul energetic listate pe Bursa de Valori București, care reflectă evoluția sectorului energetic din România, a continuat în primul semestru din 2024 creșterea rapidă înregistrată în 2023.

Figura 14 Evoluția sectorul energetic pe țări (1 ian 2022=100)



Sursa: LSEG, calcule ASF

3.2. Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa

Îndepărtarea de la tendința de echilibru pe piețele de capital europene este un fapt observat și inclus ca un risc semnificativ la adresa stabilității financiare de cele mai importante instituții financiare din lume.

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.

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.

Evoluția indicelui poate fi reprezentată ca sumă dintre procesul de medie și procesul de șocuri economice.

Estimarea nivelului de echilibru al indicelui pieței de capital din România a fost realizată cu un model de tipul nivel local (*Local Level model*¹³) 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).

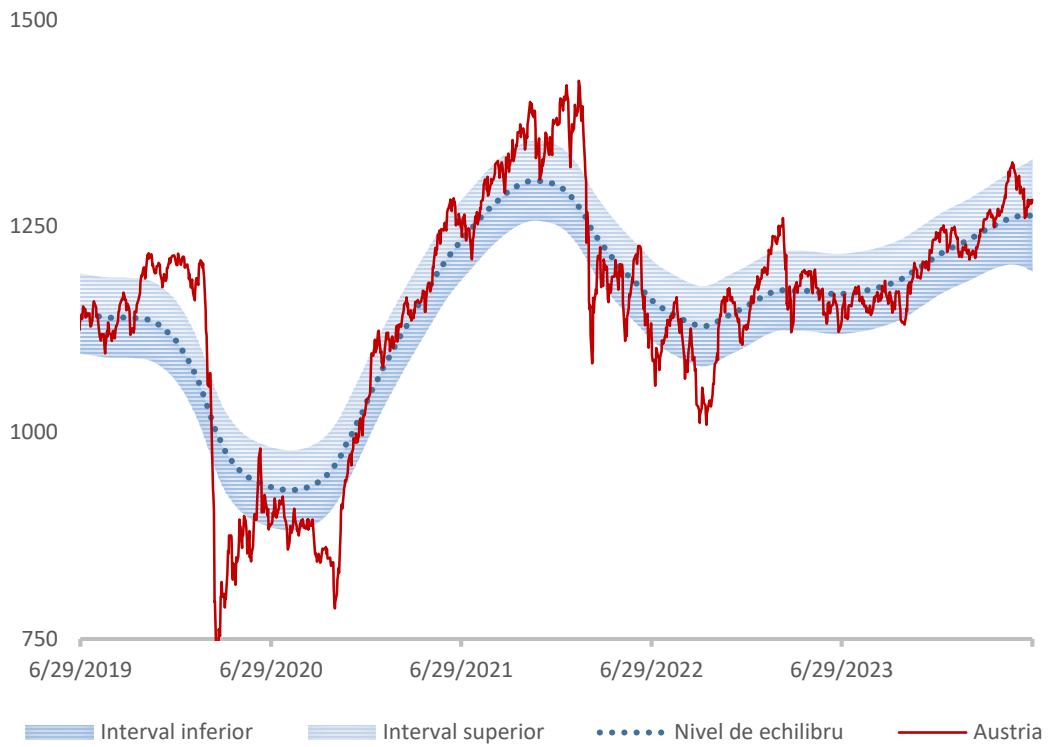
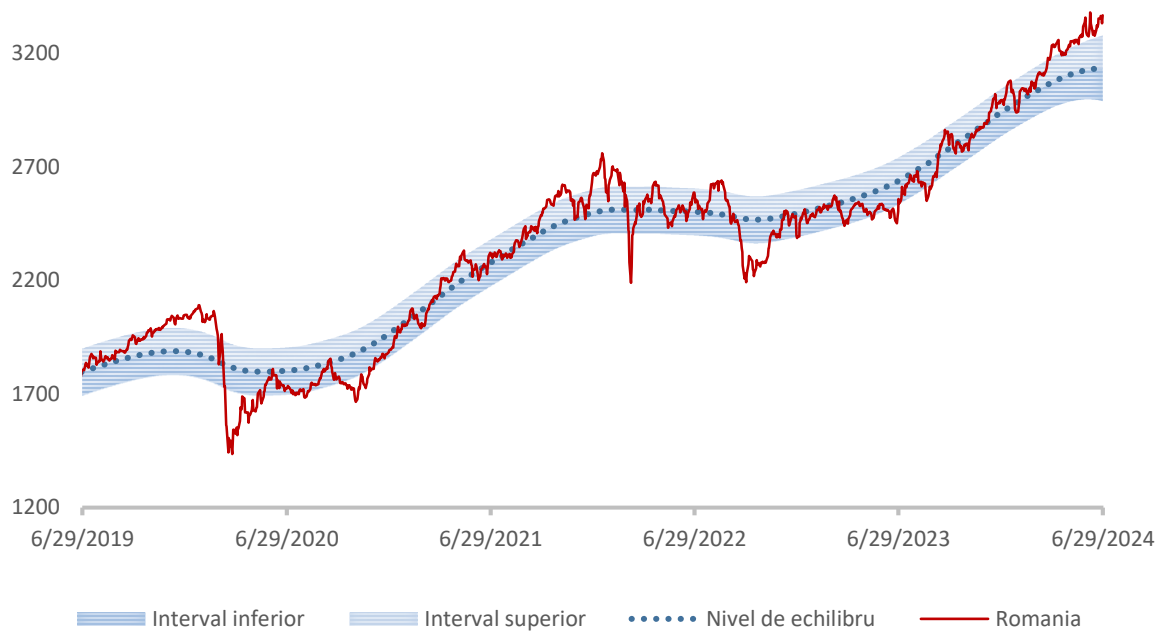
Reprezentarea grafică a nivelului de echilibru și a benzilor de încredere (90%) indică nivelul de echilibru, intervalele de încredere pentru acesta și valorile zilnice de închidere pentru indicii reprezentați.

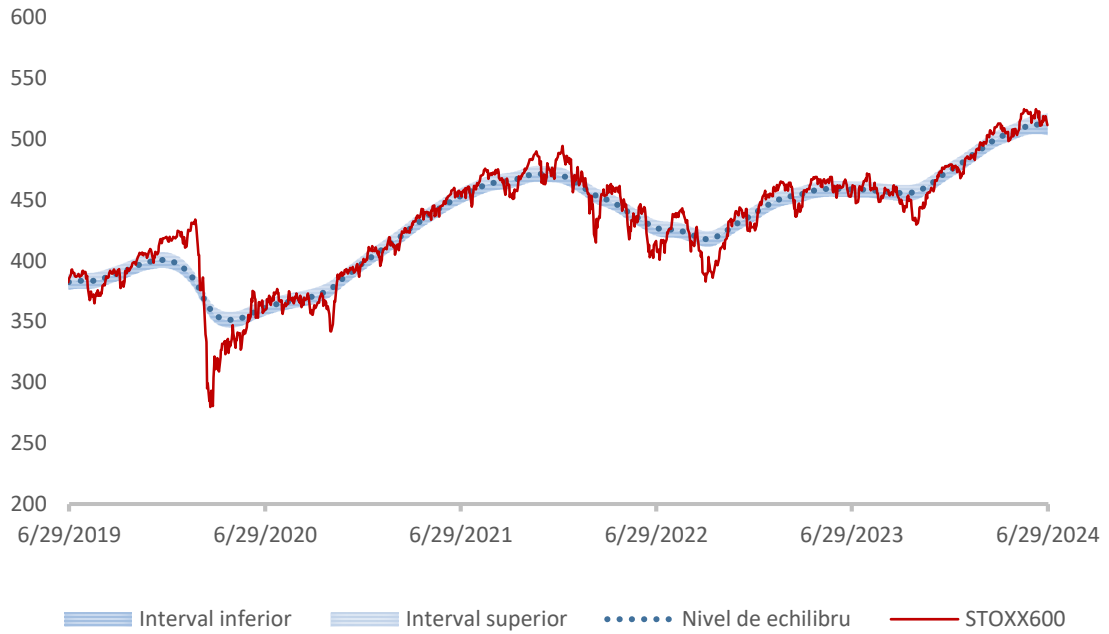
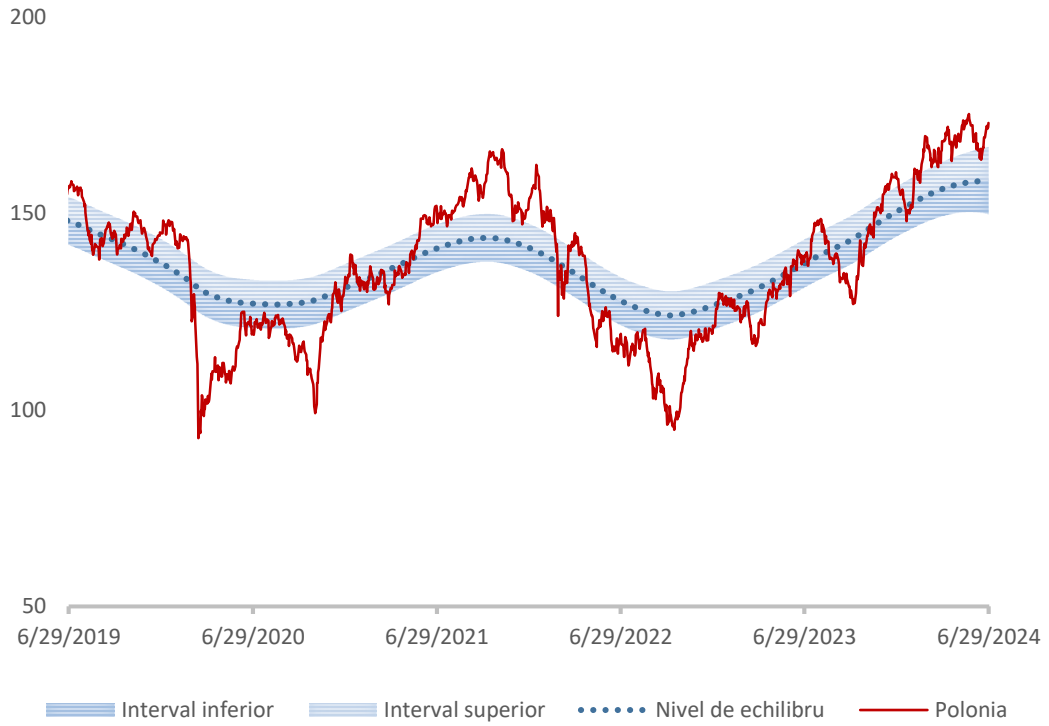
Indicele STOXX600, care este un *proxy* pentru piața de capital europeană, a înregistrat o creștere moderată în jurul nivelului de echilibru în primul semestru din 2024. În Figura 14 sunt prezentate doar evoluțiile de pe piețele de capital din Austria, România și Polonia, alături de evoluția indicelui STOXX 600.

Indicele pentru piața de capital din România a înregistrat o creștere susținută peste nivelul de echilibru ca urmare a evoluțiilor de pe piața locală și în primul semestru din 2024.

¹³ Durbin, J. and Koopman, S.J., 2012. *Time series analysis by state space methods*. Oxford University Press.

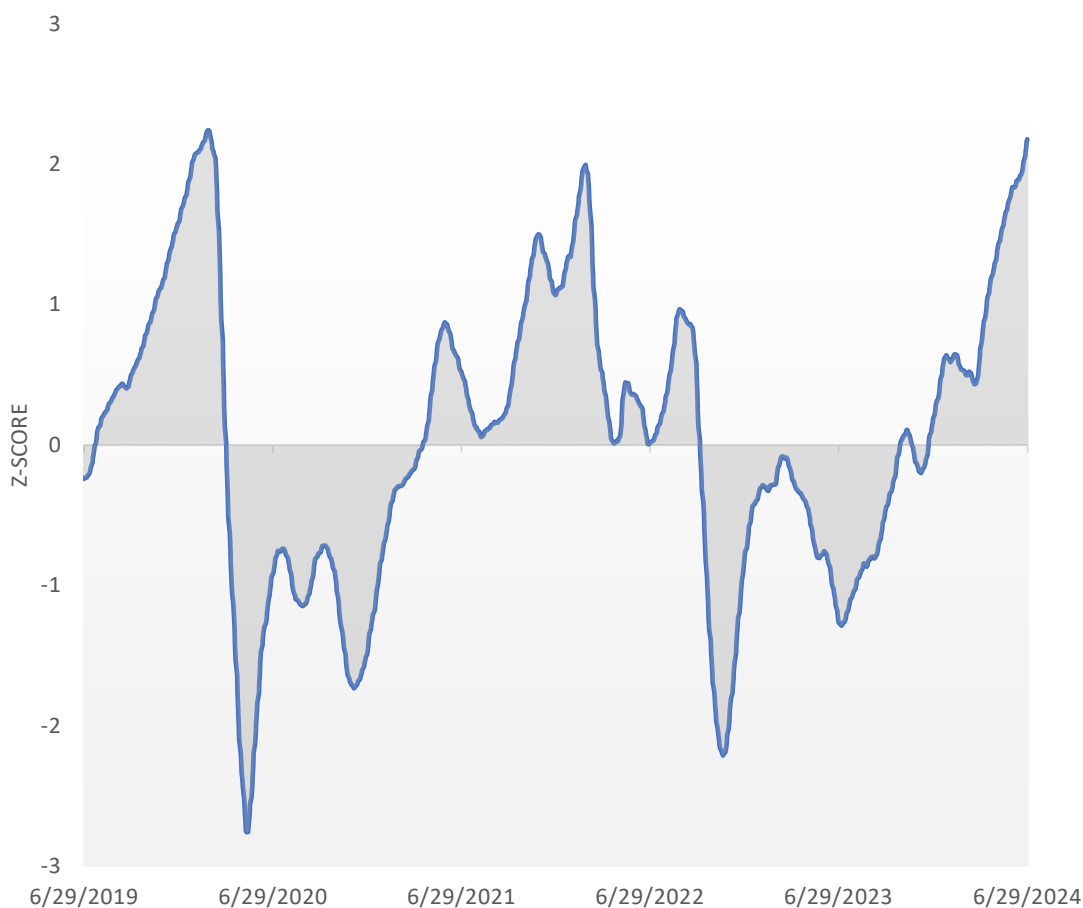
Figura 15 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru





Sursa: LSEG, calcule ASF

Figura 16 Tipare ciclice de evoluție financiară. Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România



Sursa: LSEG, calcule ASF

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

Rezultatele confirmă testele obținute la capitolul 3.4.2. cu testul ADF și indică că piața de capital din România a cunoscut un episod de creștere susținută. Analizând ritmul de creștere putem aprecia că piața de capital din România nu a înregistrat un episod de bulă speculativă în primul semestru din 2024. Bulele speculative sunt asociate de regulă cu creșteri de peste 3 deviații standard peste nivelul de echilibru.

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

La finalul semestrului I 2024, indicii europeni analizați au prezentat evoluții negative, cu excepția indicelui FTSE 100 (UK: +2,66%). Cea mai semnificativă scădere a fost înregistrată de indicele CAC 40 (FR: -8,85%), urmat de indicele ISEQ (IE: -6,42%). Piețele europene au închis în scădere, în contextul în care investitorii se confruntă cu evoluțiile politice din Statele Unite și cu posibilitatea unor norme comerciale mai stricte, care au condus la o scădere a acțiunilor din sectorul tehnologiei.

Totodată, în cazul principalilor indici americani și asiatici au fost observate dinamici mixte. Indicele SSEA (SHG: -2,43%), care urmărește evoluția zilnică a prețurilor tuturor acțiunilor de tip A listate la Bursa din Shanghai, care sunt rezervate investitorilor locali și investitorilor străini instituționali calificați, a avut cea mai considerabilă scădere la finalul primului semestru din 2024, deoarece îngrijorările legate de redresarea economică a Chinei și tensiunile geopolitice continuă să afecteze sentimentul pieței.

Indicele NIFTY 50 (IN: +7,54%), care reprezintă cele mai importante 50 de companii din India, a încheiat prima jumătate a anului cu o performanță considerabilă, în ciuda volatilității ridicate datorate factorilor interni și globali. Acțiunile Mahindra and Mahindra, Adani Ports și Shriram Finance au fost cele mai mari câștigătoare din indicele Nifty 50, în timp ce acțiunile LTIMindtree, Asian Paints și IndusInd Bank au fost cele mai mari perdante din indice în prima jumătate a anului.

Indicii bursei BVB au indicat evoluții mixte. Dinamicile înregistrate (3 luni) au fost cuprinse între -3,30%, în cazul indicelui BET-FI (care reflectă evoluția societăților de investiții financiare (SIF-uri) și a altor entități asimilabile acestora) și +12,52%, în cazul indicelui BET-TR (care reflectă atât evoluția prețurilor companiilor componente, cât și dividendele oferite de acestea).

Tabelul 5 Randamentele burselor de acțiuni la 30 iunie 2024

Indici internaționali	3 luni	6 luni	12 luni
EA (EUROSTOXX)	-3,58%	5,78%	8,72%
FR (CAC 40)	-8,85%	-0,85%	1,07%
DE (DAX)	-1,39%	8,86%	12,93%
IT (FTSE MIB)	-4,59%	9,23%	17,44%
GR (ASE)	-1,27%	8,59%	9,83%
IE (ISEQ)	-6,42%	6,37%	6,82%
ES (IBEX)	-1,18%	8,33%	14,08%
UK (FTSE 100)	2,66%	5,57%	8,40%
US (DJIA)	-1,73%	3,79%	13,69%
IN (NIFTY 50)	7,54%	10,49%	25,13%
SHG (SSEA)	-2,43%	-0,26%	-7,32%
JPN (N225)	-1,95%	18,28%	19,27%

Indici BVB

3 luni

6 luni

12 luni

BET	7,16%	18,70%	46,15%
BET-BK	8,78%	17,41%	44,29%
BET-FI	-3,30%	-0,91%	20,15%
BET-NG	5,82%	15,80%	35,31%
BET-TR	12,52%	25,21%	59,31%
BET-TRN	12,06%	24,65%	56,14%
BET-XT	7,06%	17,53%	43,53%
BET-XT-TR	11,96%	23,50%	55,13%
BET-XT-TRN	11,54%	22,99%	52,28%
BETAeRO	-1,98%	8,04%	21,83%
BETPlus	7,47%	18,38%	45,15%
ROTX	7,23%	17,76%	44,51%

Sursa: LSEG, calcule ASF

Notă: 3 luni=28.06.2024 vs. 29.03.2024; 6 luni=28.06.2024 vs. 29.12.2023; 12 luni=28.06.2024 vs. 30.06.2023

Riscul de contagiune se manifestă ca un efect de domino, cauzat de o instituție financiară și de interdependențele acesteia cu alte instituții financiare. Nefindeplinirea 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 contagiune¹⁴ măsoară contribuția marginală a piețelor externe de capital la bursa românească. 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.

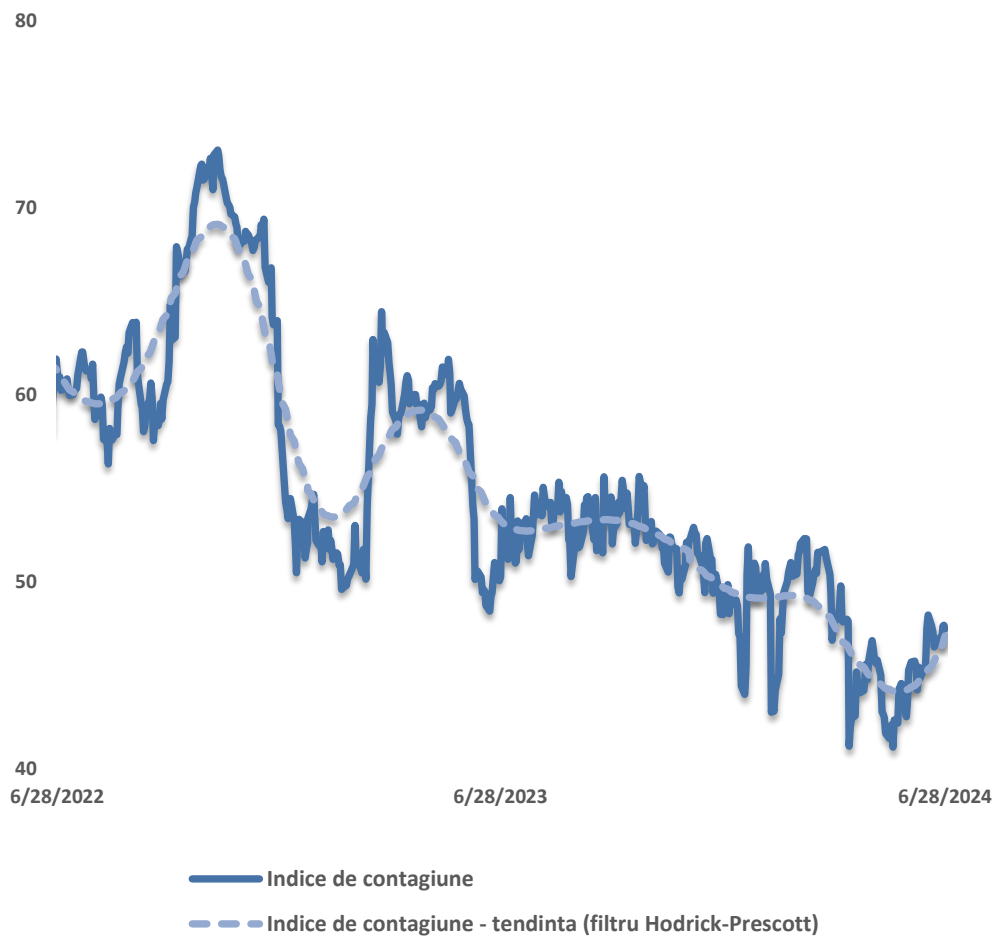
Există o legătură puternică între efectul de contagiune și randamentul companiilor, deoarece creșterea contagiunii are tendința de a diminua randamentul companiilor listate la Bursa de Valori București.

Indicele de contagiune a avut o tendință de descreștere și o volatilitate redusă în primul semestru din 2024, ca urmare a reducerii tensiunilor financiare de pe piețele analizate pe fondul unei tendințe de creștere a randamentelor acestora. Reducerea tensiunilor financiare pe piețele financiare europene este reprezentată succint mai sus în evoluția descrescătoare a indicelui CISS.

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 conține date zilnice în intervalul decembrie 2011-iunie 2024.

Evoluția intensității fenomenelor de contagiune este realizată prin comparație cu valorile anterioare ale indicelui și indică o reducere a contagiunii pentru indicii bursieri analizați.

Figura 17 Indice de contagiune



Sursa: LSEG, calcule ASF

3.4. Riscuri și vulnerabilități ale pieței instrumentelor și investițiilor financiare

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

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

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

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

Modelele utilizate în această secțiune pentru analiza riscului sistemic sunt *Value-at-Risk (VaR)*, *Expected Shortfall (ES)*, *Conditional Value at Risk (CoVaR)* și *Marginal Expected Shortfall (MES)*. Principalele detalii de construcție metodologică sunt prezentate în Anexa 1.

Prezenta analiză se concentrează pe un număr de 6 companii ce au fost selectate în funcție de ponderea lor în indicele BET, deoarece mărimea instituțiilor financiare este unul din indicatorii critici pentru evaluarea riscului sistemic.

Setul de date conține astfel următoarea serie de companii: OMV PETROM S.A. (SNP – 19,46%), BANCA TRANSILVANIA S.A. (TLV – 19,40%), S.P.E.E.H. HIDROELECTRICA S.A. (H2O – 15,25%), S.N.G.N. ROMGAZ S.A. (SNG – 9,08%), BRD - GROUPE SOCIÉTÉ GÉNÉRALE S.A. (BRD – 7,96%) și S.N. NUCLEARELECTRICA S.A. (SNN - 3,78%)¹⁵. Pentru aceste companii și pentru indicele BET am colectat prețuri zilnice de pe platforma LSEG pentru intervalul 01.01.2018 – 28.06.2024. Tabelul 6 redă prezentarea succintă a companiilor de mai sus în ordine alfabetică.

¹⁵ Ponderile companiilor în indice sunt specifice ajustării operaționale din data de 17.07.2024.

Tabelul 6 Descrierea companiilor analizate

Simbol	Descriere
BRD	<i>BRD Groupe Société Générale</i> reprezintă a doua bancă din România în funcție de totalul activelor și ocupă poziția a patra în ceea ce privește capitalizarea bursieră la Bursa de Valori București.
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, Hidroelectrică 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 <i>S.N.G.N. ROMGAZ S.A.</i> 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.
SNN	<i>Societatea Națională Nuclearelectrică S.A.</i> reprezintă unicul producător de energie nucleară din România și furnizorul exclusiv de combustibil specific tehnologiei CANDU 6. În luna octombrie a anului 2013, SNN s-a listat la Bursa de Valori București, acțiunile emise de SNN fiind incluse în categoria I a Bursei de Valori București începând cu data de 4 noiembrie 2013.
SNP	<i>OMV Petrom</i> reprezintă cea mai extinsă companie de energie din Europa de Sud-Est. Compania desfășoară activități pe întregul lanț valoric al energiei, cuprinzând explorarea și producția de țiței și gaze, rafinarea și distribuția de carburanți, precum și generarea de energie electrică, alături de comercializarea gazelor naturale și a energiei electrice.
TLV	<i>Banca Transilvania (TLV)</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 18 Prețuri de închidere¹⁶



Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

În Figura 17 sunt prezentate prețurile de închidere pentru activele financiare incluse în analiză. Aceasta cuprinde 7 grafice, primul fiind dedicat indicelui BET, iar restul celor 6 companii din eșantion. Zona hașurată marchează evoluțiile din primul semestru din 2024. Se remarcă o tendință în general ascendentă pentru toate titlurile financiare, cu excepția SNN, acestea manifestând puncte de maxim pe parcursul primului semestru din 2024. Cele mai reprezentative creșteri sunt vizibile pentru indicele BET și SNG, SNP și TLV. Seria de Tabele 7 și 8 prezintă în manieră sintetică matricile de corelație Spearman estimate pentru companiile din eșantion și indicele BET. Prima analiză vizează eșantionul extins (2018:01 – 2024:06), iar a doua vizează dinamica pentru anul 2024.

Tabelul 7. Corelații Spearman pentru perioada 2018 - 2024

	BET	BRD	H2O	SNG	SNN	SNP	TLV
BET	1.000000	0.565175	0.451082	0.579549	0.467779	0.585964	0.723244
BRD	0.565175	1.000000	0.146453	0.380890	0.305755	0.262273	0.389760
H2O	0.451082	0.146453	1.000000	0.155968	0.148706	0.134381	0.173459
SNG	0.579549	0.380890	0.155968	1.000000	0.364074	0.306401	0.347693
SNN	0.467779	0.305755	0.148706	0.364074	1.000000	0.253701	0.268568
SNP	0.585964	0.262273	0.134381	0.306401	0.253701	1.000000	0.320075
TLV	0.723244	0.389760	0.173459	0.347693	0.268568	0.320075	1.000000

Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

¹⁶ Eșantionul de date folosit pentru compania Hidroelectrică este limitat de data listării companiei.

Valorile prezentate în Tabelul 7 indică corelații pozitive între activele financiare. Acestea se plasează la niște valori justificabile având în vedere poziția și domeniul de activitate al companiilor selectate. Cele mai mici corelații sunt observate pentru H2O, ceea ce indică o dinamică independentă a companiei. În Tabelul 8, ce este dedicat anului 2024, se pot observa de asemenea corelații pozitive. Acestea sunt în general mai puțin puternice, valorile coeficienților fiind inferioare comparativ cu rezultatele inițiale. Și în acest caz H2O pare cea mai independentă variabilă, corelații slabe spre moderate fiind observate pentru SNG, SNN și SNP.

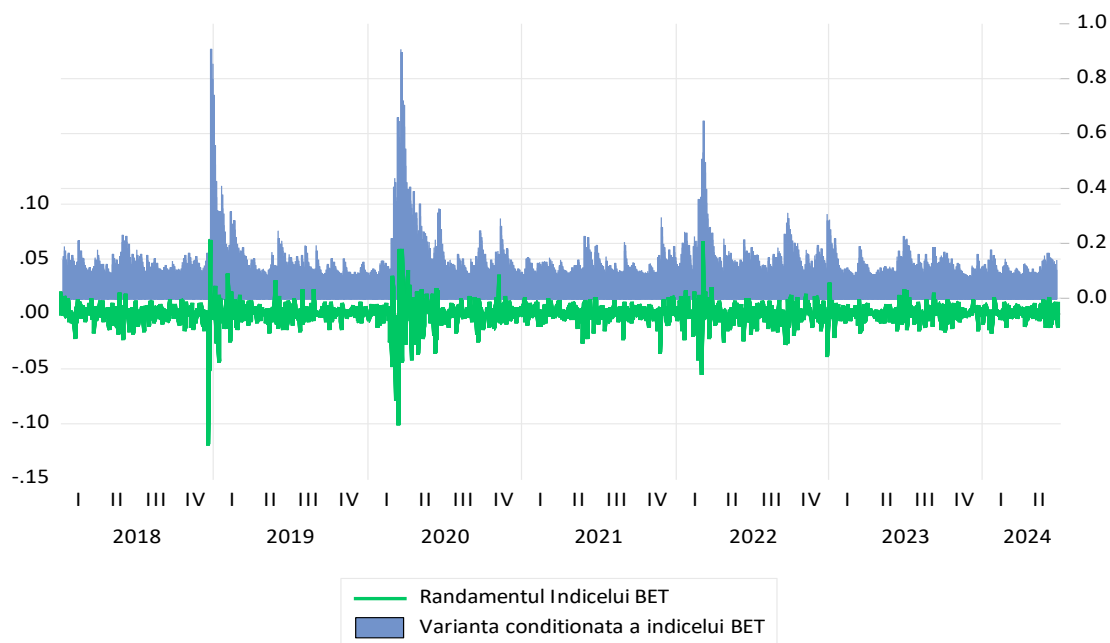
Tabelul 8 Corelații Spearman pentru perioada 2024 (ianuarie – iunie)

	BET	BRD	H2O	SNG	SNN	SNP	TLV
BET	1.000000	0.543686	0.450550	0.536708	0.429555	0.535226	0.663252
BRD	0.543686	1.000000	0.111711	0.371887	0.263284	0.136555	0.321594
H2O	0.450550	0.111711	1.000000	0.124368	0.194631	0.126589	0.114826
SNG	0.536708	0.371887	0.124368	1.000000	0.349726	0.190440	0.190100
SNN	0.429555	0.263284	0.194631	0.349726	1.000000	0.228832	0.145474
SNP	0.535226	0.136555	0.126589	0.190440	0.228832	1.000000	0.262888
TLV	0.663252	0.321594	0.114826	0.190100	0.145474	0.262888	1.000000

Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

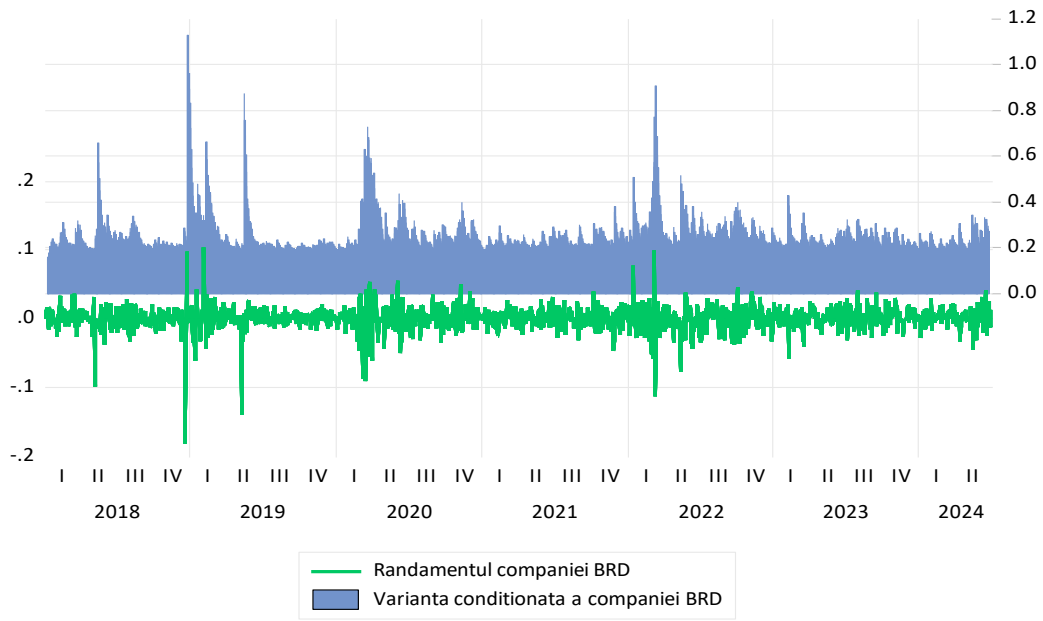
Menționăm faptul că rezultatele analizei de corelație în acest caz au o dinamică particulară ce provine din dimensiunea eșantionului de date pentru compania Hidroelectrică.

Figura 19 Randamente și volatilitate condiționată pentru indicele BET



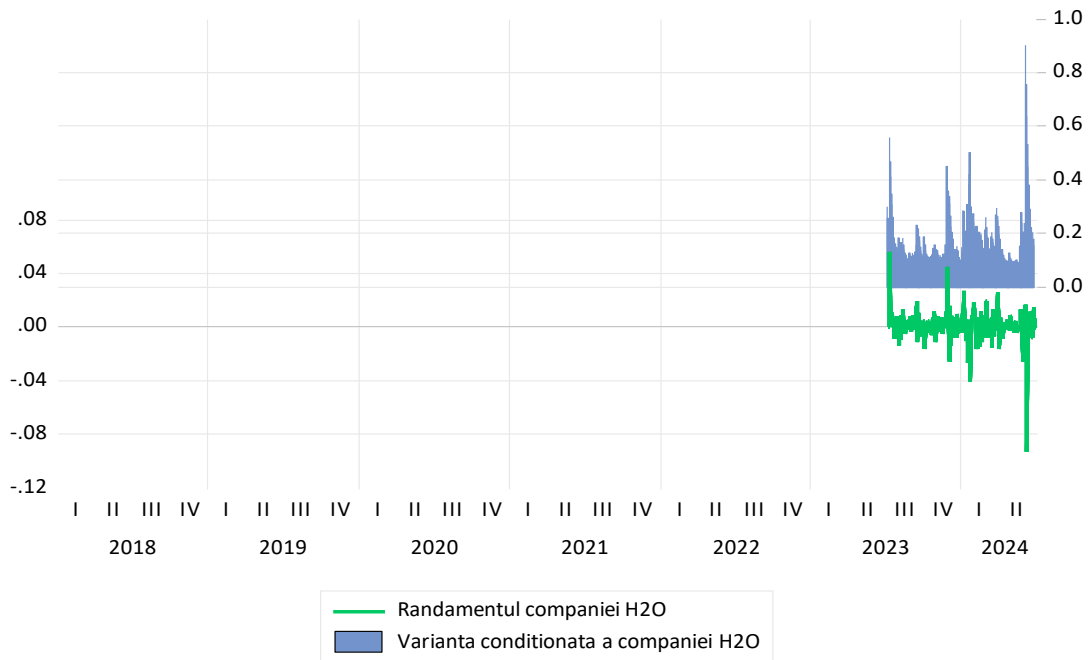
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 20 Randamente și volatilitate condiționată pentru BRD



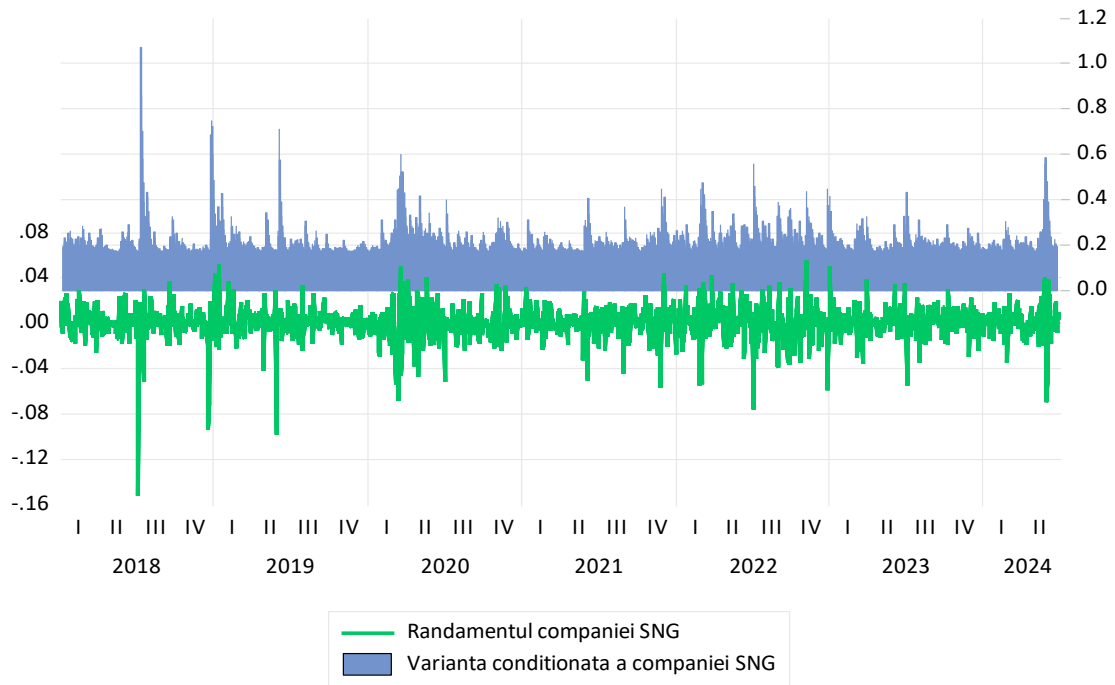
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 21 Randamente și volatilitate condiționată pentru H2O



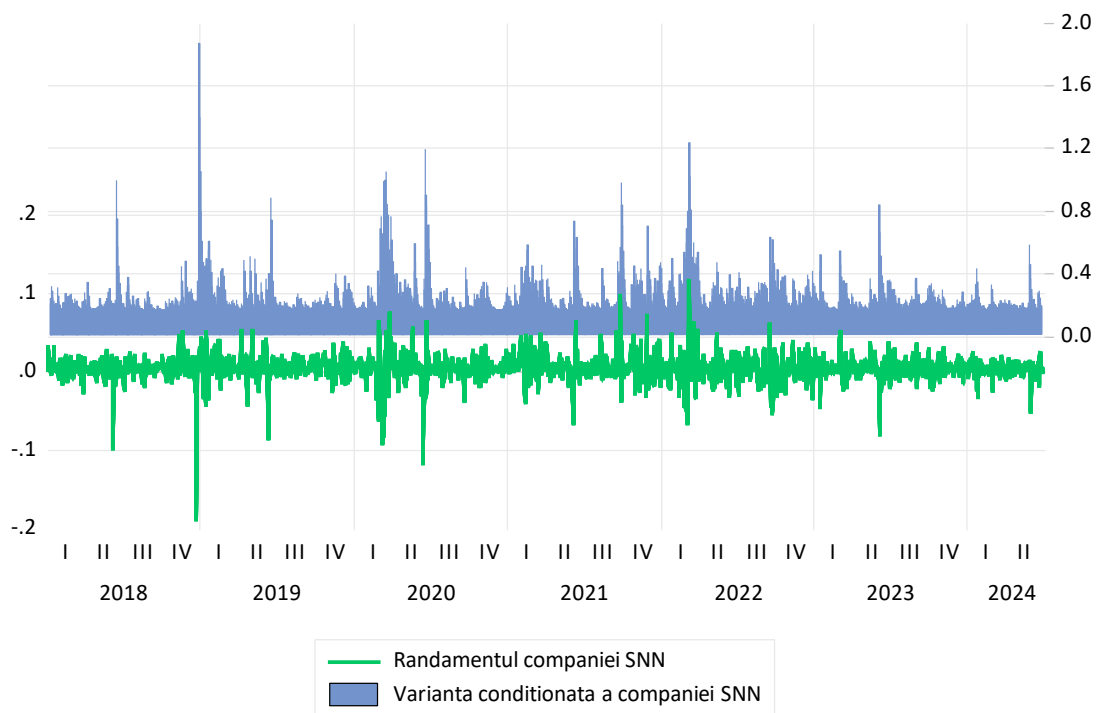
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 22 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNG



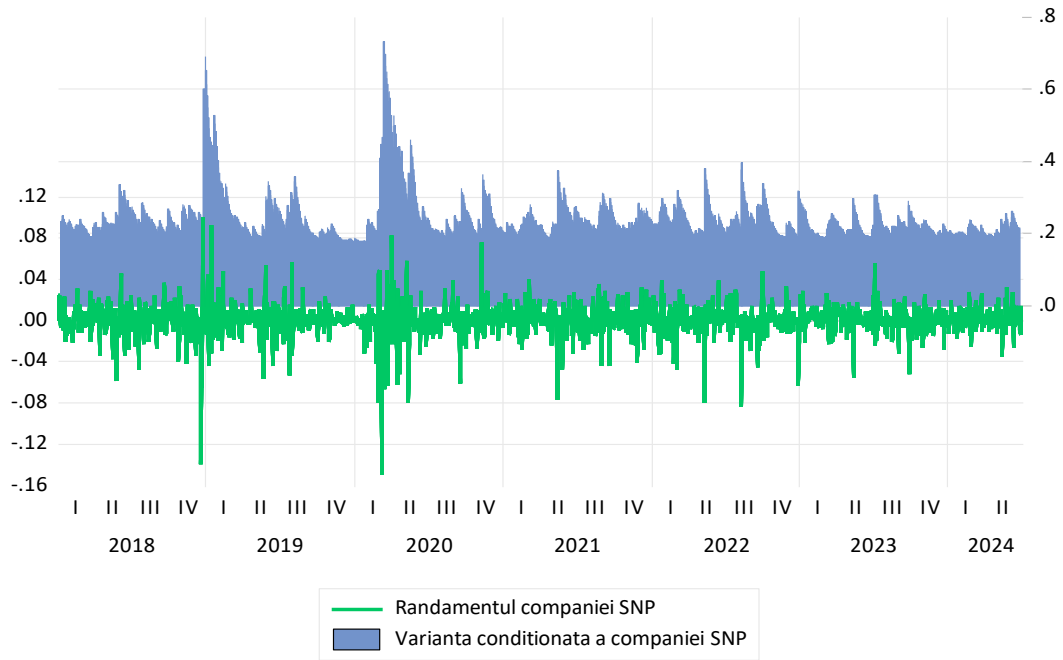
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 23 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNN



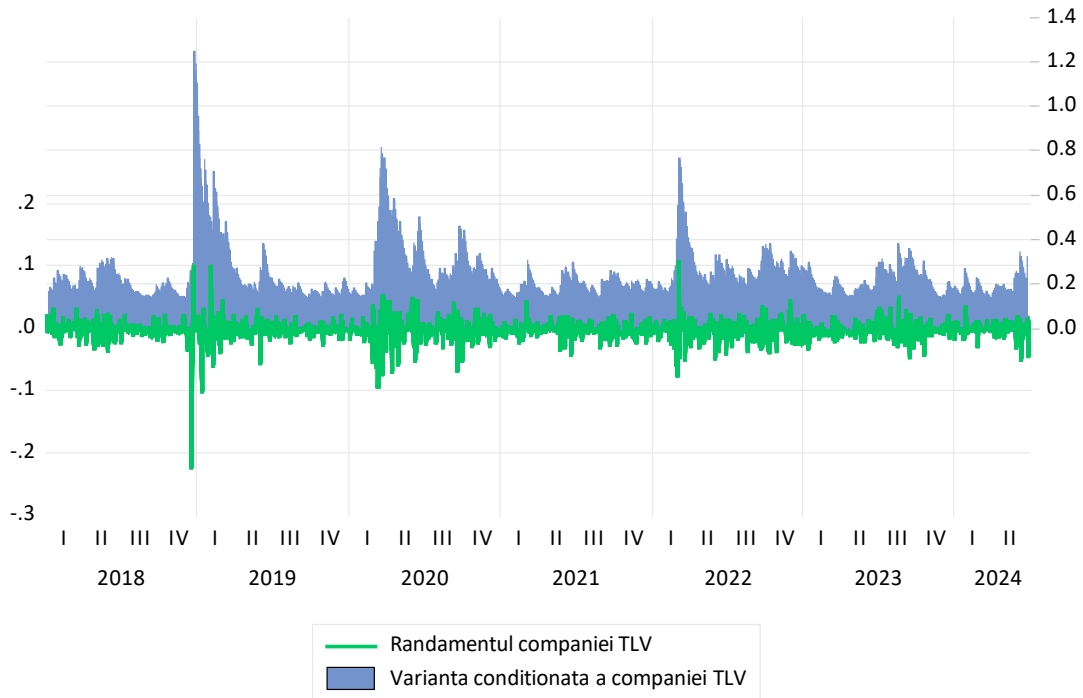
Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 24 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNP



Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figura 25 Randamente și volatilitate condiționată pentru TLV

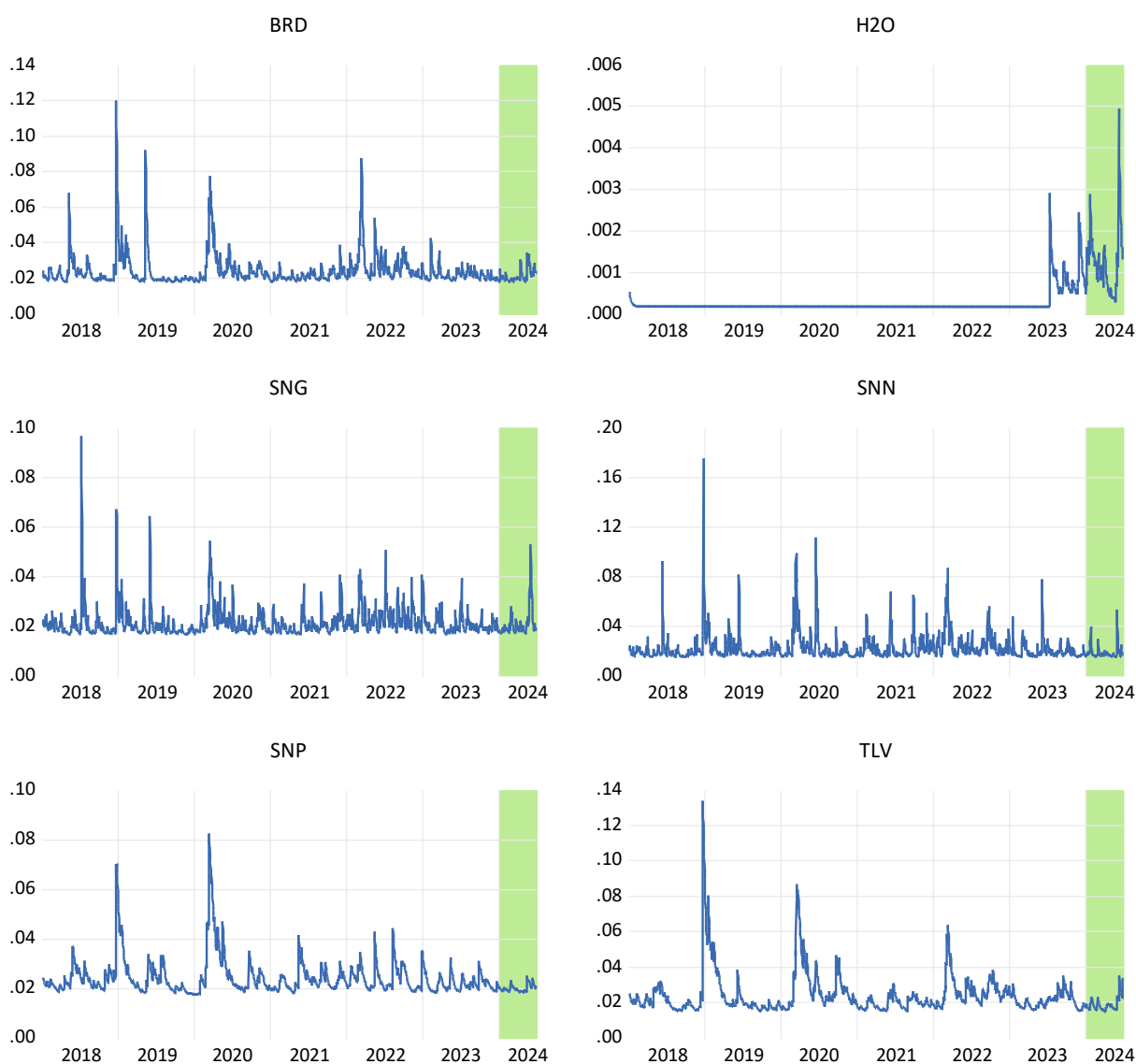


Sursa: BVB, Prelucrare ASF

Figurile 18-24 prezintă într-o manieră sintetică evoluția randamentelor obținute de activele financiare în relație cu dinamica varianței condiționate manifestate de acestea. Estimarea volatilității a fost realizată cu un model GARCH (1,1), valorile obținute fiind plasate pe axa din stânga. Randamentele sunt reprezentate pe axa din dreapta. Remarcăm faptul că activele financiare tind să manifeste dinamici comune atât în termeni de randament, cât și de volatilitate în jurul unor momente cheie, inclusiv în primul semestru al anului 2024.

Pentru acest interval remarcăm momente de volatilitate superioară pentru activele H2O și SNG către finalul celui de-al doilea trimestru al anului 2024.

Figura 26 Valoarea-la-Risc (VaR, 95%)



Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

În Figura 25 sunt prezentate rezultatele pentru statistica Value at Risk pentru companiile din eșantion. Zona hașurată reprezintă perioada de analiză ce intră direct sub incidența acestui raport. În acest interval, remarcăm evoluții în medie de creștere pentru toate activele și o traiectorie particulară pentru H2O. La popul opus, SNP manifestă cea mai plată dinamică pentru statistica Value at Risk.

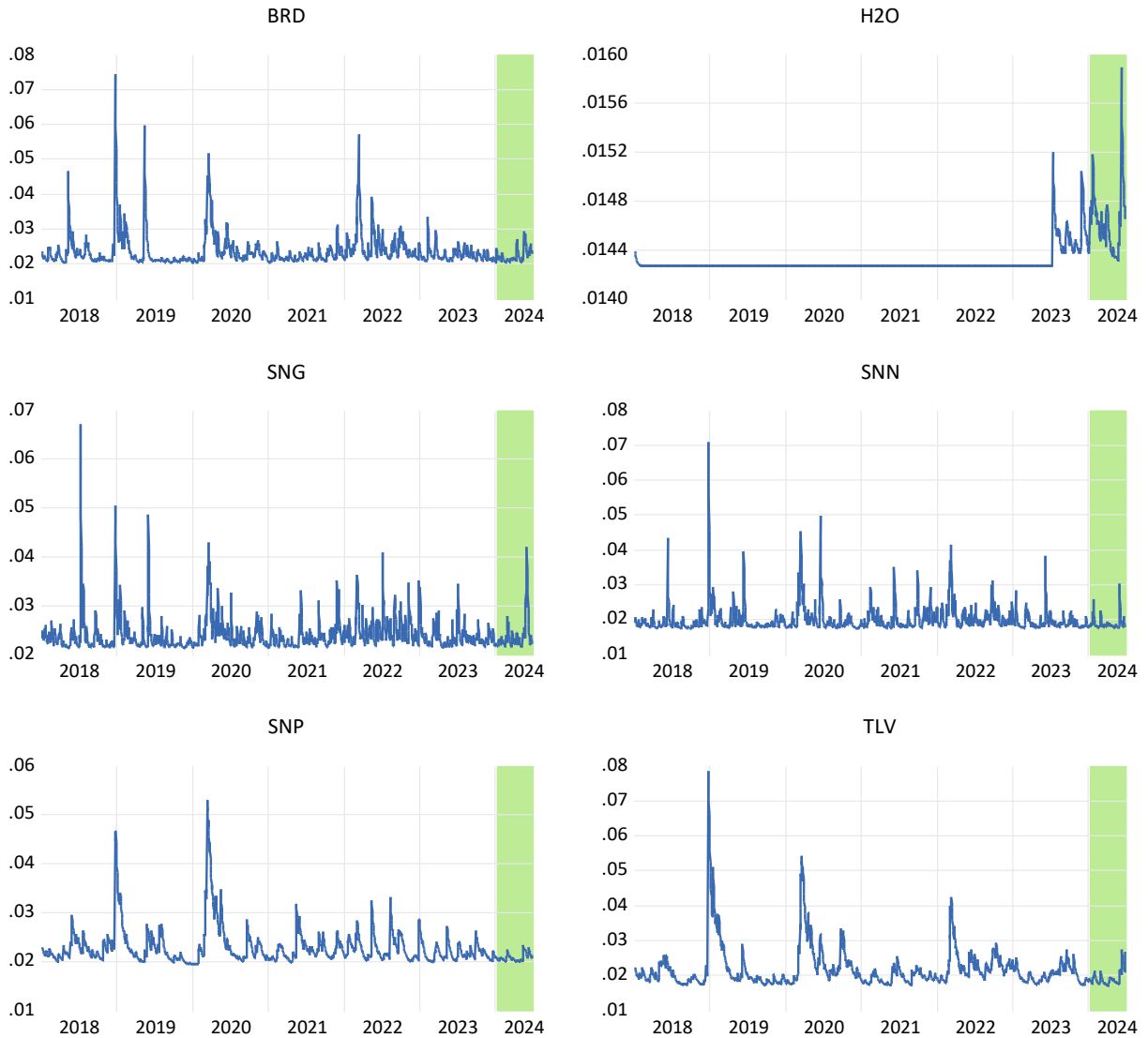
Figurile 26 și 27 redau rezultatele obținute prin utilizarea a două măsuri de risc sistemic. Graficele prezentate în Figura 26 indică evoluția riscului sistemic detectat cu ajutorul specificației CoVaR, în timp ce graficele din Figura 27 sunt estimate cu Marginal Expected Shortfall.

Se constată în continuare o variație semnificativă în rezultatele modelului CoVaR pentru companiile din eșantion. Principala cauză a acestui rezultat o constituie faptul că firmele analizate provin din sectoare economice distincte, fiecare fiind caracterizat de dinamici specifice. În plus, literatura de specialitate identifică alți factori care contribuie la acest nivel de heterogenitate, printre care se numără percepția asupra pieței, poziția financiară, condițiile de piață, precum și dimensiunea și ponderea în indice.

Pentru intervalul 2018 – 2024 sunt vizibile instanțe de creștere simultană a contribuțiilor la risc în următoarele perioade: decembrie 2018 – februarie 2019, mai 2019, martie 2020 – iunie 2020, martie - mai 2022 și septembrie 2022. Comparativ, pe parcursul semestrului I din anul 2024, privind agregat, contribuțiile la riscul sistemic au fost inferioare, cu excepția lunii mai. Cele mai mari 10% valori observate pentru specificația CoVaR au fost prezente la nivelul lunilor mai și iunie, iar cele mai mici 10% dintre rezultate au fost detectate pentru lunile februarie și martie.

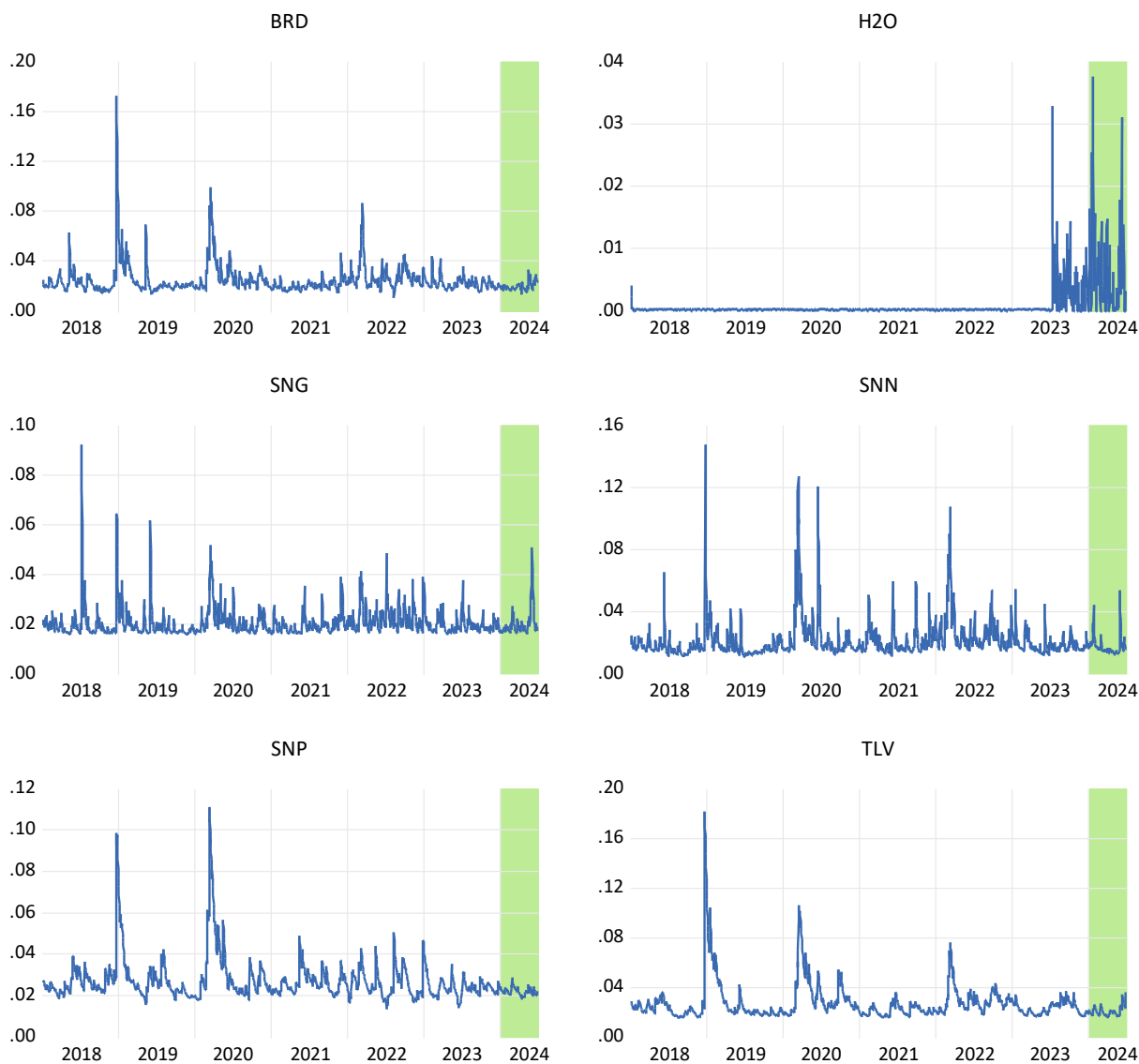
Pe parcursul primelor șase luni din anul 2024, rezultatele statisticii CoVaR manifestă o dinamică descendentă pentru TLV și SNP, o evoluție ascendentă pentru SNG și BRD și o traiectorie stabilă pentru SNN și H2O.

Figura 27 Valoarea-la-Risc Condiționată (CoVaR, 95%)



Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

Figura 28 Pierdere Marginală Așteptată (MES, 95%)



Sursa: LSEG, Prelucrare ASF

Specificația intitulată Pierdere Marginală Așteptată (Marginal Expected Shortfall, MES) capturează pierderea așteptată pentru o anumită companie în cazul unui șoc sistemic pentru un grad de încredere de 95% și un grad de semnificație de 5%. Pentru intervalul 2018 – 2024, cele mai mari valori sunt observate pentru perioadele: mai – iulie 2018, decembrie 2018 – martie 2019, februarie – mai 2020, martie 2022, septembrie-octombrie 2022, decembrie 2022 și într-o oarecare măsură mai 2024.

În mod agregat, pentru semestrul I al anului 2024, se observă valori inferioare mediei pentru intervalul 2018 – 2024. Cele mai mari 10% valori observate pentru specificația MES sunt prezente în lunile mai și iunie. Cele mai mici 10% valori returnate de această statistică corespund lunilor martie și aprilie.

Pe parcursul primelor șase luni din anul 2024, rezultatele statisticii MES manifestă o dinamică descendentă pentru TLV și SNP, ce tinde să se stabilizeze ulterior. SNG și BRD prezintă o evoluție ascendentă. SNN prezintă o traiectorie relativ stabilă, în timp ce dinamica H2O este variabilă.

În concluzie, contribuțiile companiilor din eșantion la riscul sistemic manifestă rezultate similare pentru cele două măsuri de risc utilizate. Primul trimestru al anului 2024 este caracterizat de o reducere graduală a riscului sistemic. Perioada februarie – martie este marcată de instabilitate și creșteri ale riscului, posibil pe baza factorilor externi de piață. Finalul lunii mai prezintă o nouă creștere a riscului sistemic.

3.4.2. Analiza fenomenului de formare de bule speculative indicele BET

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

Teoria bulei raționale consideră că prețurile activelor pot crește uneori la niveluri ce depășesc *valorile lor fundamentale* (valoarea intrinsecă) care trebuie estimate prin alte modele cantitative, iar aceste creșteri de preț sunt determinate de investitori raționali care iau decizii pe baza elementelor economice fundamentale și a informațiilor disponibile la momentul respectiv. Atât bulele iraționale, cât și cele raționale sunt dificil de identificat în timp real, deoarece participanții de pe piață tind să fie convinși că prețul actual reflectă valoarea reală a activului.

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

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

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

Testele lui Phillips et al. (2011, denumit în continuare PWY) și Phillips et al. (2015) au utilizat modelul de actualizare a dividendelor (DDM)¹⁷ și au fost aplicate la inversul randamentului dividendelor, Preț/Dividend, ceea ce înseamnă că testul analizează dacă prețul se îndepărtează semnificativ față de dividendul așteptat. Ideea de bază din spatele testelor este detectarea situațiilor în care o serie de timp prezintă un comportament exploziv în sens ascendent, care este adesea asociat cu bulele prețurilor activelor.

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

$$B_t = P_t - P_t^*$$

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

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

- **Volatilitatea pe termen scurt** sau fluctuațiile temporare ale prețului acțiunilor pot duce uneori la depășirea valorilor critice ale statisticii testului, sugerând un comportament exploziv sau existența unei bule speculative;
- **Fundamente puternice:** în cazul în care compania are fundamente financiare puternice și în curs de îmbunătățire, cum ar fi creșterea veniturilor, profiturilor și a cotei de piață, creșterea pe termen lung a prețului acțiunilor sale ar putea fi justificată. Deoarece testul nu ține cont de astfel de factori fundamentali, acesta poate produce rezultate fals pozitive. Bulele speculative pot fi determinate atât de dinamica pieței financiare, cât și de factorii economici fundamentali, iar testul poate să nu surprindă în mod eficient pe aceștia din urmă;
- **Sentimentul pieței:** Testul poate fi, de asemenea, influențat de sentimentul pieței și de comportamentul speculativ. În cazul în care există o creștere temporară a sentimentului pozitiv sau a tranzacțiilor speculative cu acțiuni, aceasta ar putea duce la un fals pozitiv, chiar dacă elementele fundamentale de bază rămân puternice;
- **Date istorice limitate:** Acuratețea testelor poate fi afectată de lungimea datelor istorice disponibile. În cazul în care seriile de timp sunt relativ scurte, testele generează rezultate fals pozitive, deoarece

¹⁷ Testele sunt explicate succint în Anexa 2.

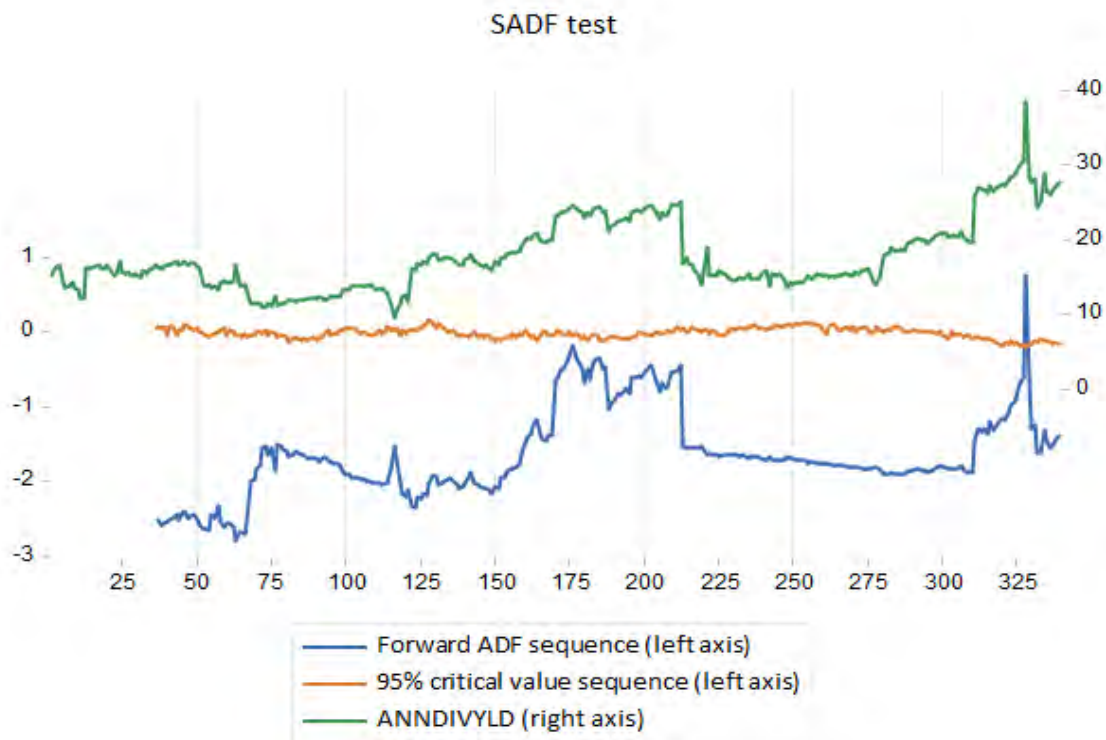
dispune de mai puține informații pentru a distinge între volatilitatea pe termen scurt și un comportament exploziv autentic;

- **Serii de date care conțin rupturi structurale:** de exemplu, statistica testului poate fi eronată pentru companiile care nu au plătit dividende în perioada pandemiei sau au restricționat plata dividendelor;
- **Robustețea testelor:** frecvența la care este realizat testul poate influența rezultatele.

În Figura 29 este aplicat testul SADF pentru a detecta dacă indicele BET a înregistrat o dinamică explozivă în primul semestru din 2024, în condițiile în care piața de capital a înregistrat o creștere rapidă peste nivelul de echilibru estimat (vezi subcapitolul 3.2). Testul SADF a fost aplicat pentru robustețe atât pe seriile lunare, cât și pe cele săptămânale ale indicatorului Preț/Dividend. Seriile de date au fost extrase din platforma LSEG pentru o perioadă de 10 ani (2013 - iulie 2024).

Rezultatele testului nu au indicat dinamici explozive care pot fi asociate cu bulele raționale speculative. Perioada identificată de test de depășire a nivelului critic este prea scurtă pentru a fi identificată ca bulă speculativă iar probabilitatea asociată acesteia indică că există o probabilitate de 23% de a greși dacă ar fi identificată ca bulă speculativă.

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



Sursa: LSEG, calcule ASF

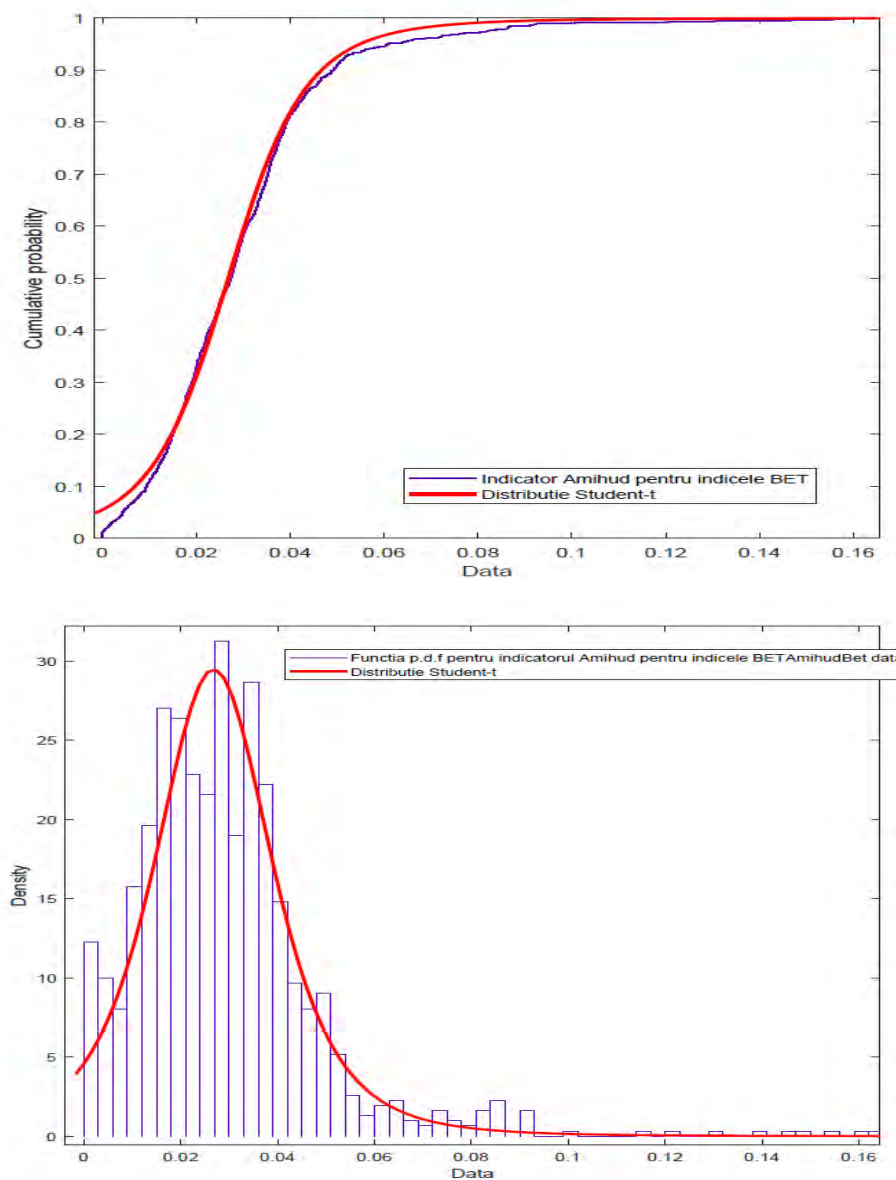
Legenda: DIVYIELD=este inversul raportului dividend/preț, 95% valoare critică; Forward ADF=valoarea testului statistic

Legătura dintre lichiditatea sistemică și apariția bulelor speculative

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

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

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



Sursa: LSEG, calcule ASF

3.4.3. Riscurile sistemice 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. 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.

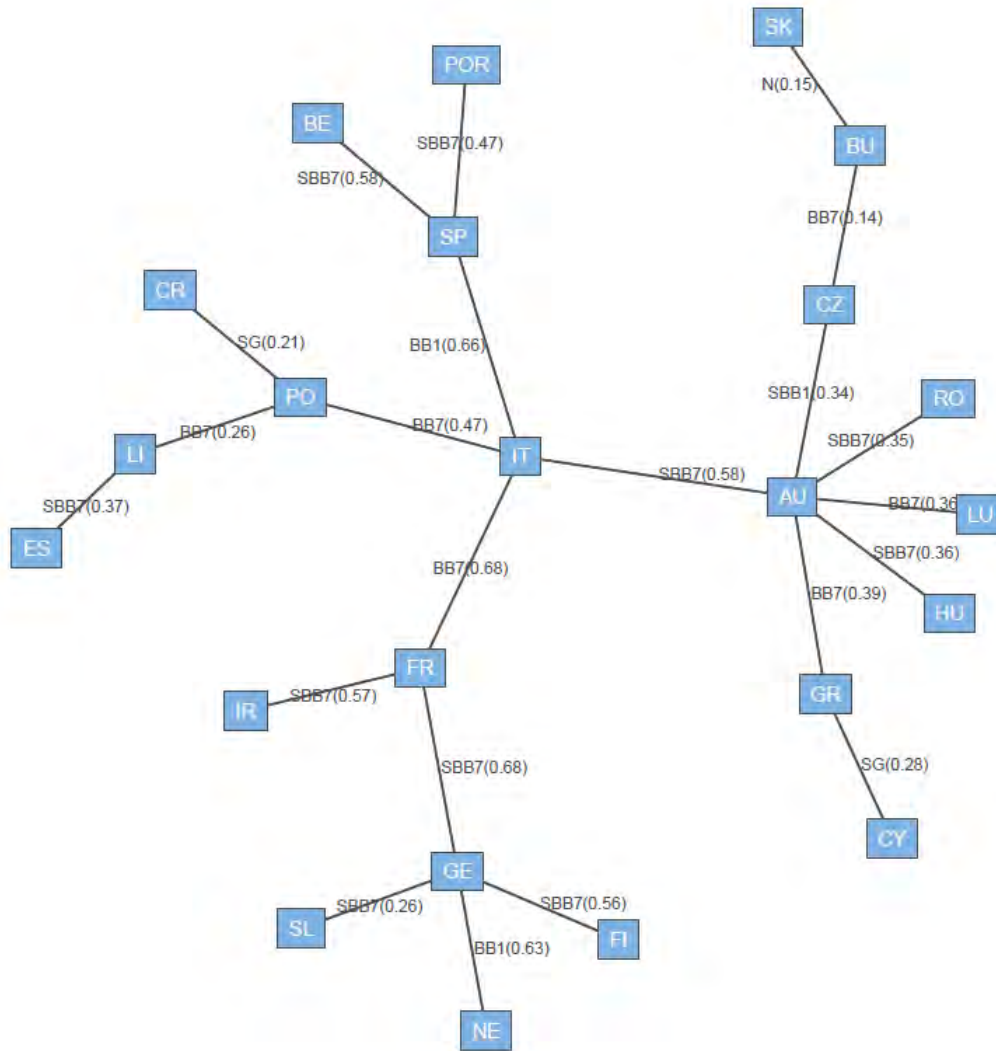
Pentru vizualizarea legăturilor dintre bursele europene pentru perioada 2019-2024, au fost utilizate 24 de serii de randamente pentru indicii reprezentativi pentru următoarele țări: Polonia (PO), Lituania (Li), Estonia (ES), Croația (CR), Italia (IT), Spania (SP), Belgia (BE), Portugalia (POR), Franța (FR), Irlanda (IR), Germania (GE), Slovenia (SL), Olanda (NE), Finlanda (FI), Austria (AU), Grecia (GR), Cipru (CY), Ungaria (HU), Luxemburg (LU), Romania (RO), Cehia (CZ), Bulgaria (BU), Slovacia (SK). Frecvența datelor este săptămânala pentru intervalul ianuarie 2019- iunie 2024 și au fost extrase cu ajutorul platformei de date LSEG.

O analiză multivariată permite vizualizarea dependențelor dintre indici la nivel european pentru identificarea economiilor care generează șocuri economice și trasarea direcției de propagare a șocurilor dintre acestea. Astfel rezultatele indică că din punct de vedere sistemic șocurile sunt generate de Germania, Franța, Italia și Austria. Acestea sunt nodurile principale ale rețelei. Austria este un hub regional pentru piețele de capital din Grecia, Cipru, Ungaria, Luxemburg, România, Cehia, Bulgaria și Slovacia. În mod similar există relații de dependență dintre celelalte piețe de capital și Italia, Franța și Germania. Polonia influențează mai mult Lituania, Estonia și Croația.

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 exponențial GARCH; inovațiile sunt de tipul skewed-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 24 de indici analizați care este o rețea de distribuții a indicilor europeni. Astfel fiecare distribuție marginală este legată de altă distribuție marginală cu ajutorul altei distribuții bivariate.

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



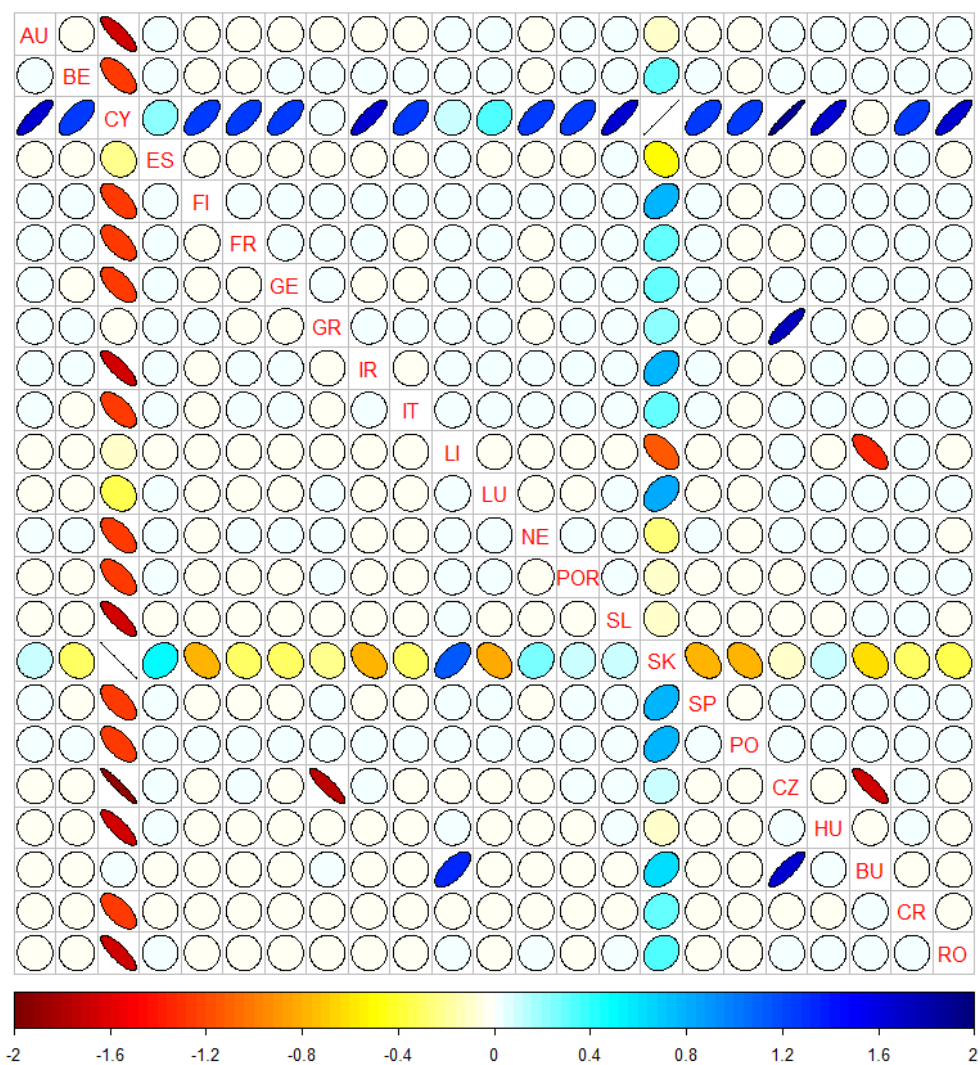
Sursa: LSEG, calcule ASF

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

Polonia (PO), Lituania(Li), Estonia(ES), Croația (CR), Italia (IT), Spania(SP), Belgia (BE), Portugalia (POR), Franța (FR), Irlanda (IR), Germania (GE), Slovenia (SL) , Olanda (NE), Finlanda (FI), Austria (AU), Grecia (GR), Cipru (CY), Ungaria (HU), Luxemburg (LU), România (RO), Cehia (CZ), Bulgaria (BU), Slovacia (SK).

Analiza avans-întârziere (*lead-lag*)¹⁸ investighează relația temporală dintre două serii temporale financiare și este bazată pe funcțiile de contrast ale covarianței. Aceasta urmărește să identifice dacă o serie conduce sau rămâne în mod constant în urma celeilalte. O astfel de analiză este relevantă pentru identificarea sincronității transmiterii șocurilor financiare dintre bursele europene. În graficul următor este prezentată analiza pentru bursele europene în perioada decembrie 2022-iunie 2024. Rezultatele obținute indică că piața de capital din România preia șocurile și nu există întârzieri în receptarea șocurilor exogene.

Figura 32 Avans-întârziere (*lead-lag*)



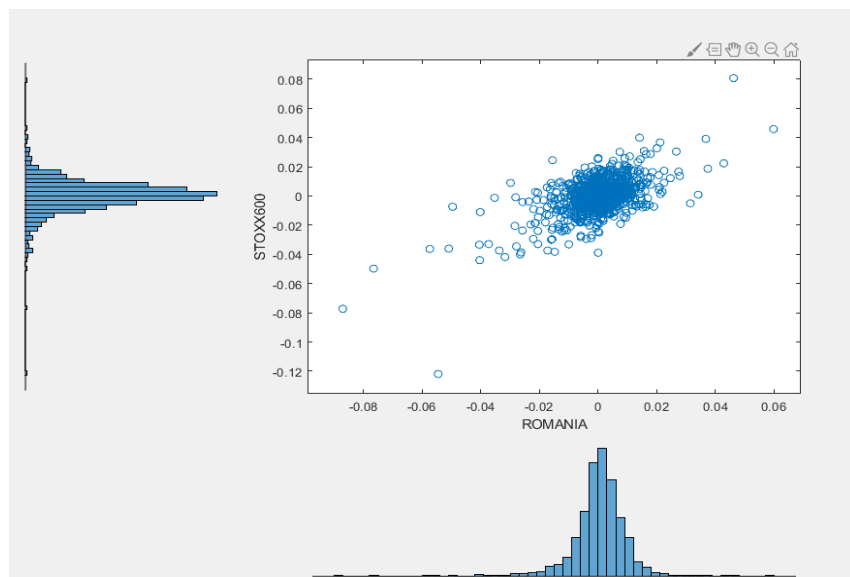
Sursa: ASF, calcule ASF

¹⁸ Hoffmann, M., Rosenbaum, M. and Yoshida, N. (2013) Estimation of the lead-lag parameter from non-synchronous data, *Bernoulli*, 19, no. 2, 426–461.

Dacă presupunem ca indicele STOXX 600 este un indicator general pentru dinamica piețelor de capital europene, atunci este interesant de analizat sensibilitatea pieței de capital din România față de cea europeană. Sensitivitatea va fi analizată cu ajutorul unei funcții de distribuție bivariată.

Un grafic de tip *scatter* dintre randamentele celor doi indici arată o dependență pentru valorile extreme negative ale acestora.

Figura 33: Sensitivitatea față de indicele STOXX 600 (2019-2024)

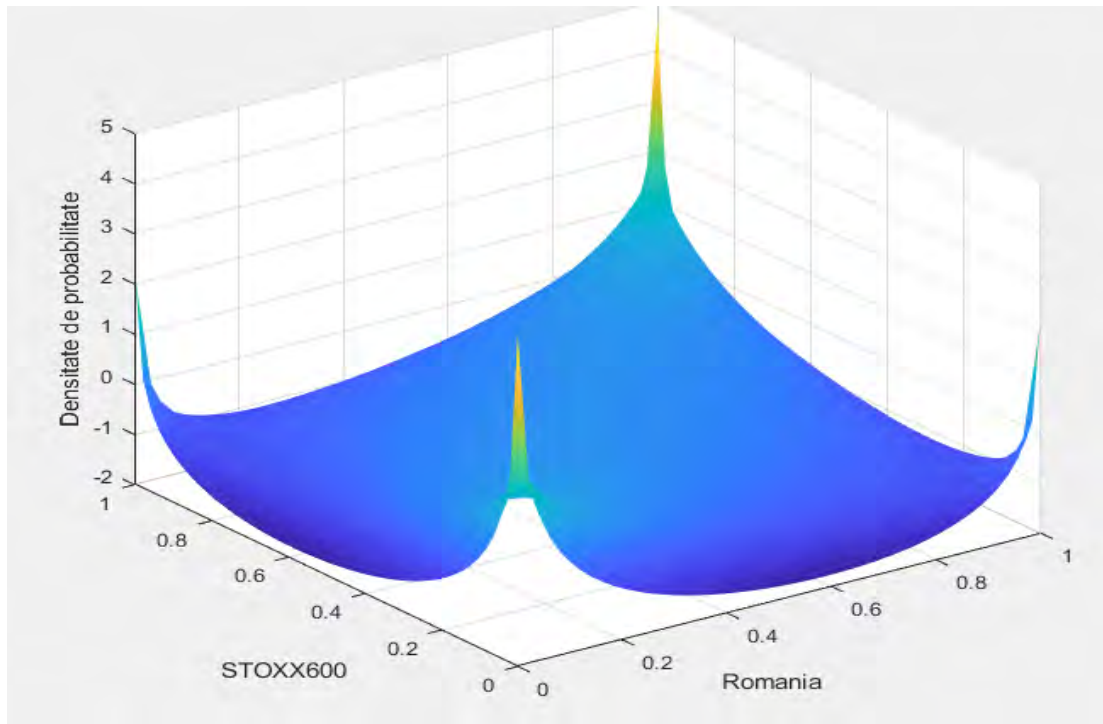


Sursa: LSEG, calcule ASF

Prima etapă a construcției este estimarea unei funcții bivariată pentru cei doi indici. O funcție bivariată de densitate este o distribuție de probabilitate multivariată, în care fiecare variabilă aleatorie are o distribuție marginală uniformă pe intervalul unitar $[0,1]$. Aceste variabile pot fi complet independente, legate în mod determinist (de exemplu, $U_2 = U_1$) sau legate printr-o funcție nelineară. Datorită posibilității de dependență între variabile, se poate utiliza o funcție bivariată pentru a construi o nouă distribuție multivariată pentru variabilele dependente. Prin transformarea separată a fiecărei variabile cu ajutorul metodei de inversiune, distribuția rezultată poate avea distribuții marginale arbitrare. Astfel de distribuții multivariate sunt deseori utile în simulări, atunci când se cunoaște ca valorile nu sunt independente una de cealaltă.

Funcția de densitate a probabilității (p.d.f) a unei funcții nelineare bivariante oferă un modalitate vizuală de a înțelege cum cei doi indici, Romania și Stoxx 600, sunt relaționați de funcția de distribuție comună.

Figura 34 Funcția de densitate comună pentru indicii pieței de capital din România și Stoxx 600



Sursa: LSEG, calcule ASF

Densitatea comună pentru orice punct comun al celor doi indici reprezintă probabilitatea cumulativă a celor două densități diferite și indică probabilitatea comună pentru acel punct.

Densitatea ridicată pentru cuantilele de până la 5% indică că acele valori apar împreună mai frecvent decât dacă cele două serii ar fi independente. În timp ce corelația indică o relație lineară pentru toată distribuția, funcția de densitate a probabilității indică în ce momente cele două serii de interes (indicii de capital pentru România și Europa) au reacționat similar la șocuri economice. Graficul indică o dependență ridicată pentru momentele de șocuri economice severe sau pentru știrile pozitive. Ca și în cazul corelației, o astfel de analiză nu indică cauzalitatea sau direcția de propagare a șocurilor economice.

Analiza de cauzalitate (cauzalitatea tip Granger) dintre cei doi indici arată că indicele STOXX 600 cauzează modificări pentru dinamica indicelui pieței de capital din România.

4. Stabilitatea pieței asiguraților

Activitatea economică la nivel global s-a dovedit rezilientă, însă ritmul de expansiune se menține scăzut comparativ cu standardele istorice, ca urmare a costurilor de finanțare încă ridicate, dar și pe fondul unor efecte pe termen mai lung ale pandemiei Covid-19, invaziei Rusiei în Ucraina și al fragmentării geopolitice în creștere.

În ceea ce privește inflația globală, este de așteptat o continuare a atenuării ritmului de creștere, Fondul Monetar Internațional preconizând revenirea mai rapidă la țintele de inflație a economiilor avansate comparativ cu cele emergente și în curs de dezvoltare.

Tensiunile geopolitice reprezintă, în continuare, un motiv de îngrijorare la nivel global, o escaladare a acestora putând conduce la creșterea inflației și a riscului de piață. În contextul macroeconomic actual, este esențial ca instituțiile financiare și autoritățile de supraveghere să monitorizeze și să poată gestiona efectele ratelor ridicate ale dobânzii asupra economiei reale și piețelor financiare. Impactul costurilor mai mari de refinanțare, în legătură cu care autoritățile europene și internaționale se așteaptă să rămână ridicate în perioada următoare, poate afecta companiile, în special pe cele foarte îndatorate. Așadar, monitorizarea riscului de credit rămâne, de asemenea, o preocupare la nivel global.

Din perspectiva interconexiunilor și riscului de credit, societățile de asigurare autorizate și supravegheate de ASF investesc preponderent în instrumente financiare cu venit fix, având o expunere ridicată față de obligațiunile guvernamentale. Cea mai mare parte dintre acestea reprezintă titluri de stat emise de Ministerul Finanțelor. Așadar, societățile de asigurare din România sunt mai prudente din acest punct de vedere, neavând expuneri directe ridicate față de instrumente financiare complexe sau active alternative. Investițiile semnificative ale societăților de asigurare din România în titluri de stat arată 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 asiguraților, având în vedere deținerile limitate în această clasă de active.

Conform unei analize publicate de Gallagher¹⁹, la începutul anului 2024 au existat îngrijorări legate de faptul că sectorul imobiliar comercial ar putea înregistra scăderi majore. Pe plan global, societățile de asigurare au o expunere semnificativă față de acest sector, investind în medie între 9% și 12% din portofoliile de investiții. Potrivit Gallagher, în Europa și în SUA, asigurații au investit 7%, respectiv 12%.

ASF a continuat să monitorizeze expunerea societăților de asigurare față de sectorul imobiliar, care raportată la valoarea investițiilor totale ale asiguraților rămâne, în continuare, limitată. Investițiile societăților de asigurare în sectorul imobiliar reprezentau 2,4% din totalul investițiilor. Valoarea plasamentelor cuprinde atât imobilizările corporale pentru uzul propriu (terenuri, clădiri, echipamente), cât și investițiile în sectorul imobiliar comercial și rezidențial. Expunerea față de sectorul imobiliar comercial se situa la doar 0,28% ca pondere în total investiții, conform raportărilor societăților de asigurare.

¹⁹ <https://www.ajg.com/gallagherre/-/media/files/gallagher/gallagherre/news-and-insights/2024/june/commercial-real-estate-investments-macro-economics-report.pdf>

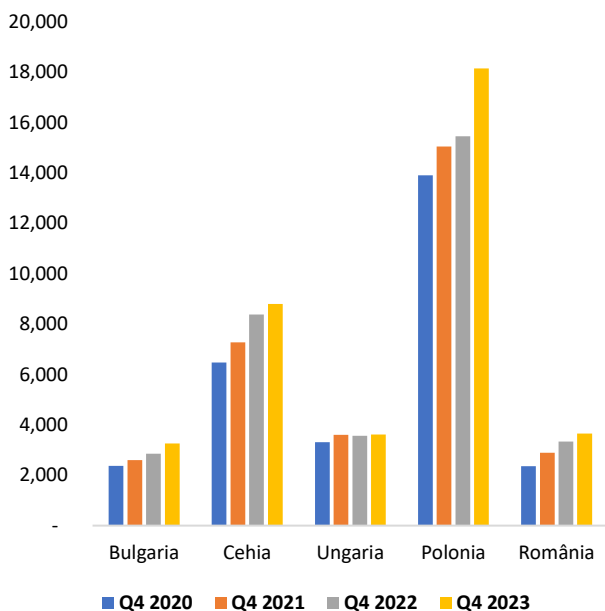
La nivelul pieței asigurărilor, indicatorul de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale a scăzut ușor în luna iunie 2024 comparativ cu decembrie 2023, pe fondul creșterii mai rapide a obligațiilor pe termen scurt ale asigurătorilor comparativ cu avansul înregistrat de activele lichide. În ceea ce privește indicatorul de lichiditate aferent pieței de asigurări de viață, se constată o creștere a acestuia.

Ratele de solvabilitate la nivelul pieței asigurărilor din România se mențin supraunitare, conform raportărilor. Ratele de solvabilitate au scăzut în trimestrul II 2024 față de perioada similară a anului precedent. Cu toate acestea, rata SCR a înregistrat o creștere cu 3 puncte procentuale față de finalul trimestrului IV 2023. În România, rata SCR la nivelul pieței asigurărilor se situa la 168% în trimestrul IV 2023. Conform datelor EIOPA, dintre cele 30 de țări care raportează către EIOPA, doar Letonia și Islanda au înregistrat rate SCR mai mici.

4.1. Piața asigurărilor în context european

Volumul de prime brute subscrise în România, cuprinzând atât activitatea de asigurări generale, cât și cea de asigurări de viață, a înregistrat creșteri în ritm anual în toată perioada analizată, tendință similară cu cea înregistrată și în celelalte state membre din regiune.

Figura 35 Volumul de prime brute subscrise (milioane EUR) în perioada 2020 – 2023 în România și alte țări din regiune



O analiză a structurii piețelor de asigurare din România și alte state membre din regiune arată că în România, cu excepția Bulgariei, sectorul asigurărilor de viață este cel mai slab reprezentat din perspectiva volumului de prime brute subscrise. Astfel, ponderea primelor brute subscrise pentru asigurările de viață a variat între 14% și 19% în perioada analizată, conform datelor publicate de EIOPA. Piața asigurărilor din Cehia, Ungaria și Polonia prezintă un grad mai ridicat de diversificare, segmentul de asigurări de viață reprezentând peste 20% din piața asigurărilor.

Sursa: EIOPA, calcule ASF, raportări trimestriale solo Solvency II, S.05.01; cuprind atât activitatea de asigurări directe, cât și primirea în reasigurare

Tabelul 9 Structura activității de subscriere pe categorii de activități

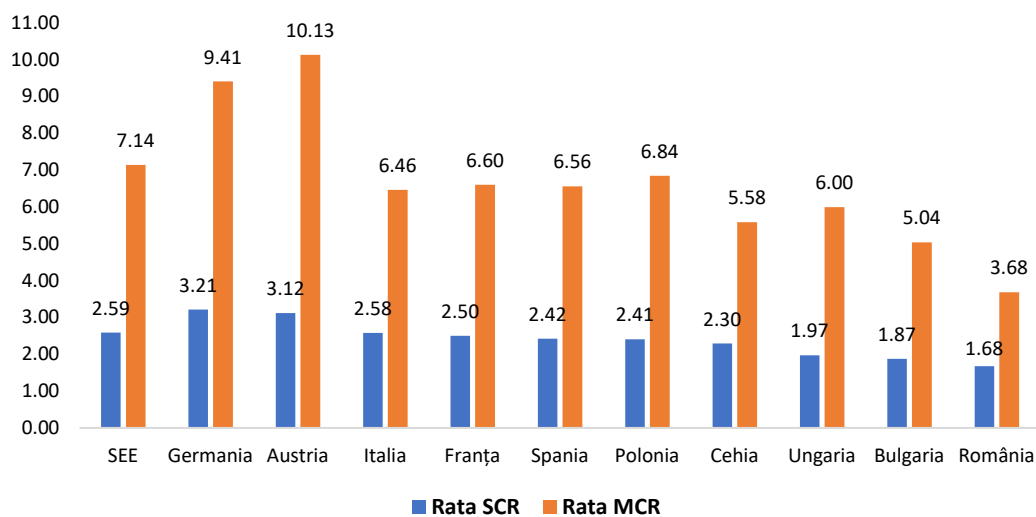
Țară	Tip activitate	2020 Q4	2021 Q4	2022 Q4	2023 Q4
Bulgaria	AG	93%	91%	92%	92%
	AV	7%	9%	8%	8%
Cehia	AG	74%	75%	77%	78%
	AV	26%	25%	23%	22%
Ungaria	AG	57%	55%	58%	60%
	AV	43%	45%	42%	40%
Polonia	AG	69%	69%	72%	72%
	AV	31%	31%	28%	28%
România	AG	83%	81%	86%	85%
	AV	17%	19%	14%	15%

Sursa: EIOPA, calcule ASF, raportări trimestriale solo Solvency II, S.05.01; cuprind atât activitatea de asigurări directe, cât și primirea în reasigurare

În ceea ce privește solvabilitatea sistemului european de asigurări, conform statisticilor publicate de EIOPA, rata SCR la nivelul Spațiului Economic European (cele 30 de țări ce raportează către EIOPA) s-a situat în trimestrul 4 2023 la un nivel de 259%, iar rata MCR se afla la o valoare de 714%, ceea ce arată nivelul solid de capitalizare la nivel european.

În România, rata SCR la nivelul pieței asigurărilor se situa la 168% în trimestrul 4 2023. Conform datelor EIOPA, dintre cele 30 de țări, doar Letonia (158%) și Islanda (151%) au înregistrat rate SCR mai mici.

Figura 36 Ratele cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței minime de capital (MCR) (Trim. IV 2023)

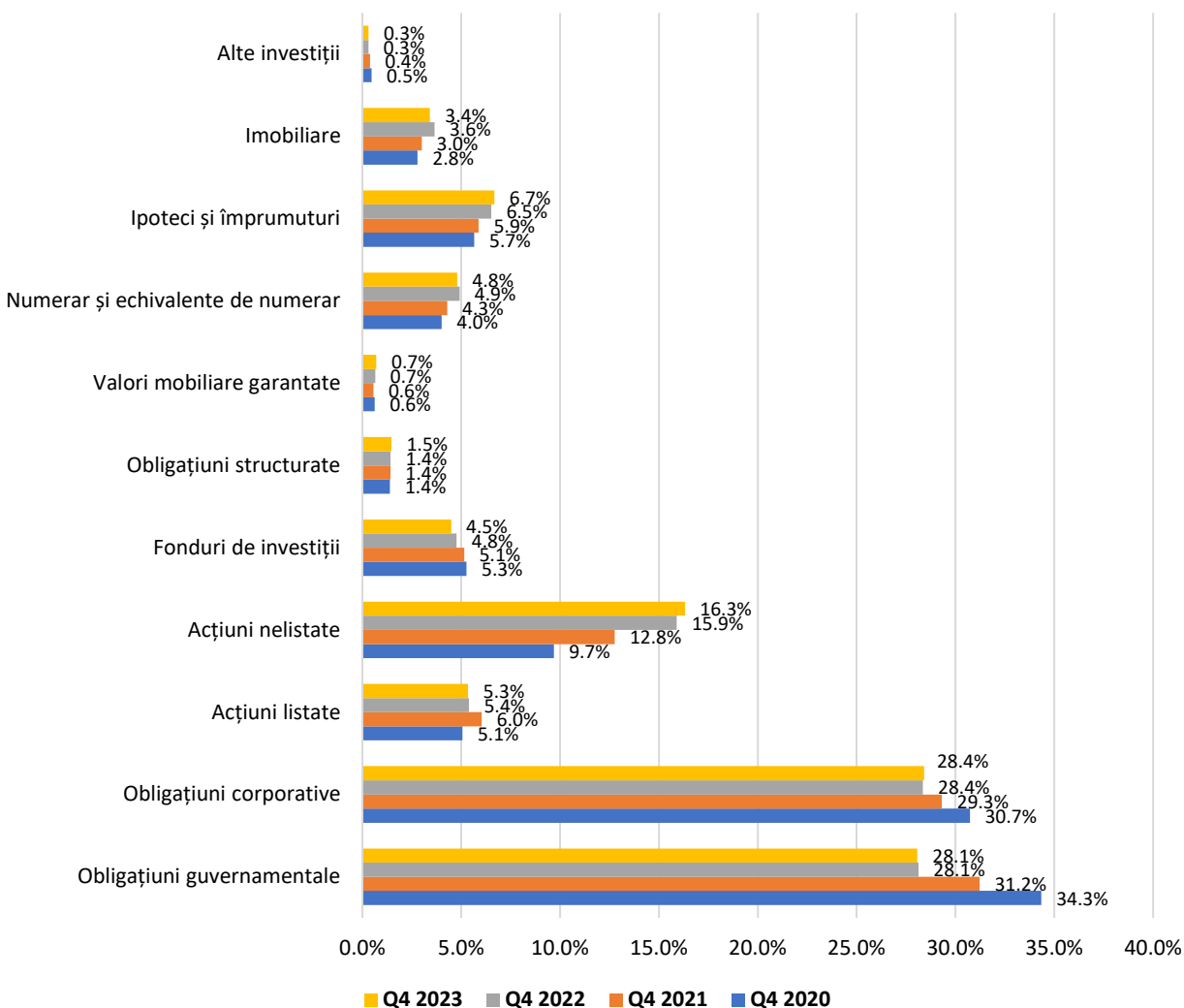


Sursa: EIOPA, prelucrare ASF

Conform raportului de stabilitate financiară publicat de EIOPA în iunie 2024, investițiile asigurătorilor din spațiul economic european au rămas dominate de activele cu venit fix, urmate de plasamentele în acțiuni. Obligațiunile guvernamentale și corporative reprezintă mai mult de jumătate din portofoliul total de investiții²⁰, urmate de acțiuni (listate și nelistate). Acest lucru expune portofoliile la riscul de piață (rata dobânzii și scăderea prețului acțiunilor) și de credit.

Dacă în ceea ce privește investițiile în obligațiuni guvernamentale și corporative ponderea acestora în total investiții a rămas nemodificată la finalul trimestrului 4 2023 față de anul 2022, se observă creșterea ușoară a expunerii față de acțiuni nelistate.

Figura 37 Structura investițiilor în T4 2023 comparativ cu T4 2020, T4 2021 și T4 2022

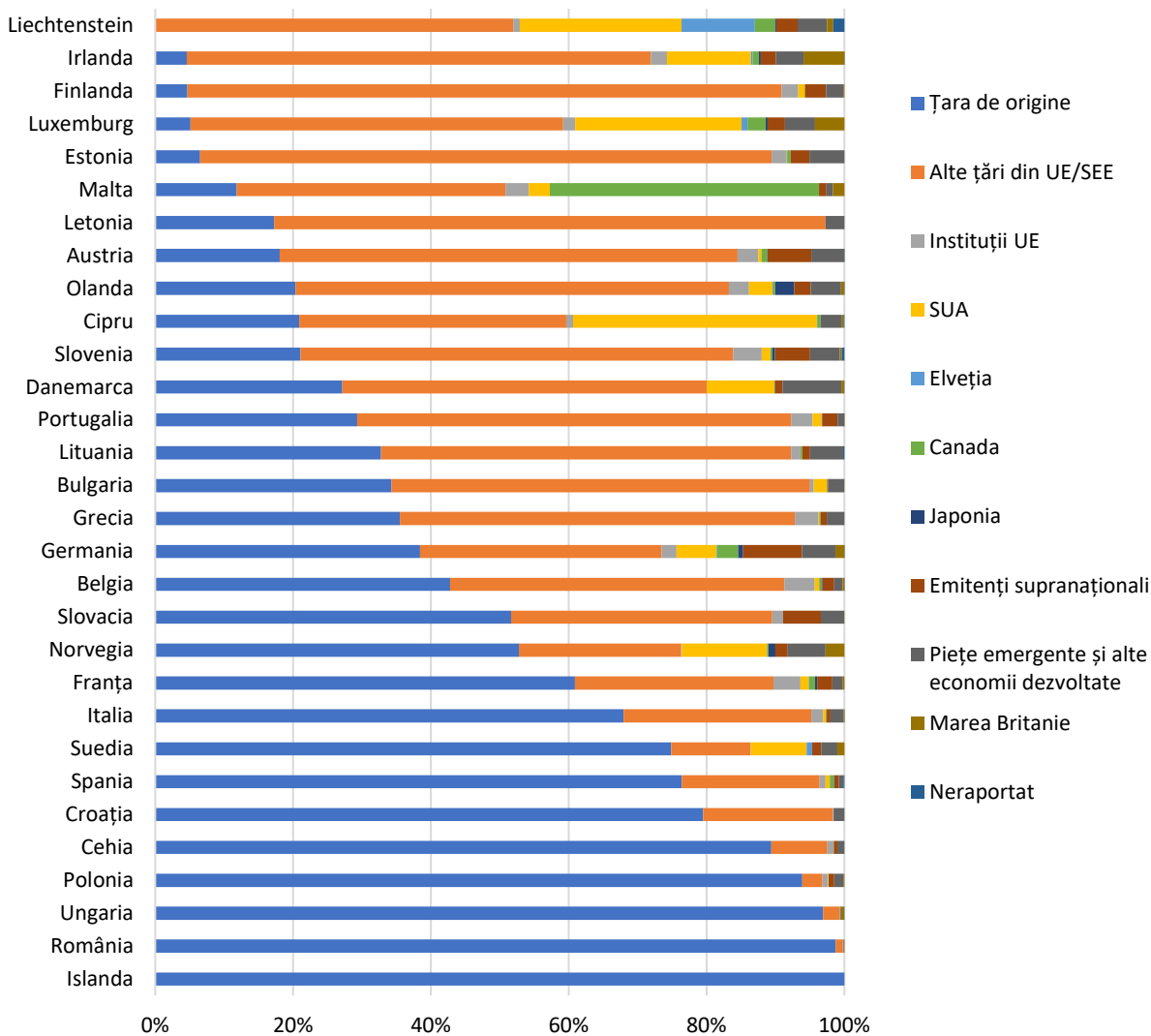


Sursa: EIOPA, raportul de stabilitate financiară (iunie 2024), rapoartări trimestriale solo S2, nu sunt incluse activele deținute pentru contractele unit-linked; cifrele bazate pe abordarea de tip look-through pentru fonduri

²⁰ Sunt excluse activele deținute pentru contractele unit-linked; este folosită analiza fondurilor pentru a determina expunerea pe clase de active

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

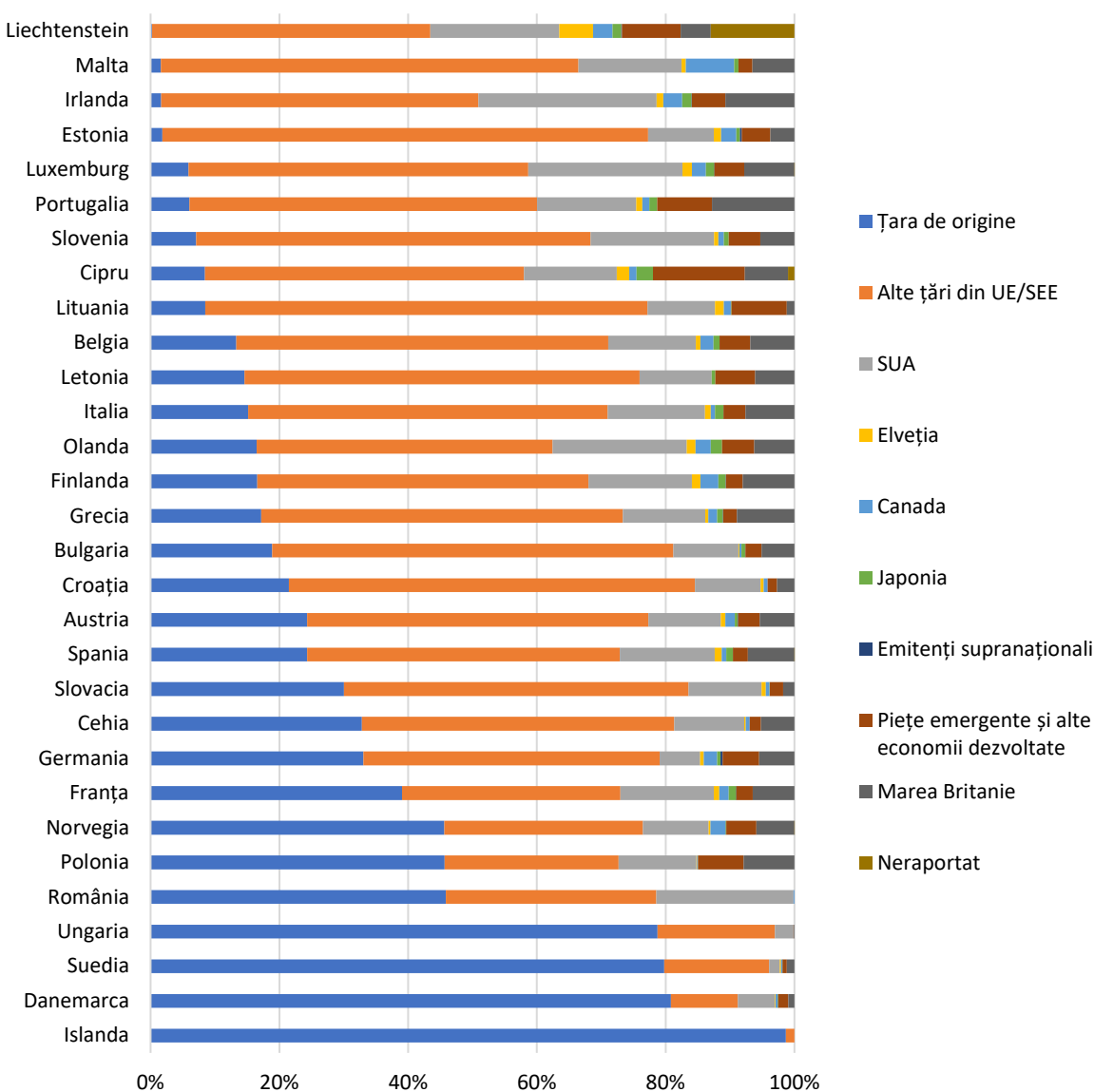
Figura 38 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile guvernamentale în funcție de țara emitentă



Sursa: EIOPA, raportul de stabilitate financiară (iunie 2024), raportări trimestriale solo; data de referință: Q4 2023; sunt incluse activele deținute pentru contractele unit-linked; nu este aplicată abordarea de tip look-through

În ceea ce privește investițiile în obligațiuni corporative deținute de societățile de asigurare din România în funcție de țara emitentă, expunerea este mai diversificată. Ponderea investițiilor deținute de societăți de asigurare în obligațiuni corporative emise de companii din România este de 46%, în timp ce investițiile asigurătorilor români în obligațiuni corporative emise de companii din alte țări ale Uniunii Europene sau din Spațiul Economic European (SEE) se situau la 33% din valoarea totală a plasamentelor în această clasă de active.

Figura 39 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile corporative în funcție de țara emitentă



Sursa: EIOPA, raportul de stabilitate financiară (iunie 2024), raportări trimestriale solo; data de referință: Q4 2023; sunt incluse activele deținute pentru contractele unit-linked

Prime brute subscrise

Volumul primelor brute subscrise (PBS) de societățile autorizate și reglementate de ASF s-a situat la 9,7 miliarde lei în semestrul I 2024, din care circa 8 miliarde lei (82% din PBS) reprezintă prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale. Dinamica pozitivă a indicatorului a fost susținută, în principal, de creșterea înregistrată de asigurările generale (+424 milioane lei), dar și segmentul asigurărilor de viață a avut o contribuție pozitivă, activitatea de subscriere majorându-se cu 230 milioane lei. Așadar, ritmul anual de creștere înregistrat de segmentul asigurărilor generale a fost de 6%, iar segmentul asigurărilor de viață a crescut cu 15% în semestrul I 2024 față de perioada similară din anul precedent.

Figura 40 Ritmul anual de modificare al volumului de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață

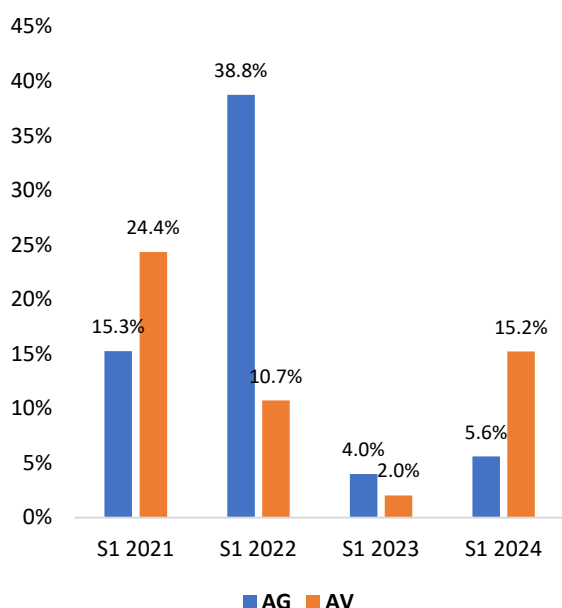
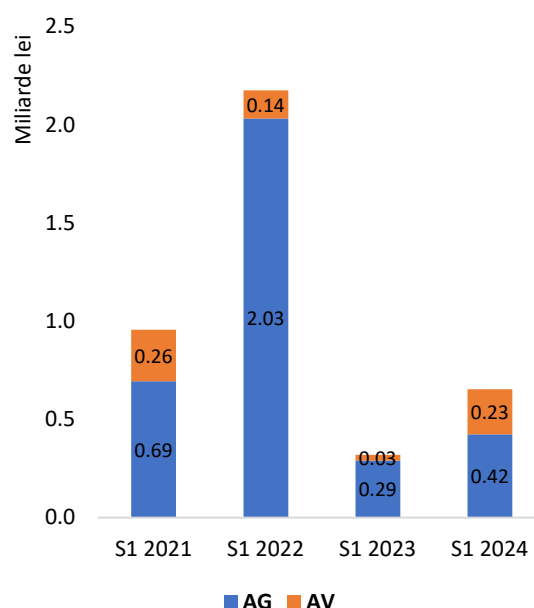


Figura 41 Modificarea anuală a volumului de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață



Sursa: ASF

Cele mai mari creșteri au fost înregistrate în ceea ce privește primele brute subscrise pentru clasa A3 (+200 milioane lei) și A8 (+186 milioane lei) în semestrul I 2024 comparativ cu semestrul I 2023. Cu privire la segmentul asigurărilor de viață, dinamica pozitivă înregistrată a fost susținută, în principal, de majorarea volumului de prime brute subscrise pentru clasa C1 (+156 milioane lei).

Figura 42 Modificarea volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurări generale în semestrul I 2024 față de semestrul I 2023

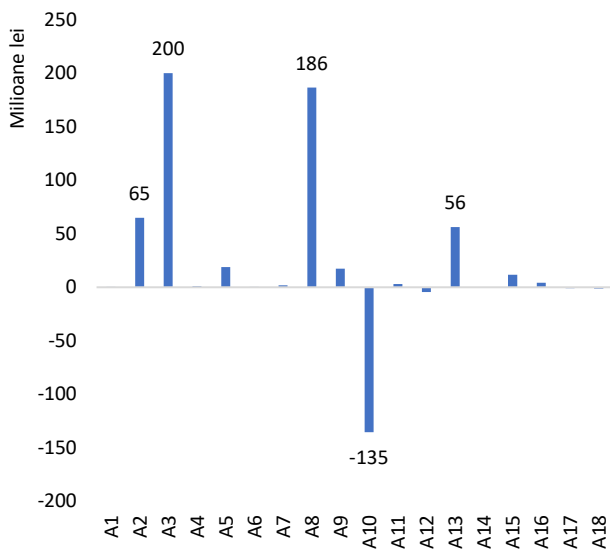
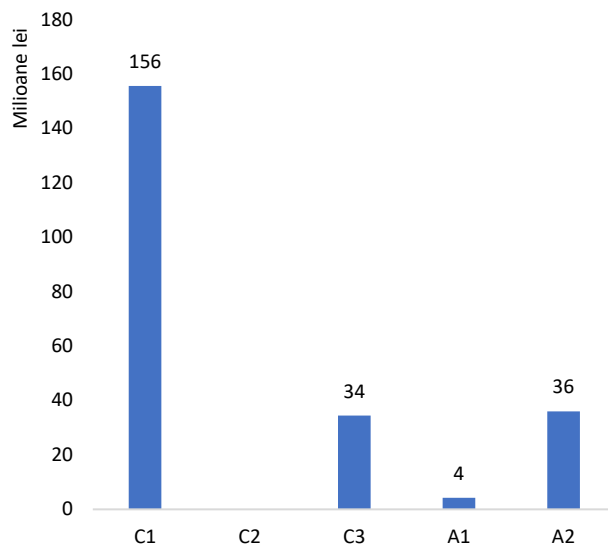


Figura 43 Modificarea volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurări de viață în semestrul I 2024 față de semestrul I 2023



Sursa: ASF

4.2. Solvabilitate

Valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital de solvabilitate se afla la finalul lunii iunie 2024 la nivelul de circa 9,3 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 24% comparativ cu perioada similară din anul anterior, în timp ce valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital minim se situa la 8,8 miliarde lei, în creștere cu 23%.

La finalul trimestrului II 2024, se observă scăderea ratelor de solvabilitate la nivel pieței asigurărilor (171% rata SCR, respectiv 393% rata MCR) comparativ cu perioada similară din anul precedent (186% și 427%). 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 44 Valoarea cerinței de capital de solvabilitate și a cerinței de capital minim (mld. lei)

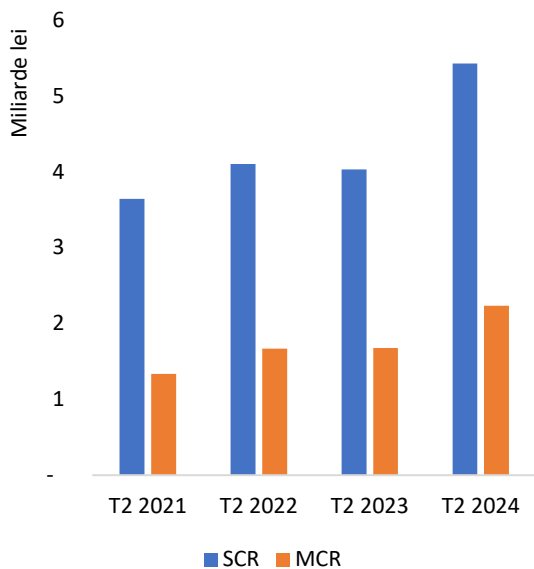
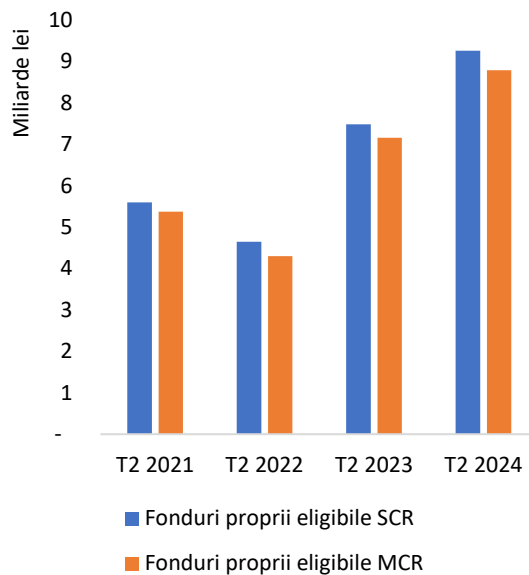
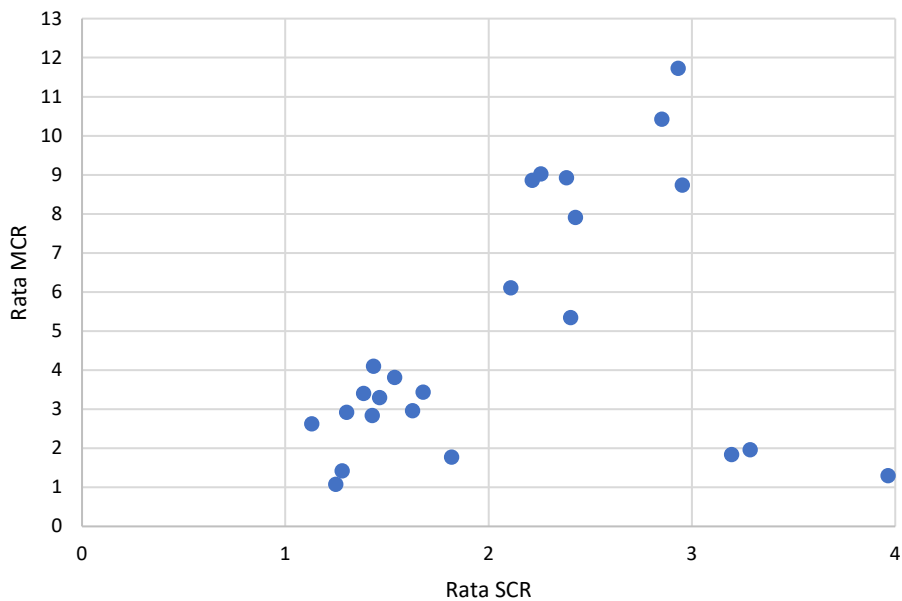


Figura 45 Valoarea fondurilor proprii eligibile care acoperă cerințele de capital (mld. lei)



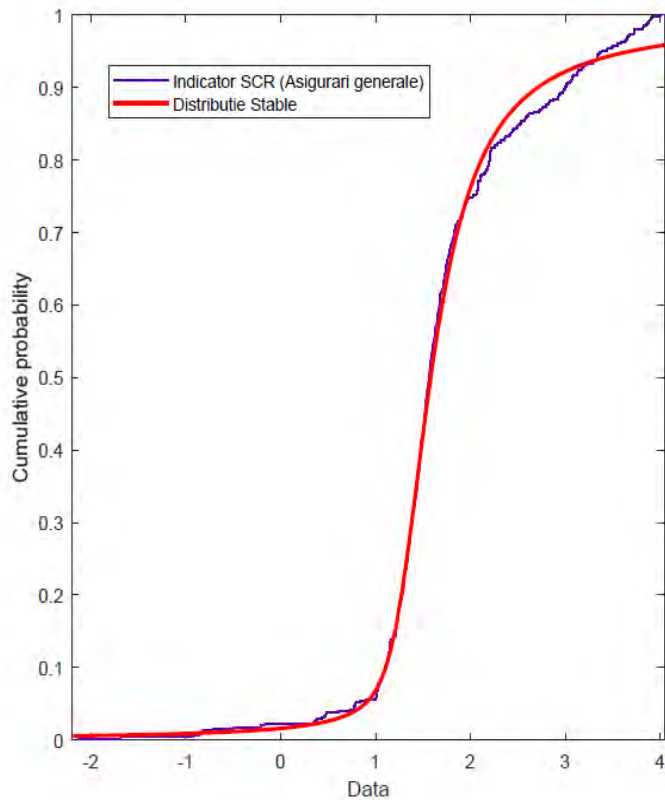
Sursa: ASF

Figura 46 Ratele de acoperire a cerințelor de capital (rata SCR și rata MCR) aferente societăților de asigurare la finalul trimestrului II 2024



Sursa: ASF

Figura 47 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practic activitate de asigurări generale



Sursa: ASF, N= 445

Parametrul de asimetrie, β , ia valori între -1 și 1. Având în vedere că pentru distribuția ratelor SCR aferente societăților care practic activitate de asigurări generale, parametrul β se situează la o valoare de 0,60, valoarea pozitivă a parametrului indică faptul că distribuția este înclinată spre dreapta.

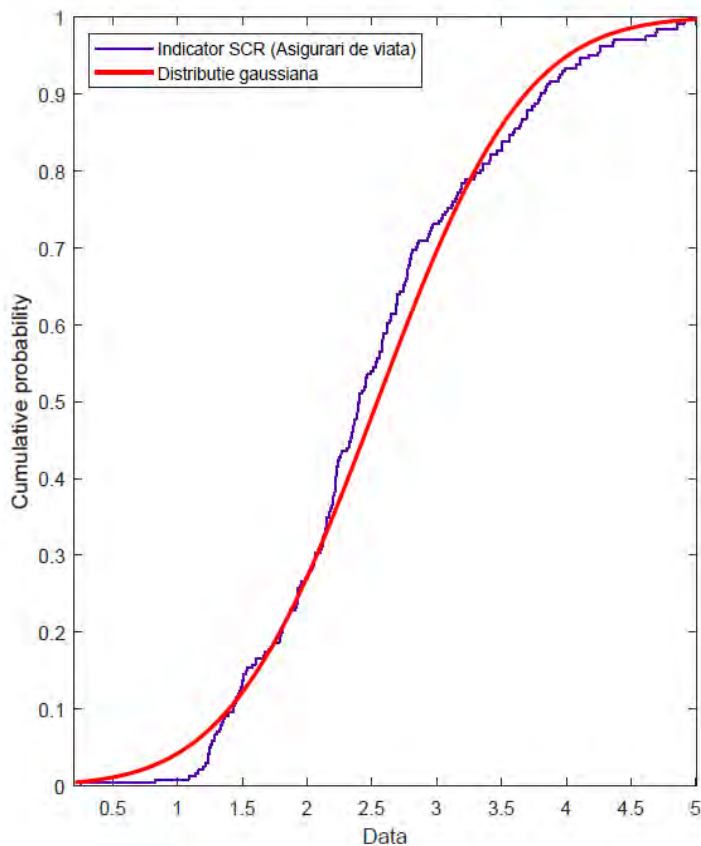
Parametrul de scală, ce determină lățimea și, implicit, dispersia probabilității de densitate se situează la 0,285. Parametrul de locație (1,51) reprezintă în cazul distribuției Stabile ceea ce media reprezintă în distribuția normală.

Față de media pe termen lung, trei dintre cele 12 societăți care au practicat activitate de asigurări generale au raportat o rată SCR ce se situează sub medie.

Se observă că probabilitatea asociată înregistrării unei rate SCR subunitare se menține sub 10%, dacă luăm în calcul ratele SCR aferente societăților care practic activitate de asigurări generale în perioada 2016 – T2 2024 (445 observații).

Indicele de stabilitate al distribuției stabile (α , exponentul de coadă sau exponentul caracteristic) ia, în general, valori între 0 și 2 și arată viteza cu care cozile distribuției se diminuează. Cu cât valoarea parametrului α este mai redusă, cu atât frecvența și dimensiunea evenimentelor extreme sunt mai mari. În cazul de față, parametrul α ia valori ce depășesc ușor nivelul de 1, ceea ce indică o medie a distribuției egală cu parametrul μ (151%).

Figura 48 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică activitate de asigurări de viață



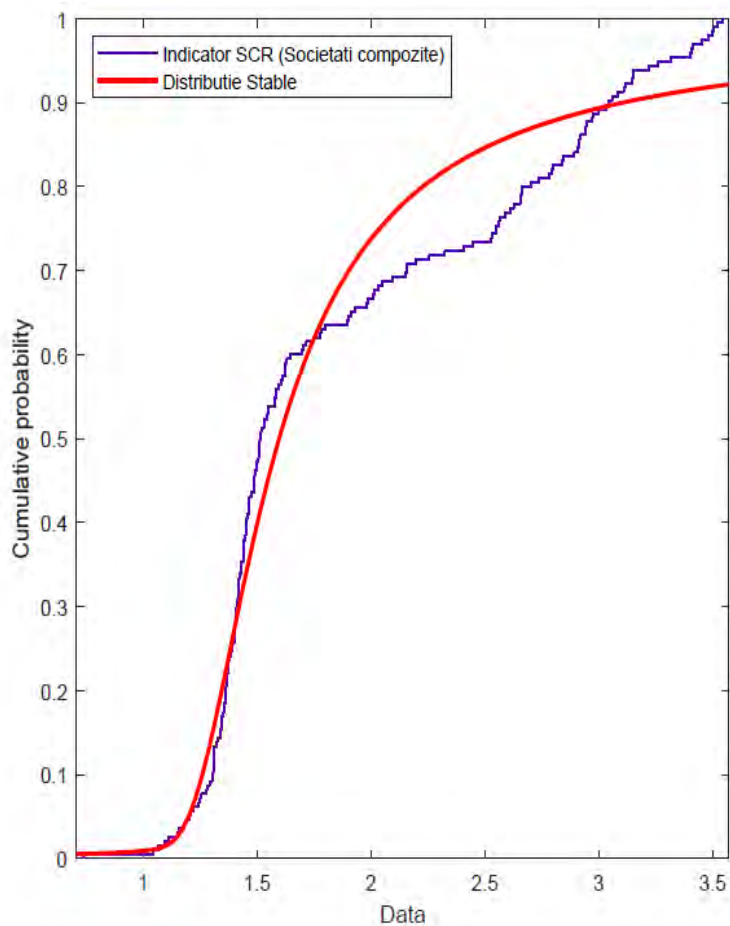
Sursa: ASF, N=241

Cea mai mare abatere de la media pe termen lung a fost înregistrată de o societate de asigurări de viață a cărei rată la finalul trimestrului II 2024 se situează la 0,5 deviații standard sub medie.

Media distribuției ratelor SCR aferente societăților ce practică activitate de asigurări de viață în perioada 2016 – T2 2024 (frecvență trimestrială: 241 observații) s-a situat la 254%.

Dintre cele șase societăți care au raportat către ASF și practică exclusiv asigurări de viață, trei societăți au înregistrat la finalul trimestrului II 2024 o rată SCR situată sub media pe termen lung a distribuției ratelor SCR. Așadar, în cazul celor trei asigurători se constată o înrăutățire a ratei de solvabilitate comparativ cu media pe termen lung. Pe de altă parte, trei societăți au înregistrat rate SCR aflate cu cel puțin 0,35 deviații standard peste media pe termen lung.

Figura 49 Distribuția ratelor SCR aferente societăților compozite



Sursa: ASF, N=195

Așadar, în cazul de față, distribuția ratelor SCR pentru societățile compozite este apropiată de un caz particular al distribuției stabile: distribuția Landau.

Dacă luăm în considerare ratele SCR aferente celor șase societăți compozite în perioada 2016 – T2 2024 (frecvență trimestrială; 195 observații), observăm că o singură societate a raportat o rată SCR subunitară în intervalul analizat, la intrarea în vigoare a regimului Solvabilitate II (T1 2016). Ulterior, începând cu trimestrul II 2016, societatea a înregistrat rate SCR supraunitare, conform raportărilor transmise.

Utilizând distribuția stabilă pentru ratele SCR aferente societăților compozite, estimările parametrilor specifici (α - indicele de stabilitate și β - parametrul de asimetrie) arată valori apropiate de 1 pentru ambii parametri.

4.3. Lichiditate

Indicatorul de lichiditate este 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.

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

La 30 iunie 2024, indicatorul de lichiditate pentru fiecare dintre categoriile de asigurări, precum și elementele care contribuie la formarea acestuia au înregistrat următoarele valori:

Tabelul 10 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 30 iunie 2024

	Titluri de stat (mil. lei)	Obligațiuni municipale (mil. lei)	Valori mobiliare tranzacționate (mil. lei)	Depozite (mil. lei)	Cont curent și Casierie (mil. lei)	Obligații pe termen scurt (mil. lei)	Indicator lichiditate
AG	12.675	79	738	1.362	399	5.021	3,04
AV	5.764	68	1.802	196	95	2.116	3,75

Sursa: ASF

Tabelul 11 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 31 decembrie 2023

	Titluri de stat (mil. lei)	Obligațiuni municipale (mil. lei)	Valori mobiliare tranzacționate (mil. lei)	Depozite (mil. lei)	Cont curent și Casierie (mil. lei)	Obligații pe termen scurt (mil. lei)	Indicator lichiditate
AG*	11.300	79	678	1.716	259	4.463	3,14
AV	5.109	68	1.620	201	124	1.940	3,67

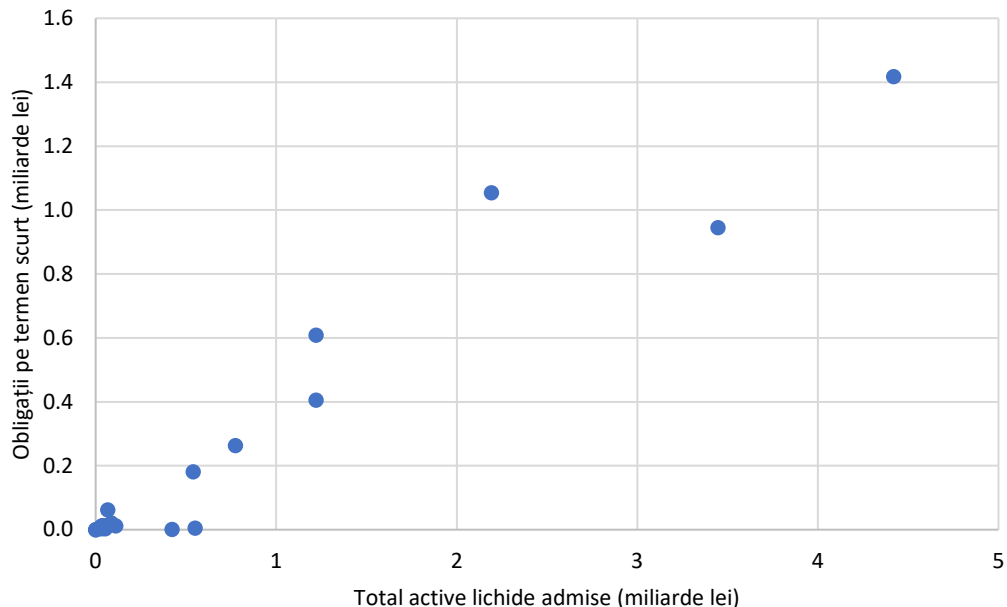
*Sursa: ASF; *nu sunt incluse datele societății Euroins România*

Asigurări generale

La nivelul pieței asigurărilor, se observă scăderea indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale (3) în luna iunie 2024 comparativ cu decembrie 2023 (3,14), pe fondul creșterii mai rapide a obligațiilor pe termen scurt ale asiguraților comparativ cu avansul înregistrat de activele lichide.

Valoarea activelor lichide s-a situat la un nivel de 15,2 miliarde lei, în creștere cu circa 9% față de situația de la finalul anului 2023, conform raportărilor transmise de societățile de asigurare. Creșterea a avut loc pentru toate clasele de active, cu excepția depozitelor. Valoarea depozitelor se situa la 1,4 miliarde lei la finalul lunii iunie 2024, în scădere cu 21% față de finele anului 2023 (1,7 miliarde lei). Pe de altă parte, obligațiile pe termen scurt ale asiguraților, reprezentate de rezerva brută de daună avizată, au crescut cu aproximativ 13%, de la 4,5 miliarde lei (decembrie 2023) la 5 miliarde lei (iunie 2024).

Figura 50 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări generale – iunie 2024

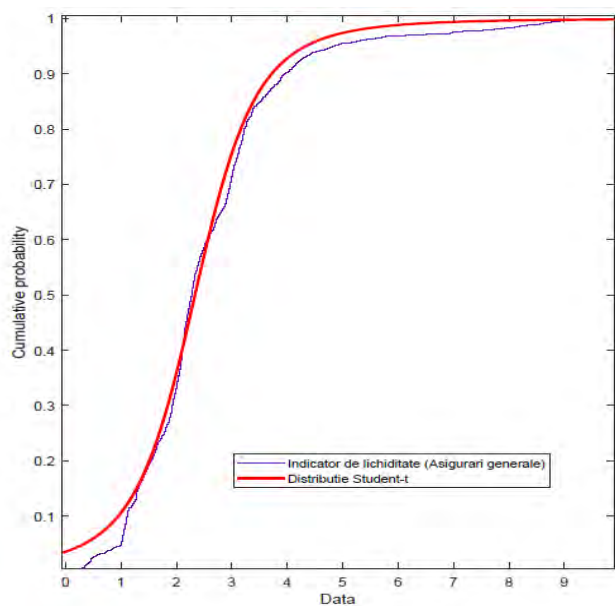


Sursa: ASF

Luând în considerare indicatorul de lichiditate pe societăți pentru activitatea de asigurări generale, cu frecvență lunară, în perioada 2016 – iunie 2024, observăm că media distribuției indicatorului în perioada analizată a fost 2,33. Probabilitatea asociată înregistrării unui indicator de lichiditate subunitar se află sub 10%, dacă luăm în considerare toate valorile înregistrate de societăți în perioada 2016 – iunie 2024 (N=1.583 observații).

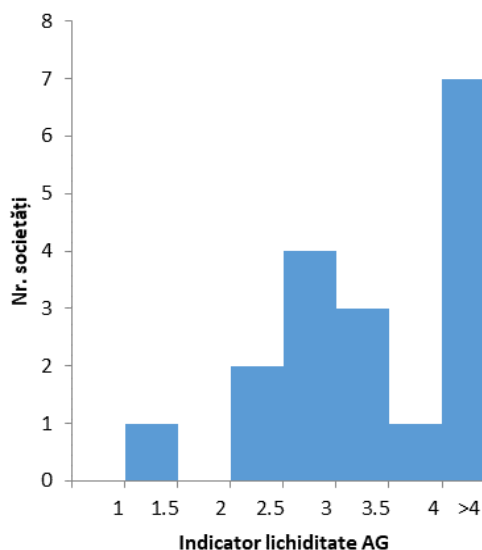
În luna iunie 2024, cele mai multe societăți au înregistrat un indicator de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale ce depășea nivelul de 4. Dintre toate societățile ce au derulat activitate pe segmentul asigurărilor generale în luna iunie 2024, doar trei asigurători au înregistrat un indicator de lichiditate situat sub media pe termen lung. Abaterea de la media pe termen lung a celor trei societăți a variat între 0,3 și 1,48 deviații standard sub medie. Cu toate acestea, indicatorul de lichiditate se menține supraunitar în cazul tuturor societăților, conform raportărilor asigurătorilor.

Figura 51 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF, N=1583; frecvență lunară, 2016 – iunie 2024

Figura 52 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale în luna iunie 2024

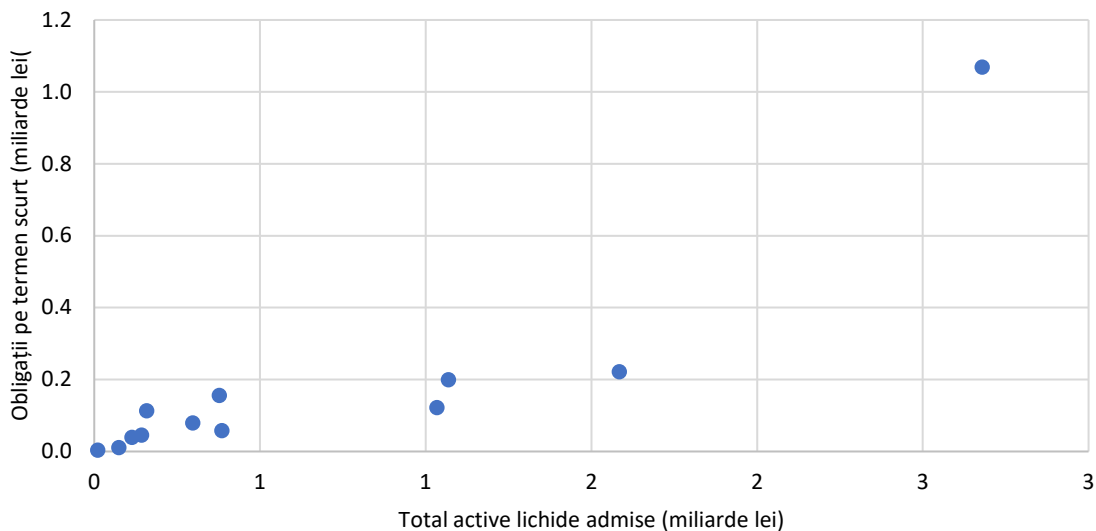


Asigurări de viață

În ceea ce privește indicatorul de lichiditate aferent pieței de asigurări de viață, se constată o creștere a acestuia, de la un nivel de 3,67 (decembrie 2023) la 3,75 (iunie 2024).

Valoarea activelor lichide s-a situat la un nivel de 7,9 miliarde lei, în creștere cu circa 11% în iunie 2024 față de finalul anului precedent. Creșterea a fost susținută de majorarea valorii investițiilor în titluri de stat și valori mobiliare tranzacționate. Pe de altă parte, se constată scăderea numerarului și echivalentului de numerar (depozite, conturi curente și casierie) de la 326 milioane lei (decembrie 2023) la 291 milioane lei (iunie 2024). Obligațiile pe termen scurt au fost în sumă de 2,1 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 9% față de decembrie 2023.

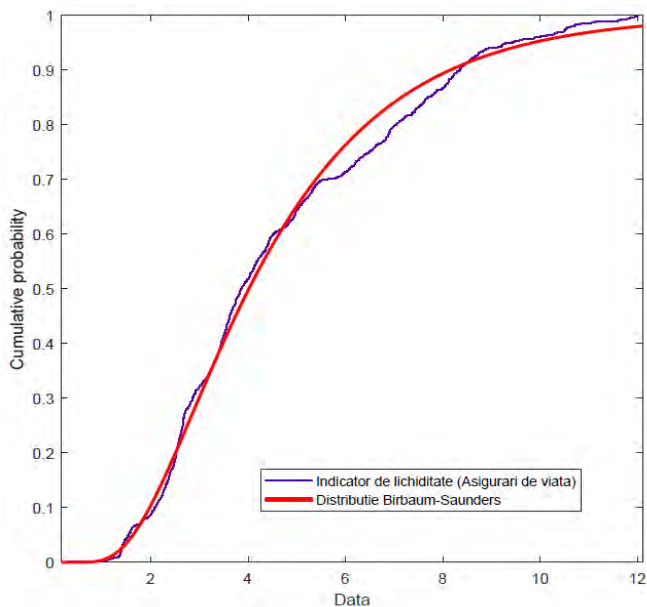
Figura 53 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări de viață – iunie 2024



Sursa: ASF

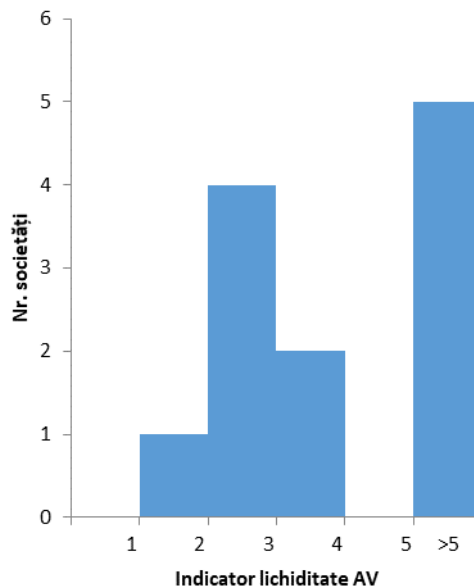
Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață arată că doar aproximativ 10% din observații se află sub valoarea de 2, cu o medie pe termen lung de 4,66, luând în calcul raportările lunare ale societăților în perioada 2016 – T2 2024.

Figura 54 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF, N= 1369; frecvență lunară, 2016 – iunie 2024

Figura 55 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață în luna iunie 2024



În luna iunie 2024, cinci societăți înregistrau un indicator de lichiditate mai mare de 5.

Șapte societăți dintre cele 12 care derulau și activitate de asigurări de viață în iunie 2024 au înregistrat un indicator de lichiditate situat sub media pe termen lung (4,66). Cea mai mare abatere în acest sens de la media pe termen lung a fost înregistrată de o societate cu o cotă de piață de circa 11% pe piața asigurărilor de viață, însă indicatorul de lichiditate este supraunitar, conform raportărilor.

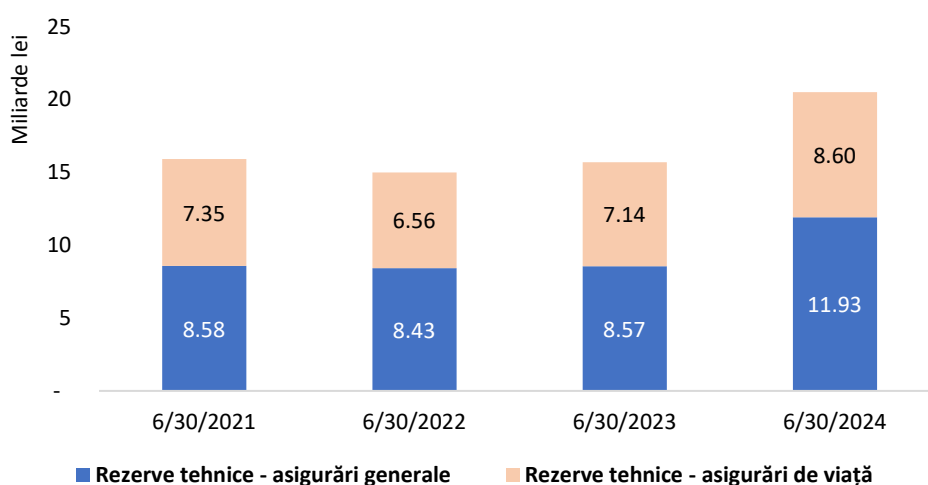
4.4. Rezerve tehnice – Solvabilitate II

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 2024, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare totală de 20,5 miliarde lei, conform regimului Solvabilitate II, în creștere cu circa 31% față de perioada similară a anului anterior, repartizate pe cele două categorii de asigurare, după cum urmează:

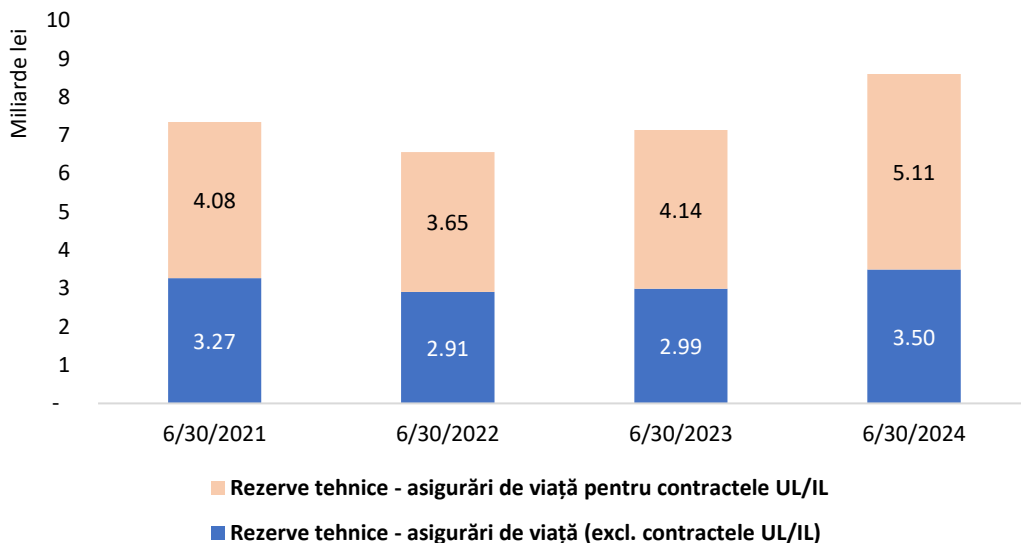
- rezervele tehnice brute constituite pentru asigurările generale au înregistrat un volum de 11,9 miliarde lei, reprezentând 58% din totalul rezervelor tehnice brute, în creștere cu 39% față de finalul trimestrului II 2023;
- pentru asigurări de viață, societățile au constituit rezerve tehnice brute în valoare de 8,6 miliarde lei, nivel aferent unei ponderi de 42% din totalul rezervelor tehnice brute, în creștere cu 21% față de aceeași perioadă a anului precedent.

Figura 56 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare – conform regimului Solvabilitate II



Sursa: ASF *nu sunt incluse datele Euroins România pentru 30.06.2023

Figura 57 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

4.5. Reasigurare

Asigurări generale

Pentru o parte importantă de produse de asigurări generale (ex. asigurările de catastrofă, asigurările de răspundere civilă), 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.

La finalul lunii iunie 2024, aproximativ 21% din primele brute subscrise au fost cedate în reasigurare.

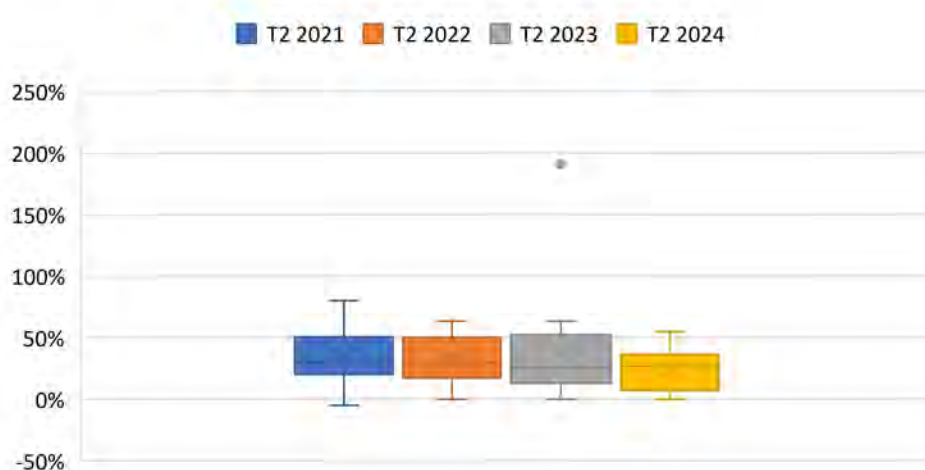
Tabelul 12 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei S1 2021 – S1 2024 pentru activitatea de asigurări generale

Perioada	PBS (lei)	Prime nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare (%)
S1 2021	5.242.536.081	3.106.065.346	59,25%	40,75%
S1 2022	7.274.408.649	4.768.370.619	65,55%	34,45%
S1 2023*	7.564.521.488	4.432.042.207	58,59%	41,41%
S1 2024	7.988.455.906	6.342.323.119	79,39%	20,61%

Sursa: ASF; *incl. Euroins în T1 2023, înainte de retragerea autorizației de funcționare

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 58 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada S1 2021 – S1 2024 pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF

Indicator al dimensiunii programelor de reasigurare derulate de societăți și, implicit, al transferului riscurilor, gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări generale a variat între 0% (în cazul a două societăți ce practică doar asigurări generale, Onix și Geroma) și 55% (valoarea maximă observată) în semestrul I 2024.

Asigurări de viață

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

Ca urmare a faptului că primele de asigurare sunt în general anticipate, iar despăgubirile, în caz de producerea evenimentului asigurat, sunt fixate prin contract pentru fiecare eveniment, deci mai predictibile, societățile de asigurări de viață nu apelează la fel de frecvent la cedarea în reasigurare ca cele de asigurări generale.

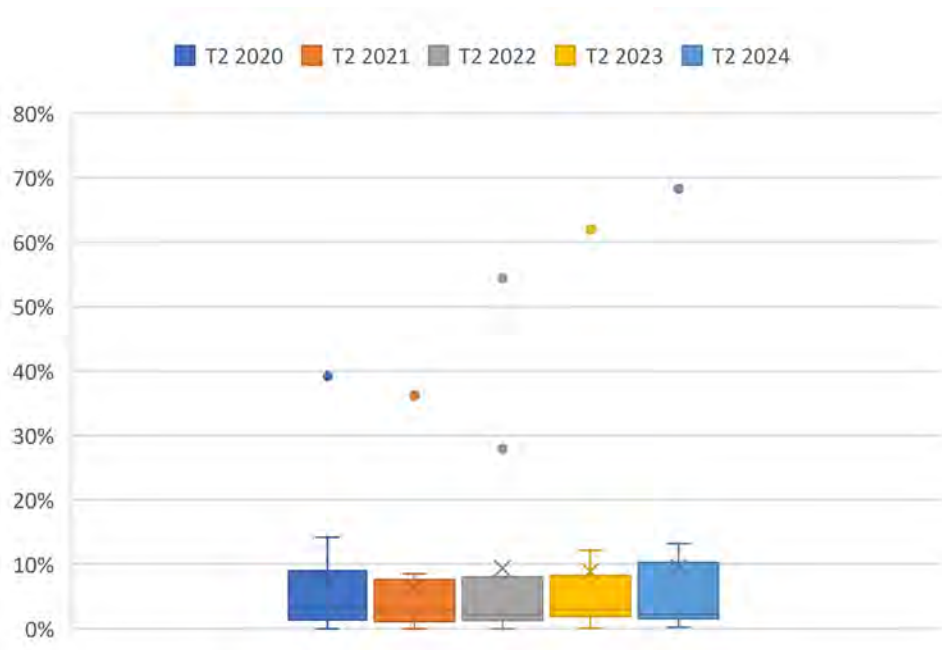
Tabelul 13 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei S1 2021 – S1 2024 pentru activitatea de asigurări de viață

Perioada	Prime brute subscrise (lei)	Prime nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare
S1 2021	1.339.735.088	1.246.152.882	93,01%	6,99%
S1 2022	1.483.546.749	1.302.377.569	87,79%	12,21%
S1 2023	1.513.894.806	1.400.165.702	92,49%	7,51%
S1 2024	1.744.260.070	1.616.599.332	92,68%	7,32%

Sursa: ASF

Gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări de viață a variat între 0,3% (pentru o societate ce deține o cotă de piață de circa 11% pe segmentul asigurărilor de viață) și 68% (valoarea maximă înregistrată) la nivelul semestrului I 2024.

Figura 59 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2016 – 2023 pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

4.6. Riscuri și vulnerabilități la adresa sectorului local de asigurări

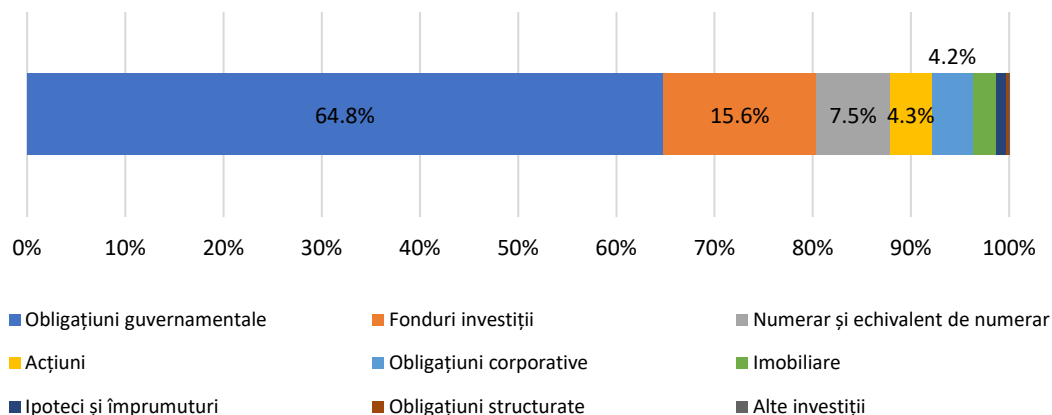
Structura investițională – alocarea activelor

Valoarea totală a investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF (incluzând și activele deținute pentru contractele unit-linked) era de 29,3 miliarde lei la 30 iunie 2024, în creștere comparativ cu situația înregistrată la finele anului 2023 (circa 27 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 65%, fiind urmate de investițiile în fonduri de investiții (16%) și deținerile de numerar și depozite (7,5%).

Comparativ cu finalul anului 2023, se observă o creștere a ponderii investițiilor în obligațiuni guvernamentale în valoarea totală a investițiilor asigurătorilor, concomitent cu diminuarea ponderii numerarului și echivalentului de numerar. În ceea ce privește valoarea plasamentelor în fonduri de investiții, ponderea acestora în total investiții a rămas relativ nemodificată (16%).

Figura 60 Investițiile totale ale societăților de asigurare pe clase de active la 30 iunie 2024



Sursa: ASF, raportări solo S2, listă active S.06.02; incl. activele deținute pentru contractele unit-linked

Obligațiuni guvernamentale

Valoarea investițiilor în obligațiuni guvernamentale aferente societăților de asigurare din România se situa la 19 miliarde lei, în creștere față de finalul anului 2023 (16,9 miliarde lei). O analiză pe țările de origine ale emitenților arată că 98,9% din investițiile în obligațiuni guvernamentale sunt emise de instituții financiare din România.

Așadar, principala expunere a societăților este față de Ministerul Finanțelor, investițiile în titluri de stat emise de administrația publică centrală deținând o pondere de 98,1%, iar 0,8% reprezentând plasamente în obligațiuni municipale.

Figura 61 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă la 30 iunie 2024



Sursa: ASF, raportări solo S2, listă active S.06.02; incl. activele deținute pentru contractele unit-linked

Așadar, expunerea față de emitenți din alte țări din perspectiva investițiilor în obligațiuni guvernamentale este extrem de redusă.

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.

0,2% din valoarea investițiilor în titluri de stat reprezintă titluri de stat fără rating.

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

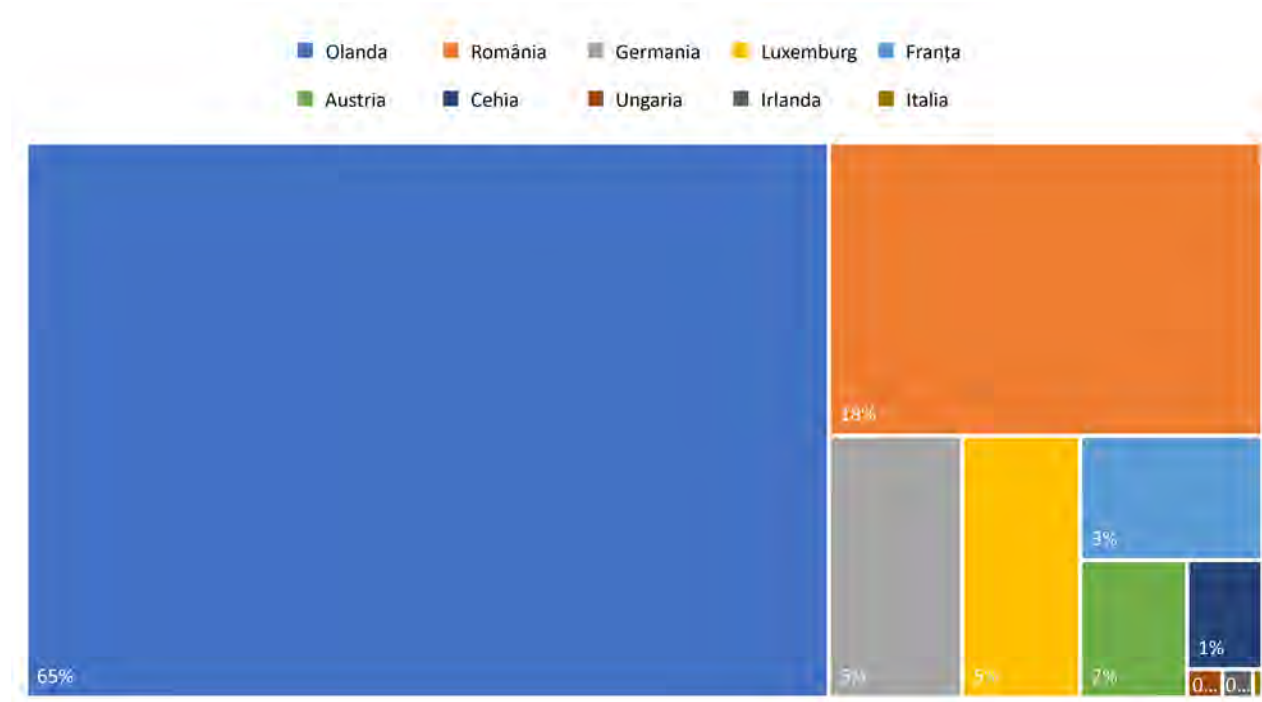
Nivel de calitate a creditului	Pondere în total investiții în obligațiuni guvernamentale
0	0,2%
1	0,8%
2	0,0%
3	98,7%
4	0,0%
Fără rating	0,2%

Sursa: ASF, raportări solo S2, listă active S.06.02; incl. activele deținute pentru contractele unit-linked

Fonduri de investiții

Valoarea investițiilor în organisme de plasament colectiv se situa la circa 4,6 miliarde lei, în creștere față de sfârșitul anului 2023 (4,2 miliarde lei), din care circa 65% reprezentau investiții în fonduri domiciliate în Olanda.

Figura 62 Investițiile societăților de asigurare în organisme de plasament colectiv în funcție de țara de origine a emitentului la 30 iunie 2024



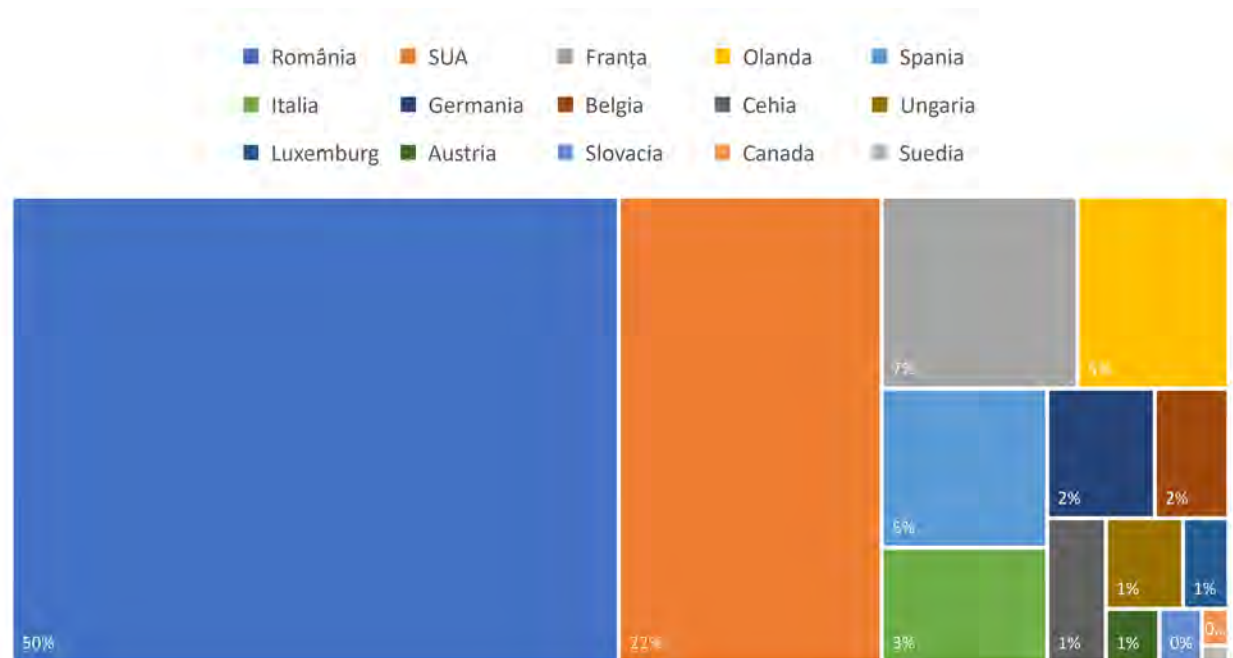
Sursa: ASF, raportări solo S2, listă active S.06.02; incl. activele deținute pentru contractele unit-linked

Obligațiuni corporative

Valoarea investițiilor în obligațiuni corporative a societăților de asigurare se situa la circa 1,2 miliarde lei, reprezentând 4% din investițiile totale ale asigurătorilor.

În ceea ce privește țara de origine a emitenților obligațiunilor corporative deținute de societăți, gradul de diversificare este mai ridicat, circa 50% din investițiile în obligațiuni corporative fiind emise de contrapărți din România. 22% din valoarea investițiilor în obligațiuni corporative sunt emise de companii din SUA.

Figura 63 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni corporative în funcție de țara de origine a emitentului la 30 iunie 2024



Sursa: ASF, raportări solo S2, listă active S.06.02; incl. activele deținute pentru contractele unit-linked

64% din investițiile în obligațiuni corporative reprezintă investiții în obligațiuni cu un nivel de calitate a creditului de 3, în timp ce 5,5% din investițiile în obligațiuni corporative sunt plasamente în obligațiuni fără rating.

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

Nivel de calitate a creditului	Pondere în total investiții în obligațiuni corporative
0	0,4%
1	0,7%
2	25,3%
3	64,3%
4	3,4%
5	0,4%
Fără rating	5,5%

Sursa: ASF, raportări solo S2, listă active S.06.02; incl. activele deținute pentru contractele unit-linked

Expunerea societăților de asigurare față de sectorul imobiliar

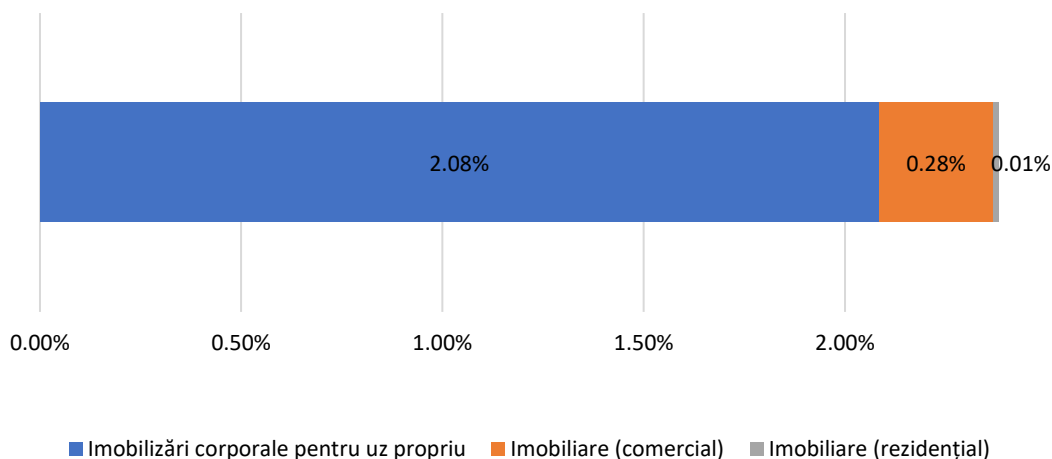
Un subiect de interes la nivel global este expunerea față de sectorul imobiliar, în principal față de piața imobiliară comercială, menținându-se, în continuare, incertitudinile cu privire la evoluția acesteia. Scăderile pot declanșa crize economice ample, cu impact asupra creșterii economice și piețelor financiare. În acest context, pe parcursul ultimilor ani, autoritățile europene și internaționale au emis o serie de recomandări în vederea monitorizării expunerii față de sectorul imobiliar, în principal față de cel comercial, care este mai expus riscurilor pe fondul schimbărilor structurale: creșterea costurilor datoriei, precum și modelele de lucru care implică o cerere mai redusă pentru spațiile de birouri.

Ca urmare a investițiilor societăților de asigurare în sectorul imobiliar, scăderea prețului imobieliilor poate avea impact negativ și asupra solvabilității societăților de asigurare.

Pe plan local, investițiile societăților de asigurare în sectorul imobiliar s-au situat la o valoare de 699 milioane lei, reprezentând 2,4% în totalul investițiilor. Valoarea plasamentelor cuprinde atât imobilizările corporale pentru uzul propriu (terenuri, clădiri, echipamente), cât și investițiile în sectorul imobiliar comercial și rezidențial.

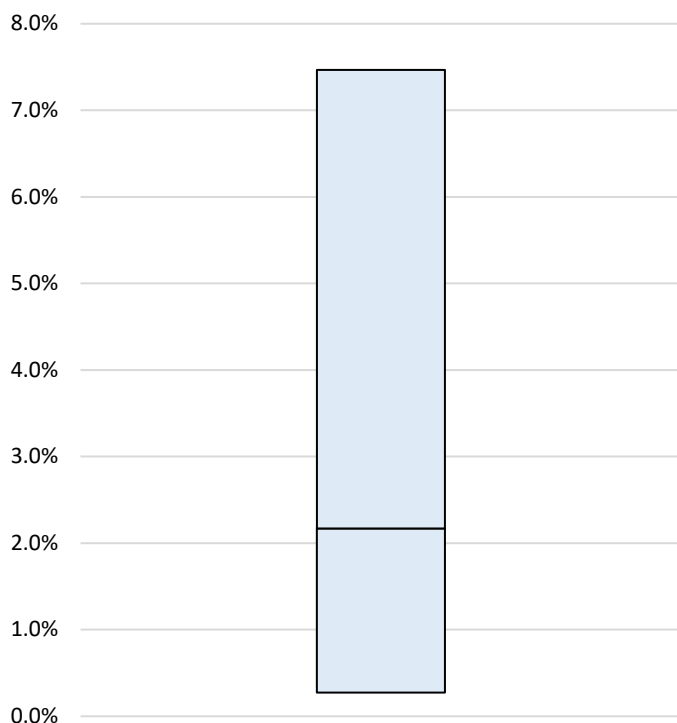
Expunerea față de sectorul imobiliar comercial se situa la 0,28% ca pondere în total investiții, cu o valoare de circa 84 milioane lei, conform raportărilor societăților de asigurare.

Figura 64 Expunerea societăților de asigurare din România față de sectorul imobiliar pe categorii de investiții ca pondere în total investiții la 30 iunie 2024



Sursa: ASF, raportări solo S2, investițiile totale cuprind și activele deținute pentru contractele unit-linked

Figura 65 Distribuția expunerii societăților de asigurare față de sectorul imobiliar



Sursa: ASF, raportări solo S2; N=24; graficul prezintă percentila 10, mediana și percentila 90.

O analiză a expunerii pe societăți de asigurare arată ca valoarea mediană a indicatorului se situează la 2,2%, în timp ce percentila 90 se situează la 7,5%, ceea ce arată că 21 dintre cele 24 de societăți care raportează conform regimului Solvabilitate II (nu este inclusă Gerroma) înregistrează o expunere mai redusă de 7,5%.

Așadar, trei societăți înregistrează o expunere față de sectorul imobiliar mai mare de 7,5%, cel mai ridicat nivel fiind de 29%. Cu toate acestea, societățile nu au expunere ridicată față de sectorul imobiliar comercial și rezidențial, ci cea mai mare parte a investițiilor vizează imobilizările corporale pentru uzul propriu.

Investițiile în sectorul imobiliar rezidențial aferente societății cu cea mare expunere (29%) dețin o pondere de 5,7% în total investiții, restul reprezentând imobilizări corporale pentru uz propriu.

Entități relevante sistemic

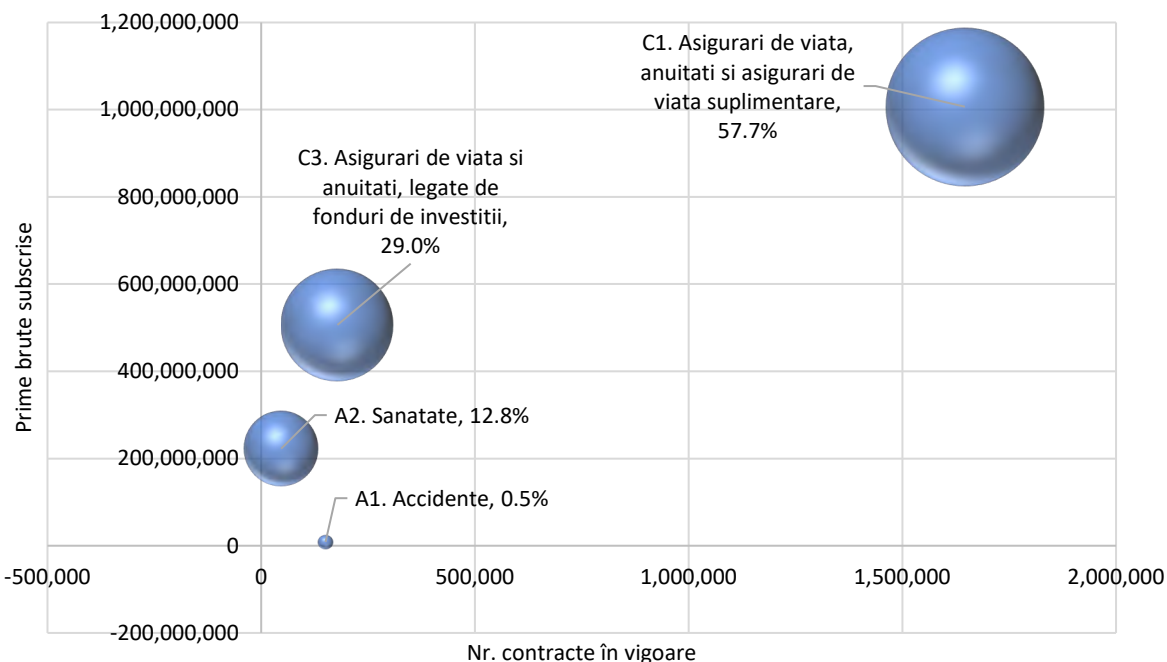
Din perspectiva dimensiunii (indiferent de modalitatea de măsurare - prime brute subscrise, active, rezerve tehnice), nicio societate de asigurare nu depășește 1% din PIB, deci nu ar exista argumente pentru a fi considerată sistemică potrivit acestui criteriu.

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

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

La 30 iunie 2024, 12 societăți practicau activitate de asigurări de viață, din care șase societăți desfășoară exclusiv activitate de asigurări de viață, iar șase sunt companii compozite.

Figura 66 Dimensiunea pieței asigurărilor de viață



Sursa: ASF

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 57% din portofoliul de asigurări RCA din România (inclusiv sucursale), 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 16 Dimensiunea pieței RCA la 30 iunie 2024

	Prime brute subscrise	Cotă de piață	Nr. contracte încheiate	Nr. unități anuale expunere
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	989.798.809	20,9%	655.080	638.310
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	379.979.551	8,0%	264.444	237.785
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	453.348.240	9,6%	298.416	292.980
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	596.615.825	12,6%	681.169	619.396
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	1.129.886.261	23,9%	1.134.651	862.474
OMNIASIG VIG	347.828.718	7,3%	209.184	199.297
AXERIA IARD	431.283.459	9,1%	505.773	474.544
HD Insurance	404.296.555	8,5%	557.128	381.263
TOTAL	4.733.037.418	100%	4.305.845	3.706.050

Sursa: ASF; inclusiv sucursale

Valoarea primelor brute subscrise de societățile autorizate și reglementate de ASF s-a situat la circa 1,8 miliarde lei pentru segmentul asigurărilor auto facultative (Clasa A3), în creștere cu 12% comparativ cu perioada similară a anului anterior (1,6 miliarde lei).

Primele 3 societăți de asigurare însumează o cotă de piață de 74% din perspectiva volumului de prime brute subscrise pentru clasa A3 (fără sucursale).

Tabelul 17 Clasamentul societăților în funcție de cota de piață pentru clasa A3 în semestrul I 2024, respectiv semestrul I 2023

Nr. crt.	Societate	Sem. I 2024		Sem. I 2023	
		Prime brute subscrise	Cotă de piață	Prime brute subscrise	Cotă de piață
1	OMNIASIG VIG S.A.	588.170.619	31,9%	513.071.214	31,2%
2	GROUPAMA ASIGURARI S.A.	527.610.161	28,6%	455.977.330	27,7%
3	ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	255.894.358	13,9%	256.976.598	15,6%
4	GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	204.120.438	11,1%	163.532.051	9,9%
5	ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	160.747.047	8,7%	134.739.474	8,2%
6	UNIQA ASIGURARI S.A.	56.797.897	3,1%	66.512.982	4,0%
7	ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	22.427.125	1,2%	22.898.971	1,4%
8	GARANTA ASIGURARI S.A.	9.280.577	0,5%	8.934.419	0,5%
9	SIGNAL IDUNA ASIGURARI S.A.	9.082.015	0,5%	6.617.687	0,4%
10	GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	8.140.433	0,4%	8.827.682	0,5%
11	ASITO KAPITAL S.A.	1.580.349	0,1%	823.537	0,1%
12	ABC INSURANCE S.A.	657.868	0,0%	680.196	0,0%
13	EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	-	-	5.061.559	0,3%
	Total	1.844.508.887	100%	1.644.653.700	100%

Sursa: ASF

În semestrul I 2024, primele brute subscrise pentru asigurările de garanții s-au situat la o valoare de circa 150 milioane lei, înregistrând o creștere cu aproximativ 9% față de perioada similară din anul precedent.

Tabelul 18 Clasamentul societăților în funcție de cota de piață pentru clasa A15 în semestrul I 2024, respectiv semestrul I 2023

Nr. crt.	Denumire societate	Sem. I 2024		Sem. I 2023	
		Prime brute subscrise	Cotă de piață	Prime brute subscrise	Cotă de piață
1	ONIX ASIGURARI S.A.*	49.976.465	33,4%	46.458.584	33,7%
2	ABC INSURANCE S.A.	33.113.555	22,1%	28.416.904	20,6%
3	EXIM ROMANIA S.A.	21.911.111	14,6%	25.063.969	18,2%
4	OMNIASIG VIG S.A.	12.878.227	8,6%	5.433.382	3,9%
5	ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	9.586.419	6,4%	8.559.267	6,2%
6	GROUPAMA ASIGURARI S.A.	8.958.945	6,0%	9.046.562	6,6%
7	ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	7.023.357	4,7%	5.238.921	3,8%
8	ASITO KAPITAL S.A.	5.739.090	3,8%	4.666.876	3,4%
9	UNIQA ASIGURARI S.A.	349.708	0,2%	0	0,0%
10	ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	184.125	0,1%	218.027	0,2%
11	GARANTA ASIGURARI S.A.	24	0,0%	22932	0,0%
12	GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	5.997	0,0%	13.742	0,0%
13	EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	-	-	4.801.867	3,5%
	Total	149.750.999	100%	137,941,033	100%

Sursa: ASF

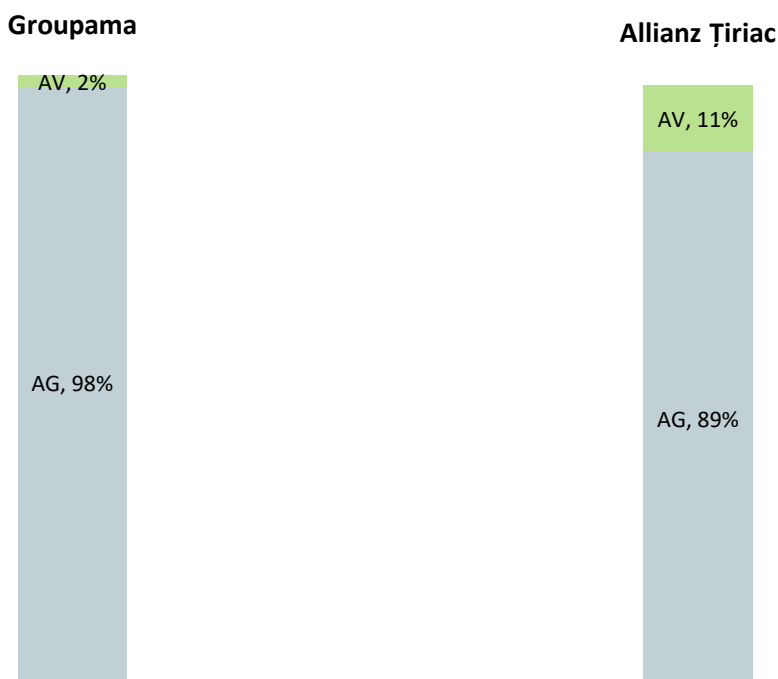
- *subscrie semnificativ pe piața din Uniunea Europeană*

Din punct de vedere al interconexiunilor, cea mai mare expunere a societăților de asigurare este față de obligațiunile guvernamentale, investițiile în această clasă de active deținând o pondere de 65% în valoarea totală a investițiilor (luând în calcul și activele deținute pentru contractele *unit-linked*). Dintre acestea, 98,1% sunt investiții în titluri de stat emise de administrația publică centrală, ceea ce arată că principala expunere a societăților de asigurare din perspectiva structurii investiționale este față de Ministerul Finanțelor.

Deși din perspectiva dimensiunii, interconexiunilor (riscul de credit) și gradului de substituibilitate nu există dovezi pentru a încadra o societate în categoria entităților relevante sistemic, gradul ridicat de concentrare și dependența pieței locale de asigurările auto confirmă relevanța la nivel sectorial a societăților Groupama Asigurări și Allianz Țiriac. Argumentele ce stau la baza încadrării societăților ca entități financiare relevante sectorial (pe piața asigurărilor) sunt legate de dimensiunea societăților și numărul ridicat de contracte de asigurare încheiate, ambele societăți fiind autorizate să practice RCA.

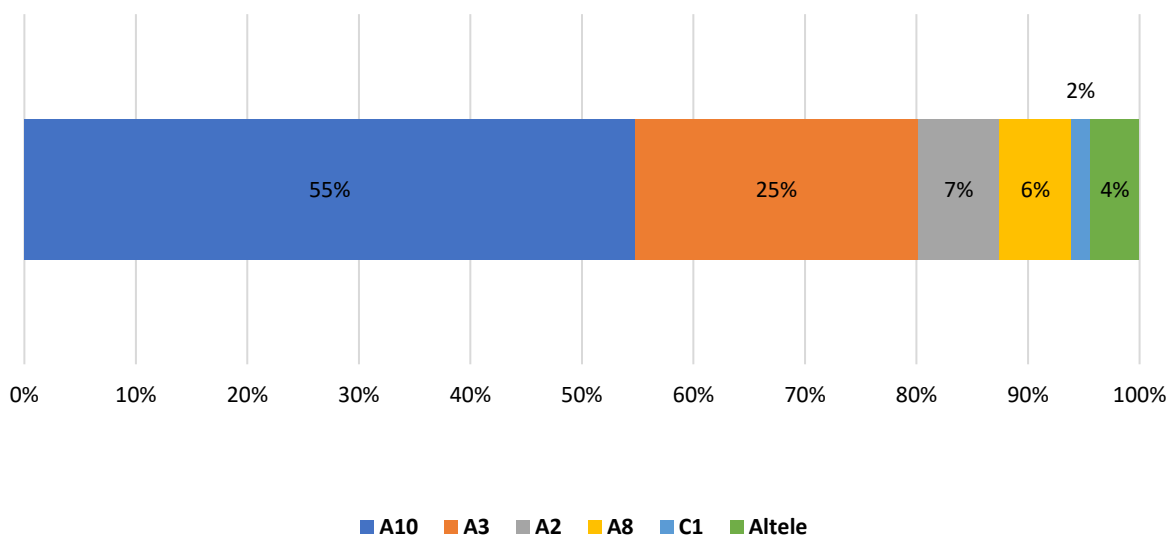
Cel mai mare volum de prime brute a fost subscris pentru asigurările auto (clasa A3 și A10), ce dețin o pondere de 80% în valoarea totală a primelor brute subscrise de Groupama în semestrul I 2024, respectiv 68% în cazul societății Allianz Țiriac.

Figura 67 Structura societăților Groupama și Allianz Țiriac pe categorii de activități – 30 iunie 2024



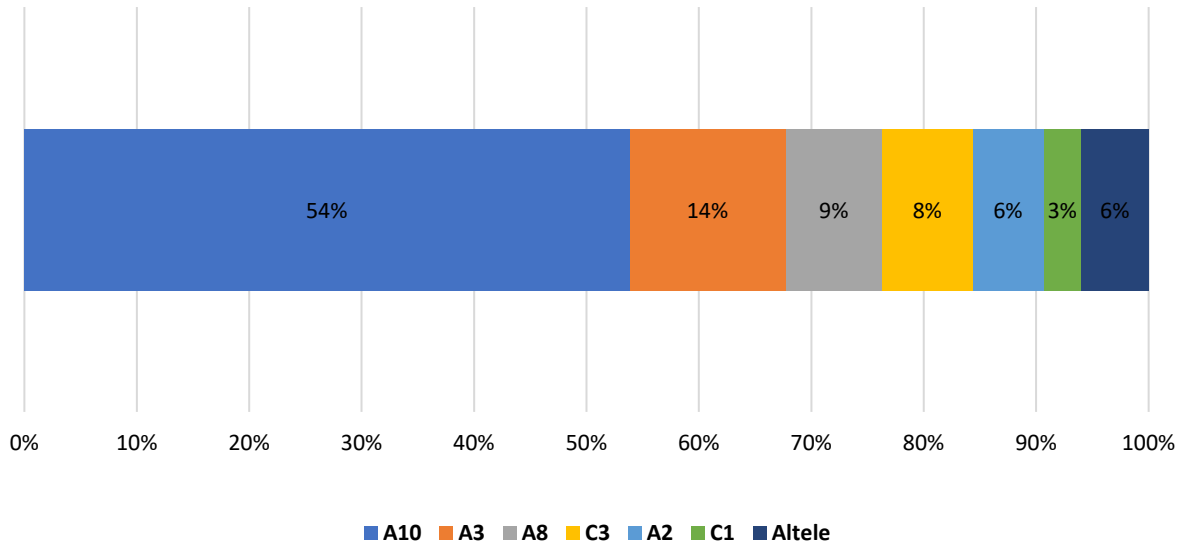
Sursa: ASF

Figura 68 Structura societății Groupama pe clase de asigurări (asigurări generale și de viață)



Sursa: ASF

Figura 69 Structura societății Allianz Tiriac pe clase de asigurări (asigurări generale și de viață)



Sursa: ASF

Concentrare

Se menține gradul ridicat de concentrare pe piața asigurărilor din România, măsurat atât din perspectiva volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurare, cât și pe societăți.

Totodată, sectorul asigurărilor rămâne dominat de asigurările generale ce dețin o pondere de 81% în volumul total de prime brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, în timp ce ponderea activității de asigurări de viață se menține la un nivel relativ redus, de 19%.

Asigurări generale

În ceea ce privește activitatea de asigurări generale, asigurările auto reprezintă 72% din acest sector, din perspectiva primelor brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, nivel în ușoară scădere cu cel înregistrat în semestrul I 2023 (74,5%).

Tabelul 19 Evoluția structurii pe clase de asigurări generale în funcție de primele brute subscrise

	S1 2021	S1 2022	S1 2023	S1 2024
A1	1.2%	0.8%	0.4%	0.3%
A2	3.9%	3.4%	3.8%	4.3%
A3	24.2%	18.2%	19.8%	20.6%
A4	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
A5	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%
A6	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
A7	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
A8	12.7%	10.1%	10.8%	12.1%
A9	2.7%	2.4%	2.3%	2.4%
A10	44.5%	57.8%	54.7%	51.7%
A11	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
A12	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
A13	2.9%	2.3%	2.7%	3.2%
A14	1.1%	0.8%	1.0%	0.9%
A15	3.9%	1.8%	1.7%	1.7%
A16	1.1%	0.7%	1.0%	1.1%
A17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
A18	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%
Total	100%	100%	100%	100%

Sursa: ASF, sunt incluse societățile autorizate și reglementate de ASF și sucursalele (FoE)

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 72% pe segmentul asigurărilor generale, în creștere față de situația înregistrată în semestrul I 2023 (68%).

Tabelul 20 Cotele de piață pentru activitatea de asigurări generale

	S1 2023		S1 2024	
	PBS, lei	Cotă de piață	PBS, lei	Cotă de piață
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	1.957.770.426	22,9%	2.043.335.571	22,1%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	1.552.078.024	18,1%	1.635.851.584	17,7%
OMNIASIG VIG S.A.	1.109.930.289	13,0%	1.378.526.122	14,9%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	577.996.131	6,7%	843.013.214	9,1%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	626.361.293	7,3%	785.748.923	8,5%
Total 1 - 5	5.824.136.163	68,0%	6.686.475.414	72,4%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	446.620.338	5,2%	614.271.624	6,7%
AXERIA IARD	339.235.075	4,0%	431.640.214	4,7%
HELLAS DIRECT	267.085.527	3,1%	404.296.555	4,4%
UNIQA ASIGURARI S.A.	199.841.308	2,3%	218.942.091	2,4%
P.A.I.D.	98.088.996	1,1%	144.791.960	1,6%
Total 1-10	7.175.007.407	83,8%	8.500.417.858	92,1%
Alte societăți	1.388.013.950	16,2%	733.397.815	7,9%
TOTAL	8.563.021.357	100,0%	9.233.815.673	100,0%

Sursa: ASF, sunt incluse societățile autorizate și reglementate de ASF și sucursalele (FoE)

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 86% 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 de asigurări de viață în funcție de primele brute subscrise

	S1 2021	S1 2022	S1 2023	S1 2024
C1	57.2%	58.6%	59.3%	59.5%
C2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
C3	25.2%	21.3%	27.6%	26.7%
A1	11.1%	12.2%	3.2%	3.4%
A2	6.5%	7.9%	9.9%	10.4%
Total	100%	100%	100%	100%

Sursa: ASF, sunt incluse doar societățile autorizate și reglementate de ASF și sucursalele (FoE)

Din perspectiva gradului de concentrare în funcție de primele brute subscrise de societăți, primele cinci companii însumează o cotă de piață cumulată de 72% pe segmentul asigurărilor de viață, nivel similar cu cel înregistrat în semestrul I 2023.

Tabelul 22 Cotele de piață pentru activitatea de asigurări de viață

	S1 2023		S1 2024	
	PBS	Cotă de piață	PBS	Cotă de piață
NN ASIGURARI DE VIATA SA	500.862.392	26,5%	562.768.238	26,3%
METROPOLITAN LIFE	281.947.321	14,9%	340.701.070	15,9%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	296.427.775	15,7%	244.213.863	11,4%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	172.288.477	9,1%	210.261.590	9,8%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	118.116.565	6,2%	187.552.157	8,8%
Total 1 - 5	1.369.642.530	72,4%	1.545.496.918	72,2%
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	156.177.109	8,3%	178.979.590	8,4%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA SA	84.349.930	4,5%	118.417.086	5,5%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	48.843.474	2,6%	102.040.044	4,8%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	63.095.844	3,3%	63.402.882	3,0%
AEGON	82.390.426	4,4%	45.934.221	2,1%
Total 1-10	1.804.499.313	95,4%	2.054.270.741	96,0%
Alte societăți	86.611.932	4,6%	85.909.223	4,0%
Total	1.891.111.245	100,0%	2.140.179.964	100,0%

Sursa: ASF, sunt incluse societățile autorizate și reglementate de ASF și sucursalele (FoE)

5. Stabilitatea pieței pensiilor private

Scăderea inflației înregistrată la sfârșitul anului 2023 și începutul anului 2024 a determinat băncile centrale să adopte o politică monetară mai relaxată, în timp ce piețele financiare au obținut performanțe puternice în așteptarea reducerii ratelor și a îmbunătățirii perspectivelor macroeconomice. Totuși, în primul semestru din 2024 a crescut incertitudinea cu privire la evoluția economiilor globale, a inflației și a politicii monetare, precum și la modul în care acestea vor varia în diferite regiuni. Deși se așteaptă ca ratele dobânzilor să scadă, există posibilitatea ca acestea să rămână o perioadă mai lungă de timp la niveluri mai ridicate comparativ cu cele dinainte de 2020.

Fondurile de pensii private din România au înregistrat creșteri importante ale activelor în semestrul I 2024, la momentul actual sistemul aflându-se în continuare într-o etapă de acumulare, neexistând presiuni pentru vânzare, întrucât nivelul plăților este unul foarte redus. Pe parcursul semestrului I 2024 au fost operate plăți în Pilonul II în valoare de 577 milioane de lei (0,4% din activele totale de la finalul lunii iunie), respectiv 76 milioane de lei în Pilonul III (1,43% din active totale). Riscul de lichiditate se află de asemenea la un nivel scăzut, un procent de 2,98% din activele întregului sistem fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt (aprox. 4,43 miliarde de lei). Politica investițională din cadrul portofoliilor fondurilor de pensii private continuă să fie axată pe piața financiară locală (aproximativ 94% din active având emitenți români), orientată în special în instrumente cu venit fix (69%) și acțiuni (25%).

Riscul de piață este în general gestionat către administratori prin diversificare, dar și prin monitorizarea volatilității prețurilor principalelor instrumente financiare concomitent cu gestionarea activă a portofoliilor pe termen scurt. Evenimentele externe continuă să aibă un impact puternic asupra evoluției piețelor financiare la nivel global, accentuând riscurile pe piețele internaționale și locale de capital. Potrivit ESMA²¹, scăderea volatilității de la începutul anului 2024 împreună cu o revenire a comportamentului de căutare a randamentului pe segmente de piață mai riscante pot sugera anticiparea generală a unei încetiniri a creșterii economice. Cu toate acestea, piețele rămân foarte sensibile, în special la evoluția ratelor dobânzii, la deteriorarea riscului de credit și la dinamica geopolitică. Există în continuare un risc ridicat de corecții într-un context de lichiditate fragilă, pe piețele de acțiuni și pe alte piețe.

Riscul de credit se menține redus datorită cerințelor de calitate ridicată a emitenților instrumentelor cu venit fix deținute de fonduri, marea majoritate fiind titluri de stat și obligațiuni corporative. Cu toate acestea, menținerea ratelor ridicate ale dobânzilor pe o perioadă mai lungă de timp continuă să afecteze stabilitatea financiară și rezultatele investitorilor, cu piețele sensibile la schimbările așteptărilor economice. Potrivit ESMA, chiar și cu scăderi de dobândă așteptate pe termen scurt, costurile de refinanțare sunt mult mai mari decât acum câțiva ani și este de așteptat să afecteze corporațiile cu emisiuni de obligațiuni care ajung la scadență în 2024 și 2025. Totodată, în unele sectoare continuă să ia avânt degradarea ratingurilor de credit (de ex. imobiliar).

²¹ ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities (TRV) No. 2/2024, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-08/ESMA50-524821-3444_TRV_2_2024.pdf

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

Riscul operațional se află la un nivel redus, administratorii fondurilor de pensii monitorizând/evaluând permanent procesele operaționale pentru a diminua acest risc. Până în acest moment nu au fost raportate atacuri cibernetice asupra industriei fondurilor de pensii.

5.1. Piața pensiilor private în context internațional

Potrivit raportului publicat de OECD, Pension Market in Focus, date preliminare 2023, ediția din iunie 2024, activele schemelor de pensii din țările raportoare au crescut în anul 2023, compensând parțial pierderile din anul 2022.

Activele destinate pensionării au crescut în 2023 datorită câștigurilor investiționale obținute de schemele de pensii din investițiile în titluri de stat și obligațiuni. Cu toate acestea, profiturile din investiții au fost insuficiente pentru a compensa integral pierderile înregistrate în 2022 pe unele dintre cele mai mari piețe de pensii. Activele totale de pensii din țările membre OECD sunt în continuare mai mici decât la sfârșitul anului 2021.

În 2023, datele preliminare arată că activele schemelor de pensii au crescut cu peste 8% în țările membre OECD și cu peste 14% într-un grup de 33 de jurisdicții din afara OECD. Aproape toate jurisdicțiile raportoare au înregistrat o creștere, activele scăzând doar în 5 din cele 71 de jurisdicții raportoare, inclusiv 3 țări membre OECD: Luxemburg (din cauza lichidării a două fonduri), Portugalia (din cauza transferului activelor unui fond de pensii către sistemul public de pensii) și Regatul Unit (din cauza scăderii valorii obligațiunilor deținute și a faptului că schemele de pensii cu beneficii definite au efectuat răscumpărări integrale ale activelor participanților care au solicitat pensia și reducerea efectului de levier prin vânzarea de active pentru plata obligațiilor).

Pe termen scurt, jurisdicțiile raportoare au atribuit creșterea activelor câștigurilor din investiții în 2023. Totodată, inflația și creșterea salariilor au sprijinit creșterea contribuțiilor în țări precum Turcia. Pe termen lung, creșterea activelor reflectă, de asemenea, maturizarea sistemului de pensii finanțat prin active în multe țări, cu un aflux tot mai mare de contribuții care încă depășește plata beneficiilor, în special în zona non-OECD, unde creșterea activelor a fost cea mai puternică. De exemplu, multe țări au încercat să își consolideze sistemul de pensii finanțat prin active și să crească numărul de persoane care economisesc în vederea pensionării prin obligativitatea participării la o schemă de pensii (de exemplu, Armenia, Grecia, Georgia), prin introducerea programelor de înscriere automată (de exemplu, Polonia, Slovacia, Turcia) sau prin extinderea accesului la o schemă de pensii prin relaxarea anumitor criterii de eligibilitate (de exemplu, Australia, Norvegia).

Valoarea activelor din schemele de pensii din țările membre OECD la sfârșitul anului 2023 de 53,1 trilioane USD, respectiv 82% din PIB, era încă cu 7% mai mică decât la sfârșitul anului 2021. Schemele de pensii din majoritatea țărilor OECD (23 din 38) aveau active mai mari la sfârșitul anului 2023 în comparație cu 2021. Cu toate acestea, schemele de pensii din cele mai dezvoltate piețe de pensii aveau în continuare active mai mici comparativ cu anul anterior. Printre acestea se numără Statele Unite (-4,4% față de finalul anului 2021), Regatul Unit (-29,1%), Țările de Jos (-14,2%), Canada (-4,8%) și Elveția (-2,1%). Prin urmare, valoarea totală a activelor în țările membre OECD la sfârșitul anului 2023 era încă sub nivelul de la sfârșitul anului 2021.

Tabelul 23 Evoluția gradului de penetrare al pensiilor private (activele totale ale mijloacelor de economisire pentru pensionare % PIB)

	Active % PIB 2013	Active % PIB 2023
Danemarca	185.5	200.0
Islanda	144.0	180.4
SUA	135.0	140.3
Croația	17.8	28.9
Kosovo	18.1	28.0
Letonia	8.4	19.5
Macedonia de Nord	5.4	16.5
Estonia	10.9	15.5
Slovacia	9.7	14.4
Bulgaria	8.3	12.5
Italia	7.3	11.3
Spania	14.2	11.1
Lituania	4.6	10.3
Franța	8.7	8.7
Cehia	7.2	8.4
România	2.3	8.3
Belgia	26.8	7.6
Slovenia	6.4	7.0
Ungaria	3.9	4.5
Suedia	67.1	4.3
Serbia	0.5	0.7
Albania	0.0	0.3

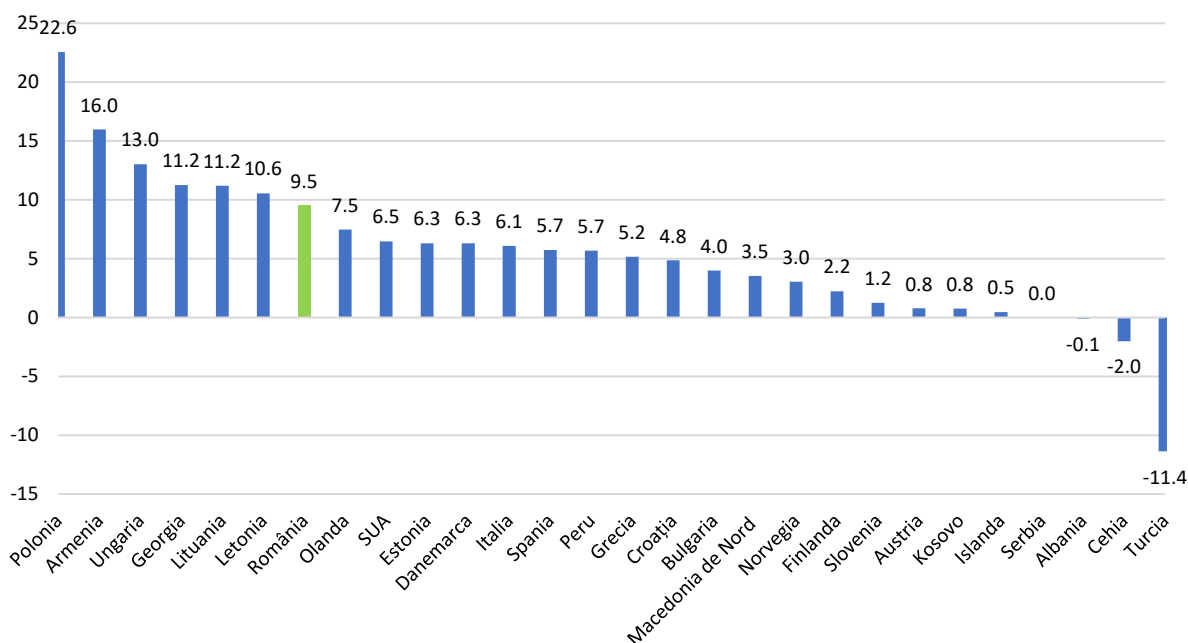
Sursa: Pension Markets in Focus Preliminary 2023 data, OECD, ediția din iunie 2024

Schemele de pensii din toate jurisdicțiile raportoare au înregistrat o rată de rentabilitate nominală pozitivă a investițiilor în anul 2023. Această performanță a reflectat câștigurile de pe piețele de obligațiuni și de acțiuni, prețurile crescând ca urmare a reducerii ratelor dobânzilor (de exemplu, în Chile) sau a așteptărilor unor astfel de reduceri (de exemplu, în Statele Unite) ca urmare a încetirii inflației. Unele scheme de pensii au beneficiat, de asemenea, de randamentele mai ridicate ale depozitelor bancare (de exemplu, Australia) și de câștiguri din schimbările valutare aferente activelor emise în dolari americani, pe măsură ce moneda lor s-a depreciat față de dolar (de exemplu, Chile, Norvegia).

Ratele de rentabilitate a investițiilor au depășit rata inflației în majoritatea jurisdicțiilor. Schemele de pensii au obținut o rată de rentabilitate reală pozitivă a investițiilor în 26 din cele 29 de țări OECD raportoare și în 22 din cele 31 de jurisdicții non-OECD raportoare. Rata reală negativă de rentabilitate a investițiilor s-a datorat unei rate nominale de rentabilitate a investițiilor mai mici (de exemplu, Brazilia, Canada, Cehia sau unei inflații mai mari (de exemplu, Angola, Egipt, Nigeria, Suriname, Turcia) decât în alte țări.

În timp ce câștigurile din investiții în 2023 au contrastat cu performanța negativă a investițiilor care a dus la scăderea valorii activelor pentru pensionare în multe jurisdicții în 2022, aceste câștiguri nu au fost la fel de mari ca pierderile din 2022 în unele dintre cele mai dezvoltate piețe de pensii, precum Danemarca, Olanda și Statele Unite. Planurile de pensii din aceste țări au avut rate negative ale randamentului investițiilor sub -10% în 2022 (-14,2% în Danemarca, -21,1% în Olanda și -12,8% în Statele Unite), dar randamente pozitive de sub 10% în 2023. Polonia a fost singura jurisdicție în care planurile de pensii au avut o rată de rentabilitate a investițiilor sub -10% în 2022, dar cu câștiguri în 2023 mai mari decât pierderile din 2022. În schimb, schemele de pensii din jurisdicțiile cu pierderi mai mici au reușit să recupereze aceste pierderi din investiții mai rapid în 2023.

Figura 70 Rata anuală reală de rentabilitate a investițiilor, în anul 2023 (%)



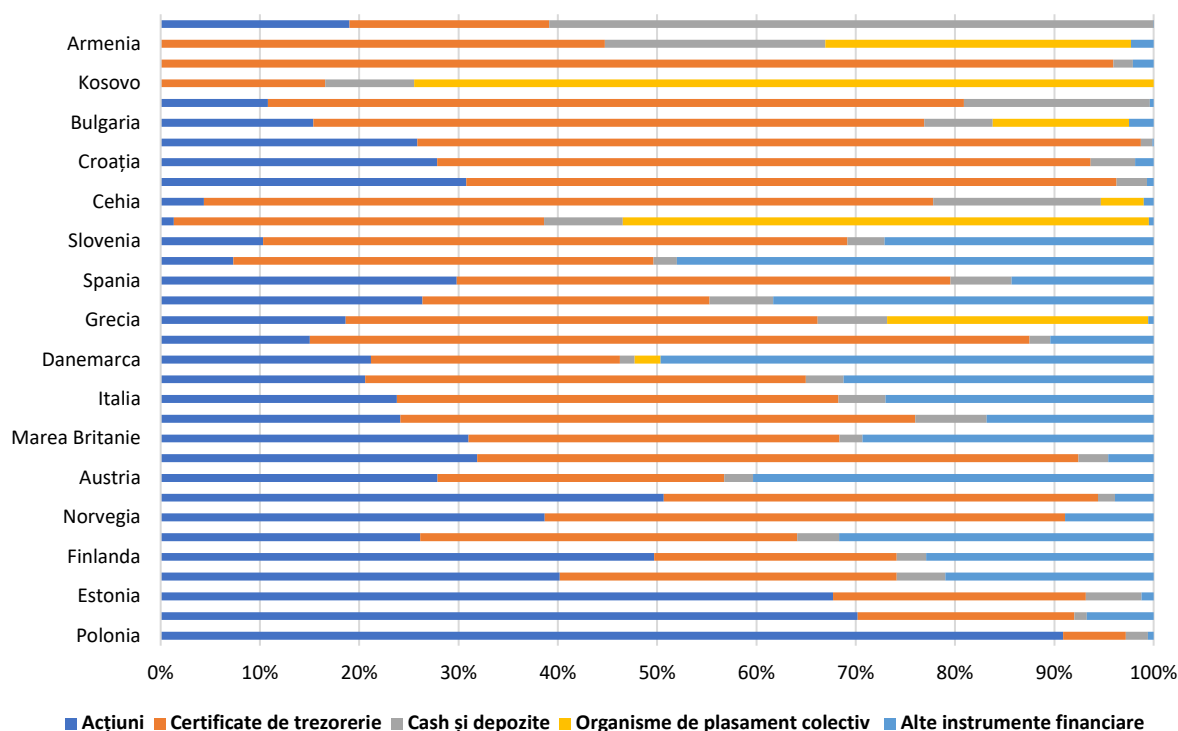
Sursa: Pension Markets in Focus Preliminary 2023 data, OECD, ediția din iunie 2024

Schemele de pensii cu cea mai mare proporție de active investite în acțiuni au înregistrat unele dintre cele mai mari randamente ale investițiilor. Fondurile de pensii din Polonia, care au cea mai mare proporție de active în acțiuni, datorită reglementărilor privind investițiile, au beneficiat de creșterea evaluării acțiunilor la Bursa din Varșovia (+36,5%, una dintre cele mai importante creșteri pentru un indice de piață în 2023) și au avut una dintre cele mai puternice rate nominale de rentabilitate a investițiilor în 2023 (30,2%). Fondurile de pensii din Lituania au avut, de asemenea, o expunere mare în acțiuni (peste 60%) și

randamente nominale puternice ale investițiilor (12,6% și, respectiv, 36,8%). În timp ce schemele de pensii au beneficiat de obicei de evoluțiile pozitive ale piețelor bursiere mondiale, unele piețe au înregistrat performanțe inferioare (cum ar fi Hong Kong), ceea ce a condus la o performanță relativ mai scăzută a investițiilor schemelor de pensii, în ciuda unei alocări ridicată în acțiuni.

În schimb, unele dintre schemele de pensii cu cea mai scăzută performanță nominală a investițiilor aveau o proporție ridicată de active investite în obligațiuni și numerar. De exemplu, schemele de pensii din Cehia au obținut una dintre cele mai scăzute rate nominale de rentabilitate a investițiilor în 2023 (4,7%) și au avut majoritatea activelor investite în obligațiuni (73%) și depozite bancare (17%). În timp ce, în multe jurisdicții, schemele de pensii și-au schimbat alocarea activelor din obligațiuni de stat în instrumente cu randament mai ridicat în timpul anilor în care ratele dobânzilor au fost în scădere, mai multe jurisdicții au manifestat un interes reînnoit pentru obligațiunile de stat în urma creșterii ratelor dobânzilor (de exemplu, Bulgaria, Slovenia). De asemenea, schemele de pensii din Statele Unite și-au majorat ușor deținerile de obligațiuni în 2023 (+0,4 puncte procentuale (pp)), reducând în același timp numerarul și alte investiții (-1 pp).

Figura 71 Structura investițională a mijloacelor de economisire pentru pensionare în statele europene în anul 2023 (%)



Sursa: Pension Markets in Focus Preliminary 2023 data, OECD, ediția din iunie 2024

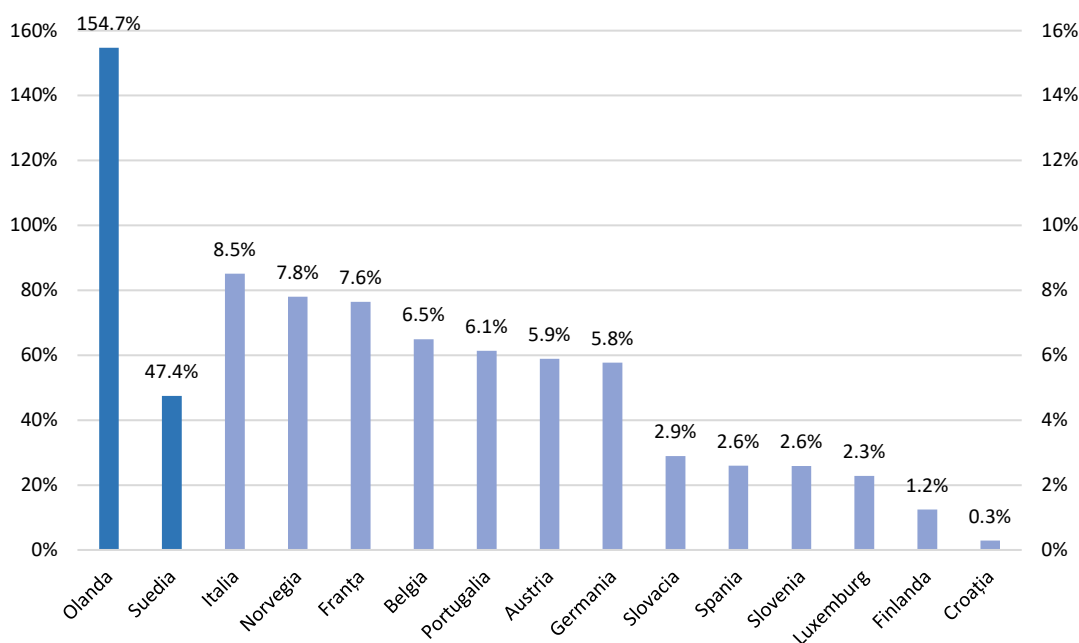
La nivel european, activele totale ale IORP (instituții pentru furnizarea de pensii ocupaționale) au crescut cu aproximativ 221 mld. EUR de la 2.452 mld. EUR la 2.673 mld. EUR în T4 2023 comparativ cu T4 2022, potrivit datelor publicate de EIOPA. Această creștere a fost determinată în principal de creșterea deținerilor de obligațiuni și a ponderii acestora în portofolii, care s-a reflectat într-o creștere de 14,4% a valorii

obligațiunilor guvernamentale. În plus, a fost raportată o creștere de 9,3% a acțiunilor și de 6,3% a fondurilor de investiții. În ceea ce privește cotele din portofoliu, repartizarea pe categorii de active a rămas relativ stabilă.

Structura sectorului pensiilor este extrem de eterogenă între statele membre din Spațiul Economic European. În timp ce structura generală organizată în trei piloni este valabilă în fiecare stat membru (de exemplu, pilonul I fiind o pensie pentru limită de vârstă furnizată de stat, pilonul II o pensie ocupațională și pilonul III o pensie facultativă individuală), complementaritatea dintre cei trei piloni și ponderea fiecărui pilon variază în funcție de statele membre.

Indicatorul gradul de penetrare arată importanța celui de-al doilea pilon într-un stat membru. Raportul, definit ca active totale ale tuturor IORP în raport cu produsul intern brut (PIB) al țării, indică dimensiunea sectorului IORP în raport cu dimensiunea economiei per total. Deținerile IORP olandeze se ridică la aproape 155% din PIB-ul anual al țării. Pentru celelalte state membre, ratele de penetrare sunt mult mai scăzute (Suedia 47,7%, Italia 8,5% și Norvegia 7,8%). 63,5% din toate activele IORP din SEE sunt deținute de entități olandeze, urmate de Suedia (10,9%), Germania (9,4%) și Italia (7,1%).

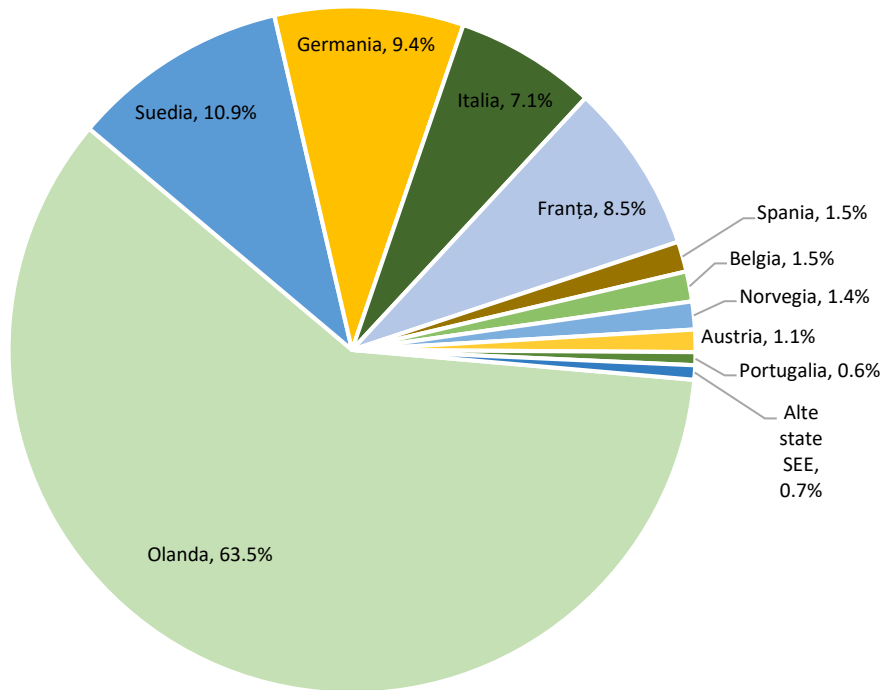
Figura 72 Gradul de penetrare pe state membre ale SEE în T4 2023



Sursa: Raportul de stabilitate financiară, EIOPA, ediția din iunie 2024;

Notă: având în vedere diferența de scară necesară pentru reprezentarea datelor din Olanda și Suedia, axa din stânga ar trebui utilizată pentru a citi gradul de penetrare al Olandei și Suediei, în timp ce axa din dreapta ar trebui utilizată pentru a citi gradul de penetrare a celorlalte țări prezentate în albastru deschis.

Figura 73 Dimensiunea relativă a sectorului pensiilor SEE IORP în T4 2023

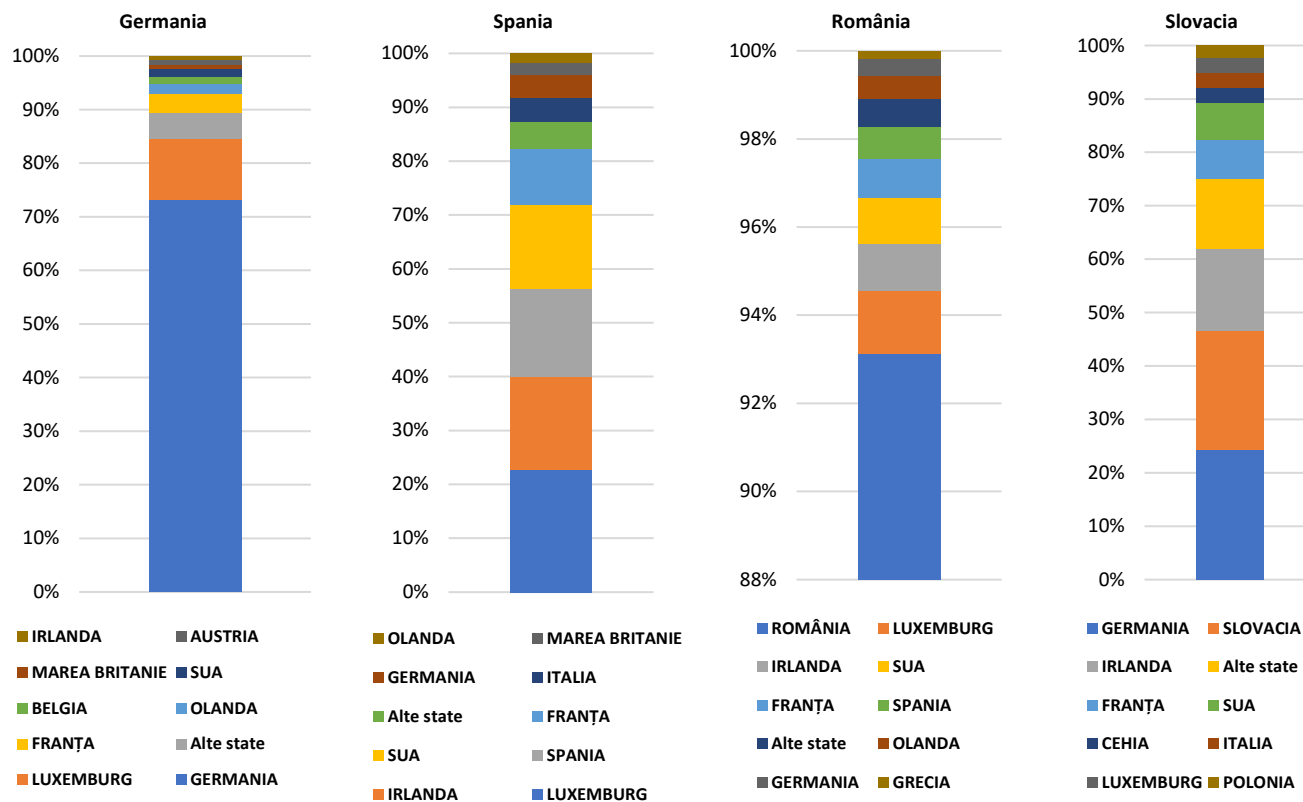


Sursa: Raportul de stabilitate financiară, EIOPA, ediția din iunie 2024;

Dimensiunea relativă este determinată ca raportul dintre activele totale din statul membru și activele totale din SEE

Referitor la expunerea pe țări a activelor fondurilor de pensii, potrivit datelor publicate de EIOPA, în trimestrul IV 2023, Germania a avut o pondere de circa 73% în active germane, 11% în active din Luxemburg și 16% în alte state. Spania a înregistrat o pondere de aproximativ 23% în active din Luxemburg, 17% în active din Irlanda și 60% în alte state. Slovacia a deținut o pondere de 24% în active germane, 22% în active slovace și 53% în alte state. În cazul României a fost observată o pondere de 93% în active românești, 1% în active din Luxemburg și 5% în alte state.

Figura 74 Expunerea pe țări a activelor fondurilor de pensii la 31 decembrie 2023



Sursa: EIOPA, Occupational Pensions Statistics, Asset Exposures Q4 2023

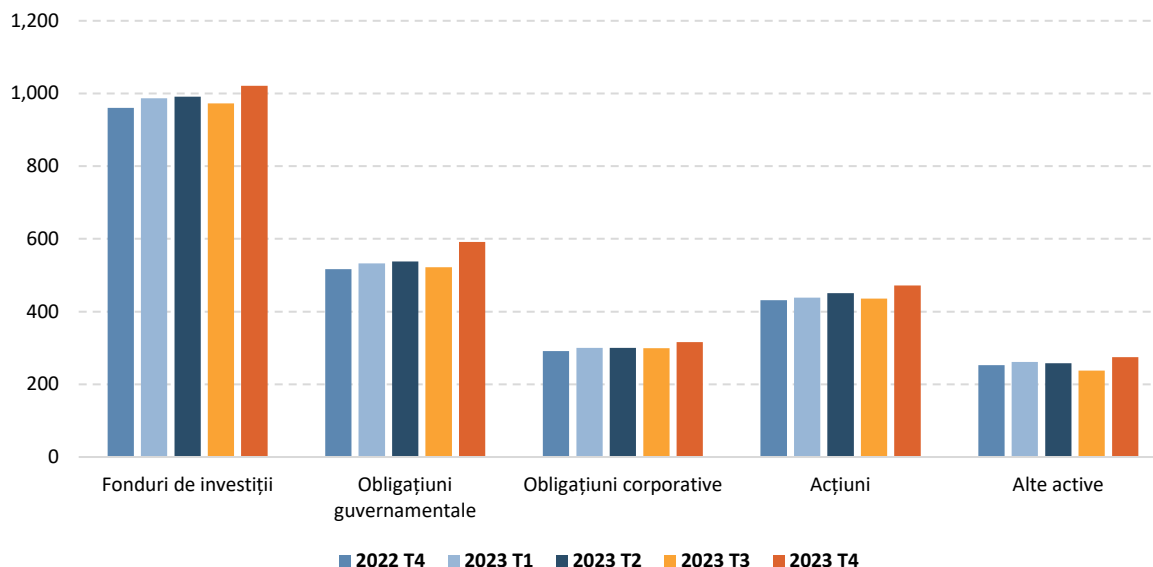
Performanța portofoliului rămâne o preocupare esențială pentru IORP. Randamentul investițiilor ar putea fi afectat negativ de o potențială deteriorare a condițiilor economice și ale piețelor financiare.

Structura investițională a portofoliilor influențează randamentele obținute de vehiculele investiționale. Astfel, o alocare importantă a portofoliului către active riscante implică randamente potențiale mai mari, dar și o volatilitate mai crescută a randamentului.

Activele din planurile de pensii și din fondurile de rezervă pentru pensii publice sunt investite în principal în obligațiuni și acțiuni. Proporțiile de acțiuni și obligațiuni din portofolii variază considerabil de la o țară la alta, dar există, în general, o preferință mai mare pentru obligațiuni.

Alocarea activelor IORP s-a modificat ușor în cursul anului 2023. S-a observat o alocare ușor mai mare pentru obligațiunile guvernamentale (de la 21,1% la 22,1%), atât în termeni absoluți, cât și relativi, posibil datorită valorilor de piață mai mari rezultate din ratele scăzute ale dobânzii și achizițiilor de obligațiuni. Ponderea relativă a fondurilor de investiții în portofoliile IORP a scăzut de la 39,2% la sfârșitul anului 2022 la 38,2% la sfârșitul anului 2023, chiar dacă a crescut în valori absolute.

Figura 75 Alocarea pe categorii de active (în mld. euro) în T4 2023



Sursa: Raportul de stabilitate financiară, EIOPA, ediția din iunie 2024; Occupational Pensions Statistics, Balance Sheet Q4 2023

Reglementările privind investițiile din unele țări pot impune, de asemenea, furnizorilor de pensii să investească o anumită proporție din activele lor în instrumente financiare specifice.

În cazul fondurilor de pensii din România, dacă un fond obține rate de rentabilitate inferioare ratei minime pentru 4 trimestre consecutive, se declanșează aplicarea unor măsuri speciale de supraveghere în vederea redresării situației.

Pe plan european, piețele fondurilor de pensii private sunt diferite structural de piața din România. Majoritatea produselor sunt facultative, în multe țări predominând fondurile de pensii ocupaționale. În acest context, portofoliile agregate ale fondurilor de pensii europene, existente într-un număr mult mai mare, sunt investite într-un mix de active financiare, în special obligațiuni și acțiuni.

Tabloul riscurilor privind pensiile ocupaționale publicat de EIOPA, ediția din luna iulie 2024, arată că expunerea acestora la riscurile de piață și de rentabilitate a activelor se mențin ridicată din cauza volatilității continue a pieței și a vulnerabilităților pieței imobiliare.

Riscurile macroeconomice se situează la un nivel mediu, creșterea prognozată a PIB pentru principalele zone geografice înregistrând evoluții pozitive, dar rămânând scăzută în raport cu standardele istorice.

Riscurile de credit rămân stabile la un nivel mediu, marjele swap-urilor pe riscul de credit (CDS) pentru obligațiunile corporative crescând la sfârșitul lunii iunie 2024, în timp ce pentru obligațiunile guvernamentale rămân în general stabile.

Riscurile de piață și cele privind randamentul activelor sunt stabile la un nivel ridicat, cu o volatilitate în creștere pe piețele cu venit fix și de acțiuni la sfârșitul lunii iunie și cu cele mai recente date care indică o

scădere continuă a prețurilor proprietăților imobiliare în întreaga zonă euro, în principal din cauza proprietăților imobiliare comerciale. Datele anuale disponibile recent arată o revenire a performanței portofoliului IORP în 2023, datorită randamentelor pozitive ale pieței.

Riscurile de constituire a rezervelor și de finanțare rămân neschimbate la un nivel mediu, poziția financiară a IORP-urilor cu beneficii definite rămânând solidă în primul trimestru al anului 2024, susținută de creșterea ratelor dobânzilor.

Riscurile de concentrare se situează, de asemenea, la un nivel mediu, cu o tendință de scădere față de trimestrul precedent, datorită unei concentrări sectoriale și geografice mai reduse în portofoliul de investiții al IORP. Expunerea mediană a IORP la bănci și alte activități financiare decât cele bancare a crescut ușor.

Toate celelalte categorii de risc sunt evaluate în prezent la niveluri medii, cu o perspectivă de risc în creștere pentru digitalizare și riscurile cibernetice în următoarele 12 luni.

5.2. Entități relevante sistemic

Activele totale cumulate pentru Pilonul II și III depășeau valoarea de 148,6 miliarde lei la sfârșitul lunii iunie 2024; raportate la PIB, **activele totale cumulate ale sistemului de pensii private din România reprezentau circa 9,07% din PIB anual** (calculat ca suma ultimelor 4 trimestre).

Tabelul 24 Dimensiunea sectorului sistemului de pensii private din România (active totale raportate la PIB)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Sem. I 2024
Fonduri de pensii private	4,39%	4,88%	5,17%	6,06%	7,32%	7,79%	7,10%	8,48%	9,07%

*Sursa: INS, calcule ASF, *PIB calculat ca suma ultimelor 4 trimestre (T2 2023 – T1 2024)*

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 25 Dimensiunea sistemică a fondurilor de pensii private

Tip fond	Fond	Activ total 30 iun. 2024 (mld. lei)	% în PIB la 30 iun. 2024
P2	NN	48.6	2.97%
P2	AZT VIITORUL TAU	30.0	1.83%
P2	METROPOLITAN LIFE	20.3	1.24%
P2	VITAL	14.6	0.89%
P2	ARIPI	13.2	0.81%
P2	BCR	10.3	0.63%
P2	BRD	6.3	0.38%
P3	NN OPTIM	2.33	0.14%
P3	BCR PLUS	0.82	0.05%

Tip fond	Fond	Activ total 30 iun. 2024 (mld. lei)	% în PIB la 30 iun. 2024
P3	NN ACTIV	0.67	0.04%
P3	AZT MODERATO	0.51	0.03%
P3	PENSIA MEA	0.26	0.02%
P3	BRD MEDIO	0.25	0.02%
P3	RAIFFEISEN ACUMULARE	0.24	0.01%
P3	AZT VIVACE	0.18	0.01%
P3	STABIL	0.05	0.00%
P3	AEGON ESENTIAL	0.02	0.00%
P2	Total PII	143.3	8.75%
P3	Total PIII	5.3	0.32%
P2+P3	Total PII + PIII	148.6	9.07%

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.

5.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România

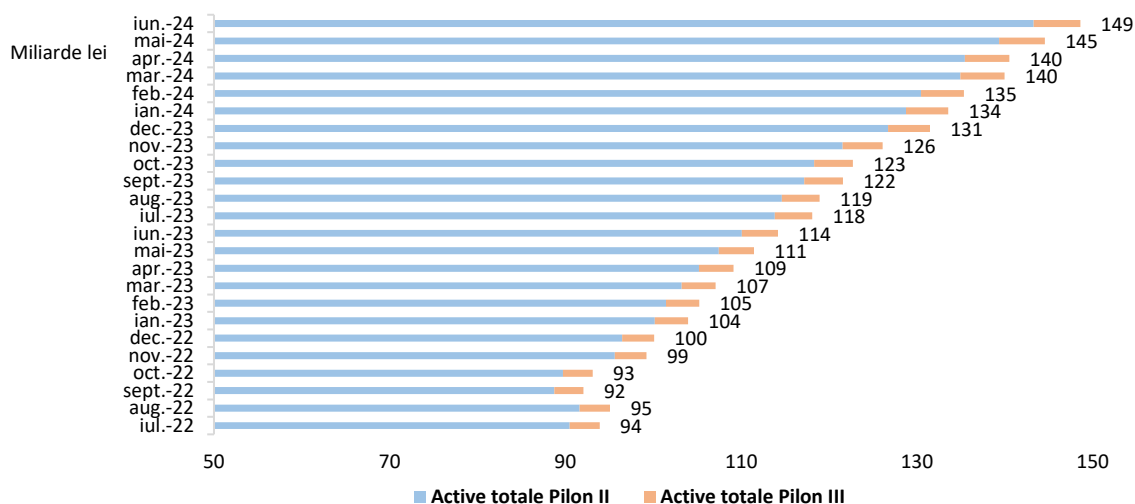
Sistemul de pensii private din România reprezintă o sursă stabilă de capital autohton, care, prin plasamentele sale, contribuie la finanțarea statului român și a mediului privat, având totodată un rol de stabilizator pe piețele financiare, datorită orizontului investițional pe termen lung. Obiectivul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

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

Valoarea activelor totale aflate în administrare, la nivelul întregului sistem de pensii private, a atins la finalul lunii iunie 2024 nivelul de 148,6 miliarde de lei (29,9 miliarde de euro), cu un număr de 8,98 milioane de participanți.

La 30 iunie 2024, politica investițională din cadrul portofoliilor de active ale fondurilor de pensii private continuă să fie concentrată pe piața locală de capital. Ponderea investițiilor în instrumente cu venit fix reprezenta aproximativ 69% din totalul portofoliului investițional al fondurilor de pensii private, în timp ce un procent de 25% a fost investit în acțiuni.

Figura 76 Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private



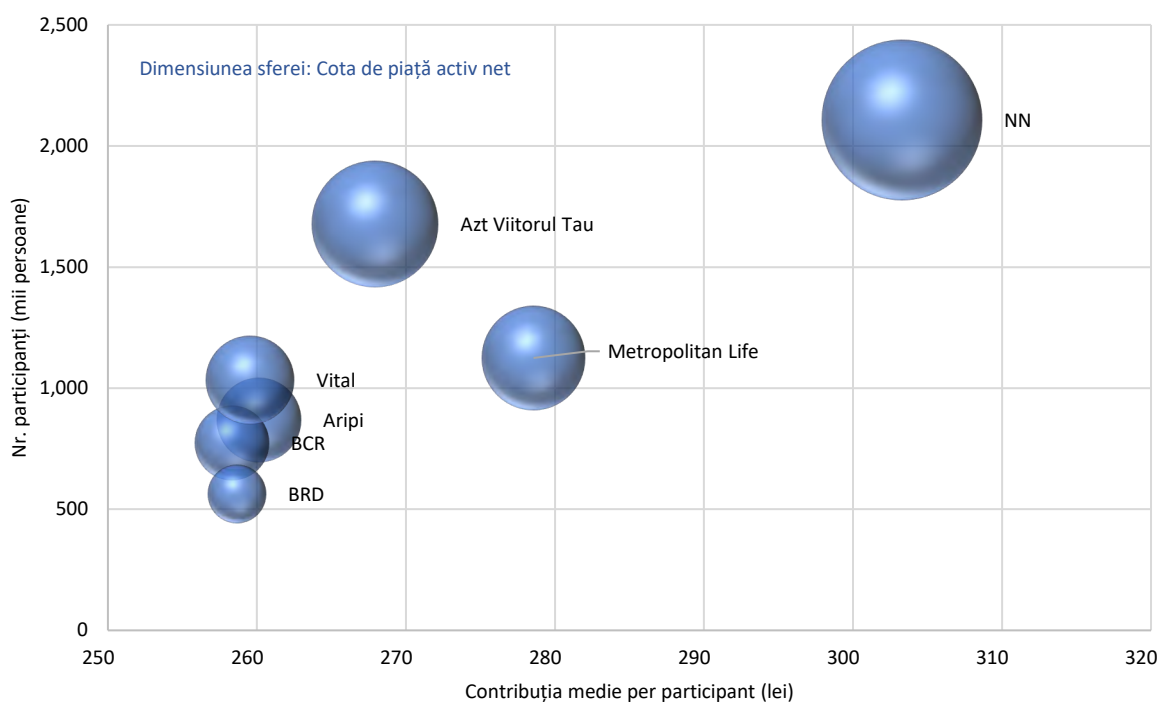
Sursa: prelucrare ASF

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

Pe parcursul semestrului I al anului 2024, au fost virate contribuții brute către fondurile de pensii administrate privat în cuantum de 8,44 miliarde lei, cu 34% mai mult comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. În Pilonul III au fost virate contribuții brute în valoare de 346 milioane lei, în creștere cu 21% față de semestrul I 2023.

La nivelul fondurilor de pensii administrate privat, contribuția medie a participanților în luna iunie 2024 a fost de circa 383 lei, înregistrând o creștere de 41% comparativ cu aceeași dată a anului anterior. Fondul de pensii administrat 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).

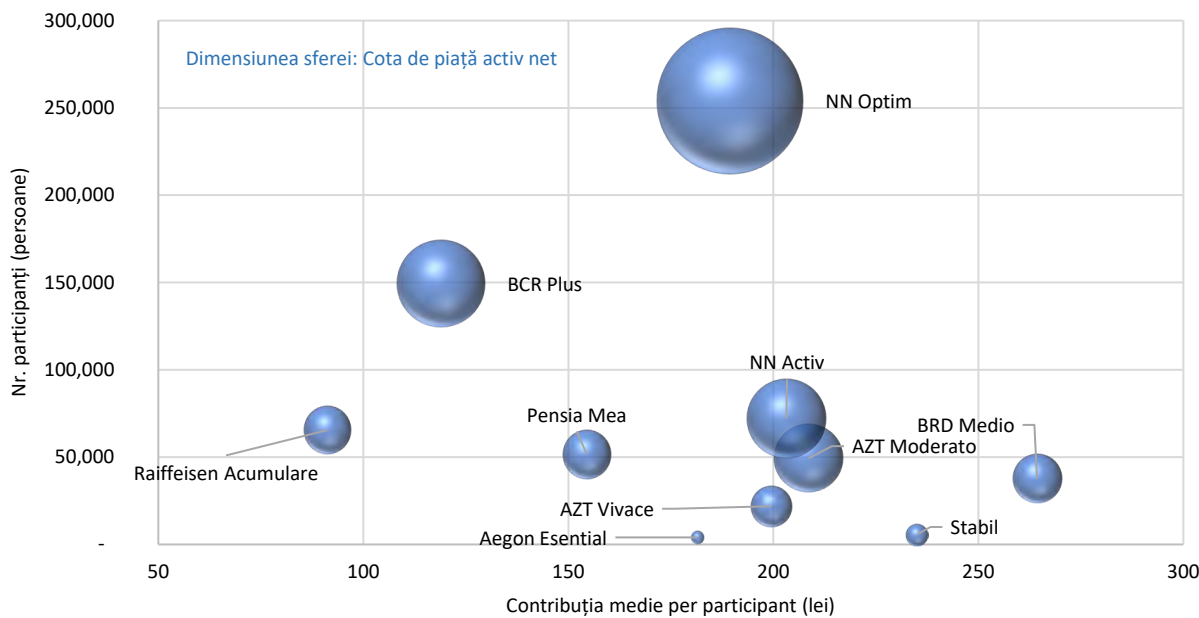
Figura 77 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 iunie 2024



Sursa: prelucrare ASF

În ceea ce privește fondurile de pensii facultative, contribuția medie per participant în luna iunie 2024 a fost de aproximativ 160 lei, în creștere cu 1,4% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2023. Fondul de pensii facultative cu cel mai mare număr de participanți este FPF NN Optim, înregistrând totodată și cota de piață cea mai mare după activele totale (44%).

Figura 78 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață activ net



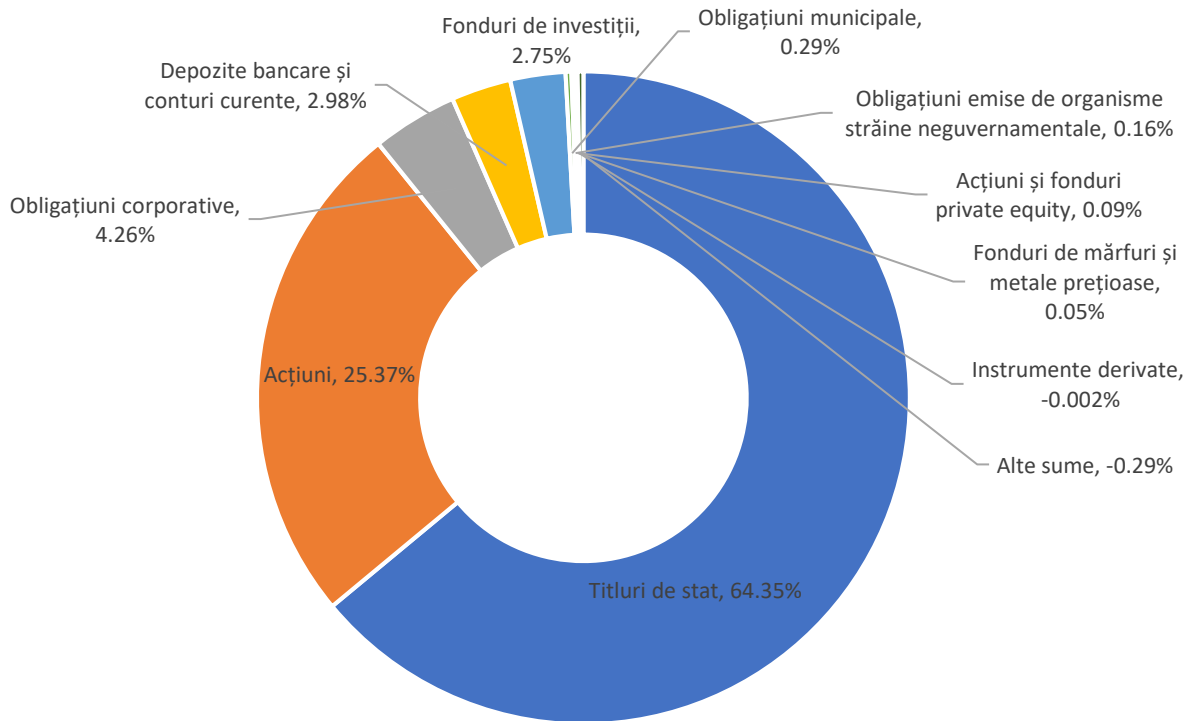
Sursa: prelucrare ASF

Fondurile de pensii private au un profil de risc moderat, iar activele cu risc scăzut în care investesc preponderent sunt titlurile de stat. Astfel, investițiile fondurilor de pensii private se realizează preponderent în obligațiuni suverane, urmate de companii listate pe piața de capital, care asigură transparența și respectarea principiilor de governanță corporativă, stimulând astfel dezvoltarea pieței primare și secundare.

Politica investițională vizează diversificarea portofoliilor fondurilor de pensii private, diminuând riscul de piață în perioadele în care apar vulnerabilități pe piețele financiare, respectiv scăderi ale prețurilor activelor. Fondurile de pensii investesc într-un mix 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.

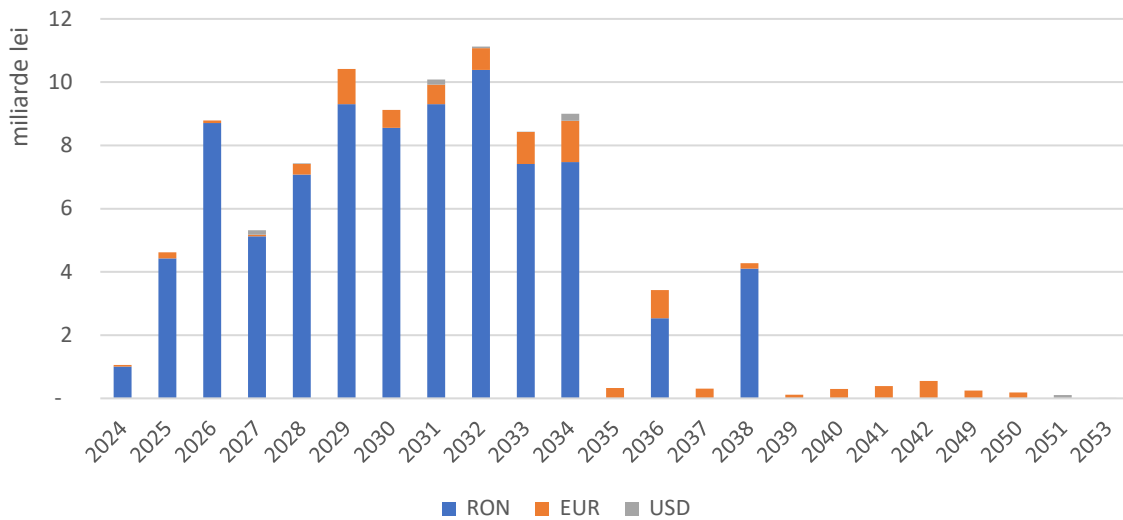
Cea mai mare pondere în portofoliile fondurilor de pensii private a fost deținută în permanență de instrumentele financiare cu venit fix (în special titluri de stat, urmate de obligațiuni corporative, supranaționale și municipale). La 30 iunie 2024 ponderea instrumentelor cu venit fix era de aproximativ 69% din portofoliile fondurilor de pensii private, iar 64,4% 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 2024, plasamentele fondurilor de pensii fiind efectuate local în procent de 94,2%. 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 79 Structura activelor fondurilor de pensii private (Pilon II și Pilon III) la 30 iunie 2024



Sursa: prelucrare ASF

Figura 80 Anul maturității titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private la data de 30 iunie 2024



Sursa: prelucrare ASF

Titlurile de stat din portofoliile fondurilor de pensii private sunt emise de statul român și sunt denuminate în RON (89,3%), EUR (9,9%) și USD (0,8%). Din punct de vedere al orizontului investițional, majoritatea sunt deținute pe termen mediu, cu data maturității până în anul 2034 (aproximativ 90% din totalul titlurilor de stat), restul fiind emisiuni pe termen lung, cu data maturității până în 2053.

Tabelul 26 Principalele investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2024

Denumire emitent	Valoare dețineri (lei)	% în total portofoliu acțiuni listate
Banca Transilvania SA	6.940.247.776	18,4%
OMV Petrom SA	6.591.520.377	17,5%
Hidroelectrica SA	6.302.727.812	16,7%
Romgaz SA	4.131.239.572	11,0%
BRD - Groupe Societe Generale SA	2.760.054.105	7,3%
Electrica SA	1.323.965.328	3,5%
Med Life SA	1.308.241.826	3,5%
Nuclearelectrica SA	1.306.426.494	3,5%
Transgaz SA	961.934.178	2,6%
Digi Communications NV	959.136.289	2,5%
Alți emitenți	5.114.231.715	13,6%
Total	37.699.725.472	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

La 30 iunie 2024, sistemul pensiilor private din România avea investiții în acțiuni în procent de 25,4%, iar 86,4% din acest procent este reprezentat de 10 companii, aflate în topul celor mai tranzacționate companii pe segmentul principal la BVB.

Tabelul 27 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2024

Denumire emitent	Țara emitent	Valoare dețineri	% total portofoliu obligațiuni corporative
Banca Comerciala Romana	RO	2.109.698.058	33,3%
Raiffeisen Bank SA	RO	1.132.085.781	17,9%
Banco Santander SA	ES	797.652.130	12,6%
BNP Paribas	FR	441.517.518	7,0%
Citigroup Inc	US	433.421.884	6,8%
Unicredit Bank SA	RO	236.932.539	3,7%
Citigroup Global Markets Holdings Inc	US	209.150.621	3,3%
CEC Bank SA	RO	155.678.678	2,5%
The Goldman Sachs Group INC	US	150.490.804	2,4%
OTP Bank Nyrt	HU	132.256.250	2,1%
Alți emitenți		532.386.474	8,4%
Total		6.331.270.738	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Investițiile fondurilor de pensii în obligațiuni corporative au reprezentat un procent de 4,26% 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 (58,8%), SUA (14,2%) și Spania (12,6%).

Tabelul 28 Plasamentele în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2024

Denumire OPCVM / Administrator	Țara OPCVM	Valoare dețineri	% total portofoliu OPCVM
Xtrackers Euro Stoxx 50 UCITS ETF 1C / Xtrackers	LU	1.545.837.147	37,8%
iShares Europe ex - UK Index Fund (IE) / BlackRock Inc	IE	703.554.424	17,2%
iShares S&P 500 Information Technology Sector UCITS ETF USD (Acc) / BlackRock Inc	IE	488.504.144	12,0%
iShares US Index Fund (IE) - USD Acc / BlackRock Inc	IE	177.098.188	4,3%
BT Obligatiuni / BT Asset Management	RO	169.182.929	4,1%
iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc) / BlackRock Inc	IE	168.228.120	4,1%
Xtrackers Artificial Intelligence & Big Data UCITS ETF 1C / Xtrackers (IE) PLC	IE	155.273.386	3,8%
GuardCap Global Equity Fund / GuardCap Asset Management Limited	GB	103.383.282	2,5%
BT Maxim / BT Asset Management	RO	95.326.032	2,3%
iShares Emerging Markets Index Fund (IE) - EUR Flex Acc / BlackRock Inc	IE	74.094.658	1,8%
Alți emitenți		404.760.102	9,9%
Total		4.085.242.411	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Plasamentele fondurilor de pensii în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare au reprezentat un procent de 2,75% din activele totale ale sistemului de pensii private. Fondurile de pensii private au investit în OPCVM-uri emise preponderent în Irlanda (43,2%), Luxemburg (42,7%) și România (11,1%), restul de 2,5% fiind emise în Regatul Unit și Germania. Investițiile în fonduri și metale prețioase au fost în valoare de aproximativ 77 milioane de lei (0,05% din activele totale) și au avut ca activ suport aurul.

Tabelul 29 Plasamentele în depozite bancare și conturi curente ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2024

Denumire bancă	Valoare (RON)	% în total depozite și conturi curente
ING Bank Romania	1.792.968.424	40,5%
BRD - Groupe Societe Generale SA	1.261.484.575	28,5%
Raiffeisen Bank SA	410.080.886	9,3%
Banca Comerciala Romana	342.137.366	7,7%
Citibank Romania	266.619.909	6,0%
Unicredit Bank SA	240.884.331	5,4%

Exim Banca Romaneasca SA	114.439.409	2,6%
Garanti Bank SA	6.246	0,0%
Intesa SanPaolo	4.837	0,0%
Banca Transilvania SA	4.005	0,0%
Alți emitenți	810	0,0%
Total	4.428.630.800	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

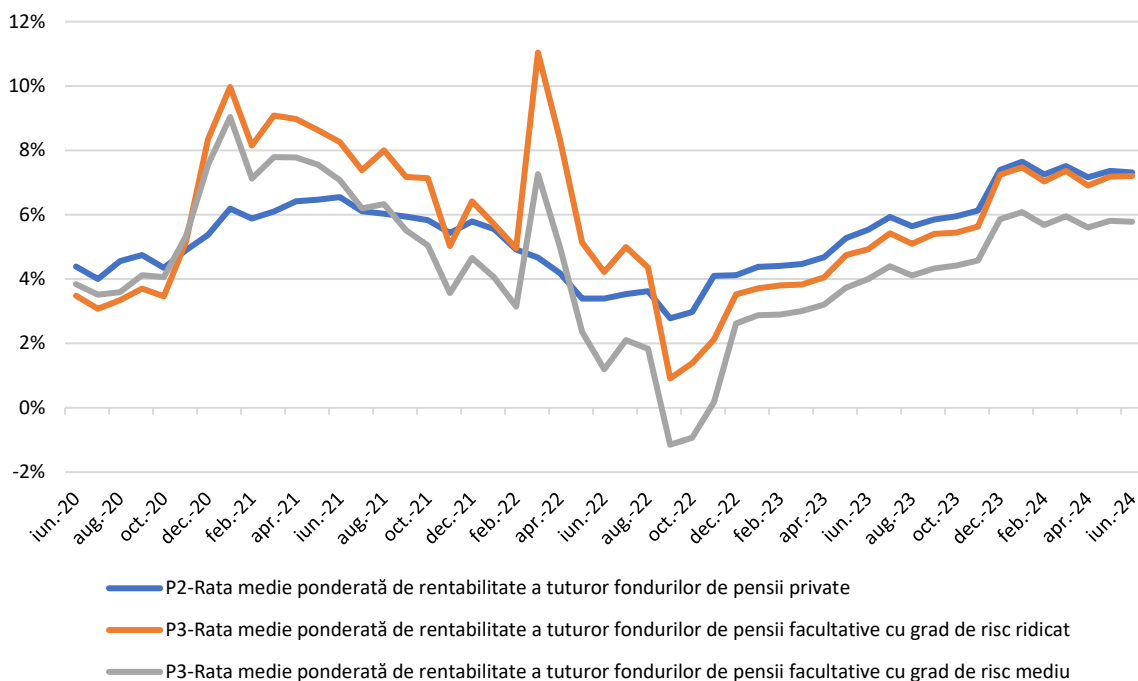
Plasamentele în depozite bancare și conturi curente ale fondurilor de pensii private au reprezentat un procent de 2,98% din activele totale (nivel mai redus față de cel de 4% înregistrat la finalul anului precedent, dar în creștere comparativ cu trimestrul anterior) și au fost realizate exclusiv la bănci din România. Dintre acestea, depozitele în lei au fost în cuantum de 93,7%, cele în euro 6%, restul de 0,3% fiind denumite în alte valute. Sumele depuse la ING Bank România, BRD-GSG și Raiffeisen Bank au cumulat 78% din depozite.

Investițiile în private equity ale fondurilor de pensii private au fost în valoare de aproximativ 131 milioane de lei (0,09% din activele totale) și au fost realizate prin acțiuni private equity (28,5 milioane de lei), respectiv fonduri de private equity (102 milioane de lei), în emitenți din Luxemburg.

Randamentele unităților de fond

La 30 iunie 2024 rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii administrate privat (Pilonul II) a fost de 7,3135%, 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 7,2025%, în timp ce rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu risc mediu a fost de 5,7848%.

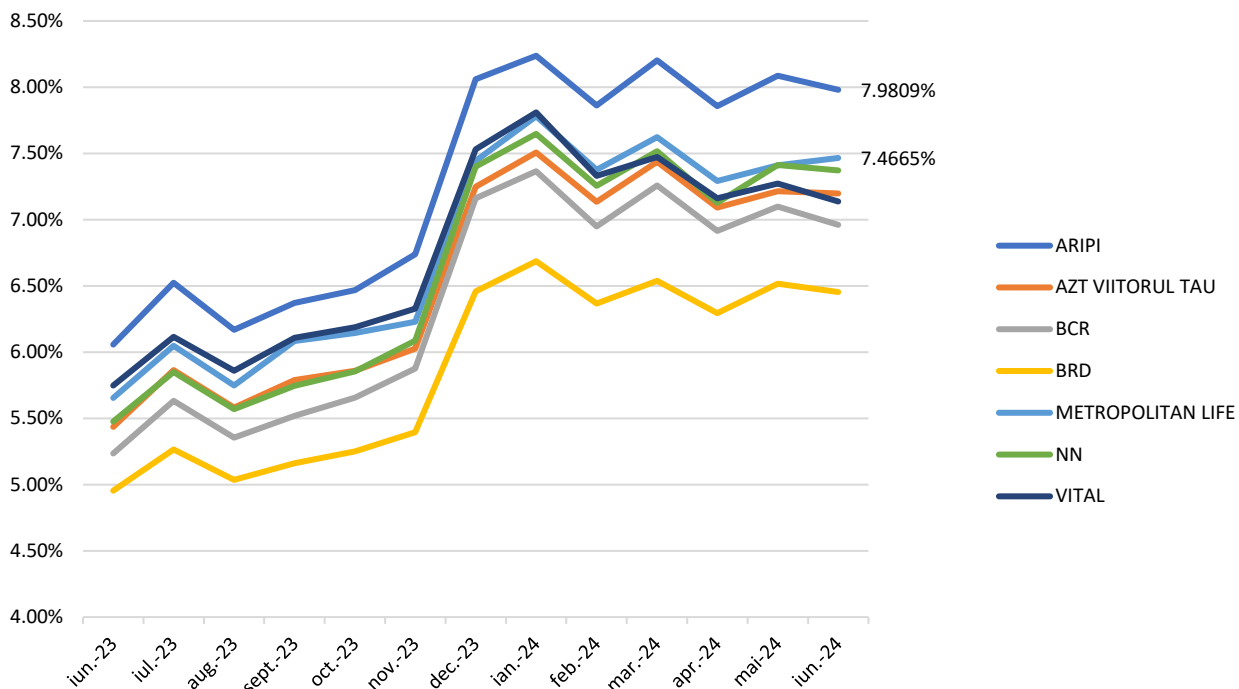
Figura 81 Evoluția ratelor medii de rentabilitate ale fondurilor de pensii private



Sursa: prelucrare ASF

Rata de rentabilitate a unui fond de pensii administrat privat 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 82 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat



Sursa: prelucrare ASF

Toate fondurile de pensii administrate privat au înregistrat creșteri ale ratelor de rentabilitate anualizate, la finalul semestrului I 2024 comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent.

Pe termen lung, aferent întregii perioade de funcționare a fondurilor de pensii private, randamentul anualizat²² al 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 2024 (calculat față de 21.05.2008)

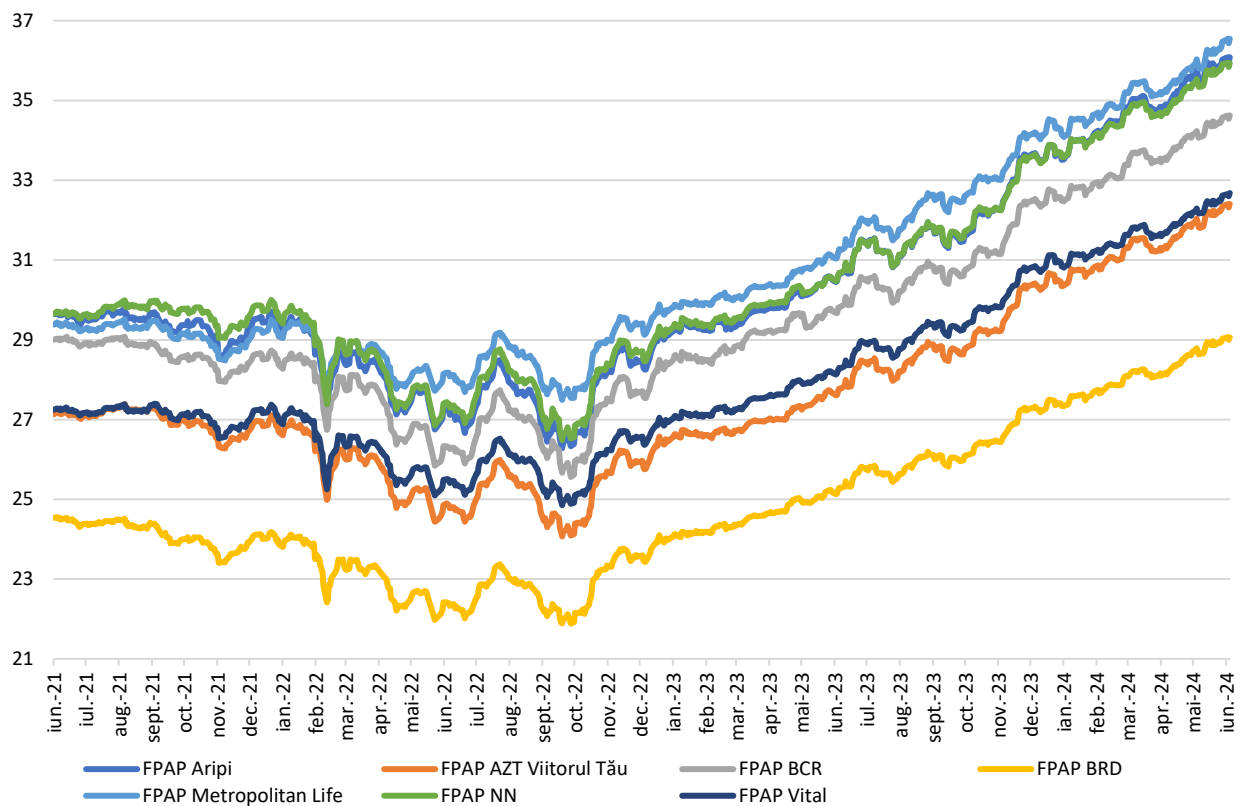
FPAP Aripi	FPAP AZT Viitorul Tău	FPAP BCR	FPAP BRD	FPAP Metropolitan Life	FPAP NN	FPAP Vital
8,29%	7,56%	8,02%	6,85%	8,37%	8,26%	7,62%

Sursa: prelucrare ASF

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

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

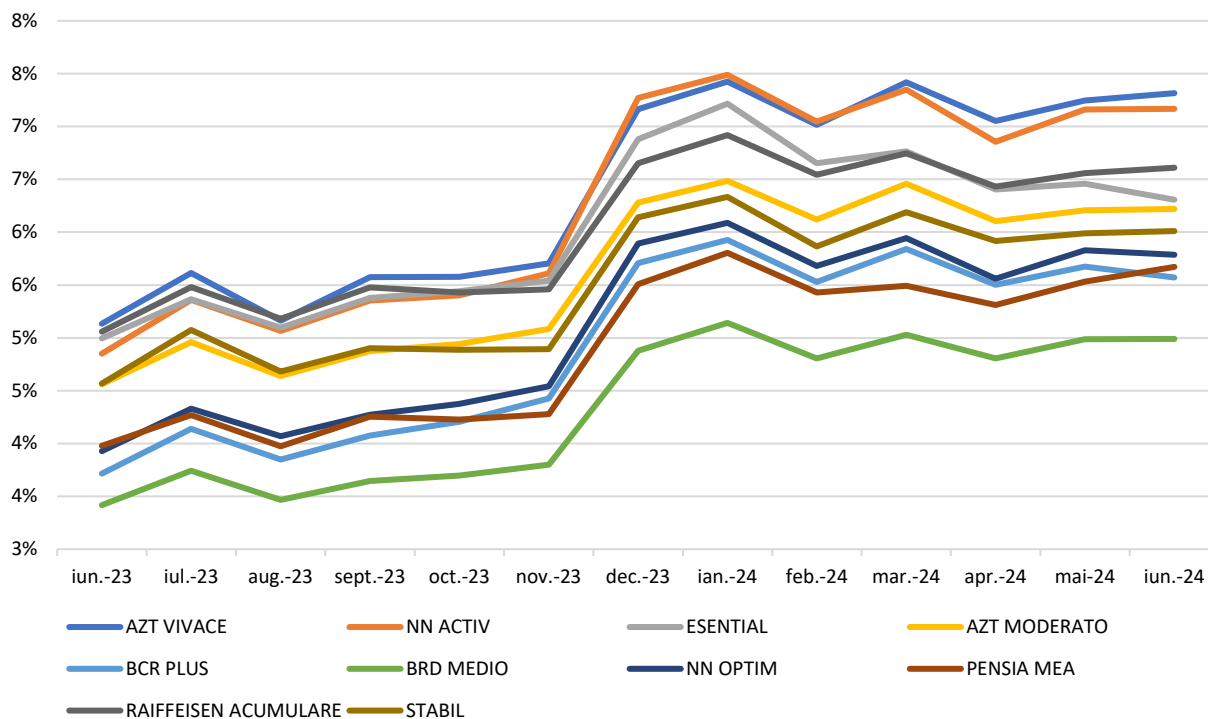
Figura 83 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei)



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 84 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative



Sursa: prelucrare ASF

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

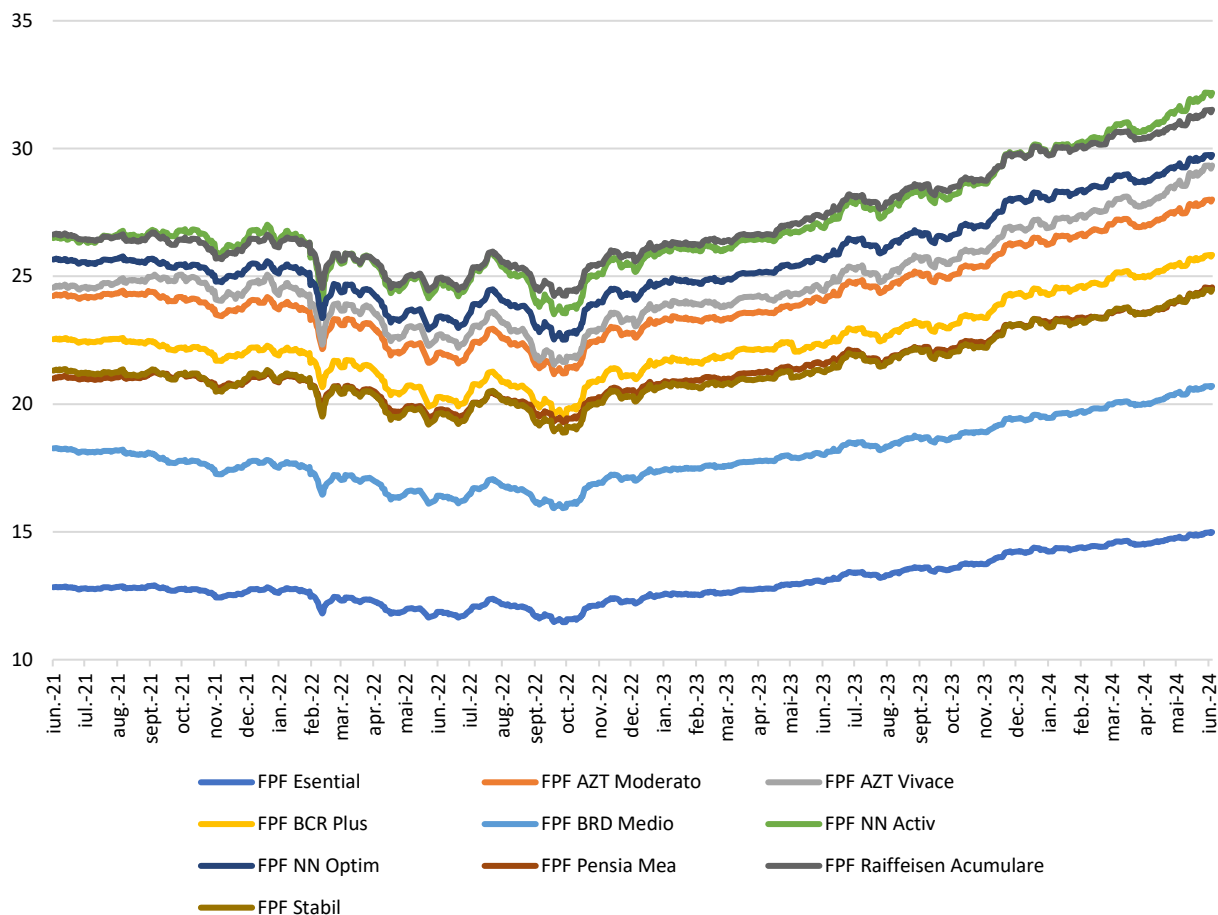
Tabelul 31 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la finalul lunii iunie 2024 (calculat în funcție de data lansării fiecărui fond de pensii facultative)

FPF Esențial	FPF AZT Moderato	FPF AZT Vivace	FPF BCR Plus	FPF BRD Medio	FPF NN Activ	FPF NN Optim	FPF Pensia Mea	FPF Raiffeisen Acumulare	FPF Stabil
4,74%	6,23%	6,56%	5,72%	4,97%	7,08%	6,69%	5,40%	7,47%	6,07%

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



Sursa: prelucrare ASF

Profitabilitatea administratorilor fondurilor de pensii private

Administratorii fondurilor de pensii private din România sunt constituiți ca societăți distincte specializate și autorizate de către Autoritatea de Supraveghere Financiară. Această formă juridică este obligatorie în Pilonul II, în timp ce administrarea fondurilor de pensii facultative poate fi realizată și de către societăți de asigurare de viață, respectiv de administrare a investițiilor, dacă îndeplinesc cerințele legale pentru a fi autorizate în acest sens de către ASF. În Pilonul III există doi astfel de administratori, care raportează către ASF situații financiare separate, exclusiv pentru activitatea de administrare a fondurilor de pensii

facultative. La nivel agregat, activele administratorilor²³ au atins nivelul de 1,79 miliarde lei la finalul anului 2023, iar capitalurile proprii 674 milioane de lei, reprezentând un procent de 38% din active.

Figura 86 Evoluția activelor, datoriilor și capitalurilor proprii ale administratorilor de fonduri de pensii private în perioada 2020 – 2023 (agregat)

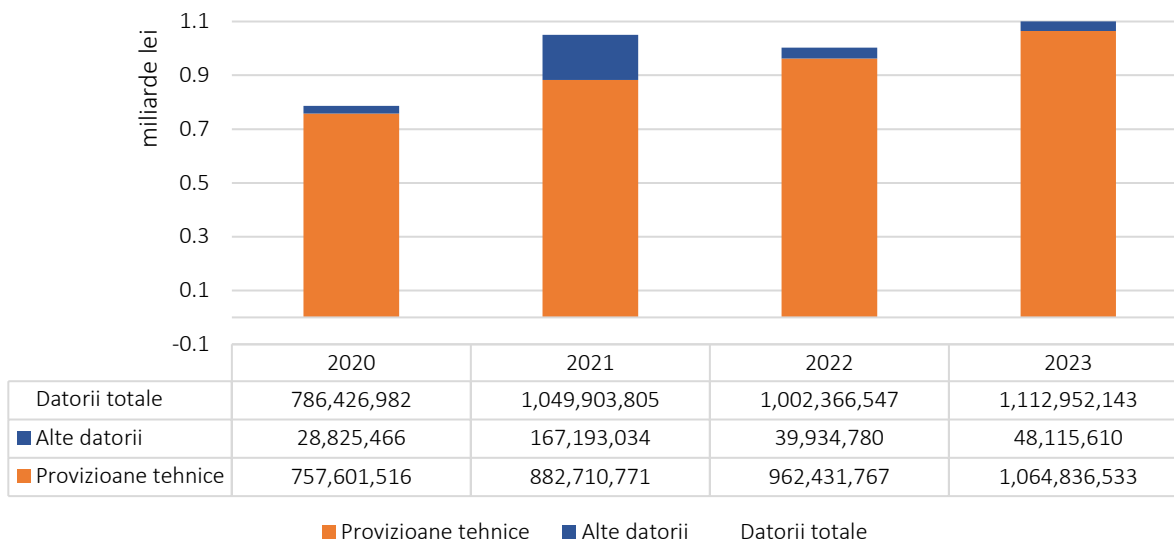


Sursa: prelucrare ASF

La finalul anului 2023, datoriile totale ale administratorilor erau compuse în proporție de 96% din provizioane tehnice (în valoare de 1,06 miliarde lei), care au fost acoperite de active proprii ale administratorilor, plasate exclusiv în titluri de stat și în depozite bancare. Provizioanele tehnice au avut o tendință de creștere în ultimii ani și au ajuns la un nivel de 60% din activele totale ale administratorilor, pentru exercițiul financiar încheiat în anul 2023.

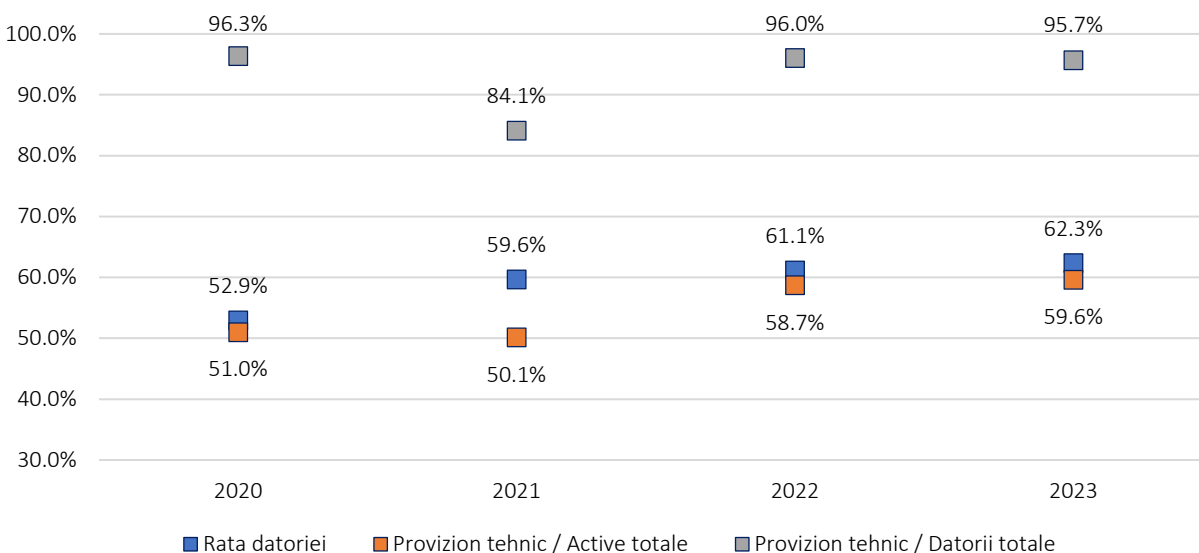
²³ Sunt incluse activele tuturor societăților specializate de administrare a fondurilor de pensii private și cele destinate acestei activități de către o societate de asigurări de viață și de către o societate de administrare a investițiilor.

Figura 87 Evoluția structurii datoriilor administratorilor în perioada 2020 – 2023 (agregat)



Sursa: prelucrare ASF

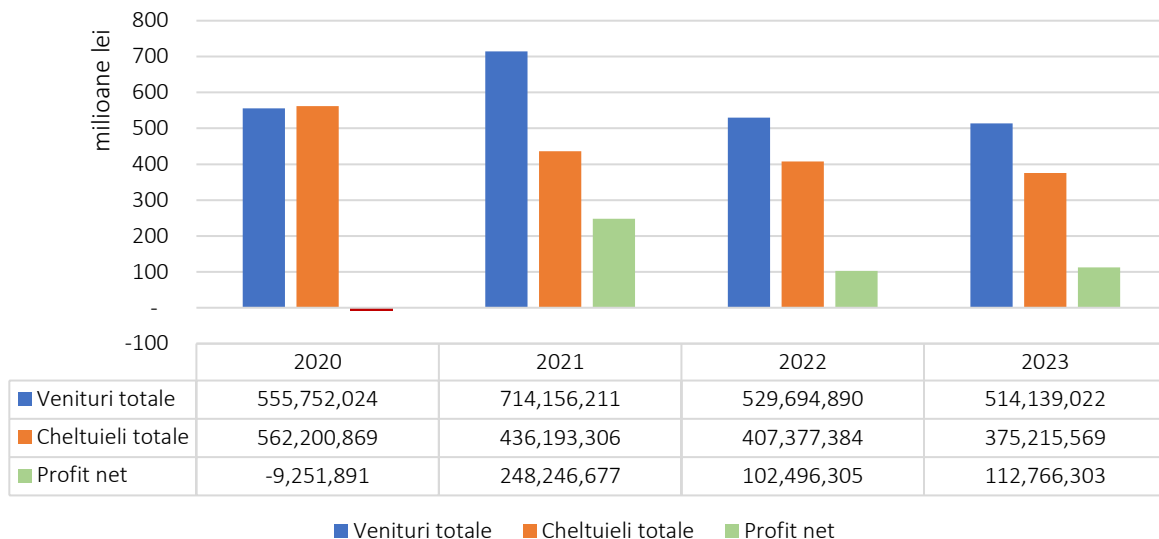
Figura 88 Evoluția principalilor indicatori bilanțieri ai administratorilor în perioada 2020 – 2023 (agregat)



Sursa: prelucrare ASF

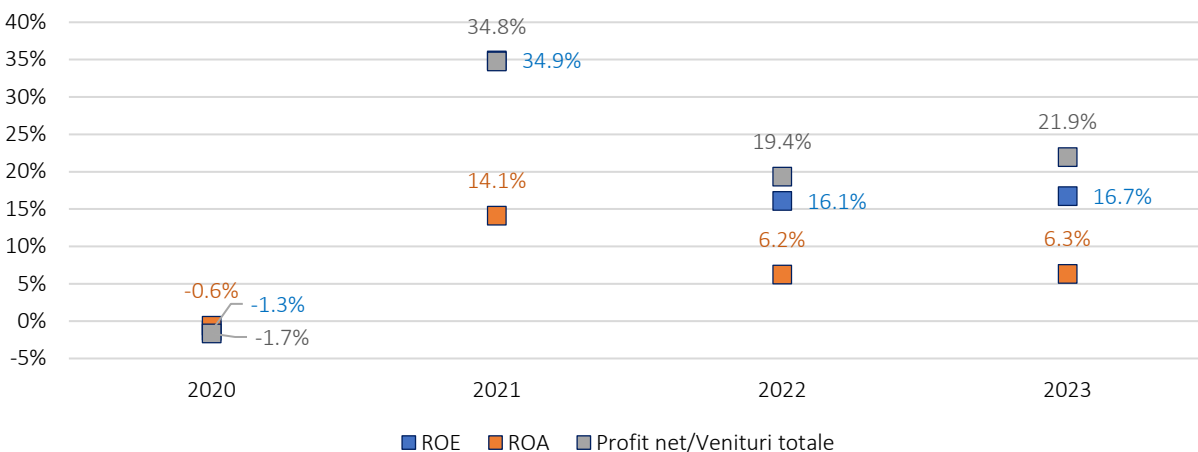
Profitul net obținut la nivel agregat de către administratori în anul 2023 a fost în valoare de 113 milioane de lei, reprezentând 16,7% din capitalurile proprii (ROE), 6,3% din activele totale (ROA) și 21,9% din veniturile totale încasate. Comparativ cu anul 2022, profitul net agregat al administratorilor a crescut cu 10%. Cu toate acestea, numărul administratorilor care au înregistrat pierderi a crescut de la 3 (în 2022) la 5 administratori în anul 2023.

Figura 89 Evoluția veniturilor, cheltuielilor și a profitului net al administratorilor în perioada 2020 – 2023 (agregat)



Sursa: prelucrare ASF

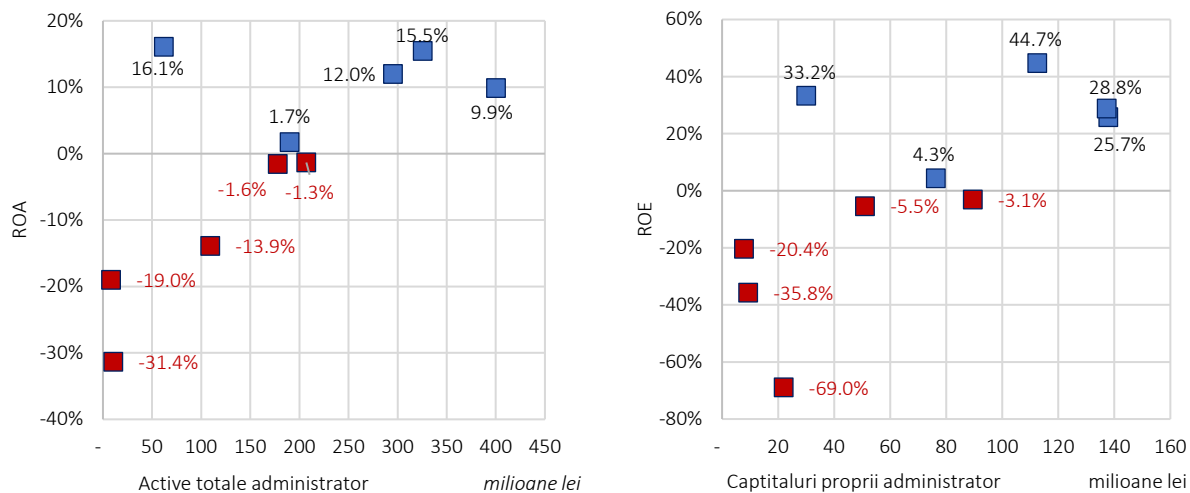
Figura 90 Evoluția principalilor indicatori de profitabilitate ai administratorilor în perioada 2020 – 2023 (agregat)



Sursa: prelucrare ASF

La nivel individual, cinci administratori au încheiat anul 2023 cu pierderi, restul fiind profitabili. Cea mai mică rentabilitate a activelor (ROA) a fost de -31,4%, iar cea mai mare de 16,1%. Raportat la capitalurile proprii (ROE), cea mai mică rentabilitate a fost de -69%, iar cea mai mare de 44,7%.

Figura 91 Distribuția principalilor indicatori de profitabilitate ai administratorilor în anul 2023



Sursa: prelucrare ASF

Figura 92 Distribuția rezultatului net raportat la veniturile totale încasate de administratori în anul 2023

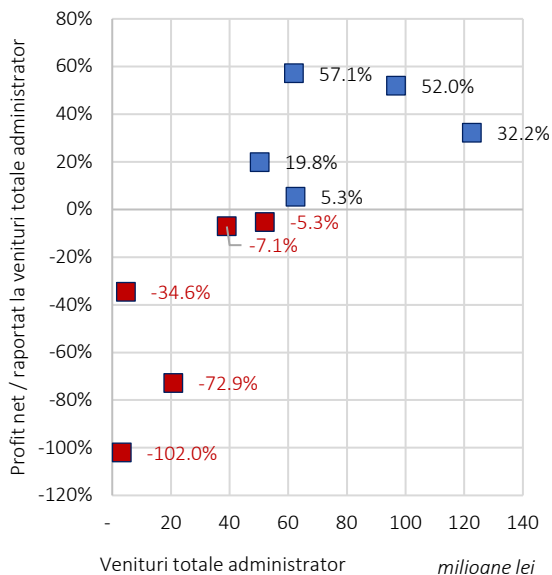
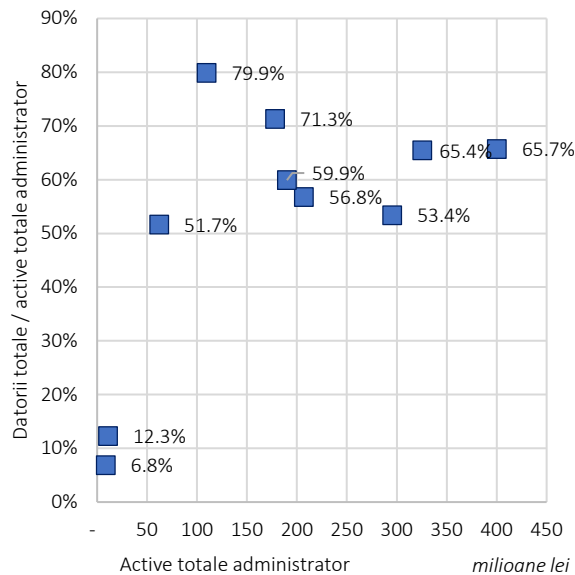


Figura 93 Distribuția ratei datoriei administratorilor în anul 2023

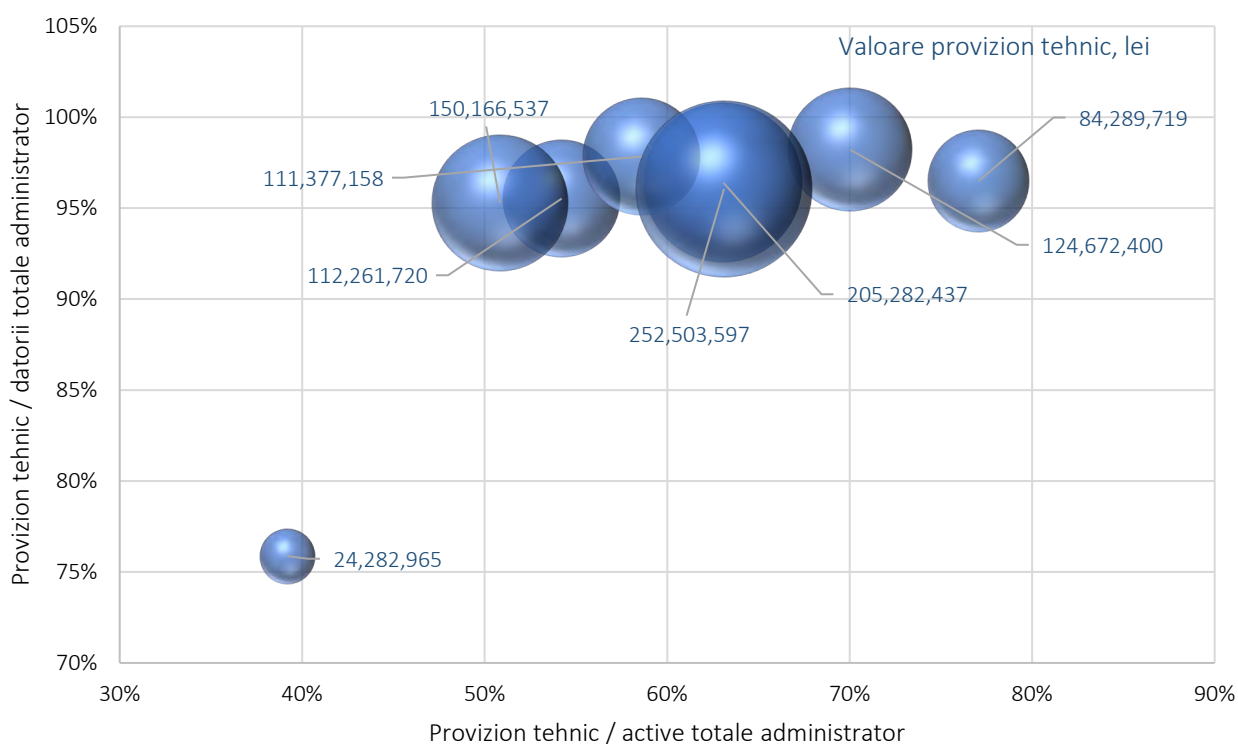


Sursa: prelucrare ASF

Cel mai mic rezultat net raportat la venituri a fost de -102%, iar cel mai mare de 57%. Din punct de vedere al ratei datoriei (datorii totale / active totale), cel mai scăzut indicator a fost de 6,8%, în timp ce valoarea cea mai mare a fost de 80%.

Graficul de mai jos prezintă distribuția principalilor indicatori privind provizioanele tehnice constituite de către administratori la finalul anului 2023. Acestea sunt corelate cu valoarea activelor fondurilor de pensii pe care le au în administrare (atât din Pilonul II, cât și administratorii care oferă garanții în Pilonul III). Cel mai ridicat nivel al provizioanelor tehnice a fost în valoare de 252 milioane de lei, iar cel mai scăzut de 24 milioane de lei. Valoarea totală a provizioanelor tehnice a continuat tendința de creștere din ultimii ani, dinamica sa fiind de 10,6% la finalul anului 2023, comparativ cu anul precedent.

Figura 94 Distribuția indicatorilor privind provizioanele tehnice constituite de administratori în anul 2023



Sursa: prelucrare ASF

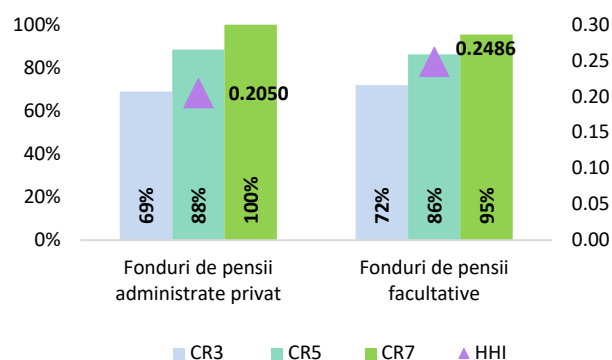
5.4. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private

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. În cazul în care un fond ar obține periodic rate de rentabilitate inferioare ratei minime, se declanșează aplicarea unor măsuri speciale de supraveghere în vederea redresării situației. În contextul în care există un număr restrâns de fonduri de pensii administrate privat și al mecanismelor de protecție existente, s-a constatat 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 înregistrează un grad ridicat de concentrare, primele trei fonduri de pensii totalizând 69% din active la finalul lunii iunie 2024 și în cazul fondurilor de pensii facultative, gradul de concentrare este asemănător, primele trei fonduri însumând 72% din active. Principalii indicatori utilizați de Consiliul Concurenței subliniază gradul ridicat de concentrare, situație explicabilă din motive legate de structura pieței, a numărului redus de fonduri de pensii private și de mecanismul de repartizare aleatorie pe Pilonul II, prin care majoritatea participanților nou intrați sunt distribuiți în cote egale tuturor administratorilor de fonduri de pensii din Pilonul II.

Figura 95 Gradul de concentrare al fondurilor de pensii private (în funcție de valoarea totală a activelor la finalul lunii iunie 2024 calculat pe baza indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței²⁴)



Sursa: preluare ASF

²⁴ 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.

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 2024, serviciile de depozitare a activelor erau oferite de trei instituții de credit autorizate de Banca Națională a României (BNR): BRD-GSG, care deține cea mai ridicată pondere a activelor, de aproximativ 82 %, Raiffeisen, 13,6%, și BCR, 4,4%.

Tabelul 32 Cota de piață a depozitarilor fondurilor de pensii private la 30 iunie 2024

Depozitar	Valoare active în custodie (miliarde lei)	% în total active
BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	121,8	82,0%
RAIFFEISEN BANK SA	20,3	13,6%
BANCA COMERCIALĂ ROMÂNĂ SA	6,5	4,4%
Total	148,6	100%

Sursa: prelucrare ASF

Piața serviciilor de depozitare pentru fondurile de pensii private prezintă un grad ridicat de concentrare, iar complexitatea și importanța mecanismelor de depozitare pentru buna funcționare a acestor piețe fac ca riscul de 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 toate fondurile de pensii sunt în categoria risc mediu, cu excepția FPAP Aripa (administrat de Generali Societate de Administrare a Fondurilor de Pensii Private SA), care este în categoria de risc ridicat. În cadrul Pilonului III sunt 8 fonduri de pensii facultative în categoria de risc mediu și două în categoria de risc ridicat (NN Activ administrat de NN Asigurări de Viață SA și AZT Vivace administrat de ALLIANZ-ȚIRIAC PENSII PRIVATE Societate de administrare a fondurilor de pensii private SA).

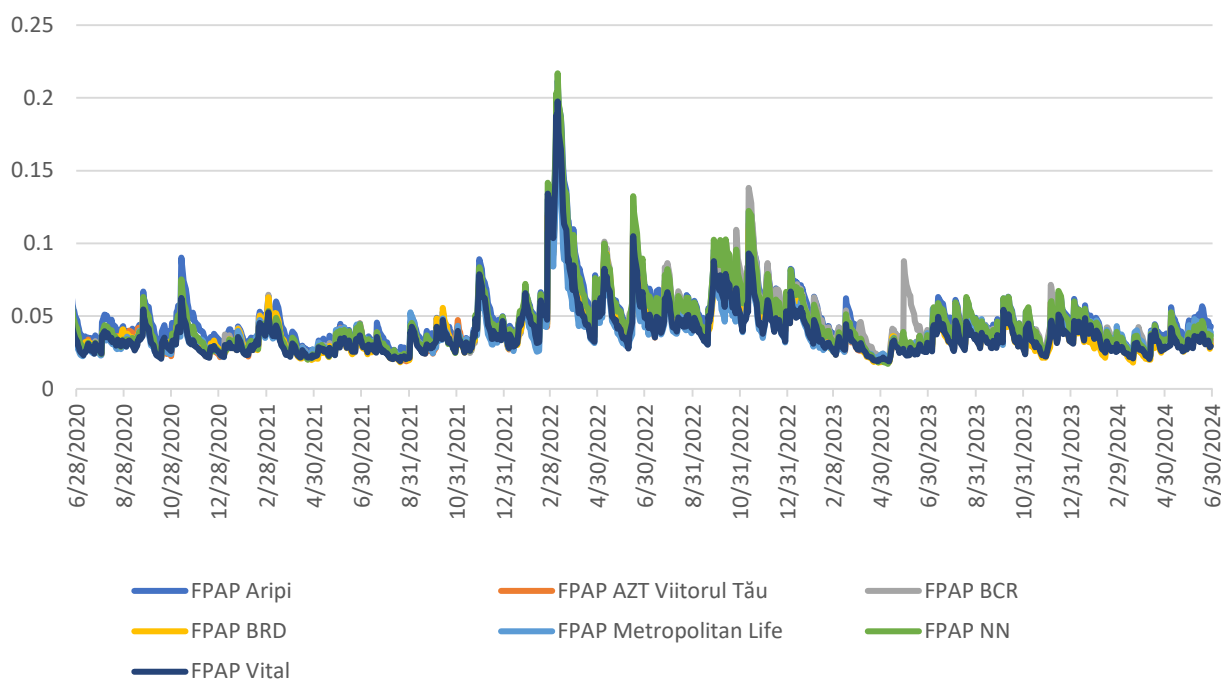
Riscul de piață reprezintă riscul de pierdere rezultat din fluctuațiile nefavorabile ale ratelor de dobândă, ale cursului de schimb sau ale prețurilor din piață, în general. Acesta este în general gestionat către administratori prin diversificare, dar și prin monitorizarea volatilității prețurilor principalelor instrumente financiare concomitent cu gestionarea activă a portofoliilor pe termen scurt. Evenimentele externe continuă să aibă un impact puternic asupra evoluției piețelor financiare la nivel global, accentuând riscurile

pe piețele internaționale și locale de capital. Potrivit ESMA²⁵, scăderea volatilității de la începutul anului 2024 împreună cu o revenire a comportamentului de căutare a randamentului pe segmente de piață mai riscante pot sugera anticiparea generală a unei încetiniri a creșterii economice. Cu toate acestea, piețele rămân foarte sensibile, în special la evoluția ratelor dobânzii, la deteriorarea riscului de credit și la dinamica geopolitice. Există în continuare un risc ridicat de corecții într-un context de lichiditate fragilă, pe piețele de acțiuni și pe alte piețe.

La finalul lunii iunie 2024, fondurile de pensii private au investit majoritatea activelor în instrumente financiare denumite în monedă locală (88,5%), urmate de instrumente financiare denumite în euro în procent de 10,8% și în dolar american 0,7%. Ținând cont de expunerea limitată pe instrumente financiare denumite în valută, riscul valutar se situa la un nivel redus, o parte dintre administratori utilizând instrumente financiare derivate pentru protecție și pentru a își conserva valoarea deținerilor denumite în euro sau dolari americani.

În semestrul I 2024, volatilitatea valorii unitare a activelor nete ale fondurilor de pensii private s-a menținut la un nivel mai redus comparativ cu anul 2022, când au avut loc mai multe șocuri, sistemul de pensii fiind influențat de tensiunile prezente pe piețele financiare europene.

Figura 96 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II – GARCH (1,1)

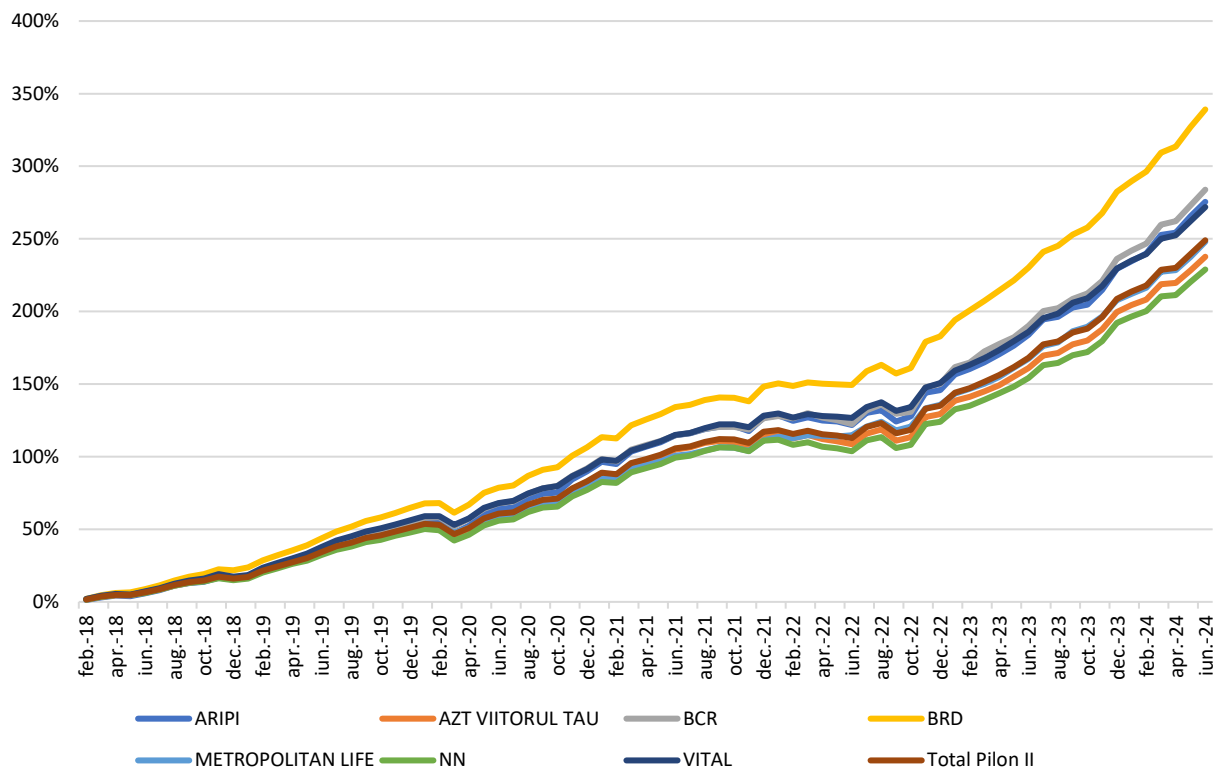


Sursa: calcule ASF (model Garch)

²⁵ ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities (TRV) No. 2/2024, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-08/ESMA50-524821-3444_TRV_2_2024.pdf

Valoarea activelor totale aferente fondurilor de pensii administrate privat (Pilon II) a crescut cu mai mult de 249% de la începutul anului 2018 până la finalul semestrului I 2024, sistemul de pensii private fiind încă în perioada de acumulare, iar plățile fiind la un nivel redus. Cele mai mari creșteri ale activelor le putem observa în cazul FPAP BRD și FPAP BCR. 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.

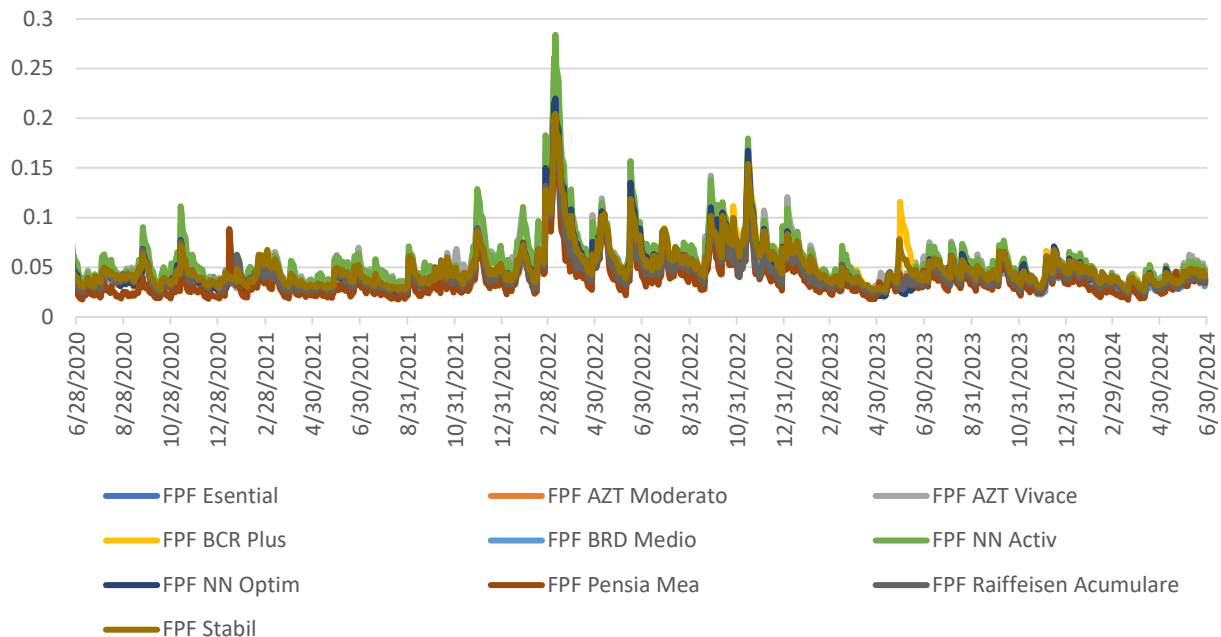
Figura 97 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (ian. 2018=100%)



Sursa: prelucrare ASF

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

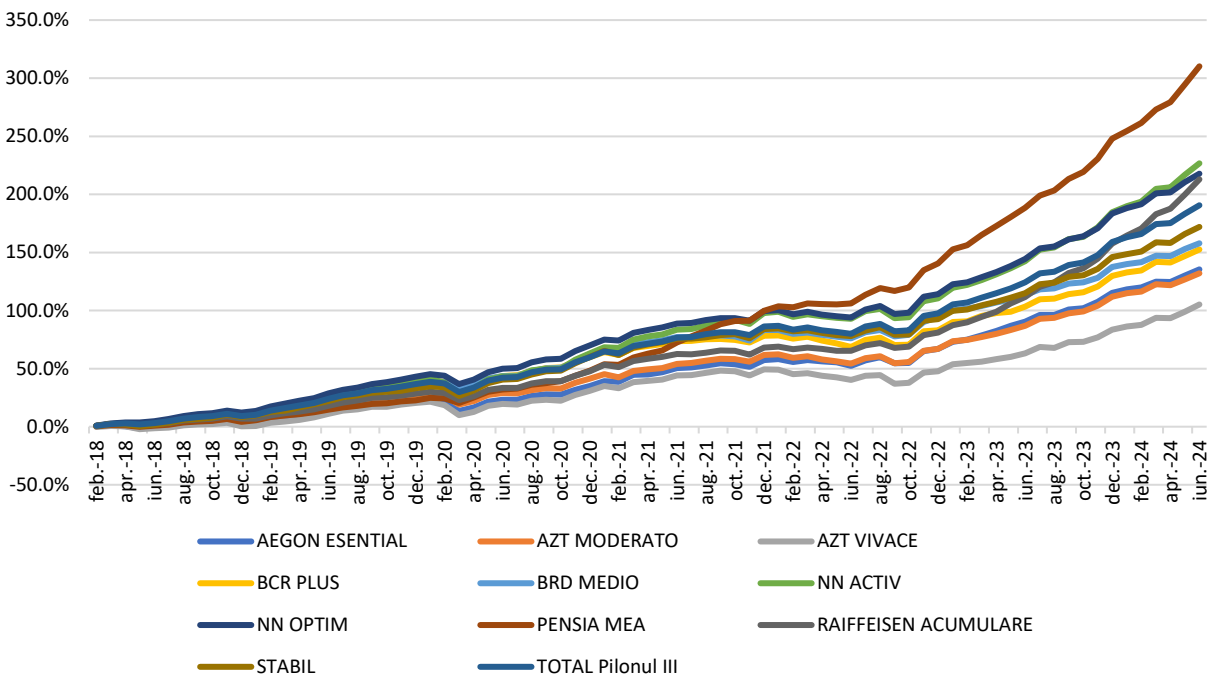
Figura 98 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III – GARCH (1,1)



Sursa: calcule ASF (model Garch)

Și fondurile de pensii facultative au înregistrat creșteri majore ale activelor din ianuarie 2018 până la finalul semestrului I 2024, de peste 190%.

Figura 99 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, inclusiv sistemice, există posibilitatea ca activele fondurilor de pensii private să înregistreze variații 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 mai degrabă unul de păstrare a instrumentelor până la scadență și încasarea periodică a drepturilor ce li se cuvin aferente acestora (cupoane, dividende etc.).

Riscul de credit se menține redus datorită cerințelor de calitate ridicată a emitenților instrumentelor cu venit fix deținute de fonduri, marea majoritate fiind titluri de stat și obligațiuni emise de instituții financiare internaționale care au calificativul *investment grade*. Cu toate acestea, menținerea ratelor ridicate ale dobânzilor pe o perioadă mai lungă de timp continuă să afecteze stabilitatea financiară și rezultatele investitorilor, cu piețele sensibile la schimbările așteptărilor economice.

Riscul de lichiditate se află la un nivel scăzut, un procent de 2,98% din activele fondurilor de pensii private fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt. Din punct de vedere al lichidității, în prezent, sistemul de pensii private este rezilient în fața oricăror solicitări de plată a activului, ca urmare a faptului că se află în perioada de acumulare (fondurile încasând contribuții lunar), iar ieșirile din sistem (cauzate de deces, invaliditate, pensionare, transfer) sunt încă reduse.

Pe pilonul II, pe parcursul semestrului I 2024 au fost efectuate plăți ale activului personal net în valoare de circa 577 milioane lei către 29.055 participanți sau beneficiari. Din valoarea totală a plăților efectuate, un procent de 55,2% este aferent deschiderii dreptului la pensie, 14,1% ca urmare a decesului participantului și 30,7% ca urmare a invalidității. Nivelul plăților efectuate în semestrul I 2024 a reprezentat 0,4% din activele totale de la finalul lunii iunie 2024. Pe Pilonul III, au fost efectuate plăți ale activului personal net în cuantum de aproximativ 76 milioane lei către 5.934 participanți sau beneficiari. Din valoarea totală a plăților efectuate, un procent de 89,4% este aferent deschiderii dreptului la pensie, 5,4% ca urmare a decesului participantului și 5,2% ca urmare a invalidității. Nivelul plăților efectuate în semestrul I 2024 a reprezentat 1,43% din activele totale de la finalul lunii iunie 2024

Legislația specifică fondurilor de pensii administrate privat prevede mecanisme menite să garanteze valoarea activului obținut de către participanții la momentul solicitării activului, respectiv suma totală cuvenită pentru pensia privată nu poate fi mai mică decât valoarea contribuțiilor plătite, diminuate cu penalitățile de transfer și comisioanele legale. Astfel, 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*. Valoarea totală a provizioanelor tehnice constituite de administratori și-a continuat tendința de creștere înregistrată în ultimii ani, dinamica sa fiind de peste 10% la finalul anului 2023, comparativ cu anul precedent. De asemenea, Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private reprezintă o altă pârghie de siguranță a sistemului de pensii private, acesta compensând pierderile participanților și/sau beneficiarilor la fondurile de pensii private în cazul în care administratorii sau a furnizorii de pensii nu își pot onora obligațiile asumate și asigură plata drepturilor participanților ori ale beneficiarilor la fondurile de pensii private.

Riscul de profitabilitate al administratorilor fondurilor de pensii se menține la un nivel mediu. Cu toate că profitul net agregat al societăților de administrare a fondurilor de pensii private a crescut comparativ cu anul precedent, numărul administratorilor care au înregistrat pierderi a crescut în anul 2023 (cinci societăți).

Riscul operațional se află la un nivel redus, administratorii fondurilor de pensii monitorizând/evaluând 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 stadiul evoluției ei, care se află în continuare într-o perioadă de acumulare, determină menținerea unui risc scăzut asupra stabilității FGDSPP.

6 Finanțe sustenabile

6.1. Obligațiuni sustenabile la nivel global

Obligațiunile sustenabile pot fi clasificate în două categorii majore²⁶:

- ✓ *obligațiunile procedurale*²⁷ (*use of proceeds bonds – UoP*) sunt obligațiuni ale căror venituri ar trebui utilizate fie pentru a finanța parțial sau integral, fie pentru a refinanța proiecte ecologice, sociale sau durabile eligibile noi sau existente. În cazul UoP emise de instituțiile financiare, încasările sunt de obicei alocate pentru finanțarea sau refinanțarea acordării de împrumuturi pentru dezvoltarea proiectelor eligibile.
- ✓ *obligațiunile legate de sustenabilitate*²⁸ (*sustainability linked bonds – SLB*) sunt obligațiuni pentru care costurile de finanțare ale emitentului sau alte caracteristici ale obligațiunii (de exemplu, scadența acesteia) pot varia în funcție de îndeplinirea de către emitent a unor obiective specifice de performanță de sustenabilitate într-un interval de timp, dar ale căror venituri nu trebuie să fie neapărat investite în proiecte cu un impact pozitiv de mediu sau social.

Obligațiunile UoP includ *obligațiunile verzi, sociale și de sustenabilitate (green, social and sustainable – GSS)*. După cum sugerează și numele, veniturile obținute din *obligațiunile verzi* trebuie aplicate pentru finanțarea proiectelor cu beneficii de mediu așteptate, care pot include, de exemplu, proiecte în domeniul energiei regenerabile, transportului curat, conservarea biodiversității și gestionarea apelor uzate²⁹. În această clasificare, „obligațiunile albastre” și „obligațiunile climatice”, care se concentrează pe probleme de mediu

²⁶ ICMA (2022), *Guidance Handbook*, <https://www.icmagroup.org/assets/GreenSocialSustainabilityDb/The-GBP-Guidance-Handbook-January-2022.pdf>.

²⁷ Obligațiunile UoP au veniturile alocate pentru un proiect sau o activitate specifică de sustenabilitate, cu scopul de a obține finanțare pentru un scop de sustenabilitate prestabilit. Deși nu există etichete oficiale, cum ar fi cele prevăzute de lege, aceste obligațiuni se disting de obicei prin caracterul durabil al proiectului finanțat și se împart de regulă în obligațiuni verzi (pentru cele ale căror venituri sunt destinate unui scop de mediu, cum ar fi reducerea emisiilor de CO2 sau refacerea biodiversității), obligațiuni sociale (pentru scopuri sociale, cum ar fi asistența medicală sau locuințele sociale) și obligațiuni de sustenabilitate, care conțin atât beneficii de mediu, cât și elemente sociale. Cu toate acestea, odată cu eforturile tot mai mari de a înțelege mai bine diferite aspecte legate de durabilitate, a crescut disponibilitatea obligațiunilor UoP cu un accent tematic specific, de la obligațiuni albastre la obligațiuni de tranziție sau obligațiuni rhino (rhino bonds).

²⁸ Obligațiunile SLB sunt instrumente orientate spre viitor, axate pe entitate, adică menite să sprijine transformarea sustenabilă a unei entități. Spre deosebire de obligațiunile procedurale (UoP), care sunt destinate unor proiecte sau activități specifice, veniturile SLB sunt alocate pentru scopuri generale sau activități de refinanțare, dar emitentul se angajează să obțină în viitor un rezultat specific și definit în materie de sustenabilitate, exprimat de obicei sub forma unor indicatori cheie de performanță (KPI) la nivelul companiei și măsurat în raport cu obiectivele de performanță în materie de sustenabilitate (SPT). De asemenea, SLB conțin mecanisme de penalizare, de obicei sub forma unei majorări a cuponului, în cazul în care nu se ating obiectivele de sustenabilitate. Obligațiunile de tip SLB sunt o formă relativ nouă de datorie sustenabilă, prima fiind emisă în 2019, și au înregistrat o creștere bruscă a pieței în 2020, deoarece au oferit o opțiune atractivă de finanțare sustenabilă, în special pentru emitenții care nu se califică pentru obligațiunile UoP. Cu toate acestea, ele fac, de asemenea, obiectul unui control din ce în ce mai atent, în special în ceea ce privește eficacitatea mecanismului de sancționare și caracterul semnificativ al angajamentului de sustenabilitate al emitentului.

²⁹ ICMA (2021), *Green Bond Principles*, <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>.

legate de mare și, respectiv, de schimbările climatice, ar fi clasificate drept „obligațiuni verzi”. Resursele colectate prin *obligațiuni sociale* trebuie investite în proiecte care urmăresc să abordeze sau să atenueze o problemă socială specifică sau să urmărească obținerea de rezultate sociale pozitive, inclusiv locuințe la prețuri accesibile, securitatea alimentară și împuternicirea minorităților³⁰. *Obligațiunile de sustenabilitate* sunt obligațiuni în care veniturile ar trebui utilizate pentru a finanța o combinație de proiecte ecologice și eligibile sociale.

Conform *OECD Global Debt Report 2024*³¹, La sfârșitul anului 2023, valoarea noțională totală a *obligațiunilor sustenabile* emise de sectorul corporativ și cel public a fost 2,3 trilioane USD, respectiv 2,0 trilioane USD. Suma totală emisă prin obligațiuni sustenabile în sectoarele corporativ și public a fost de șase și, respectiv, de șapte ori mai mare în 2019-23 decât în 2014-2018. *Obligațiunile verzi* au reprezentat 74% din totalul emis de obligațiuni corporative sustenabile în 2023, iar *SLB-urile* au fost al doilea cel mai relevant tip de obligațiuni sustenabile cu 10%. Emisiunea de obligațiuni sustenabile de către companiile nefinanciare (230 miliarde USD) a reprezentat 12% din toate obligațiunile emise de sectorul corporativ nefinanciar, în timp ce emisiunea de către companiile financiare (253 miliarde USD) a reprezentat 8% din emisiunea tuturor obligațiunilor emise de sectorul financiar.

Sectorul public a emis, de asemenea, o sumă semnificativă în obligațiuni sustenabile (394 miliarde USD în 2023), dar două diferențe semnificative sunt vizibile în comparație cu sectorul corporativ. În primul rând, obligațiunile SLB sunt mult mai puțin relevante decât obligațiunile GSS pentru sectorul oficial, cu doar 9 miliarde USD emise în 2023. În al doilea rând, obligațiunile sustenabile rămân o sursă relativ limitată de finanțare pentru guvernele centrale, reprezentând doar 0,4% din emisiunea totală a tuturor obligațiunilor suverane în 2023.

Standardele dezvoltate de Asociația Internațională a Pieței de Capital (ICMA) au fost folosite pentru a clasifica obligațiunile ca sustenabile în emisiunile reprezentând 93% din totalul emisiunii de obligațiuni sustenabile în 2023³². Cele mai des utilizate taxonomii în 2023 au fost cele de la Climate Bonds Initiative (66%), Uniunea Europeană (14%) și Banca Centrală și Autoritatea de Reglementare a Valorilor Mobiliare din China (12%).

Raportul OECD³³ arată că Europa a fost cea mai activă regiune pe piața de obligațiuni sustenabile atât în sectorul corporativ, cât și în cel public. Din 2014 până în 2023, 45% din suma globală emisă prin obligațiuni corporative sustenabile nefinanciare a fost colectată de companii europene. China și Statele Unite ale Americii urmează cu 17% și, respectiv, 14%. În mod similar, emisiunea de obligațiuni sustenabile de către corporațiile financiare a fost cea mai relevantă în Europa (54%), China (15%), Asia (excl. China și Japonia, 10%) și SUA (7%). Emiterea de obligațiuni durabile de către guvernele centrale a fost făcută în principal de

³⁰ ICMA (2023), *Social Bond Principles*, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/Social-Bond-Principles-SBP-June-2023-220623.pdf>.

³¹ OECD (2024), *Global Debt Report 2024: Bond Markets in a High-Debt Environment*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/91844ea2-en>.

³² Emitenții se pot referi, de obicei, la taxonomii terțe pentru activități durabile sau la propria lor clasificare pentru proiecte eligibile

³³ idem

jurisdicții europene, reprezentând 67% din emisiunea globală de obligațiuni durabile din 2014 până în 2023, urmate de guvernele centrale din America Latină cu 16% din suma globală. Emisiunea sustenabilă de obligațiuni ale agențiilor și guvernelor locale a fost, de asemenea, dominată de emitenții europeni (65% din suma globală), urmate de agențiile și autoritățile locale din Asia (cu excepția acestora China și Japonia 13%).

Analizând utilizarea veniturilor asumată de către emitent, conform documentației obligațiunilor GSS, „proiectele de energie regenerabilă”, „eficiența energetică” și „construcții/cladiri verzi” se situează pe primul loc printre obligațiunile GSS emise de corporații financiare și nefinanciare. „Proiectele verzi eligibile”, care prezintă efectiv un domeniu deschis pentru investiții, ocupă locul cinci în rândul obligațiunilor GSS emise de corporații nefinanciare. În Tabelul 33, categoriile de „utilizare a veniturilor” în obligațiunile GSS sunt clasificate în funcție de importanța lor pentru fiecare dintre tipurile de emitenți.

Tabelul 33 Utilizarea sumelor colectate prin obligațiuni GSS în perioada 2014 - 2023

Domeniu	Sectorul corporativ		Sectorul public		
	Ne-financiar	Financiar	Agenții și guverne locale	Guverne centrale	Instituții multilaterale
Agricultură	0%	0%	0%	1%	1%
Conservarea biodiversității	3%	4%	3%	19%	5%
Transport curat	10%	11%	11%	11%	5%
Adaptarea la schimbările climatice	6%	6%	4%	10%	8%
Eficiență energetică	18%	15%	10%	11%	8%
Construcții / Clădiri verzi	10%	17%	5%	7%	5%
Infrastructură	8%	4%	14%	3%	10%
Proiecte de energie regenerabilă	21%	15%	8%	7%	7%
Cheltuieli sociale	3%	9%	28%	12%	25%
Proiecte de dezvoltare sustenabilă	1%	1%	2%	1%	7%
Managementul deșeurilor	1%	2%	1%	4%	1%
Managementul apei sau a deșeurilor din apă	4%	6%	4%	6%	4%
Proiecte verzi eligibile	10%	7%	5%	6%	5%
Scop general	5%	3%	4%	3%	10%

Sursa: OECD Global Debt Report 2024, prelucrare ASF

Prioritatea principală a agențiilor, guvernelor locale și instituțiilor multilaterale prin emisiunile obligațiunilor GSS au fost „cheltuielile sociale”. În plus, „conservarea biodiversității”, „cheltuielile sociale” și „transportul curat” se numără printre primele trei priorități în emiterea de obligațiuni GSS de către guvernele centrale, cu 19%, 12% și, respectiv, 11% din suma totală strânsă. În special, 10% din suma strânsă prin obligațiuni

GSS de către instituțiile multilaterale a fost emisă cu o utilizare generală a veniturilor și, prin urmare, nu un scop specific legat de sustenabilitate.

Spre deosebire de obligațiunile GSS, SLB-urile includ obiective specifice de performanță de sustenabilitate care trebuie îndeplinite într-un interval de timp definit. În acest scop, indicatorii cheie de performanță (KPI) sunt selectați de emitentul SLB pentru a atinge obiectivul de sustenabilitate la nivel de entitate. După cum se arată în Tabelul 34, majoritatea KPI-urilor din SLB se referă la tranziția climatică, cum ar fi „emisiile de gaze cu efect de seră din domeniul 1 și 2”, reprezentând 28% din SLB-urile emise de corporații. Alte KPI-uri proeminente legate de tranziția climatică în SLB-urile corporative sunt, de exemplu, „intensitatea emisiilor de carbon și a emisiilor” și „energie regenerabilă”. Deși mai rar, indicatorii cheie de performanță non-tranziția climatică au fost menționați și pentru unele SLB corporative. Acestea includ, de exemplu, o „creștere a numărului de femei în consiliul de administrație” (1,6%), o „creștere a accesului pacienților la tratamente de sănătate” (1,4%) și „diversitatea rasială și etnică” (0,9%). KPI-urile SLB-urilor emise de sectorul public sunt, de asemenea, incluse în Tabelul 34, dar doar foarte puține au fost emise până acum, ceea ce limitează comparabilitatea dintre numerele sectoarelor corporative și cele oficiale.

Tabelul 34 Indicatori cheie de performanță (KPI) în SLB-uri în perioada 2019 - 2023

Domeniu	Sectorul corporativ	Sectorul public
Intensitatea emisiilor de carbon și a emisiilor	24%	24%
Consum și eficiență în energie	6%	10%
Creșterea numărului de femei în consiliile de administrație	2%	25%
Energie regenerabilă	9%	13%
Emisii Gaz cu Efect de Seră (GES) de domeniul 1 și 2	28%	8%
Emisii Gaz cu Efect de Seră (GES) de domeniul 1, 2 și 3	3%	0%
Emisii Gaz cu Efect de Seră (GES) de domeniul 3	7%	0%
Managementul sustenabil al pădurilor	0%	6%
Altele	21%	13%

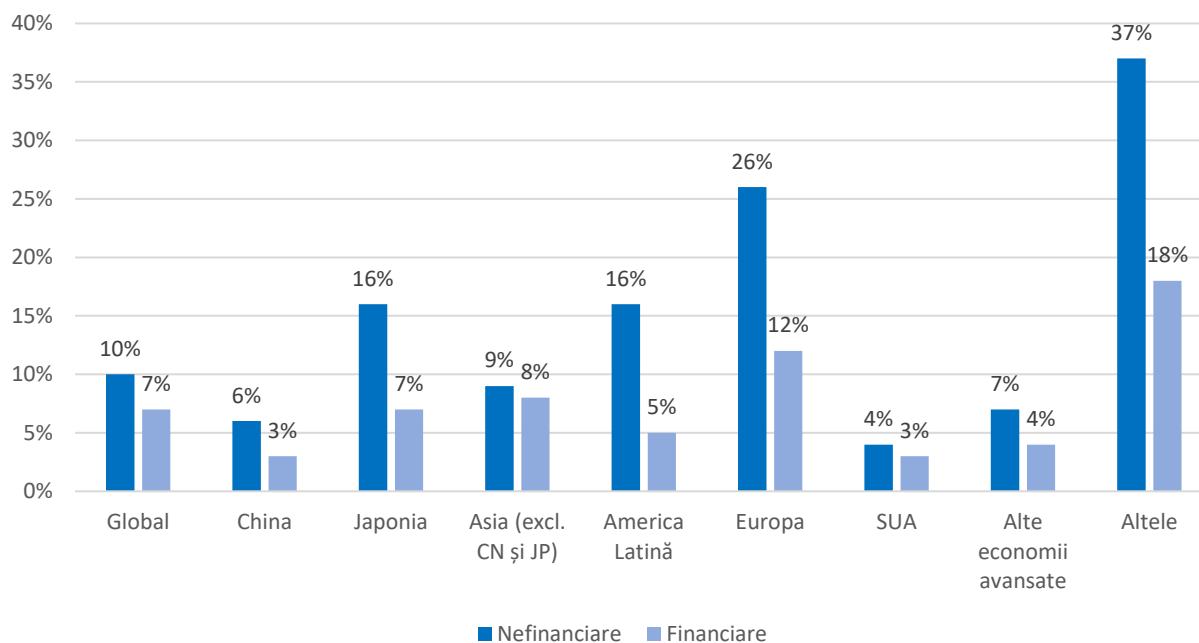
Sursa: OECD Global Debt Report 2024, prelucrare ASF

Aproape 80% din obligațiunile corporative sustenabile din 2014 până în 2023 au fost emise cu o maturitate pe termen mediu – variind de la 2 la 10 ani. Obligațiunile corporative sustenabile pe termen scurt (cu o scadență mai mică de doi ani) au reprezentat doar 3% din totalul obligațiunilor corporative sustenabile. Sectorul public a emis obligațiuni sustenabile cu scadențe mai lungi decât cele emise de sectorul corporativ. Într-adevăr, în timp ce în 2023 obligațiunile pe termen lung reprezentau 19% din suma totală emisă de sectorul corporativ, obligațiunile pe termen lung din sectorul oficial au reprezentat 37%³⁴.

³⁴ Idem

La nivel global, obligațiunile corporative nefinanciare (financiare) sustenabile au reprezentat 10% (7%) din toate emisiunile de obligațiuni corporative în perioada 2019-2023. Obligațiunile durabile prezintă o importanță relativă mai mare în comparație cu toate emisiunile de obligațiuni corporative din unele regiuni, inclusiv Japonia, America Latină, Europa și altele. În special, în China, Statele Unite și alte economii avansate, obligațiunile sustenabile au reprezentat 7% sau mai puțin din toate activitățile nefinanciare și 4% sau mai puțin din toate activitățile financiare³⁵.

Figura 100 Importanța relativă a obligațiunilor sustenabile față de toate obligațiunile corporative, pe regiune, 2019-2023



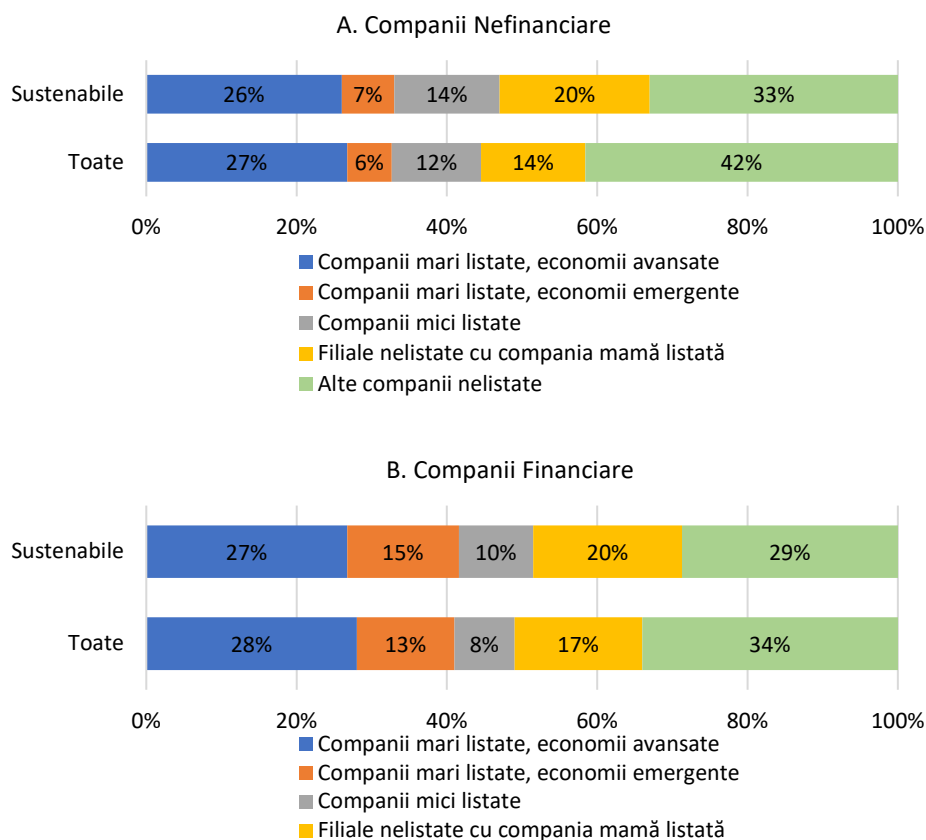
Sursa: OECD Global Debt Report 2024, prelucrare ASF

În 2022-2023, companiile nelistate au emis aproximativ jumătate din obligațiunile durabile atât în sectorul corporativ nefinanciar, cât și în cel financiar, urmând același model în emiterea de obligațiuni convenționale. În sectorul corporativ nefinanciar, companiile necotate au emis 53% din toate obligațiunile corporative durabile, urmate de companiile mari listate care au emis 26% și companiile mai mici listate care au emis 14% (Figura 91, panoul A). În mod similar, companiile financiare necotate au emis 48% din obligațiunile corporative durabile, iar 27% au fost emise de companii mari (Figura 91 panoul B). Obligațiunile sustenabile au fost emise într-o măsură mai mare de filiale necotate cu o companie mamă listată decât alte companii nelistate în comparație cu emisiunea tuturor obligațiunilor corporative. De exemplu, în timp ce 14% din valoarea obligațiunilor corporative nefinanciare a fost emisă de o filială nelistată cu o societate-mamă listată, 20% din suma emisă prin obligațiuni corporative nefinanciare durabile a fost emisă de același tip de emitent³⁶.

³⁵ Idem

³⁶ Idem

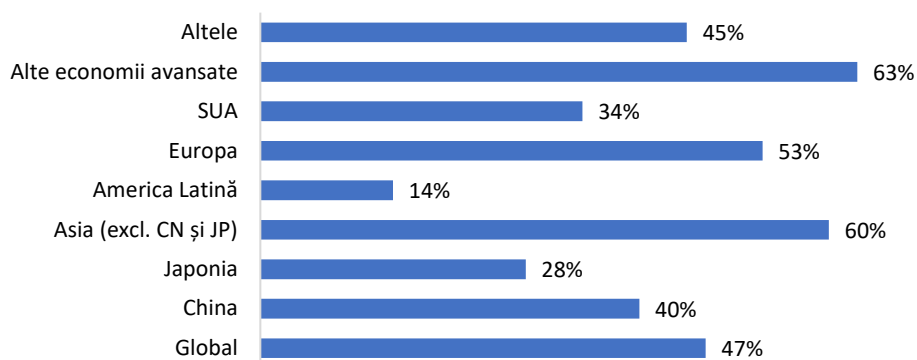
Figura 101 Emisiuni corporative ale emitenților listați și nelistaiți în perioada 2022 - 2023



Sursa: OECD Global Debt Report 2024, prelucrare ASF

Deși companiile financiare reprezintă aproape jumătate din suma globală a emisiunii de obligațiuni corporative sustenabile în perioada 2019-2023, există diferențe regionale substanțiale (Figura 91, panoul A). Companiile financiare au fost emitenți mai importanți în Asia, excl. China și Japonia (60%), precum și în Alte economii avansate (63%), decât în America Latină (14%), Japonia (28%) sau în Statele Unite (34%).

Figura 102 Distribuția obligațiunilor sustenabile în perioada 2019 – 2023, ponderea sectorului financiar în totalul emisiunilor



Sursa: OECD Global Debt Report 2024, prelucrare ASF

În 2019-2023, companiile din industria de utilități au fost cei mai importanți emitenți de obligațiuni corporative sustenabile în aproape toate regiunile, cu excepția Chinei, Japoniei și altora, unde industria – în China și Japonia – este cel mai activ sector. În emisiunea de obligațiuni sustenabile și imobiliare – în Altele – reprezentând 40%, 52% și, respectiv, 36% din suma emisă (exclusiv financiar). Același lucru este valabil și atunci când se compară importanța lor relativă cu toate obligațiunile corporative. Obligațiunile sustenabile au reprezentat 23% din suma totală emisă prin obligațiuni corporative emise de companii din industria de utilități în 2023, ceea ce reprezintă de peste două ori raportul de 9% pentru toate corporațiile nefinanciare în același an. Emisiunea companiilor de energie regenerabilă poate explica, cel puțin parțial, importanța industriei de utilități pe piața de obligațiuni sustenabile³⁷ (Tabelul 35).

Tabelul 35 Distribuția obligațiunilor sustenabile în perioada 2019 – 2023, ponderea sectorului financiar în totalul emisiunilor

Domeniu	2019	2020	2021	2022	2023
Materiale de bază	4%	5%	18%	15%	14%
Consum ciclic	1%	2%	9%	11%	14%
Consum non-ciclic	2%	1%	11%	13%	6%
Energie	1%	1%	8%	12%	11%
Financiar*	5%	5%	9%	10%	8%
Sănătate	1%	2%	11%	6%	3%
Industrial	3%	4%	8%	10%	8%
Tehnologie	2%	3%	8%	10%	9%
Utilități	17%	15%	37%	33%	23%

Sursa: OECD Global Debt Report 2024, prelucrare ASF

*Domeniul financiar include și datele referitoare la piața imobiliară

³⁷ Idem

Agențiile și administrațiile locale, guvernele centrale și instituțiile multilaterale au folosit din ce în ce mai mult obligațiunile sustenabile, în special din 2020. Cu toate acestea, în termeni relativi, emiterea de obligațiuni sustenabile este încă de o importanță minoră pentru administrațiile centrale, dar a devenit destul de semnificativă pentru instituțiile multilaterale. Guvernele centrale au fost cei mai puțin frecvenți emitenți de obligațiuni sustenabile în comparație cu emisiunea tuturor obligațiunilor. În 2023, doar 0,4% din valoarea emisă corespundea obligațiunilor sustenabile. Agențiile și administrațiile locale au fost utilizatori mai obișnuiți ai obligațiunilor durabile, deoarece au reprezentat în medie 10% din toate obligațiunile emise din 2020³⁸.

Recent, instituțiile multilaterale s-au remarcat ca grupul de emitenți care se bazează cel mai mult pe obligațiuni durabile pentru finanțarea pe piața de capital, în comparație atât cu alte entități din sectorul oficial, cât și cu sectorul privat. În timp ce până în 2017 obligațiunile sustenabile reprezentau maximum 7% din valoarea emisă prin obligațiuni de către instituțiile multilaterale, în 2020 acestea reprezentau 54%. Din 2020, cel puțin 32% din emisiunea de obligațiuni a corespuns obligațiunilor durabile. În special, printre toate instituțiile multilaterale, Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare a emis 37% din obligațiunile durabile, urmată de Uniunea Europeană (22%) și Banca Europeană de Investiții (12%). Asociația Internațională de Dezvoltare, Banca Asiatică de Dezvoltare și Banca Inter-Americană de Dezvoltare au reprezentat fiecare 4% din valoarea emisă de instituțiile multilaterale³⁹.

Rolul obligațiunilor durabile în compoziția și strategia fondurilor etichetate ESG și climatice, cu un accent deosebit pe fondurile deschise și ETF-urile.

Chiar dacă sensul sau definiția investițiilor sustenabile poate diferi de la o țară la alta și se poate schimba în timp, volumul total de active supravegheate de investitori profesionali care încorporează factorii de risc ESG și climatici în selecția și gestionarea portofoliului lor a cunoscut o creștere considerabilă⁴⁰. Cu toate acestea, activele gestionate ale fondurilor deschise și ale ETF-urilor (denumite în mod colectiv „fonduri de investiții”) etichetate drept „sustenabile” reprezintă încă doar o mică parte din activele totale administrate în industria fondurilor de investiții⁴¹.

O parte relativ mică din sfera investițiilor sustenabile cuprinde fonduri de investiții autoidentificate ca fonduri sustenabile prin includerea unor termeni precum „ESG”, „climă” sau „sustenabil” în numele lor . Aceste fonduri durabile, care includ cinci categorii diferite de fonduri – acțiuni, venit fix, multi-alocare, alternative și mărfuri – au reprezentat 1,4 trilioane USD în ianuarie 2024, sau 2,8% din totalul activelor gestionate ale fondurilor de investiții la nivel global.

³⁸ Idem

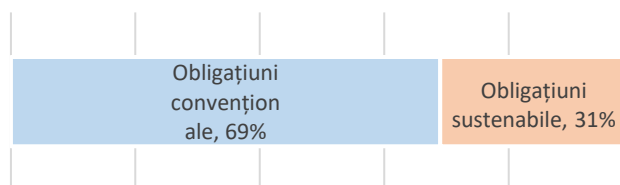
³⁹ Idem

⁴⁰ OECD (2022), “Climate Change and Corporate Governance,” *Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/272d85c3-en>.

⁴¹ OECD (2024), *Global Debt Report 2024: Bond Markets in a High-Debt Environment*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/91844ea2-en>.

Analiza primelor 50 de dețineri de fonduri sustenabile cu venit fix – adică fonduri sustenabile cu majoritatea portofoliilor lor investite în active cu venit fix arată că doar 31% din valoarea tuturor obligațiunilor este legată de obligațiuni sustenabile. Cele mai multe dintre aceste obligațiuni sustenabile sunt obligațiuni GSS (în special obligațiuni verzi, reprezentând 84% din total), cu puține investiții în SLB până în prezent.

Figura 103 Structura deținerii de obligațiuni sustenabile versus obligațiunile tradiționale pentru fondurile sustenabile de obligațiuni, 2023



Sursa: OECD Global Debt Report 2024, prelucrare ASF

Potrivit OECD⁴², Există cel puțin două moduri de a explica ponderea relativ scăzută a obligațiunilor sustenabile în portofoliile fondurilor sustenabile cu venit fix. În primul rând, s-ar putea întâmpla ca administratorii de active, îndeplinindu-și în mod adecvat mandatul de a lua în considerare riscurile portofoliului lor, randamentele financiare și impactul investițiilor lor asupra societății și asupra mediului, să prefere să cumpere obligațiuni convenționale emise de entități cu bune practici legate de sustenabilitate, în locul obligațiunilor durabile. Acest lucru ar însemna, în unele cazuri, de exemplu, că administratorii de active au revizuit prospectul unei obligațiuni durabile, dar nu au fost convinși de potențialul impact legat de sustenabilitate al emisiunii în procesul decizional al emitentului. A doua explicație pentru ponderea scăzută a obligațiunilor sustenabile în portofoliile fondurilor sustenabile cu venit fix este posibilitatea ca administratorii de active să își poată eticheta fondurile cu venit fix drept „sustenabile” fără a fi neapărat nevoie să ia în considerare impactul de mediu și social al investițiilor lor. Dacă a doua explicație ar fi adevărată, ponderea scăzută a obligațiunilor durabile în activele lor aflate în administrare ar putea fi o dovadă a așa-numitei „greenwashing” în industria fondurilor de investiții⁴³.

Investitorii ar putea avea trei motive principale pentru a achiziționa o obligațiune sustenabilă în locul uneia convenționale cu caracteristici similare. În primul rând, investitorii individuali și clienții investitorilor instituționali pot fi îngrijorați de impactul social și de mediu al investițiilor lor sau se pot confrunta cu presiuni din partea altor părți interesate relevante pentru a demonstra o astfel de îngrijorare. În al doilea rând, investitorii cu portofolii bine diversificate pot lua în considerare modul în care externalitățile companiilor în care investesc le-ar putea afecta randamentul financiar pe termen lung. În al treilea rând, poate exista o politică publică care să stimuleze investițiile în obligațiuni durabile.

⁴² Idem

⁴³ Idem

Stimulente și politici publice

Unele jurisdicții oferă reglementări favorabile și stimulente financiare pentru a încuraja investițiile în obligațiuni durabile, inclusiv obligațiuni de credit fiscal, obligațiuni cu subvenție directă și obligațiuni scutite de impozite⁴⁴. Obligațiunile de credit fiscal oferă investitorilor posibilitatea de a primi credite fiscale în locul plăților tradiționale de dobândă. Obligațiunile subvenționate directe sunt o altă opțiune care oferă reduceri de numerar guvernamentale pentru a compensa plățile nete ale dobânzilor. Obligațiunile scutite de impozite, de exemplu în obligațiunile municipale din SUA și proiectele eoliene braziliene, permit investitorilor să evite impozitul pe venit pe dobândă.

Unele bănci centrale sprijină, de asemenea, investiții durabile pentru a îndeplini obiectivele climatice, adesea prin politici favorabile pentru obligațiuni sustenabile⁴⁵. Aceste măsuri pot include cerințe mai mici de capital sau tratament preferențial în evaluările de ponderare a riscului, făcând astfel de obligațiuni potențial mai atractive pentru instituțiile financiare.

Băncile dețin obligațiuni, printre alte motive, pentru a îndeplini cerințele privind activele lichide și pentru a-și gestiona lichiditatea pe termen scurt. Pentru aceste două obiective, băncile folosesc obligațiuni ca garanție pentru tranzacțiile de tip repo (repo) cu alte instituții private, banca centrală sau biroul de administrare a datoriei din țară. Prin urmare, eligibilitatea unui activ pentru îndeplinirea cerințelor privind activele lichide și pentru a fi utilizat pentru tranzacții repo reprezintă un stimulent major pentru bănci să dețină un titlu.

6.2. Pierderile generate de catastrofele naturale la nivel global

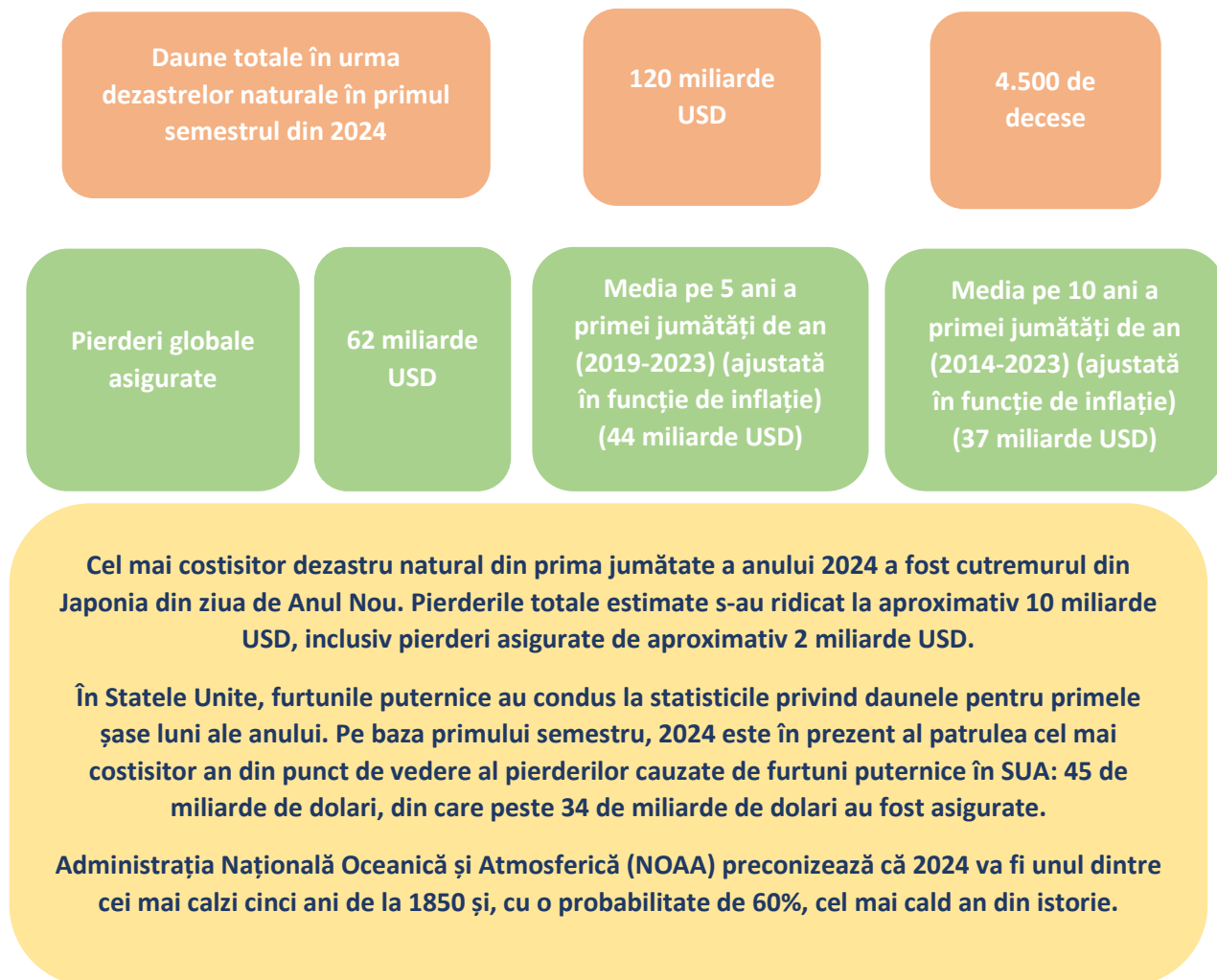
Potrivit datelor Munich Re, pierderile globale din prima jumătate a anului 2024, de 120 miliarde USD, au fost mai mici decât în aceeași perioadă a anului precedent (140 miliarde USD). Cu toate acestea, anul 2023 a fost afectat de pierderi extrem de mari în legătură cu puternicul cutremur din Turcia și Siria. Într-o comparație pe termen mai lung, pierderile globale din prima jumătate a anului 2024 au depășit în mod clar valorile medii atât pentru ultimii zece ani (89 miliarde USD), cât și pentru ultimii 30 de ani (76 miliarde USD).

Pierderile asigurate au crescut ușor de la un an la altul, de la 60 de miliarde USD - și au depășit semnificativ valorile medii din ultimii 10/30 de ani (ajustate în funcție de inflație: 37 miliarde USD/24 miliarde USD). În special, ponderea cererilor de despăgubire pentru "riscuri care nu sunt de vârf" - care includ furtuni puternice, inundații și incendii forestiere - a fost din nou ridicată: 68% din pierderile totale și 76% din pierderile asigurate au fost cauzate de aceste catastrofe naturale.

⁴⁴ CBI (2022), *Tax incentives for issuers and investors*, <https://www.climatebonds.net/policy/policy-areas/tax-incentives>.

⁴⁵ European Central Bank (2022), *ECB climate agenda 2022*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704_annex~cb39c2dcbb.en.pdf.

Figura 104 Semestrul I 2024 - principalele statistici cu privire la catastrofele naturale



Sursa: Munich Re, prelucrare ASF

Valoarea totală a pierderilor din prima jumătate a anului 2024 (120 miliarde USD) este mai mică decât cea din aceeași perioadă a anului anterior (140 miliarde USD), iar sumele asigurate în semestrul I 2024 (62 miliarde USD) se situează peste nivelul celor asigurate în semestrul I 2023 (60 miliarde USD). Numărul persoanelor decedate în urma dezastrului natural a scăzut în comparație cu anii trecuți.

Din perspectiva recordurilor negative, în prima parte a anului 2024 au fost înregistrate cele mai mari pierderi generate de furtunile regionale severe în SUA, de cutremure, inundații în Asia/Pacific/Africa și de inundații și furtuni în Europa. În SUA activele distruse au totalizat 54 de miliarde de dolari, din care peste 41 de miliarde de dolari au fost asigurate, în timp ce în Europa pierderile au fost de circa 11 miliarde USD, din care 6 miliarde USD au fost sume asigurate.

Cutremurul produs în Japonia în ziua de Anul Nou a avut o magnitudine de 7,5. Acesta a zguduit coasta de vest a Japoniei, în apropiere de peninsula Noto. Numeroase clădiri s-au prăbușit și mii de oameni au rămas fără curent electric sau apă potabilă timp de săptămâni întregi. Mai mult de 200 de persoane au fost ucise. Pierderile totale estimate s-au ridicat la aproximativ 10 miliarde USD, inclusiv pierderi asigurate de aproximativ 2 miliarde USD.

În Statele Unite, furtunile puternice au condus la statisticile privind pierderile din primele șase luni ale anului. Din ianuarie până în iunie, Administrația Națională Oceanică și Atmosferică (NOAA) din SUA a raportat 1.250 de tornade - cu mult peste media pe termen lung de 820.

NOAA preconizează că 2024 va fi unul dintre cei mai calzi cinci ani de la 1850 și, cu o probabilitate de 60%, cel mai cald an din istorie. Valurile de căldură și seceta nu numai că provoacă mai multe decese cauzate de insolație, ci și sporesc probabilitatea incendiilor forestiere. În Texas, cel mai grav incendiu de pădure din istoria statului a distrus peste 4.000 km², o suprafață aproximativ egală cu cea a insulei spaniole Mallorca. În luna mai, incendii forestiere masive au izbucnit în vestul Canadei neobișnuit de devreme, forțând mii de persoane să evacueze. Întrucât niciunul dintre evenimente nu a afectat orașe dens populate sau zone industriale, nu au existat pierderi extreme.

Europa

În luna mai, Germania s-a confruntat cu furtuni puternice și inundații. Cel mai costisitor eveniment a fost o inundație în sudul Germaniei, cu pierderi totale de 5 miliarde USD, dintre care 2,2 miliarde USD în pierderi asigurate.

Acest lucru poate fi atribuit a ceea ce se numește ciclon cu traiectorie Vb sau "Genoa low". În acest tip de ciclon, aerul cald și umed din nord-vestul Mediteranei este împins spre nord pe lângă Alpi, producând ploi și furtuni intense - în special pe partea de nord a Alpilor și mai la nord în Europa Centrală. Potrivit cercetătorilor, astfel de condiții meteorologice vor aduce cantități din ce în ce mai mari de precipitații pe măsură ce schimbările climatice avansează.

6.3. Fonduri de investiții ESG din România

Pe piața din România sunt 7 fonduri deschise de investiții care sunt autorizate în categoria ESG.

Tabelul 36 prezintă situația activelor nete și cota de piață pentru cele șapte fonduri ESG la data de 30.06.2024.

Se remarcă faptul că fondurile ESG au o pondere limitată în totalul activelor nete ale OPCVM totalizând aproximativ 729,6 milioane de lei. Această pondere conduce la o cotă totală de piață de 3,44%.

În primul semestru al anului 2024, cea mai mare cotă de piață a fost deținută de FDI BT MAXIM (1,83%) în timp ce la polul opus se plasează FDI RAIFFEISEN SUSTAINABLE MIX (0,04%).

Tabelul 36 Active nete și cote de piață la 30.06.2024 pentru fondurile ESG

DENUMIRE OPC	ADMINISTRATOR	ACTIV NET	COTA DE PIAȚĂ
FDI RAIFFEISEN SUSTAINABLE EQUITY	S.A.I. RAIFFEISEN ASSET MANAGEMENT S.A.	101.672.471	0,48%
FDI RAIFFEISEN SUSTAINABLE MIX	S.A.I. RAIFFEISEN ASSET MANAGEMENT S.A.	7.856.347,55	0,04%
FDI BT MAXIM	BT ASSET MANAGEMENT S.A.I. S.A.	388.060.923,67	1,83%
FDI BT REAL ESTATE	BT ASSET MANAGEMENT S.A.I. S.A.	13.915.699,26	0,07%
FDI BT TECHNOLOGY	BT ASSET MANAGEMENT S.A.I. S.A.	88.603.034,97	0,42%
FDI BRD GLOBAL	BRD ASSET MANAGEMENT SAI S.A.	107.951.832,87	0,51%
FDI OTP INNOVATION	OTP ASSET MANAGEMENT ROMANIA S.A.I. S.A.	21.563.394	0,10%
TOTAL FONDURI ESG		729,623,703	3,44%
TOTAL OPCVM		21,211,129,046	100.00%

Sursa: ASF

Creșterea subscrierilor nete pentru fondurile de investiții ESG este influențată de o combinație între nivelul de interes ridicat al investitorilor, sprijinul din partea autorităților de reglementare, performanța companiilor în ceea ce privește criteriile ESG și tendințele sociale și de mediu mai generale. Pe măsură ce atenția acordată sustenabilității continuă să crească, acești factori vor juca probabil un rol și mai important în modelarea comportamentului investitorilor și a fluxurilor de fonduri în domeniul ESG.

Figura 105 Subscrieri nete fonduri ESG (05.01.2024 – 30.06.2024)



Sursa: ASF

Figura 95 prezintă subscrierile nete pentru fondurile: *BRD Global (Clasa A)*, *BT Maxim*, *BT Real Estate*, *BT Technology*, *OTP Innovation (Clasa E)*, *Raiffeisen Sustainable Equity* și *Raiffeisen Sustainable Mix*, fonduri incluse în categoria ESG. Datele incluse în analiză acoperă semestrul I al anului 2024 și au o frecvență săptămânală, iar subscrierile nete sunt calculate ca diferență dintre subscrieri și răscumpărări.

Rezultatele arată un grad ridicat de eterogenitate. Se remarcă faptul că fondurile *BT Maxim* și *BT Technology* au atras subscrieri nete mai consistente și mai mari. O dinamică similară este observată și pentru *OTP Innovation (Clasa E)* cu intrări nete scăzute, dar pozitive, ceea ce ar putea indica un optimism prudent în rândul investitorilor. *BRD Global (Clasa A)* și *BT Real Estate* prezintă mai multă variabilitate în rândul subscrierilor nete, în timp ce fondurile *Raiffeisen Sustainable Equity* și *Raiffeisen Sustainable Mix* prezintă o tendință spre răscumpărări în intervalul de analiză.

Evoluțiile prezentate mai sus pot indica o preferință de natură sectorială la nivelul investitorilor. Mai mult, subscrierile nete pentru fondurile de investiții sunt determinate de o interacțiune complexă de factori, inclusiv condițiile macroeconomice, caracteristicile specifice fondurilor, sentimentul investitorilor și evenimentele externe.

6.4. Raportări de sustenabilitate

6.4.1. Sectorul instrumente și investiții financiare

Integrarea aspectelor legate de sustenabilitate în supravegherea organismelor de plasament colectiv

ASF a continuat în semestrul I al anului 2024 acțiunile de monitorizare și supraveghere a respectării cerințelor de transparență și raportare a informațiilor legate de durabilitate, instituite în sarcina entităților supravegheate odată cu intrarea în vigoare a Regulamentul UE 2019/2088 privind transparența pentru participanții la piața financiară (SFDR) și a Regulamentului UE 2020/852 privind taxonomia (TR).

În cazul organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), fondurilor de investiții alternative (FIA) și administratorilor acestora, cadrul legal în materie de sustenabilitate își propune să sporească transparența cu privire la impactul factorilor ESG asupra deciziilor de investiții și portofoliilor administrate, prin instituirea unor cerințe de transparență pe această arie, atât în cadrul informațiilor precontractuale ale OPC și pe site-urile web ale administratorilor, cât și în cadrul rapoartelor periodice, publicate cu frecvență anuală.

În acest sens, pentru a spori supravegherea bazată pe risc și pentru a promova protecția investitorilor, la nivelul DG - SIF au fost derulate acțiunile necesare monitorizării cerințelor de transparență și raportare a modului în care riscurile legate de durabilitate sunt integrate în deciziile de investiții, atât la nivelul întregii piețe OPC (conform art. 6 din SFDR), cât și la nivelul fondurilor care promovează caracteristici ESG (conform art. 8 din SFDR).

Rezultatele activităților de supraveghere derulate în acest sens în semestrul I al anului 2024 relevă faptul că

1. toate fondurile de investiții care operează pe piața locală au cerințele de transparență prevăzute la art. 6 din SFDR incluse în documentele precontractuale și
2. toate fondurile de investiții care promovează caracteristici ESG respectă cerințele de transparență prevăzute de art. 8 și 11 din SFDR.

La momentul actual, pe piața de capital din România există **șapte fonduri de investiții care promovează caracteristici ESG (Mediu, Sociale și Guvernare) și sunt constituite cu respectarea prevederilor art. 8 din Regulamentul (UE) 2088/2019** – Fondul deschis de investiții OTP Innovation, administrat de OTP Asset Management Romania S.A.I. S.A și fondul deschis de investiții BRD Global, administrat de către SAI BRD Asset Management S.A.I. S.A. Fondul deschis de investiții BRD Global a fost autorizat ca fond care promovează caracteristici de mediu în luna iulie a anului 2023, prin Autorizația nr. 89/03.07.2023, în timp ce Fondul deschis de investiții OTP Innovation este primul fond autorizat în conformitate cu art. 8 din SFDR autorizat pe piața de capital din România la începutul anului 2022, prin Autorizația nr. 31/11.02.2022.

În semestrul II al anului 2022, ASF a autorizat modificarea a două fonduri administrate de SAI Raiffeisen Asset Management SA (Raiffeisen Sustainable Equity și Raiffeisen Sustainable Mix) în fonduri de tip Feeder,

care investesc cel puțin 85% din activ în fonduri de tip Master, administrate de Raiffeisen KapitalanlageGesellschaft m.b.H și constituite cu respectarea prevederilor art. 8 din SFDR.

În februarie 2024, ASF a autorizat, prin Autorizațiile nr. 10-12/02.02.2024, trei fonduri administrate de BT Asset Management SAI SA (FDI BT MAXIM, FDI BT TECHNOLOGY și FDI BT REAL ESTATE) ca fonduri care promovează caracteristici de mediu și sociale în conformitate cu Regulamentul (UE) nr. 2019/2088.

Conform ultimelor date disponibile, **la sfârșitul primului semestru al anului 2024, cele șapte fonduri supravegheate, constituite cu respectarea prevederilor art. 8 din Regulamentul UE 2088/2019, au active în valoare de aproximativ 729,623,702.91 lei, marcând o creștere de 34% față de valoarea raportată la finele anului trecut.** Valoarea cumulată a acestora reprezintă aproximativ 3,44 % din totalul activelor administrate pe segmentul OPCVM.

Este de menționat și faptul că un număr de 15.895 de investitori dețin unități de fond la aceste OPCVM constituite cu respectarea art. 8 din SFDR – și în acest caz, remarcăm o creștere de 34% a numărului de investitori care dețin unități de fond în fonduri autorizate în conformitate cu art. 8 din SFDR, față de datele raportate la finele anului trecut.

Proiectul “Finanțe sustenabile – consolidarea capacității de supraveghere”, finanțat prin fonduri ale Direcției Generale pentru Sprijinirea Reformei Structurale (DG REFORM), din cadrul Comisiei Europene

În cursul semestrului I al anului 2024, au fost continuate activitățile din cadrul Proiectului *“Finanțe sustenabile – consolidarea capacității de supraveghere”*, un instrument important în contextul angajamentului ASF de a sprijini dezvoltarea finanțării sustenabile pe piața locală.

Proiectul *“Finanțe sustenabile – consolidarea capacității de supraveghere”* este finanțat prin fonduri ale *Direcției Generale pentru Sprijinirea Reformei Structurale* (DG REFORM), din cadrul Comisiei Europene, iar România participă în cadrul acestuia alături de Autoritățile din Croația, Malta și Polonia.

La nivelul Sectorului Instrumentelor și Investițiilor Financiare, proiectul vizează consolidarea implementării cadrului de reglementare al UE pentru finanțare durabilă, în special prin îmbunătățirea metodologiilor și instrumentelor de supraveghere a cerințelor de raportare și transparență, aplicabile organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), fondurilor de investiții alternative (FIA) și administratorilor acestora, societăților de investiții financiare și emitenților. Astfel, proiectul va consolida activitatea Direcției Generale pe mai multe paliere – în primul rând, prin consolidarea măsurilor de supraveghere a cerințelor de transparență instituite în sarcina societăților supravegheate, Direcția Generală va acționa în vederea menținerii încrederii investitorilor în investițiile ESG și a reducerii fenomenului de dezinformare ecologica - *“greenwashing”*.

În subsidiar, integrarea principiilor finanțării sustenabile în activitățile de supraveghere curentă are rolul de a facilita identificarea timpurie a riscurilor considerate relevante din punct de vedere al durabilității și de a spori reziliența pieței de capital, sprijinind totodată demersurile entităților supravegheate privind implementarea propriilor politici de management al riscurilor de sustenabilitate, adecvat noilor cerințe.

În cursul semestrului I al anului 2024, au fost finalizate de către consultant, pe baza feedback-ului și suportului acordat de experții ASF, ultimele livrabile din cadrul proiectului – dintre activitățile desfășurate pe această arie, este important de menționat că, în perioada vizată, au fost organizate două workshopuri dedicate entităților financiare, respectiv celor nefinanciare, la care au participat reprezentanți ai ASF și ai consultantului din cadrul proiectului *“Finanțe sustenabile – consolidarea capacității de supraveghere”*, împreună cu reprezentanți ai entităților supravegheate de ASF. Aceste workshopuri au avut ca scop atât informarea participanților în legătură cu obiectivele și domeniul de aplicare al proiectului, cât și creșterea gradului de conștientizare cu privire la oportunitățile oferite de investițiile în produse sustenabile pentru diferiți stakeholderi de pe acest segment - potențialilor investitori în produse ESG, dar și entități care pot pune la dispoziție astfel de produse care promovează caracteristici de mediu și/sau sociale sau care au ca obiectiv investițiile durabile.

Exercițiul comun de supraveghere privind riscurile și cerințele de transparență în domeniul sustenabilității (Common Supervisory Action on sustainability risks and disclosures)

În cursul semestrului I al anului 2024, la nivelul ASF au fost continuate activitățile din cadrul Exercițiului comun de supraveghere privind riscurile și cerințele de transparență în domeniul sustenabilității (*Common Supervisory Action on sustainability risks and disclosures*).

Exercițiul se desfășoară în perioada Q3 2023-Q4 2024 și își propune să evalueze modul în care entitățile supravegheate

1. integrează riscurile de sustenabilitate în cadrul de gestionare al riscurilor de la nivelul fondurilor administrate – conform Regulamentului 2021/1255 pentru FIA și Directivei 2021/1270 pentru OPCVM,
2. tratează fenomenul de “greenwashing” și
3. respectă cerințele de transparență impuse de Regulamentele 2019/2088 (SFDR) și 2020/852 (Taxonomia).

Obiectivul principal al exercițiului este să obțină o mai mare convergență la nivel european în legătură cu supravegherea integrării riscurilor de sustenabilitate și respectării cerințelor de transparență legate de sustenabilitate de la nivelul fondurilor de investiții, printr-o acțiune coordonată a Autorităților Naționale Competente (ANC) cu privire la riscurile care decurg din raportarea incorectă sau înșelătoare, nerespectarea machetelor de raportare prevăzute în SFDR, precum și orice alt tip de probleme la nivel de entitate sau produs financiar care ar putea conduce la *“greenwashing”*.

Astfel, la nivelul DG – SIIF a fost selectat un eșantion relevant pentru exercițiul propus, conform pragurilor de materialitate stabilite în cadrul grupurilor IMSC și IMSC OWG -ESMA și au fost transmise adrese și chestionare entităților supravegheate.

La începutul anului 2024, au fost centralizate și analizate răspunsurile primite de la administratorii din eșantion pentru Secțiunea I, referitoare la întrebările legate de greenwashing. Ulterior, ASF a transmis către ESMA raportarea rezultatelor exercițiului, pe această arie.

Pentru secțiunile referitoare la integrarea riscurilor de sustenabilitate în cadrul de gestionare al riscurilor de la nivelul fondurilor administrate, respectiv respectarea cerințelor de transparență impuse de Regulamentele 2019/2088 (SFDR) și 2020/852 (Taxonomia), rezultatele exercițiului vor fi raportate către ESMA până la sfârșitul lunii Septembrie 2024, conform calendarului agreat de către Autoritatea Europeană și toate ANC-urile participante.

Participarea experților ASF în cadrul grupului SSC ESMA (SSC – Sustainability Standing Committee - Comitetului privind Sustenabilitatea)

În cursul semestrului I al anului 2024, experții DG-SIIF și-au continuat activitatea în cadrul Comitetului privind Sustenabilitatea, din cadrul ESMA. Este de remarcat faptul că, în perioada vizată, cea mai mare parte a activității SSC a fost dedicată elaborării *Raportului privind acțiunile din greenwashing*, care a fost publicat de către ESMA pe data de 4 Iunie 2024⁴⁶ - pe scurt, Raportul final investighează rolul supravegherii în atenuarea riscurilor de dezinformare ecologică și oferă, de asemenea, o perspectivă asupra modului în care supravegherea ar putea fi îmbunătățită treptat în anii următori, pentru ca în final ANC-urile să sporească convergența în supravegherea riscurilor ESG.

6.4.2. Sectorul de asigurări

EIOPA acordă o importanță sporită activităților legate de subiectul sustenabilitate. Până în acest moment sunt în desfășurare două acțiuni în colaborare cu reprezentanții EIOPA în domeniul sustenabilității:

1. Exercițiul Exclusion and NatCat - Obiectivul principal este evaluarea clarității acoperirii și a excluderilor riscurilor de catastrofă naturală, în raport cu ceea ce este inclus în IPID, în raport cu nevoile, obiectivele și caracteristicile pieței țintă identificate. Exercițiul este în curs de desfășurare, companiile de asigurări au fost selecționate în funcție de cota de piață pe care o dețin pentru aceste produse.

Chestionarul cuprinde informații despre:

- Prezentarea succintă a companiei, modelul de business, tipuri de clienți, zone geografice acoperite, în mod special zone care pot fi afectate de riscul de catastrofă;
- Identificarea riscurilor prezente în zonele acoperite și riscurile acoperite de companie prin polițele de asigurare oferite clienților precum și o clasificare a acestor riscuri în funcție de incidență;
- Colectare calitativă a datelor pentru primele două cele mai bine vândute produse – IPID, termeni și condiții dacă este cazul;
- Detaliere a modalității în care compania evaluează dacă consumatorul înțelege care sunt excluderile; procesul de revizuire și actualizare a produselor;

⁴⁶ Raportul se poate consulta la următorul link: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699_Final_Report_on_Greenwashing.pdf

- Creșterea cunoștințelor pentru consumatori.
2. Monitorizarea aplicării Opiniei EIOPA privind includerea scenariilor legate de schimbările climatice în rapoartele ORSA. Această Opinie a fost publicată de EIOPA în aprilie 2021 și urmează o abordare bazată pe riscuri și proporțională. Opinia oferă de asemenea, îndrumări practice cu privire la modul de selectare și utilizare a scenariilor privind schimbările climatice.

Directiva Solvabilitate II impune societăților să ia în considerare în sistemul lor de guvernanță, sistemul de gestionare a riscurilor și propria evaluare a riscurilor și a solvabilității (ORSA) toate riscurile cu care se confruntă pe termen scurt și lung și la care sunt sau ar putea fi expuse, inclusiv atunci când aceste riscuri nu sunt (pe deplin) incluse în calculul cerinței de capital de solvabilitate (SCR).

Comisia Europeană a publicat un proiect de regulament delegat de modificare a regulamentului delegat, precizând că întreprinderile ar trebui să integreze riscurile de sustenabilitate în gestionarea riscurilor și ORSA.

Orientările EIOPA privind evaluarea riscurilor proprii și a solvabilității prevăd că societățile ar trebui să se asigure că evaluările proprii a nevoilor generale de solvabilitate sunt orientate spre viitor, inclusiv o perspectivă pe termen mediu sau lung, după caz, recunoscând că aceasta reprezintă propria evaluare a societății cu privire la profilului său de risc și a capitalului și a altor mijloace necesare pentru a face față acestor riscuri, date fiind natura, amploarea și complexitatea riscurilor inerente activității sale.

Schimbările climatice constituie un risc major pentru societate, inclusiv pentru societățile de asigurare și de reasigurare. Impactul dăunător al încălzirii globale asupra sistemelor naturale și umane este deja vizibil în prezent și, în lipsa unor acțiuni internaționale suplimentare în domeniul climei, temperatura medie globală și riscurile fizice asociate vor continua să crească, crescând riscul de subscriere al întreprinderilor, afectând valoarea activelor și punând în discuție strategiile lor de afaceri.

Acordul de la Paris privind schimbările climatice cere semnatărilor să reducă emisiile de gaze cu efect de seră, cu obiectivul de a menține creșterea temperaturii globale mult sub 2°C și de a continua eforturile pentru a o limita la 1,5°C față de nivelurile preindustriale. Menținerea creșterii temperaturii globale sub 2°C ar necesita reduceri anuale ale emisiilor de dioxid de carbon mai mari decât cele înregistrate în orice an din ultimii 100 de ani, inclusiv în timpul celor mai grave recesiuni, precum și abandonarea a 70-80% din rezervele dovedite de combustibili fosili. Prin urmare, tranziția către o economie fără emisii de dioxid de carbon, în special atunci când este neanticipată, poate afecta grav investițiile în sectoarele cu emisii mari de dioxid de carbon. De asemenea, tranziția poate determina creșterea numărului de acțiuni în justiție împotriva companiilor care nu iau în considerare impactul asupra schimbărilor climatice, ceea ce le poate afecta direct sau indirect prin subscrierea de către acestea a riscurilor de răspundere juridică.

EIOPA și autoritățile naționale competente așteaptă ca societățile să prezinte și să explice în raportul de supraveghere ORSA analiza riscurilor pe termen scurt și lung legate de schimbările climatice, inclusiv:

- o prezentare generală a tuturor expunerilor semnificative la riscurile legate de schimbările climatice, o explicație a modului în care întreprinderea a evaluat caracterul semnificativ și, după

caz, o explicație dacă întreprinderea a ajuns la concluzia că riscul legat de schimbările climatice nu este semnificativ;

- metodele și principalele ipoteze utilizate în evaluarea de către întreprindere a riscurilor de expuneri semnificative, inclusiv analiza scenariilor pe termen lung;
- rezultatele cantitative și calitative ale analizelor de scenarii și concluziile desprinse din rezultate.

În ceea ce privește activitatea de supraveghere desfășurată de ASF, aceasta se va concentra pe verificarea raportărilor non-financiare, monitorizarea produselor de asigurare care promovează caracteristici de sustenabilitate precum și adaptarea propriilor activități având în vedere proiectul de întărire a capacității de supraveghere în domeniul sustenabilității.

Regulamentul (UE) 2022/2464, cunoscut și sub numele de Directiva privind Raportarea Corporativă de Sustenabilitate (CSRD), a fost transpus în legislația din România prin **Ordinul Ministerului Finanțelor nr. 85/2024**. Acest ordin stabilește cerințele de raportare privind durabilitatea pentru companiile de dimensiuni medii și mari, precum și pentru companiile mamă de interes public.

ASF a finalizat transpunerea Directivei (UE) 2022/2464 a Parlamentului European și a Consiliului din 14 decembrie 2022 de modificare a Regulamentului (UE) nr. 537/2014, a Directivei 2004/109/CE, a Directivei 2006/43/CE și a Directivei 2013/34/UE **în ceea ce privește raportarea privind durabilitatea de către întreprinderi (CSRD)** prin publicarea

- Normei ASF nr. 14/2024 privind modificarea și completarea Normei Autorității de Supraveghere Financiară nr. 41/2015 pentru aprobarea Reglementărilor contabile privind situațiile financiare anuale individuale și situațiile financiare anuale consolidate ale entităților care desfășoară activitate de asigurare și/sau reasigurare
- Normei ASF nr. 16/2024 pentru modificarea și completarea anexei la Norma Autorității de Supraveghere Financiară nr. 36/2015 privind Reglementările contabile referitoare la situațiile financiare anuale individuale și situațiile financiare anuale consolidate aplicabile companiilor de brokeraj care desfășoară activitate de distribuție în asigurări și/sau reasigurări

Totodată, în primul semestru din 2024 s-a desfășurat cea mai importantă parte a proiectului privind dezvoltarea Manualului de supraveghere (*on site* și *offsite*) și a instrumentelor de lucru pentru activitatea de supraveghere în domeniul sustenabilității. Reprezentanții ASF au fost implicați activ în calibrarea instrumentelor de lucru pentru a fi adaptate celor trei sectoare de activitate.

Principalul obiectiv al manualului de supraveghere a informațiilor și raportărilor privind sustenabilitatea (SD&R) este de a oferi orientări și de a sprijini ASF în evaluarea conformității entităților supravegheate cu cerințele de transparență și raportare. Acest manual urmărește să sprijine ASF în identificarea și evaluarea riscurilor care ar putea submina implementarea corectă a cerințelor de transparență și raportare sau să împiedice îndeplinirea obiectivelor de finanțare sustenabilă.

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

Măsurile CoVaR și Delta CoVaR provin din investigațiile realizate de Adrian și Brunnermeier (2016)⁴⁷ și au la bază valoarea la risc pentru o instituție X^i și o cuantilă specificată α .

Conform specificațiilor oferite de Adrian și Brunnermeier (2016) pornim de la estimarea măsurilor VaR, CoVaR, and Δ CoVaR. Specificația VaR măsoară pierderea maximă pentru o instituție financiară, având în vedere o probabilitate fixată exogen $\alpha\%$.

Fie $\{X_{1,t}, X_{2,t}\}: t = 1, 2, \dots, T$ randamentele pentru instituțiile financiare 1 și 2. $VaR_{\alpha,t}^1$ pentru instituția financiară 1 este calculată de forma:

$$Pr(X_{1,t} \leq VaR_{\alpha,t}^1) = \alpha\%$$

Valoarea CoVaR va fi valoarea la risc pentru o instituție financiară determinată de un eveniment specific altei instituții financiare. Statistica CoVaR pentru instituția financiară 1, determinată de dinamica nefavorabilă specifică instituției 2 este exprimată formal ca:

$$Pr(X_{1,t} \leq CoVarR_{\alpha,\beta,t}^{1|2} | X_{2,t} \leq VaR_{\beta,t}^2) = \alpha\%$$

Unde:

$$Pr(X_{2,t} \leq VaR_{\beta,t}^2) = \beta\%$$

Pentru cuantila β specifică $X_{2,t}$

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:

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

Evaluând mai profund metodele propuse de Acharya et al. (2017)⁴⁸ remarcăm o definiție mai rafinată a modelului. Autorii definesc MES drept pierderea pe termen scurt pentru o firmă influențată de înregistrarea de piața 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:

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

⁴⁷ Pentru o discuție exhaustivă asupra construcției măsurilor vezi Adrian T.; Brunnermeier M.K. CoVaR. American Economic Review 2016, 106(7), 1705–1741.

⁴⁸ Acharya, V. V.; Pedersen, L. H.; Philippon, T.; Richardson, M. Measuring systemic risk. The Review of Financial Studies 2017, 30(1), 2-47

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

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 la 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 în riscul sistemic total al pieței⁴⁹.

⁴⁹ Vezi Idier et al. (2013) How Useful is the Marginal Expected Shortfall for the Measurement of Systemic Exposure? A practical assessment, European Central Bank Working Papers Series, no. 1546/May 2013

Anexa 2 - Metodologia de calcul pentru testarea bulelor speculative raționale

Într-o serie de articole cu o mare influență asupra cercetării academice, Phillips, Wu, și Yu (2011)⁵⁰ și Phillips, Shi și Yu (2015)⁵¹ au dezvoltat cadru de modelare pentru testarea existenței bulelor speculative. Pornind de la aceste contribuții, cele mai relevante proceduri de testare – SADF (*sup augmented Dickey–Fuller*) și versiunea generalizată a testului (GSADF) – au fost utilizate într-o baterie de studii empirice în care caracterul exploziv al datelor este interpretat drept prezența unei bule speculative. Domeniul de acoperire al acestor cercetări a vizat întregul spectru al piețelor financiare, de la investigații asupra piețelor acțiunilor (Nguyen și Waters, 2022) la studii asupra dinamicii valutare (Hu și Oxley, 2017).

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

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

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

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

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

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

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

⁵⁰ 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.

⁵¹ Phillips, P. C., Shi, S. and Yu, J. (2015) Testing for Multiple Bubbles: Historical Episodes of Exuberance and Collapse in the S&P 500. *International Economic Review*, 56, 1043-1078

Listă tabele

Tabelul 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial	18
Tabelul 2 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, iulie 2024	31
Tabelul 3 Tabloul riscurilor piața pensiilor ocupaționale din UE, EIOPA, iulie 2024	34
Tabelul 4 Tabloul riscurilor la nivel național	36
Tabelul 5 Randamentele burselor de acțiuni la 30 iunie 2024	47
Tabelul 6 Descrierea companiilor analizate	51
Tabelul 7. Corelații Spearman pentru perioada 2018 - 2024	52
Tabelul 8 Corelații Spearman pentru perioada 2024 (ianuarie – iunie)	53
Tabelul 9 Structura activității de subscriere pe categorii de activități	72
Tabelul 10 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 30 iunie 2024	82
Tabelul 11 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 31 decembrie 2023	82
Tabelul 12 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei S1 2021 – S1 2024 pentru activitatea de asigurări generale	87
Tabelul 13 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei S1 2021 – S1 2024 pentru activitatea de asigurări de viață	88
Tabelul 14 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului	92
Tabelul 15 Investițiile în obligațiuni corporative în funcție de nivelul de calitate a creditului	93
Tabelul 16 Dimensiunea pieței RCA la 30 iunie 2024	96
Tabelul 17 Clasamentul societăților în funcție de cota de piață pentru clasa A3 în semestrul I 2024, respectiv semestrul I 2023	97
Tabelul 18 Clasamentul societăților în funcție de cota de piață pentru pentru clasa A15 în semestrul I 2024, respectiv semestrul I 2023	97
Tabelul 19 Evoluția gradului de concentrare pe clase de asigurări generale în funcție de primele brute subscrise	100
Tabelul 20 Cotele de piață pentru activitatea de asigurări generale	100
Tabelul 21 Evoluția gradului de concentrare pe clase de asigurări de viață în funcție de primele brute subscrise	101
Tabelul 22 Cotele de piață pentru activitatea de asigurări de viață	102
Tabelul 23 Evoluția gradului de penetrare al pensiilor private (activele totale ale mijloacelor de economisire pentru pensionare % PIB)	105
Tabelul 24 Dimensiunea sectorului sistemului de pensii private din România (active totale raportate la PIB)	112
Tabelul 25 Dimensiunea sistemică a fondurilor de pensii private	112
Tabelul 26 Principalele investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2024	118
Tabelul 27 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2024	118
Tabelul 28 Plasamentele în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2024	119
Tabelul 29 Plasamentele în depozite bancare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2024	119
Tabelul 30 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la finalul lunii iunie 2024 (calculat față de 21.05.2008)	122
Tabelul 31 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la finalul lunii iunie 2024 (calculat în funcție de data lansării fiecărui fond de pensii facultative)	124
Tabelul 32 Cota de piață a depozitarilor fondurilor de pensii private la 30 iunie 2024	132
Tabelul 33 Utilizarea sumelor colectate prin obligațiuni GSS în perioada 2014 - 2023	140
Tabelul 34 Indicatori cheie de performanță (KPI) în SLB-uri în perioada 2019 - 2023	141

<i>Tabelul 35 Distribuția obligațiunilor sustenabile în perioada 2019 – 2023, ponderea sectorului financiar în totalul emisiunilor.....</i>	144
<i>Tabelul 36 Active nete și cote de piață la 30.06.2024 pentru fondurile ESG.....</i>	150

Listă figuri

Figura 1 Evoluția indicelui GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index).....	13
Figura 2 Principalii indici internaționali (1 ianuarie 2022=100).....	14
Figura 3 Indicatori de avertizare timpurie și riscul macroeconomic	15
Figura 4 Creștere economică trimestrială (ca modificare procentuală față de perioada anterioară).....	17
Figura 5 Rata inflației (IAPC)	19
Figura 6 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani).....	19
Figura 7 Sentiment economic.....	20
Figura 8 Incertitudinea economică.....	20
Figura 9 Indici bursieri (sectorul financiar)	29
Figura 10 Dinamica riscului sistemic. Surse și canale de transmisie	38
Figura 11 Indicator compozit de risc sistemic pentru piețele financiare europene	39
Figura 12 Indicatori de tensiune financiară (CLIFS): Austria, Bulgaria, Polonia, România, Ungaria.....	40
Figura 13 Evoluția sectorului energetic pe țări (1 ian 2022=100).....	42
Figura 14 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru	44
Figura 15 Tipare ciclice de evoluție financiară. Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România.....	46
Figura 16 Indice de contagiune	49
Figura 17 Prețuri de închidere	52
Figura 18 Randamente și volatilitate condiționată pentru indicele BET	53
Figura 19 Randamente și volatilitate condiționată pentru BRD.....	54
Figura 20 Randamente și volatilitate condiționată pentru H2O	54
Figura 21 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNG	55
Figura 22 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNN	55
Figura 23 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNP	56
Figura 24 Randamente și volatilitate condiționată pentru TLV	56
Figura 25 Valoarea-la-Risc (VaR, 95%)	57
Figura 26 Valoarea-la-Risc Condiționată (CoVaR, 95%)	59
Figura 27 Pierderea Marginală Așteptată (MES, 95%)	60
Figura 28 Test SADF pentru detectarea unei dinamice de tip bulă rațională pentru indicele BET	63
Figura 29 Funcțiile de distribuție și densitate pentru indicatorul de lichiditate Amihud	64
Figura 30 Dependențe multivariate dintre indicii reprezentativi pentru piața de capital europeană	66
Figura 31 Avans-întârziere (lead-lag)	67
Figura 32: Sensitivitatea față de indicele STOXX 600 (2019-2024).....	68
Figura 33 Funcția de densitate comună pentru indicii pieței de capital din România și Stoxx 600	69
Figura 34 Volumul de prime brute subscrise (milioane EUR) în perioada 2020 – 2023 în România și alte țări din regiune.....	71
Figura 35 Ratele cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței minime de capital (MCR) (Trim. IV 2023)	72
Figura 36 Structura investițiilor în T4 2023 comparativ cu T4 2020, T4 2021 și T4 2022	73
Figura 37 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile guvernamentale în funcție de țara emitentă	74
Figura 38 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile corporative în funcție de țara emitentă	75
Figura 39 Ritmul anual de modificare al volumului de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață	76

Figura 40 Modificarea anuală a volumului de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață	76
Figura 41 Modificarea volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurări generale în semestrul I 2024 față de semestrul I 2023.....	77
Figura 42 Modificarea volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurări de viață în semestrul I 2024 față de semestrul I 2023.....	77
Figura 43 Valoarea cerinței de capital de solvabilitate și a cerinței de capital minim (mld. lei).....	78
Figura 44 Valoarea fondurilor proprii eligibile care acoperă cerințele de capital (mld. lei)	78
Figura 45 Ratele de acoperire a cerințelor de capital (rata SCR și rata MCR) aferente societăților de asigurare la finalul trimestrului II 2024	78
Figura 46 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări generale	79
Figura 47 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică activitate de asigurări de viață	80
Figura 48 Distribuția ratelor SCR aferente societăților compozite.....	81
Figura 49 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări generale – iunie 2024	83
Figura 50 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale	84
Figura 51 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale în luna iunie 2024.....	84
Figura 52 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări de viață – iunie 2024.....	85
Figura 53 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață	85
Figura 54 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață în luna iunie 2024.....	85
Figura 55 Evoluția valorii rezervelor tehnice constituite de societățile de asigurare – conform regimului Solvabilitate II	86
Figura 56 Evoluția valorii rezervelor tehnice constituite de societățile de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață	87
Figura 57 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada S1 2021 – S1 2024 pentru activitatea de asigurări generale.....	88
Figura 58 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2016 – 2023 pentru activitatea de asigurări de viață	89
Figura 59 Investițiile totale ale societăților de asigurare pe clase de active la 30 iunie 2024.....	90
Figura 60 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă la 30 iunie 2024.....	91
Figura 61 Investițiile societăților de asigurare în organisme de plasament colectiv în funcție de țara de origine a emitentului la 30 iunie 2024.....	92
Figura 62 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni corporative în funcție de țara de origine a emitentului la 30 iunie 2024	93
Figura 63 Expunerea societăților de asigurare din România față de sectorul imobiliar pe categorii de investiții ca pondere în total investiții la 30 iunie 2024	94
Figura 64 Distribuția expunerii societăților de asigurare față de sectorul imobiliar	95
Figura 65 Dimensiunea pieței asigurărilor de viață	96
Figura 66 Structura societăților Groupama și Allianz Tiriac pe categorii de activități – 30 iunie 2024	98
Figura 67 Structura societății Groupama pe clase de asigurări (asigurări generale și de viață).....	99
Figura 68 Structura societății Allianz Tiriac pe clase de asigurări (asigurări generale și de viață).....	99
Figura 69 Rata anuală reală de rentabilitate a investițiilor, în anul 2023 (%).....	106
Figura 70 Structura investițională a mijloacelor de economisire pentru pensionare în statele europene în anul 2023 (%).....	107
Figura 71 Gradul de penetrare pe state membre ale SEE în T4 2023	108

Figura 72 Dimensiunea relativă a sectorului pensiilor SEE IORP în T4 2023	109
Figura 73 Expunerea pe țări a activelor fondurilor de pensii la 31 decembrie 2023	110
Figura 74 Alocarea pe categorii de active (în mld. euro) în T4 2023.....	111
Figura 75 Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private.....	114
Figura 76 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 iunie 2024	115
Figura 77 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 iunie 2024	116
Figura 78 Structura activelor fondurilor de pensii private (Pilon II și Pilon III) la 30 iunie 2024	117
Figura 79 Anul maturității titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private la data de 30 iunie 2024.....	117
Figura 80 Evoluția ratelor medii de rentabilitate ale fondurilor de pensii private.....	121
Figura 81 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat.....	122
Figura 82 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei).....	123
Figura 83 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative	124
Figura 84 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III.....	125
Figura 85 Evoluția activelor, datoriilor și capitalurilor proprii ale administratorilor de fonduri de pensii private în perioada 2020 – 2023 (agregat)	126
Figura 86 Evoluția structurii datoriilor administratorilor în perioada 2020 – 2023 (agregat)	127
Figura 87 Evoluția principalilor indicatori bilanțieri ai administratorilor în perioada 2020 – 2023 (agregat).....	127
Figura 88 Evoluția veniturilor, cheltuielilor și a profitului net al administratorilor în perioada 2020 – 2023 (agregat)	128
Figura 89 Evoluția principalilor indicatori de profitabilitate ai administratorilor în perioada 2020 – 2023 (agregat)	128
Figura 90 Distribuția principalilor indicatori de profitabilitate ai administratorilor în anul 2023	129
Figura 91 Distribuția rezultatului net raportat la veniturile totale încasate de administratori în anul 2023.....	129
Figura 92 Distribuția ratei datoriei administratorilor în anul 2023.....	129
Figura 93 Distribuția indicatorilor privind provizioanele tehnice constituite de administratori în anul 2023.....	130
Figura 94 Gradul de concentrare al fondurilor de pensii private (în funcție de valoarea totală a activelor la finalul lunii iunie 2024 calculat pe baza indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței	131
Figura 95 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II – GARCH (1,1).....	133
Figura 96 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (ian. 2018=100%)	134
Figura 97 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III – GARCH (1,1).....	135
Figura 98 Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (ian. 2018 =100%)	135
Figura 99 Importanța relativă a obligațiunilor sustenabile față de toate obligațiunile corporative, pe regiune, 2019-2023.....	142
Figura 100 Emisiuni corporative ale emitenților listați și nelistaiți în perioada 2022 - 2023	143
Figura 101 Distribuția obligațiunilor sustenabile în perioada 2019 – 2023, ponderea sectorului financiar în totalul emisiunilor.....	144
Figura 102 Structura deținerii de obligațiuni sustenabile versus obligațiunile tradiționale pentru fondurile sustenabile de obligațiuni, 2023	146
Figura 103 Semestrul I 2024 - principalele statistici cu privire la catastrofele naturale.....	148
Figura 104 Subscrieri nete fonduri ESG (05.01.2024 – 30.06.2024)	151

Bibliografie

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. 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

Banca Centrală Europeană, *Financial Stability Review*, mai 2019;

Banca Centrală Europeană, *Financial Stability Review*, mai 2023;

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

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*

Chen Y., Lin J. (2024) *Measuring systemic risk in Asian foreign exchange markets*, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 146

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

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

EIOPA – *Raportul privind perspectivele sectorului european de asigurări 2023 (European Insurance Overview Report 2023)*

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

EIOPA – *Tabloul riscurilor – februarie 2024*

EIOPA, *Financial Stability Report*, decembrie 2023;

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.

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, Private Equity and Life Insurers (decembrie 2023) – Fabio Cortes ; Mohamed Diaby ; Peter Windsor;

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

Gallagher Re - Raportul privind catastrofele naturale în trimestrul III 2023, prezentare generală preliminară (octombrie 2023)

Grupul Băncii Mondiale - Raportul de Țară privind Clima și Dezvoltarea (octombrie 2023)

Grupul Băncii Mondiale - Raportul privind perspectivele piețelor de mărfuri (Commodity Markets Outlook, octombrie 2023)

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

ICMA (2021), Green Bond Principles

ICMA (2022), Guidance Handbook

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

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

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 - www.munichre.com/en/company/media-relations/media-information-and-corporate-news/media-information/2023/media-release-baden-baden-2023-10-19.html

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

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.

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

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

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

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.