



AUTORITATEA
DE SUPRAVEGHERE
FINANCIARĂ

RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIEȚELOR FINANCIARE NEBANCARE

2/2021

Notă

Analizele din cadrul raportului se bazează în principal pe raportările financiare ale entităților supravegheate de ASF până la data de referință 30 septembrie 2021, precum și pe alte date și informații privind piețele financiare (FMI-World Economic Outlook, CE, CNSP, INS, BNR) disponibile până la această dată. Ca urmare a rotunjirilor este posibil ca totalurile să nu corespundă exact sumei componentelor sau să apară mici diferențe față de variațiile procentuale indicate în grafice sau tabele. Toate drepturile rezervate. Reproducerea informațiilor în scopuri educative și necomerciale este permisă numai cu indicarea sursei.

Raportul asupra stabilității financiare a fost elaborat în cadrul Direcției Generale Strategie și Stabilitate Financiară.

Raportul a fost analizat de Consiliul Autorității de Supraveghere Financiară și aprobat în ședința din data de 08/12/2021.

Autoritatea de Supraveghere Financiară, Splaiul Independenței nr. 15, sector 5, cod poștal 050092, București

TELVÉRDE: 0800.825.627

Internet: <http://www.asfromania.ro>

E-mail: office@asfromania.ro



AUTORITATEA
DE SUPRAVEGHERE
FINANCIARĂ

RAPORT PRIVIND STABILITATEA
PIEȚELOR FINANCIARE NEBANCARE
2 / 2021

CUPRINS

CUVÂNT ÎNAINTE.....	6
Sinteză	7
1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional.....	13
1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale.....	14
1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale	21
1.3. Evoluția piețelor financiare nebancaire la nivel european și internațional	27
1.4. Dimensiunea piețelor financiare nebancaire din România.....	30
1.5. Incluziunea financiară a pieței financiare nebancaire din România	33
2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebancaire	39
2.1. Principalele vulnerabilități și riscuri ale sectoarelor financiare nebancaire europene identificate de către autoritățile de supraveghere.....	39
2.2. Principalele vulnerabilități și riscuri la nivel național.....	45
3. Interconectarea piețelor financiare nebancaire	49
3.1. Nivelul de stres în sistemul financiar.....	50
3.2. Indicele de contagiune pentru titlurile suverane	56
3.3. Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa.....	57
3.4. Indicatori de stabilitate financiară pentru piețele financiare nebancaire	62
4. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare	66
4.1. Organismele de plasament colectiv în context european.....	67
4.2. Organismele de plasament colectiv din România	68
4.3. Piața bursieră.....	73
4.4. Intermediarii.....	77
4.5. Instituții de infrastructură a pieței. Depozitarul Central	80
4.6. Potențiale riscuri și vulnerabilități pe piața de capital	81
5. Stabilitatea pieței asigurărilor	86
5.1. Piața asigurărilor în context european.....	88
5.2. Evoluții recente pe piața asigurărilor	92
5.3. Gradul de diversificare a pieței	93
5.4. Daunalitate	94
5.5. Rezerve tehnice	95
5.6. Reasigurare.....	96
5.7. Lichiditatea societăților de asigurare	98
5.8. Solvabilitatea societăților de asigurare	99
5.9. Profitabilitate și costuri	101
5.10. Intermediari pe piața asigurărilor	102
5.11. Potențiale riscuri și vulnerabilități pe piața asigurărilor	103
6. Stabilitatea pieței pensiilor private	109
6.1. Piața pensiilor private în context european	109
6.2. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România	112

6.3.	Structura plasamentelor fondurilor	115
6.4.	Randamentele unităților de fond	119
6.5.	Provizioane tehnice și indicatori financiari ai administratorilor	121
6.6.	Potențiale riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private	122
7.	Stabilitatea mecanismelor de garantare	126
7.1.	Fondul de Compensare a Investitorilor	126
7.2.	Fondul de Garantare a Asiguraților	130
7.3.	Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private	133
8.	Politici și supraveghere macroprudențială	136
9.	Analize tematice.....	142
9.1.	Schimbări climatice și finanțarea verde	142
9.2.	Testarea la stres a Organismelor de Plasament Colectiv în Valori Mobiliare și a Fondurilor de Investiții Alternative.....	150
	Lista de tabele.....	164
	Lista de figuri.....	166
	Listă abrevieri.....	169
	Clasele de asigurare	172

CUVÂNT ÎNAINTE

Contextul economic global marcat de incertitudine, necesitatea adaptării la noile condiții și schimbările structurale ce au vizat toate segmentele societății actuale au rămas atributele esențiale ale realității curente, reprezentând deopotrivă provocări și oportunități atât pentru mediul de afaceri, cât și pentru Autoritățile cu atribuții în supravegherea și reglementarea piețelor financiare.

Anul 2021 a reprezentat în primul rând o perioadă a evoluției tehnologice și în domeniul sanitar, prin dezvoltarea vaccinului și a tratamentelor necesare în vederea gestionării mai eficiente a efectelor pandemiei, ceea ce a condus la o ușoară îmbunătățire a gradului de predictibilitate. În pofida evoluțiilor pozitive, riscurile la adresa stabilității sistemului financiar rămân un motiv de îngrijorare la nivel global, unele dintre acestea având cauze structurale, dificil de gestionat.

Pe plan local, Autoritatea de Supraveghere Financiară desfășoară un proces continuu de identificare și monitorizare a riscurilor atât la nivelul piețelor financiare nebancale, din perspectivă macroprudențială, cât și la nivelul entităților autorizate și reglementate. Prin implementarea măsurilor necesare în vederea atenuării riscurilor, Autoritatea asigură îndeplinirea obiectivelor sale strategice: ***stabilitatea sectoarelor financiare nebancale și protecția consumatorilor.***

Piețele financiare nebancale din România au arătat o bună reziliență în fața șocurilor provocate de pandemie, toate cele trei sectoare supravegheate de Autoritate evoluând, în ansamblu, pozitiv din punctul de vedere al principalilor indicatori, pe parcursul perioadei analizate.

Aplicarea fermă a legii și eliminarea oricăror potențiale dezechilibre de natură să afecteze protecția consumatorilor români vor reprezenta în continuare prioritățile strategice ale Autorității în vederea creșterii încrederii consumatorilor în serviciile financiare nebancale și dezvoltării sustenabile a piețelor supravegheate.

Prof. univ. dr. Nicu MARCU

Președinte

Autoritatea de Supraveghere Financiară

Sinteză

Pandemia COVID-19 a rămas în continuare un factor de risc prezent la nivel global și integrat în diverse formule în funcționarea societăților, a economiilor și a piețelor financiare. Spre deosebire de anul 2020, când șocul inițial a fost unul puternic, determinat de elementul de noutate al acestui tip de perturbare, anul 2021 a asimilat informațiile și progresele realizate pentru a remedia situația sanitară, odată cu apariția vaccinurilor și cu dezvoltarea unor strategii de gestionare mai bună a stării prezente, cu focus atât pe sănătatea populațiilor, cât și pe susținerea economică și, implicit, pe evitarea destabilizării sau apariției unor crize. La nivel global, accesul la vaccin și capacitatea guvernelor de a-și susține economiile prin măsuri fiscale și bugetare au contribuit în variate moduri la limitarea efectelor economice ale pandemiei. Cu toate acestea, pandemia a determinat apariția unor perturbări în sistemele economice care s-au amplificat și au îngreunat comerțul internațional, apărând mai multe blocaje în lanțurile de distribuție, ceea ce a determinat într-o primă etapă creșteri însemnate ale prețurilor materiilor prime și ale energiei. Efectele acestor creșteri se vor vedea pe viitor, accelerarea inflației fiind un factor de risc la adresa economiilor, chiar dacă perspectivele de creștere economică sunt unele pozitive pe termen scurt.

Pe plan european, eforturile de redresare s-au realizat într-un context în care s-a valorificat cât de mult posibil tendința de reducere a impactului activităților umane asupra mediului și accelerarea demersurilor pentru îndeplinirea obiectivelor climatice stabilite prin Pactul Ecologic European (*European Green Deal*). Finanțarea sustenabilă a activităților economice a devenit o preocupare-cheie, depunându-se eforturi coordonate pentru accelerarea sa, în timp ce fondurile alocate sprijinirii statelor membre prin pachetul NextGenerationEU, instrumentul temporar pentru a sprijini redresarea, au fost condiționate de ecologizare și digitalizare.

Estimările Fondului Monetar Internațional arată că economiile avansate vor reuși să revină în 2022 pe traiectoria ascendentă a PIB înregistrată înainte de pandemie, în timp ce economiile emergente vor avea o pierdere permanentă de creștere economică, chiar dacă acestea din urmă sunt prognozate să înregistreze creșteri mai mari decât cele avansate până în 2022. În comparație cu perioada similară a anului anterior, economia UE și cea a zonei euro au înregistrat scăderi în trimestrul I 2021 de -1,3%. În trimestrul II, economiile zonei euro și UE au înregistrat creșteri de 13,6%, respectiv 13,2% față de trimestrul corespunzător al anului 2020, aceste creșteri fiind explicate în mare parte și de efectul de bază. Cu toate acestea, cele mai multe țări nu au ajuns încă la nivelul trimestrului IV 2019. În România, redresarea economiei în trimestrele III și IV ale anului 2020 și în trimestrul I 2021 a fost semnificativă, culminând cu o depășire a nivelului pre-criză în trimestrul II 2021. Prognozele internaționale și locale indică o revenire susținută a economiei românești în 2021-2022.

Pe plan global, de la începutul pandemiei până în luna septembrie 2021, stimulentele fiscale au atins 21,5% din PIB-ul global, iar capacitatea guvernelor de a continua susținerea economiilor prin măsuri fiscale este esențială pentru continuarea redresării economice în viitorul apropiat, fiind de așteptat ca țările ale căror guverne au un spațiu limitat de manevră fiscală, în special economiile emergente, să își revină mai greu și să sufere efecte pe termen mai lung. Măsurile de susținere a economiilor au determinat creșteri puternice ale datoriilor guvernamentale concomitent cu scăderi ale veniturilor, pe fondul contracției economice. Deficitul bugetar în semestrul I 2021 a rămas la valori ridicate, comparabile cu maximele înregistrate în timpul crizei din 2008 atât pentru Uniunea Europeană, cât și pentru România, în timp ce datoria guvernamentală a rămas aproximativ egală cu cea înregistrată la sfârșitul anului 2020.

Perturbările în funcționarea lanțurilor de distribuție a mărfurilor și a energiei au determinat o creștere susținută a inflației pe tot parcursul anului 2021 pe plan european și local. Băncile Centrale se așteaptă în general la o continuare a politicilor monetare relaxate, iar Banca Centrală Europeană estimează o ușoară temperare a programului de achiziționare de active în regim de urgență.

Piețele financiare la nivel european și internațional s-au redresat rapid după șocul din anul 2020, continuând avansul, deși pandemia este departe de a fi terminată. Evoluțiile ascendente puternice susținute de progresele în domeniul sanitar și de măsurile luate de guverne pentru sprijinirea economiilor au dus la creșterea riscului de decuplare a prețului activelor față de fundamentele economice, existând posibilitatea apariției unor contracții severe dacă în piețe se propagă noi șocuri. Indicatorii financiari calculați confirmă distanțarea semnificativă dintre piețe și economia reală, ceea ce constituie un risc major asupra stabilității financiare. Pe fondul presiunilor inflaționiste și a așteptărilor ca programele de achiziții ale băncilor centrale să se mai tempereze, randamentele titlurilor de stat din zona euro și din România au înregistrat o tendință de creștere începând cu jumătatea lunii iulie 2021.

La nivel local, sectorul financiar nebancaar a înregistrat o dublare a volumului activelor din 2014 până în prezent, existând în continuare perspective puternice de creștere pe viitor. Astfel, activele sectorului financiar nebancaar au ajuns la 14,4% din PIB, dintre acestea cea mai mare pondere având-o sistemul de pensii private, respectiv 7,91%, urmat de fondurile de investiții cu 4,24% și de sectorul asigurărilor cu 2,24%. În același timp, capitalizarea Bursei de Valori București a atins nivelul de aproximativ 218 miliarde de lei la finalul lunii septembrie 2021.

Calculule periodice efectuate privind incluziunea financiară a pieței financiare nebancaare prin utilizarea unui indice multidimensional de incluziune financiară indică faptul că dintre cele 21 de țări selectate în analiză, România se poziționează spre finalul clasamentului, nivelul indicatorului arătând că este o țară cu un nivel de incluziune financiară scăzut. De asemenea, analiza sugerează o corelație pozitivă între valoarea activelor financiare în PIB și nivelul de incluziune al populației.

Pe plan european, Autoritățile de Supraveghere Europene subliniază o creștere a vulnerabilităților din sectorul financiar ca urmare a efectelor secundare ale măsurilor autorităților publice de sprijinire a economiilor în fața crizei COVID-19, efecte cum ar fi acumularea datoriilor și presiunea asupra prețurilor activelor. De asemenea, noi presiuni asupra sistemului financiar pot proveni din zona așteptărilor privind creșterea inflației și a randamentelor, precum și din asumarea sporită de riscuri de către investitori, în contextul interconexiunii financiare. Riscul cibernetic este în creștere, având loc din ce în ce mai multe atacuri în sectorul financiar față de alte sectoare, în timp ce sunt dezvoltate noi tehnici de exploatare a vulnerabilităților economiilor digitale de către infractorii cibernetici, în contextul în care entitățile financiare au trebuit să își adapteze rapid infrastructura tehnologică, pandemia acționând ca un catalizator pentru transformarea digitală mai largă.

Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA) atrage atenția că riscurile pentru investitorii instituționali și de retail au rămas în continuare ridicate, ca urmare a unor posibile corecții ale piețelor de capital, gradul în care aceste vulnerabilități se vor materializa fiind determinat de așteptările pieței privind continuarea politicilor monetare și fiscale de sprijinire a economiilor, precum și de ritmul redresării economice sau de estimările legate de evoluția inflației.

Valorificând contextul favorabil al prețurilor ridicate ale acțiunilor, pe plan european, piețele primare de capital au înregistrat niveluri record de emisiuni. Emisiunile totale de acțiuni au reprezentat circa

93 de miliarde de euro în semestrul I al anului 2021, fiind comparabile cu cele din anul 2014. Piețele de oferte publice inițiale (IPO) au atras capital în valoare de peste 30 de miliarde de euro din 180 de tranzacții, suma încasată în semestrul I 2021 depășind-o cu 138% pe cea din anul 2020. Cea mai mare parte a activității IPO-urilor a fost concentrată în domenii care au beneficiat de schimbările structurale din economie în contextul pandemiei COVID-19, respectiv sectoarele IT și bunuri de consum. Emisiunile pe piețele de instrumente financiare cu venit fix au fost de asemenea ridicate, calitatea medie a emisiunilor rămânând stabilă la obligațiunile cu rating BBB. Cu toate acestea, evoluția ascendentă pe piața obligațiunilor subliniază niveluri superioare ale datoriei corporative, indicând riscuri de sustenabilitate a datoriei pe termen mediu și lung într-un context macroeconomic încă vulnerabil.

Autoritatea Europeană pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA) arată că nivelurile de risc pentru sectorul european al asigurărilor au rămas în general constante, la un nivel mediu. Riscul climatic rămâne unul din punctele relevante pentru piața asigurărilor și pensiilor, factorii de mediu, sociali și de guvernanță (ESG) fiind din ce în ce mai importanți în deciziile de investiții ale asigurătorilor și fondurilor de pensii din UE, dar afectând în același timp și subscrierile acestora. În condițiile în care pierderile cauzate de catastrofele naturale în 2020 au fost semnificativ mai mari decât în anul precedent, evenimentele meteorologice extreme continuă să exercite o presiune semnificativă asupra societăților de asigurări generale și se așteaptă ca acestea să devină mai frecvente și mai severe din cauza schimbărilor climatice. În prezent, sunt asigurate doar 35% din pierderile totale cauzate de condițiile meteorologice extreme și evenimentele climatice din Europa, iar pentru a aborda acest deficit de protecție, Comisia Europeană propune monitorizarea și promovarea ratelor de penetrare a asigurărilor în statele membre.

Tabloul riscurilor la nivel național din perspectiva stabilității financiare evaluează riscul macroeconomic la un nivel ridicat, pe fondul menținerii incertitudinilor globale și al deteriorării unor indicatori care conduc la o creștere a vulnerabilităților macroeconomice. Alte riscuri ridicate sunt cel de piață, în contextul menținerii deconectării valorii activelor de fundamentele economice, și cel operațional, cauzat de creșterea atacurilor cibernetice pe piețele financiare. Celelalte riscuri relevante se mențin la un nivel mediu spre ridicat: riscul de credit, riscul de lichiditate, riscul de solvabilitate și riscul de profitabilitate.

Investitorii retail și-au intensificat participarea pe piețele financiare în perioada 2020 – 2021, având loc o creștere importantă a numărului de investitori noi care au început pentru prima dată să tranzacționeze acțiuni pe platforme fintech. Creșterea observată a cererii pentru acest tip de active riscante poate avea mai multe cauze: (1) costuri reduse de tranzacționare; (2) creșterea comportamentului speculativ în perioade de incertitudine, motivat de dorința unor câștiguri rapide (fără a avea neapărat o bună înțelegere a riscurilor și o integrare rațională a lor în cadrul strategiei de investiții); (3) popularizarea acestor platforme în diverse medii digitale împreună cu accesul facil la diferite recomandări (uneori chiar cu posibilitatea de a clona portofoliul și strategia altor investitori sau influenceri); (4) ușurința de a realiza tranzacții și transferuri financiare prin intermediul aplicațiilor dedicate etc. Toate piețele de capital europene au avut o tendință de creștere rapidă în primul trimestru din 2021, continuată în următoarele două trimestre, care nu este susținută de fundamentele economice. O corecție puternică a acestora poate conduce la o creștere abruptă a riscului de piață în condițiile în care așteptările de creștere economică, înglobate în obligațiunile pe termen lung, sunt reduse. De asemenea, și indicele de sentiment în zona euro a crescut foarte mult în trimestrul al III-lea, pe fondul unei reduceri semnificative a deceselor induse de COVID-19. Indicatorul de sentiment

economic al Comisiei Europene s-a îmbunătățit considerabil de la începutul anului și a fost aproape de maxime record în august.

Indicatorul de stres financiar¹ care analizează vulnerabilitățile potențiale ale sistemului financiar ce pot genera, amplifica și transmite tensiuni în piață arată o tendință de scădere a variabilelor componente în primele trei trimestre din anul 2021, neexistând în această perioadă șocuri care să destabilizeze piețele financiare. Cu toate acestea, indicatorul pentru risc sistemic a început să crească rapid în trimestrul al III-lea, pe fondul creșterii inflației și reapariției problemelor economice cauzate de continuarea pandemiei COVID-19.

Conform indicelui care măsoară nivelul de stres financiar la nivel de țară², pentru România a avut loc o intensificare a tensiunii financiare în primele nouă luni ale anului 2021, motivată de agravarea crizei sanitare, creșterea incertitudinii politice, lipsa unor măsuri credibile și coerente, deteriorarea activității industriale, creșterea rapidă a inflației, factori ce au condus și la o depreciere rapidă a monedei naționale. În aceste condiții, Banca Națională a României a crescut rata de politică monetară la 1,75% în 10 noiembrie 2021, temperând pentru moment, împreună cu așteptările de continuare a creșterii acesteia, deprecierea leului. O altă mărire a ratei de politică monetară cu 0,5% este așteptată de piețele financiare pentru reducerea inflației. Cu toate că economia românească a cunoscut o creștere a gradului de stres financiar, agențiile de rating nu au scăzut evaluarea de țară pentru România, care a primit de la Uniunea Europeană o ancoră de stabilitate financiară, sub forma Programului Național de Redresare și Reziliență.

Îndepărtarea de la tendința de echilibru pe piețele de capital europene este un fapt observat și inclus ca risc principal la adresa stabilității financiare de cele mai importante instituții financiare din lume. Analiza indicilor bursieri față de nivelul lor de echilibru confirmă exuberanța piețelor de capital europene, în contextul deconectării prețurilor față de valoarea economică a acestora.

Contagiunea arată sensibilitatea față de modificările în randamentele indicilor, subliniind gradul de integrare pe termen lung, dar și sensibilitatea pe termen scurt față de mișcările celorlalte piețe de capital. Analiza privind contagiunea arată că România primește în medie 22% contagiune netă în randamentele obligațiunilor suverane pe termen lung. Pe piața de acțiuni, descompunerea istorică a șocurilor arată cât de mult a fost influențată o bursă în evoluția trecută de alte burse. Analiza descompunerii istorice a șocurilor indică o creștere endogenă, rapidă și puternică a pieței de acțiuni din România, cu toate că, în trimestrele II și III 2021, bursa locală a fost expusă unui mix de șocuri externe de magnitudine redusă.

Toți indicii pieței de capital locale au înregistrat evoluții pozitive în primele 9 luni ale anului 2021, indicele BET având o creștere de 29% comparativ cu decembrie 2020. Creșterile au fost în trend cu evoluțiile europene și internaționale, în care nivelul de stres s-a redus considerabil, chiar dacă riscurile persistă și pot escalada în situația transmiterii unor noi șocuri. La finalul lunii octombrie 2021, volatilitatea indicilor bursieri se menține una redusă, într-un regim mediu spre scăzut. Pentru piața organismelor de plasament colectiv, riscurile sunt gestionate adecvat prin diversificare și prin respectarea politicilor de investiții. În plus, testul de stres privind lichiditatea fondurilor de investiții din

¹ calculat de Biroul de Studii Financiare

² calculat de Banca Centrală Europeană

România desfășurat pe parcursul anului 2021 a arătat o bună reziliență a industriei în fața unor șocuri severe.

Persistența unui nivel redus de dezvoltare rămâne cel mai important risc pentru bursa locală, în ansamblu, cu referire la capitalizare, lichiditate și diversificarea numărului de emitenți, ceea ce poate avea un impact negativ asupra altor componente ale pieței financiare (ex. asigurători, fonduri de pensii, organisme de plasament colectiv) și economiei în ansamblu (acces limitat la finanțarea prin piață, ca alternativă la finanțarea bancară).

Pentru piața asigurărilor, se menține un grad ridicat de concentrare care rămâne o vulnerabilitate atât din punct de vedere al expunerii pe clase de asigurare, cât și al cotelor de piață deținute de un număr restrâns de societăți. Există posibilitatea unei creșteri a concentrării, în special pentru piața RCA și cea a asigurărilor de garanții, în urma ieșirii din piață a societății City Insurance ca urmare a insolvenței.

Cu toate că piața locală de asigurări rămâne una dominată de asigurările auto, în ultimii ani a avut loc o creștere a cererii consumatorilor pentru produse de asigurări mai variate, în special de sănătate, tendință amplificată de contextul pandemic. Într-un orizont de timp mai lung, dezvoltarea pieței asigurărilor de sănătate poate îmbunătăți profitabilitatea societăților de asigurare prin reducerea dependenței de asigurările ce aduc pierderi mai ridicate, contribuind la o consolidare a stabilității întregii piețe a asigurărilor din România.

Retragerea autorizației societății City Insurance în cursul lunii septembrie 2021 ca urmare a neregulilor constatate de către ASF a reprezentat pe termen scurt un șoc asupra ofertei, în special pentru segmentul RCA, unde societatea deținea o cotă de piață ridicată, de 46% la finalul lunii iunie 2021. Restul asiguratorilor participanți și-au ajustat politicile comerciale și strategiile de business pentru a absorbi cererea rămasă neacoperită, acest dezechilibru având și consecințe negative asupra valorii tarifelor practicate în piață. De asemenea, insolvența City Insurance a deteriorat și indicatorii agregați la nivelul întregii piețe privind lichiditatea și solvabilitatea societăților de asigurare, cu toate că aceștia rămân în parametrii legali. Totodată, riscul de conduită în asigurări s-a amplificat în semestrul I 2021, când a avut loc o creștere a numărului de petiții, dintre care 94% se refereau la societățile City Insurance și Euroins. Începând cu luna august 2021, a avut loc o scădere a numărului petițiilor și informărilor de neconformitate înregistrate în mod unic la ASF., în luna noiembrie acestea fiind în scădere cu 78% față de luna iulie 2021 (lună în care a fost atins numărul maxim de petiții în anul 2021).

Sistemul pensiilor private a fost rezilient și a evoluat pozitiv pe tot parcursul funcționării sale. Fondurile de pensii private reprezintă investitori instituționali care sprijină, în principal, economia locală, fiind totodată și un factor de echilibru și de stabilitate al pieței financiare. La 30 septembrie 2021, valoarea totală a activelor fondurilor de pensii private (Pilonul II și Pilonul III) a atins nivelul de 90,43 miliarde de lei (18,28 miliarde de euro). Fondurile de pensii private, cu expunere preponderent locală și regională, au reușit să gestioneze eficient criza sanitară, astfel încât în trimestrul III 2021 ratele de rentabilitate ale fondurilor de pensii private au înregistrat valori superioare celor anterioare izbucnirii crizei.

În sistemul de pensii private, riscurile rămân unele reduse datorită structurii acestuia, care prevede multiple mecanisme de protejare a drepturilor participanților, dar și datorită administrării diversificate și prudente, sistemul depășind, astfel, cu bine toate etapele în care au avut loc turbulențe pe piețele financiare. Astfel, activele fondurilor de pensii private au crescut cu peste 19% la fiecare final de an de

la înființare, iar în luna septembrie 2021 creșterea a fost de 25% față de aceeași perioadă a anului anterior.

Fiecare sector supravegheat de către ASF are ca ultim instrument de protecție a consumatorilor câte un fond de garantare. Raportul privind Stabilitatea Piețelor Financiare Nebancare prezintă succint situația acestor fonduri de garantare în Capitolul 7. Dintre acestea, Fondul de Garantare a Asiguraților (FGA) a devenit administratorul temporar al societății City Insurance până la momentul retragerii autorizației și a preluat din data de 20 septembrie 2021, soluționarea tuturor cererilor de despăgubire de la asigurați. De asemenea, de la data publicării deciziei ASF în Monitorul Oficial al României, creditorii de asigurări ai societății de asigurare pot depune cereri de plată sau cereri de restituire.

Din punct de vedere al stabilității macroprudențiale a sistemului financiar, ASF a menținut instrumentele macroprudențiale implementate și a respectat recomandările Comitetului Național pentru Supraveghere Macroprudentială privind utilizarea codurilor standardizate de identificare a entității juridice (coduri LEI) și referitoare la sprijinirea finanțării sustenabile. Referitor la cea din urmă, Autoritatea a publicat un set de recomandări, al căror obiectiv este de a veni în sprijinul entităților supravegheate prin furnizarea unui prim set de informații ce privesc finanțarea sustenabilă. Acestea au o orientare bazată pe importanța în creștere a riscurilor de sustenabilitate într-un context global, european și local care depune toate eforturile pentru a sprijini finanțarea activităților durabile din punct de vedere al mediului. Recomandările vizează următoarele zone de acțiune: abordarea riscurilor de sustenabilitate ca factori cu potențial de accentuare a celorlalte tipuri de riscuri; revizuirea strategiei cu referire la planurile de afaceri și programele de activități pe termen scurt, mediu și lung, cu includerea riscurilor de sustenabilitate; revizuirea politicilor privind riscurile pentru includerea riscurilor de sustenabilitate; implementarea unei politici de guvernare climatică; includerea riscurilor de sustenabilitate în procesele și politicile interne ale entității, în funcție de natura, dimensiunea și complexitatea activității, precum și de natura și gama serviciilor și activităților desfășurate; asigurarea transparenței și comunicarea publică privind abordarea factorilor de sustenabilitate.

Finanțarea sustenabilă reprezintă o preocupare importantă a Uniunii Europene în ultima perioadă, având un rol esențial în îndeplinirea obiectivelor politice și fiind interpretată ca un tip de finanțare care sprijină dezvoltarea durabilă a economiei, reducând în același timp presiunile asupra mediului și luând în considerare aspectele sociale și de guvernare. Finanțarea sustenabilă are ca scop îmbunătățirea sectorului financiar pentru a susține dezvoltarea durabilă în contextul luptei împotriva schimbărilor climatice. Acest lucru implică luarea în considerare de către entitățile sectorului financiar a factorilor de mediu, sociali și de guvernare (factori ESG – *Environmental, Social, Governance*), urmărindu-se astfel orientarea investițiilor pe termen mai lung în activități și proiecte economice durabile.

O analiză mai detaliată privind schimbările climatice și finanțarea verde este prezentată în capitolul 9 și subliniază faptul că România ar putea valorifica mai multe oportunități determinate de contextul global privind susținerea finanțării verzi. În același timp, pe bursa de valori locală sunt listate trei obligațiuni verzi emise de entități din sectorul bancar, care au atras în total 2,1 miliarde de lei pentru a finanța, la rândul lor, activități eligibile ca fiind sustenabile.

Ultima secțiune a acestui raport prezintă exercițiul de testare la stres a lichidității fondurilor de investiții locale. Structura exercițiului de testare la stres a fondurilor de investiții din România a urmărit indicațiile tehnice descrise în raportul `STRESI` al ESMA, la care au fost adăugate și modalități mai complexe de simulare care au apărut în literatura de specialitate recentă.

1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional

La nivel global, în primele 9 luni ale anului 2021, economiile au înregistrat recuperări semnificative pe fondul apariției vaccinurilor și al politicilor de susținere economică adoptate de guverne. Cu toate acestea, în al doilea semestru previziunile de creștere economică au fost revizuite ușor în jos pe fondul cristalizării unor noi provocări:

- Incertitudini privind noile variante ale virusului și capacitatea vaccinurilor de a asigura controlul pandemiei fără a se recurge la restricții cu impact asupra economiei
- O inflație crescută la nivel global, care, deși este determinată de factori considerați de majoritatea analiștilor și instituțiilor ca fiind temporari, riscă să ancoreze la un nivel ridicat așteptările privind inflația
- Sincope în lanțurile de aprovizionare
- Creșterea prețului energiei la nivel global
- Creșterea prețurilor mărfurilor și materialelor, inclusiv al mărfurilor alimentare, la nivel global

La acestea se adaugă urgența implementării unor politici de combatere a încălzirii globale, politici care vor genera, cel puțin pe termen scurt, costuri suplimentare pentru companii.

Șomajul la nivel global a recuperat din pierderile înregistrate la debutul pandemiei, însă într-un ritm inferior creșterii economice, ceea ce arată că economiile au început să se adapteze la noile condiții. Totodată, persistența ratelor mai ridicate ale șomajului reflectă și deciziile populației, nu doar cererea mai scăzută de forță de muncă din partea companiilor.

Politica monetară în economiile avansate rămâne o provocare și un factor de risc pentru economiile emergente: pe de o parte, factorii care determină actuala inflație ridicată sunt considerați tranzitorii, pe de altă parte, există riscul ancorării așteptărilor privind inflația la un nivel ridicat, ceea ce ar putea genera o spirală inflaționistă chiar în lipsa altor factori de presiune. Economii emergente, inclusiv economia locală, rămân dependente de intrările de capital, care s-ar putea inversa în condițiile înăsprii politicilor monetare în economiile avansate, în special SUA sau Zona Euro.

La nivel local, economia a depășit nivelul pre-pandemic încă din trimestrul II 2021, creșterea continuând și în cel de al treilea trimestru. Inflația a înregistrat valori peste așteptări, ajungând la 7,9% în octombrie 2021 și determinând Banca Națională să mărească dobânda de politică monetară în două ședințe consecutive de politică monetară. Deficitul de cont curent înregistrează valori comparabile cu cele din anii 2007-2008, fiind finanțat de fluxurile de capital aferente investițiilor de portofoliu, investițiilor directe, dar și de intrările de fonduri europene. Astfel, sustenabilitatea deficitului de cont curent depinde de continuarea acestor fluxuri de capital, România fiind expusă în eventualitatea înăsprii politicilor monetare din economiile avansate. Deficitul bugetar este în scădere față de 2020, în special pe fondul creșterii încasărilor din TVA, însă rămâne la un nivel ridicat comparativ cu țintele asumate la nivel european.

1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale

Evoluții ale creșterii economice

La nivel global, anul 2020 a fost marcat de pandemia COVID-19 și de efectele acesteia asupra economiilor. Impactul inițial a fost brusc și sever, cel mai afectat fiind trimestrul II, când cele mai multe țări au înregistrat contracții istorice ale economiei. Trimestrele III și IV au adus recuperări semnificative, anul 2020 încheindu-se pentru majoritatea economiilor cu scăderi mai mici decât cele previzionate de-a lungul anului. Aceste recuperări au venit pe fondul unor măsuri de stimulare fiscală și monetară fără precedent.

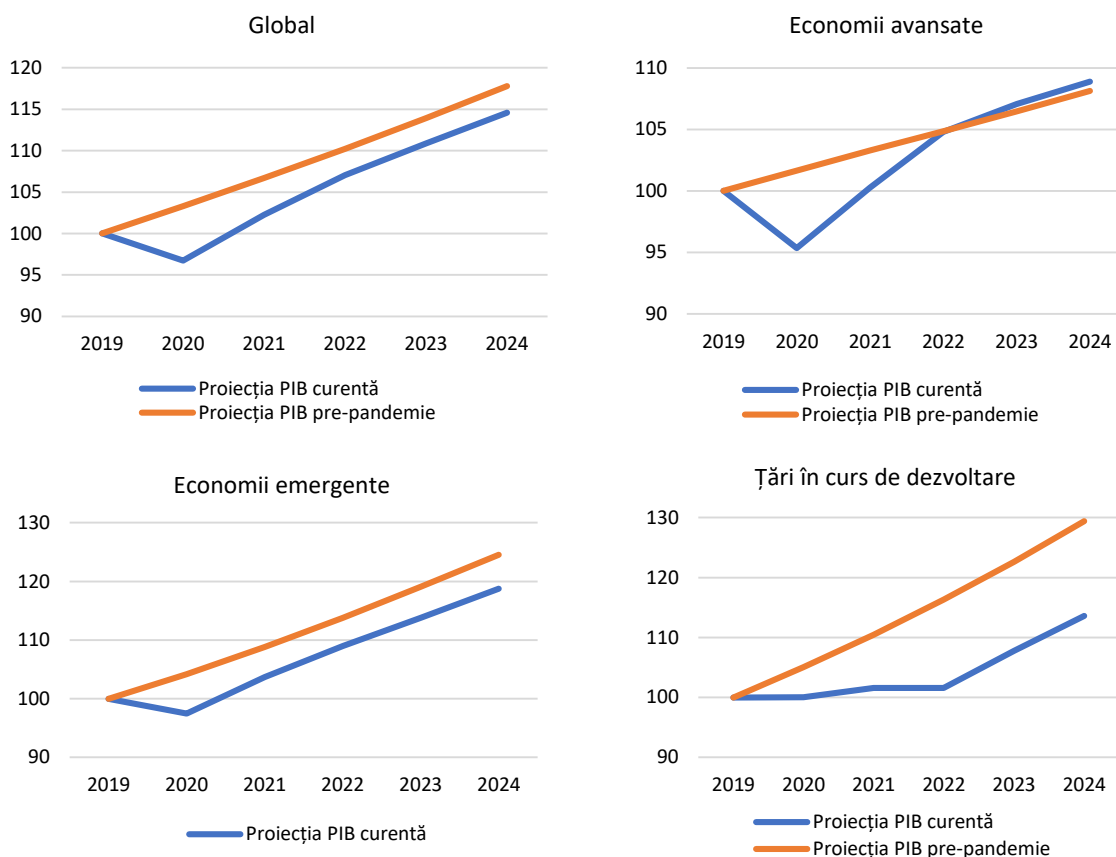
Prima parte a anului 2021 a fost marcată de apariția vaccinurilor și de recuperări semnificative ale economiilor după șocurile înregistrate în 2020. Țările avansate au fost principalele beneficiare ale vaccinurilor, acestea reușind să achiziționeze o bună parte din dozele produse și să vaccineze procente semnificative din populație. În cazul economiilor avansate, accesul la vaccin și capacitatea guvernelor de a-și susține economiile prin măsuri fiscale și bugetare au contribuit la limitarea efectelor economice ale pandemiei, în comparație cu economiile emergente.

A doua parte a anului 2021 a adus în prim-plan o revizuire în scădere a previziunilor de creștere economică datorită mai multor factori:

- Evoluția variantei Delta și posibila apariție a unor noi mutații, care pun sub semnul întrebării capacitatea vaccinurilor de a asigura, de unele singure, depășirea pandemiei, fără a se recurge și la alte restricții sau măsuri de protecție, care ar putea afecta revenirea economiilor
- Prețurile globale ale energiei
- Sincopete apărute în lanțurile de aprovizionare și efectele acestora asupra prețurilor mărfurilor și materialelor
- Incertitudini privind inflația
- Necesitatea implementării unor politici de abordare a schimbărilor climatice și de tranziție a economiei către una mai verde

Conform estimărilor FMI (World Economic Outlook, octombrie 2021), economia globală va înregistra o pierdere permanentă de creștere economică în comparație cu prognozele de dinaintea pandemiei. În structură, se observă deja apariția unei falii între traiectoriile economiilor avansate și emergente: primele vor reuși să revină în 2022 pe traiectoria de creștere a PIB înregistrată înainte de pandemie, având o evoluție în "V", în timp ce cele din urmă vor suferi o pierdere permanentă de creștere economică. Cel mai puternic vor fi afectate economiile țărilor în curs de dezvoltare, care, deși nu au înregistrat scăderi ale economiei în 2020, vor reuși să revină la creștere economică abia din 2023. Totodată, în termeni absoluți, economiile emergente sunt prognozate să aibă creșteri mai mari decât cele avansate până în 2022, înregistrând un avans de 10,6% față de PIB-ul anului 2019, în comparație cu 5,2% în cazul economiilor avansate.

Figura 1 Prognosele PIB curente și cele realizate înainte de pandemie



Sursa: FMI, World Economic Outlook, octombrie 2021

Țările Uniunii Europene au înregistrat, în 2020, contracții semnificative de până la -10,8% (Spania), o singură țară (Irlanda) înregistrând creștere.

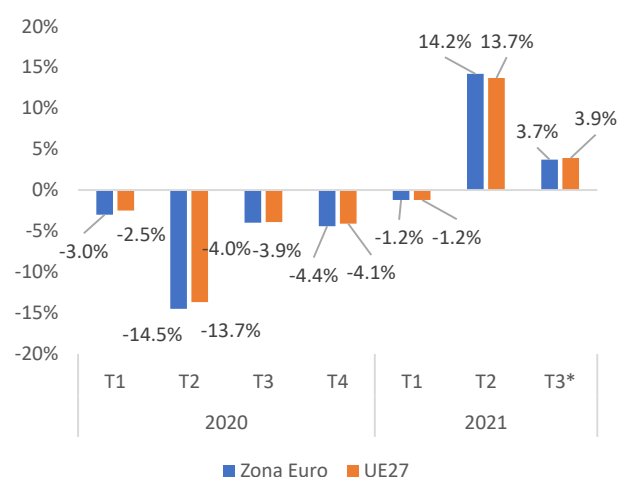
Anul 2021 a adus o revenire mai susținută a economiilor țărilor Uniunii Europene.

Comparativ cu perioada similară din anul precedent, economia UE și cea a zonei euro au înregistrat scăderi în trimestrul I 2021 de -1,3%. În trimestrul II, economiile zonei euro și UE au înregistrat creșteri de 13,6%, respectiv 13,2% față de trimestrul corespunzător al anului 2020. Aceste creșteri sunt explicate și de efectul de bază, așa cum am punctat mai sus T2 2020 fiind trimestrul în care s-au înregistrat contracții istorice.

Cu toate că economiile țărilor Uniunii Europene au înregistrat creșteri record în T2 2021 față de T2 2020, cele mai multe țări

(16) nu au ajuns încă la nivelul trimestrului IV 2019 (ultimul trimestru de creștere de dinaintea pandemiei). Din acest punct de vedere, cele mai mari creșteri față de valorile pre-pandemice sunt

Figura 2 Evoluția PIB trimestrial la nivelul UE, variație procentuală anuală, date ajustate sezonier și calendaristic

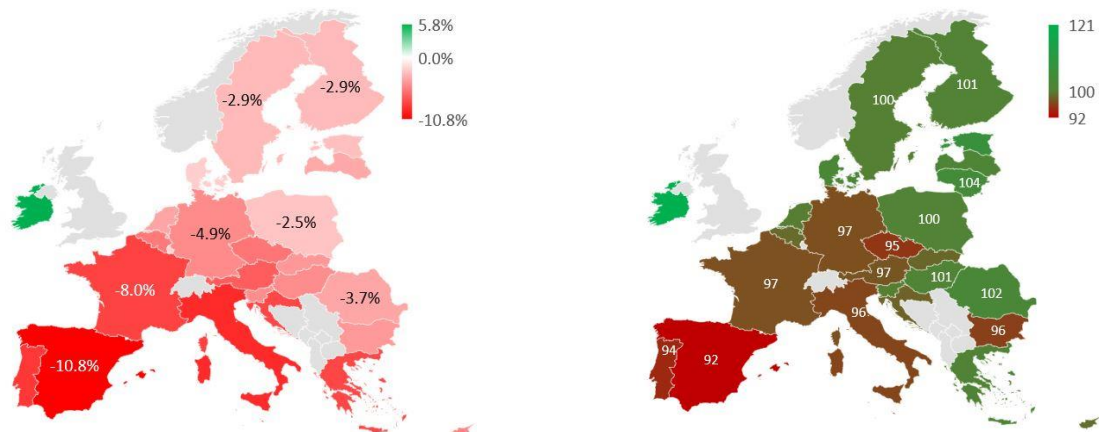


* Date semnal

Sursa: Eurostat

înregistrate de Irlanda (20,7%), urmată de Estonia (6,7%), Lituania (2,1%) și România (1,9%), în timp ce cele mai mari scăderi sunt înregistrate de Spania (-6,8%), Malta (-6,7%), Cehia (-4,8%), Portugalia (-4,6%), Italia (-3,8%) și Germania (-3,3%). Conform **datelor semnal**, în T3 2021 atât economia UE, cât și cea a zonei Euro, și-au continuat creșterea, înregistrând variații de +3,9%, respectiv +3,7%.

Figura 3 Variația anuală a PIB, 2020 față de 2019 (stânga) și nivelul PIB real (date ajustate sezonier) în T2 2021 față de T4 2019 (T4 2019 = 100) (dreapta)



Sursa: Eurostat

Măsurile fiscale adoptate de guverne

Stimulentele fiscale la nivel global au totalizat 18,3 trilioane USD (21,5% din PIB-ul global) de la începutul pandemiei și până în luna septembrie 2021 inclusiv. Cele mai multe dintre acestea (87%) au fost adoptate de economiile avansate, care totalizează doar 40% din PIB-ul global al anului 2020. În perioada următoare, analiștii FMI previzionează o scădere a capacității guvernelor de a continua susținerea economiilor prin măsuri fiscale datorită acumulării unor incertitudini privind inflația, lanțurile de aprovizionare sau evoluția pandemiei. Totodată, guvernele va trebui să canalizeze resurse limitate către cheltuieli sanitare și să țintească mai precis segmentele cele mai afectate de pandemie.

Tabelul 1 Stimulente fiscale în țările G20 – economii avansate (stânga) și economii emergente (dreapta)

	Miliarde USD	Procent din PIB		Miliarde USD	Procent din PIB
SUA	5.838	28%	China	903	6%
Japonia	2.273	45%	India	275	10%
Germania	1.647	43%	Brazilia	222	15%
UE*	1.361	10%	Indonezia	108	10%
Marea Britanie	975	36%	Rusia	96	6%
Italia	870	46%	Turcia	95	13%
Franța	652	25%	Argentina	31	8%
Canada	327	20%	Africa de Sud	30	9%
Spania	291	23%	Arabia Saudită	25	4%
Australia	274	20%	Mexic	20	2%
Coreea de Sud	271	17%			

* în plus față de guvernele țărilor membre

Sursa: FMI

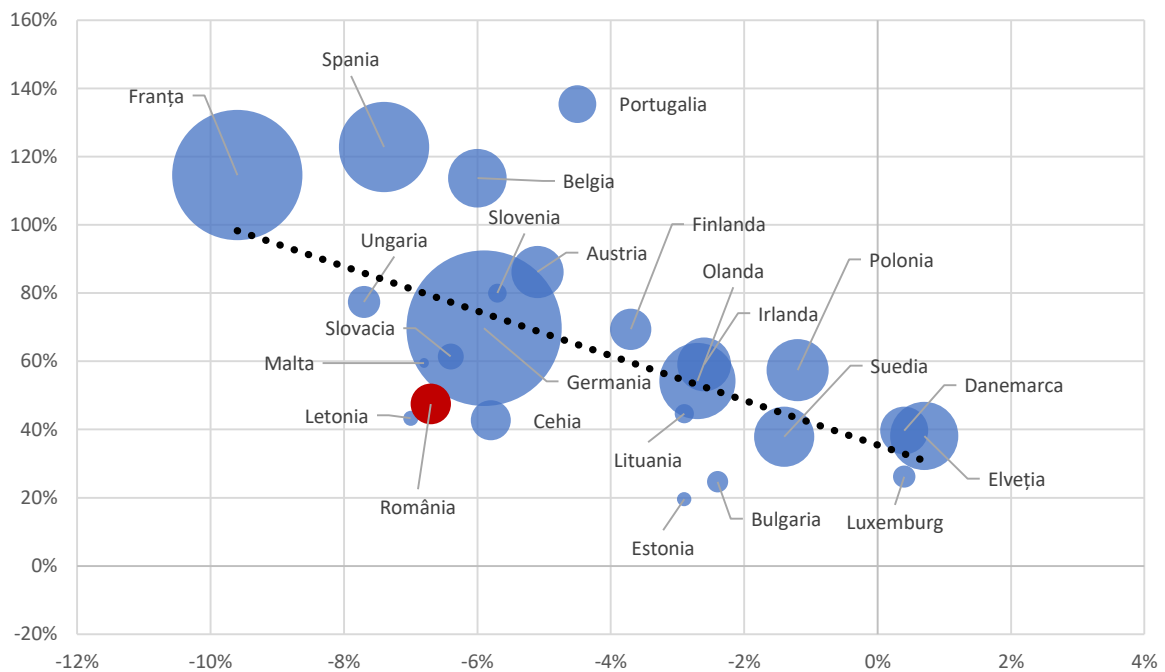
Deficitul bugetar și datoria guvernamentală la nivel european

Datoria guvernamentală a crescut puternic în anul 2020, ca urmare atât a măsurilor de susținere a economiei, cât și a scăderii veniturilor, pe fondul contracției economice. Înaintea izbucnirii pandemiei, cele mai multe țări europene se aflau într-un proces de reducere a îndatorării guvernamentale ca procent din PIB, ceea ce le-a oferit un oarecare spațiu fiscal de manevră pentru sprijinirea economiilor lor. Spre deosebire de acestea, România se afla deja într-un proces de ușoară relaxare fiscală, ceea ce ar fi putut ridica unele probleme.

În primul semestru al anului 2021, deficitul bugetar, atât pentru Uniunea Europeană, cât și pentru România, a rămas la valori ridicate, comparabile cu maximele înregistrate în timpul crizei din 2008. Datoria guvernamentală a rămas aproximativ egală cu cea înregistrată la sfârșitul anului 2020, atât pentru Uniunea Europeană, cât și pentru România.

La nivelul țărilor Uniunii Europene, se poate observa o corelație între deficitul bugetar din T2 2021 și nivelul total al datoriei guvernamentale. Astfel, țările care au avut un management mai bun al datoriei de-a lungul timpului au reușit să țină sub control acești doi indicatori și în actuala criză.

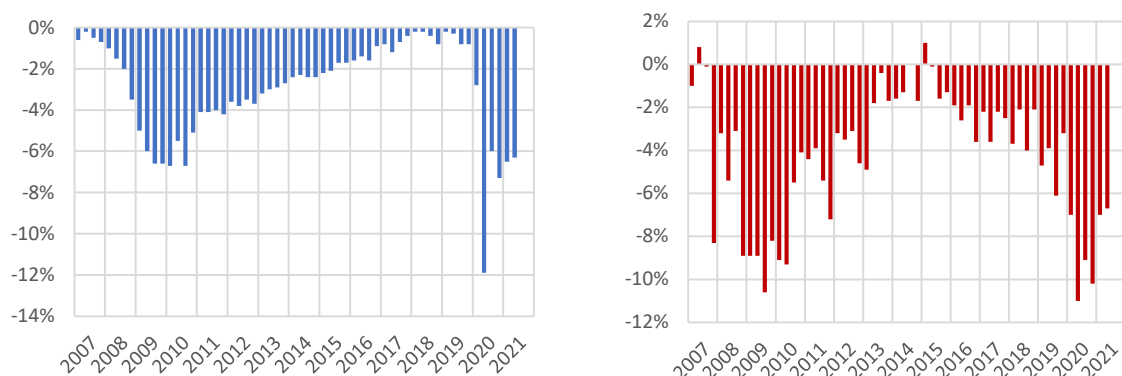
Figura 4 Deficitului bugetar în T2 2021 (% din PIB), axa OX și datoria guvernamentală (% din PIB), axa OY; dimensiunea discurilor reprezintă dimensiunea PIB în S1 2021



Sursa: Eurostat

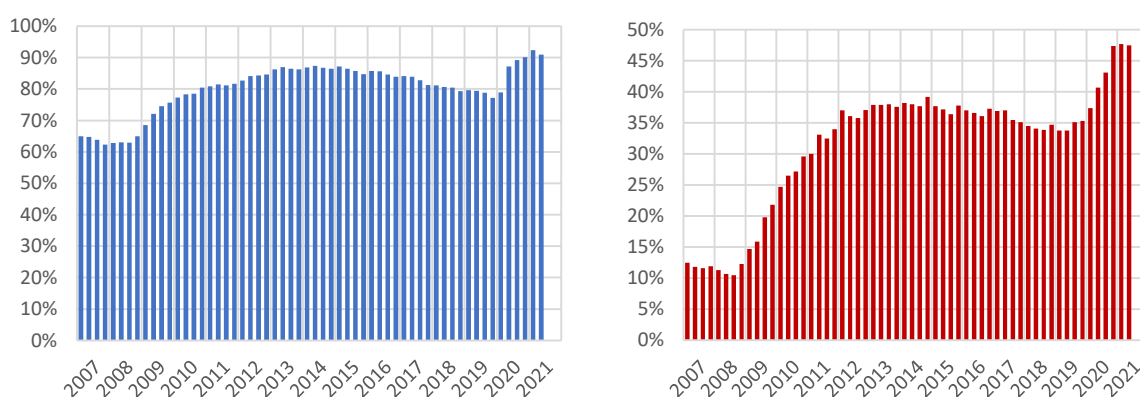
În cazul României, nivelul îndatorării este semnificativ mai mic decât cel european, însă apropierea de pragul de 50% și necesitatea reducerii deficitului bugetar sub 3% după finalul anului 2022 pot pune unele probleme de finanțare a cheltuielilor guvernamentale.

Figura 5 Evoluția deficitului bugetar (% din PIB) în UE (stânga) și în România (dreapta), date trimestriale ajustate sezonier și calendaristic



Sursa: Eurostat

Figura 6 Evoluția stocului datoriei guvernamentale (% din PIB) în UE (stânga) și în România (dreapta)



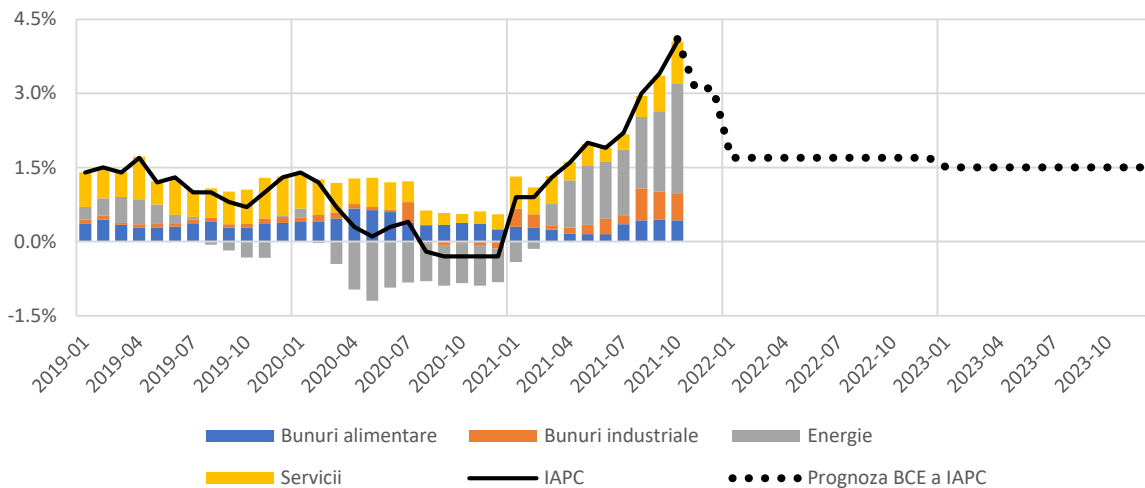
Sursa: Eurostat, calcule ASF

Inflația la nivel european

Inflația în zona Euro (măsurată prin IAPC – Indicele Armonizat al Prețurilor de Consum) a înregistrat o creștere susținută pe tot parcursul anului 2021, până la valoarea de 4,1% înregistrată în octombrie 2021, după ce în a doua parte a anului 2020 se înregistrase o perioadă de deflație. Cea mai importantă contribuție la IAPC a avut-o componenta energie, care a contribuit atât la o inflație scăzută în 2020, cât și la una crescută în 2021. În ultimele luni, contribuții în creștere au avut și bunurile alimentare și cele industriale pe fondul creșterii prețurilor materiilor prime, dar și al blocajelor din lanțurile de aprovizionare.

BCE prognozează o inflație ridicată pentru finalul anului 2021, urmată de o revenire pentru 2022 și 2023. Conform declarației de politică monetară a BCE de la finalul lunii octombrie, creșterea inflației din 2021 se datorează, în principal, unor factori temporari: (1) creșterea prețurilor la energie, (2) creșterea cererii într-un ritm mai rapid decât al ofertei, pe fondul redeschiderii economiilor în vară și și (3) eliminarea reducerii ratei TVA în Germania. Este de așteptat ca acești factori temporari să se atenueze începând cu 2022. În plus, efectul de bază al unui an 2021 cu inflație mare va tempera suplimentar evoluția indicelui IAPC în 2022.

Figura 7 IAPC pe componente pentru Zona Euro și prognoza BCE



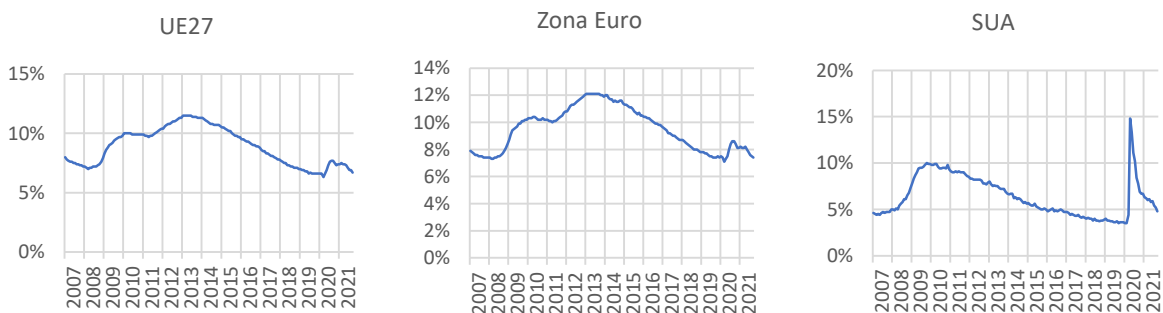
Sursa: Eurostat, BCE

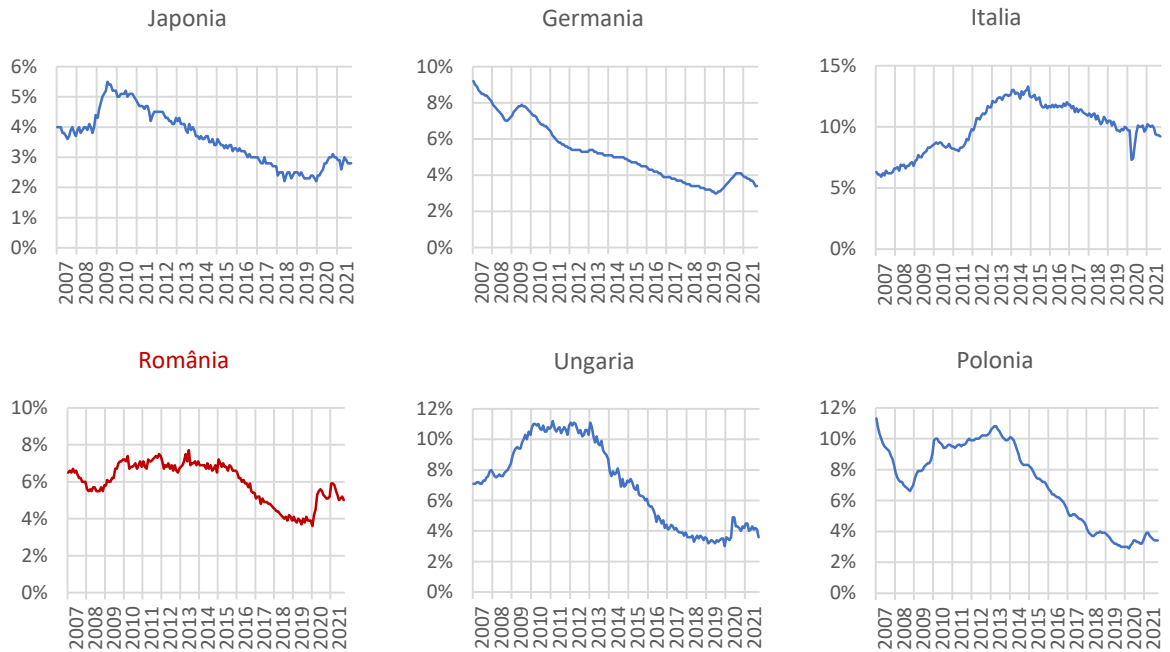
De asemenea, conform analizelor FMI (*Global Financial Stability Report – octombrie 2021, World Economic Outlook – octombrie 2021*) este de așteptat ca presiunile inflaționiste la nivel global să se tempereze în 2022. Cu toate acestea, incertitudinile privind inflația rămân la un nivel ridicat, nefiind exclus ca presiunile generate de discrepanțele dintre cerere și ofertă datorate pandemiei să dureze pentru o perioadă mai lungă. Alți doi factori importanți de incertitudine sunt reprezentați de durata sincopelor apărute în lanțurile de aprovizionare (care generează presiuni inflaționiste din cauza creșterii costurilor), dar și de incertitudinile privind cursul pandemiei.

Piața muncii

Rata șomajului a înregistrat o ușoară creștere la debutul pandemiei, însă șocul a fost mult mai mic decât cel din timpul crizei din 2008. Cele mai multe țări au înregistrat în primele 9 luni ale anului 2021 stabilizări sau chiar reduceri ale ratei șomajului. Aceste evoluții au venit ca urmare a măsurilor de susținere fiscală din timpul pandemiei, urmate de relaxările din trimestrul II 2021, care au favorizat o revenire a cererii. Stabilizarea ratelor șomajului la nivele superioare celor pre-pandemice, în condițiile unui PIB care, pentru multe țări, se apropie sau chiar depășește valorile de dinaintea crizei, poate indica o adaptare a economiilor la noile condiții.

Figura 8 Rata șomajului (ianuarie 2007 – septembrie 2021), date ajustate sezonier

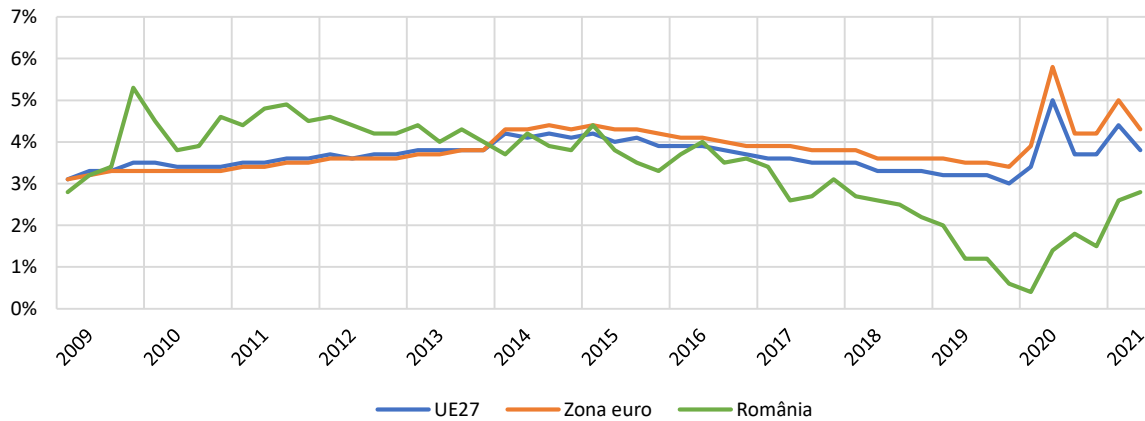




Sursa: Eurostat

Totodată, se remarcă și o ușoară creștere a persoanelor descurajate în a mai căuta un loc de muncă. La nivelul întregii Uniuni Europene, creșterea s-a înregistrat brusc, odată cu debutul pandemiei, indicatorul indicând, ulterior, o stabilizare, însă la un nivel superior perioadei de dinaintea crizei. Spre deosebire, în România indicatorul a înregistrat o creștere constantă de la începutul pandemiei, însă rămâne la valori sub cele înregistrate în ultimul deceniu.

Figura 9 Persoane descurajate în a mai căuta un loc de muncă



Sursa: Eurostat

Politică monetară

Conform declarației de politică monetară a **Federal Reserve** din noiembrie 2021, instituția se așteaptă să mențină actuala politică de relaxare pentru a atinge obiectivele de creștere economică, șomaj minim și de menținere a inflației medii în jurul valorii de 2%. Având în vedere că inflația a fost mai scăzută pentru o perioadă mai lungă de timp, Federal Reserve își dorește o inflație mai mare de 2% în viitorul

apropiat, astfel încât media să revină la valoarea țintă de 2%. Totodată, în opinia Federal Reserve, ratele crescute ale inflației din ultima perioadă sunt cauzate, în principal, de dezechilibre tranzitorii dintre cerere și ofertă datorate pandemiei.

BCE se așteaptă, de asemenea, la o continuare a politicii monetare relaxate din prezent, cu o ușoară temperare a *Programului de achiziționare în regim de urgență în caz de pandemie* (PEEP). Conform ultimei decizii de politică monetară din octombrie 2021, BCE va menține nemodificate rata dobânzii la operațiunile principale de refinanțare și ratele dobânzilor la facilitatea de creditare marginală și la facilitatea de depozit la nivelurile de 0,00%, 0,25% și, respectiv, -0,50%.

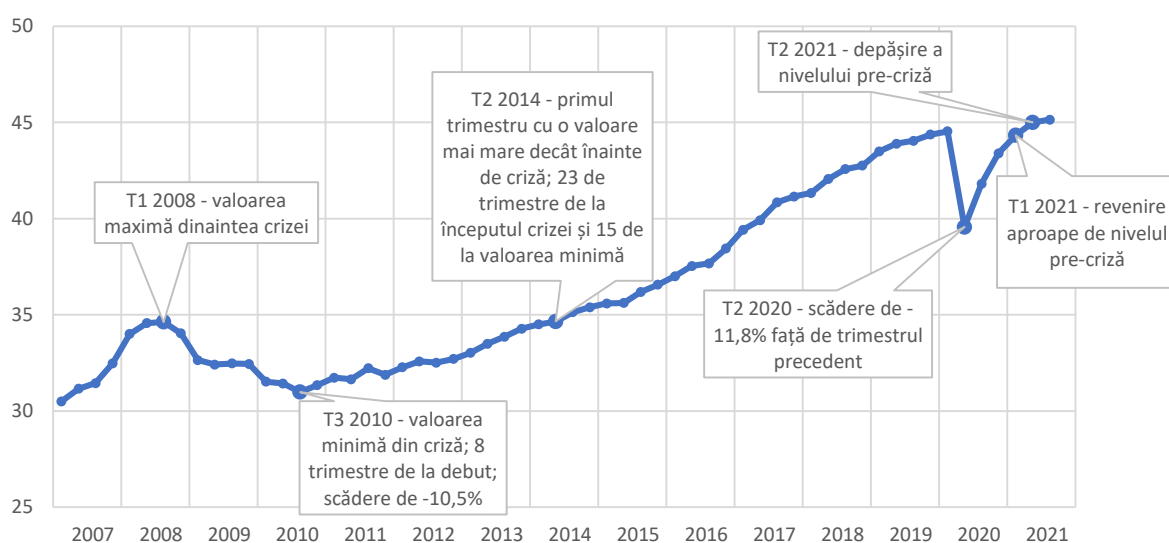
Cu toate că atât BCE, cât și Federal Reserve se așteaptă la o continuare a politicilor curente, din ce în ce mai multe voci, printre care și cele ale reprezentanților FMI, avertizează asupra pericolului consolidării așteptărilor privind o inflație ridicată la nivel global. Așteptările privind inflația pot determina în sine un nivel ridicat al inflației, chiar și în lipsa unor alte șocuri. Astfel, băncile centrale ale economiilor avansate s-ar putea vedea nevoite să înăsprească politicile curente pentru a tempera așteptările privind inflația.

1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

Creșterea economică

Criza COVID-19 a avut un impact brusc și sever asupra PIB-ului, însă acesta a recuperat ulterior din pierdere în mod susținut. Astfel, dacă în timpul crizei din 2008 minimul a fost atins după 8 trimestre, în criza COVID-19 minimul a fost atins după doar un trimestru de la debut. Redresarea economiei în trimestrele III și IV ale anului 2020 și în trimestrul I 2021 a fost semnificativă, culminând cu o depășire a nivelului pre-criză în trimestrul II 2021. În trimestrul III 2021, conform datelor estimate (semnal), PIB-ul României a crescut cu 0,3% față de trimestrul precedent și cu 8% față de trimestrul corespondent al anului 2020.

Figura 10 Dinamica PIB trimestrial, serie ajustată sezonier, miliarde lei, prețuri medii ale anului 2000



Sursa: Eurostat, calcule ASF

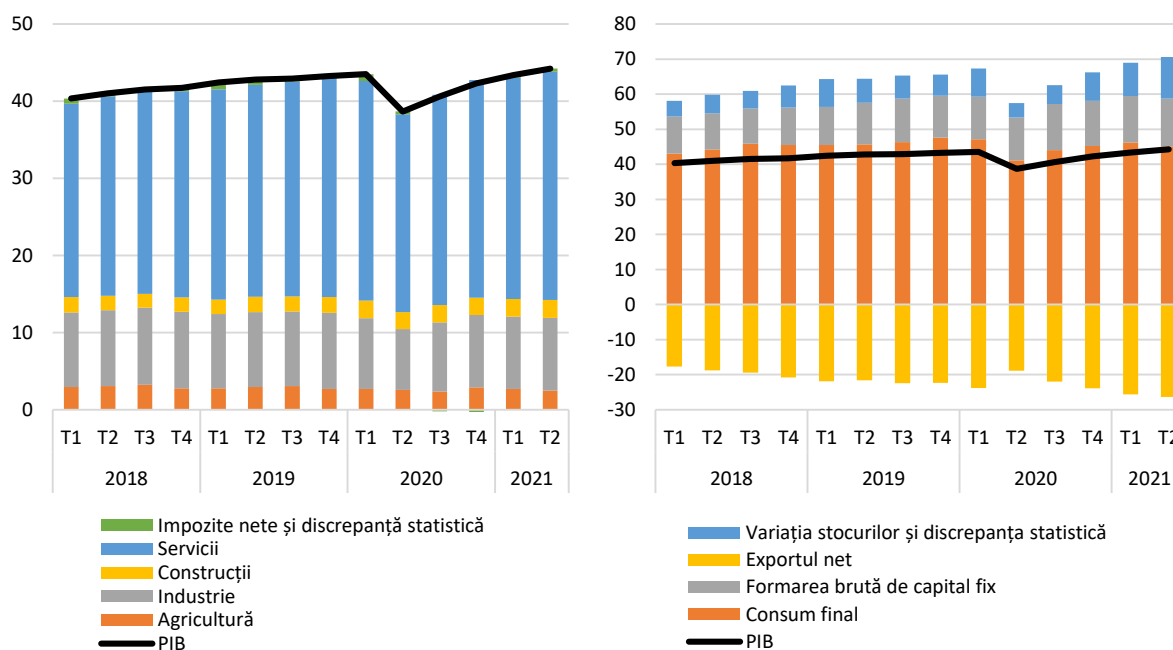
Din punct de vedere al resurselor, cea mai mare componentă a PIB este sectorul serviciilor, cu o pondere de 67% (T2 2021). Acesta a înregistrat o creștere reală anuală de 0,7% în T1 2021 și 15,2% în T2 2021. Față de trimestrele corespunzătoare ale anului 2019, sectorul serviciilor a înregistrat creșteri de 5,1%, respectiv 7,6% în T1 și T2 2021.

Sectorul construcțiilor a fost singurul care a înregistrat creșteri în 2020, pe timpul pandemiei COVID-19. El reprezintă 5% din PIB (T2 2021) și a înregistrat creșteri anuale reale de 0,2% și 6,8% în primele două trimestre ale anului 2021. Față de trimestrele corespunzătoare ale anului 2019, sectorul construcțiilor a înregistrat creșteri de 23,8%, respectiv 20,1% în T1 și T2 2021.

Industria reprezintă 21% din PIB (T2 2021). După ce a înregistrat cea mai mare contracție anuală în T2 2020 (-19,1%), sectorul a înregistrat reveniri importante în ultimele două trimestre din 2020, rămânând, însă, la valori mai mici decât în trimestrele corespunzătoare ale anului 2019. Recuperarea a continuat și în primele două trimestre din 2021, sectorul înregistrând creșteri anuale reale de 2,2%, respectiv 19,6%. Cu toate acestea, sectorul industrial rămâne sub valorile înregistrate în 2019, înregistrând scăderi de -2,6%, respectiv -3,2% în primele două trimestre ale anului 2021 față de cele din 2019.

Agricultura reprezintă 6% din PIB (T2 2021). Acest sector a înregistrat contracții anuale reale semnificative în timpul pandemiei. Scăderile au continuat și în primele două trimestre ale anului 2021, sectorul înregistrând contracții de -3,2%, respectiv -15,8% față de trimestrele corespunzătoare ale anului 2019.

Figura 11 Dinamica PIB pe componente principale (resurse – stânga, utilizări – dreapta), serie ajustată sezonier, miliarde lei, prețuri medii ale anului 2000



Sursa: INS

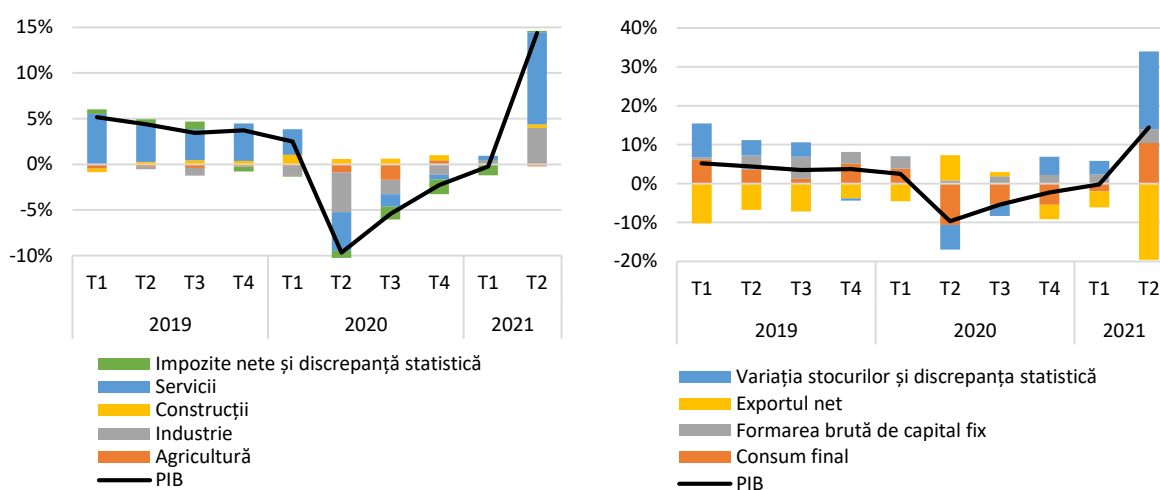
Din punct de vedere al utilizărilor, consumul final reprezintă 102% (T2 2021). Acesta a înregistrat scăderi moderate de-a lungul pandemiei, însă a revenit la valori comparabile ale celor înregistrate în 2019 (+1,7%, respectiv -1,2% în primele două trimestre ale anului 2021).

Formarea brută de capital fix (31% din PIB la T2 2021) a înregistrat creșteri anuale reale semnificative, atât în 2020, cât și în 2021. Față de primele două trimestre ale anului 2019, formarea brută de capital a înregistrat creșteri de 21,5%, respectiv 14,4% în T1 și T2 2021.

Exporturile nete (-60% din PIB în T2 2021, sume exprimate în prețuri medii ale anului 2000) au înregistrat o deteriorare de 17%, respectiv 22,1% în T1 și T2 2021 față de trimestrele corespunzătoare ale anului 2019, ultimul an dinaintea crizei.

Din punct de vedere al contribuțiilor la variația PIB, în trimestrul II 2021 se remarcă valorile înregistrate de sectoarele servicii și industrie (10%, respectiv 4%). Din punct de vedere al utilizărilor, cele mai mari contribuții le-au avut variația stocurilor și consumul final, în timp ce exporturile nete au avut o contribuție negativă semnificativă de -20%.

Figura 12 Contribuția la variația PIB a componentelor sale principale (resurse – stânga, utilizări – dreapta), serie ajustată sezonier, miliarde lei, prețuri medii ale anului 2000



Sursa: INS

Sursa: INS

Proгноze privind creșterea economică

Proгноzele FMI, CE și CNSP indică o revenire susținută a economiei românești în 2021 și 2022. Cele trei instituții estimează că în 2021 economia României va crește cu 7%, în timp ce pentru 2022 sunt prognozate creșteri cuprinse între 4,6% (CNSP) și 5,1% (CE).

Tabelul 2 Previziuni ale creșterii economice

	2020	FMI		CE		CNSP	
		2021	2022	2021	2022	2021	2022
Proгноză PIB real	-3,9	7	4,8	7	5,1	7	4,6

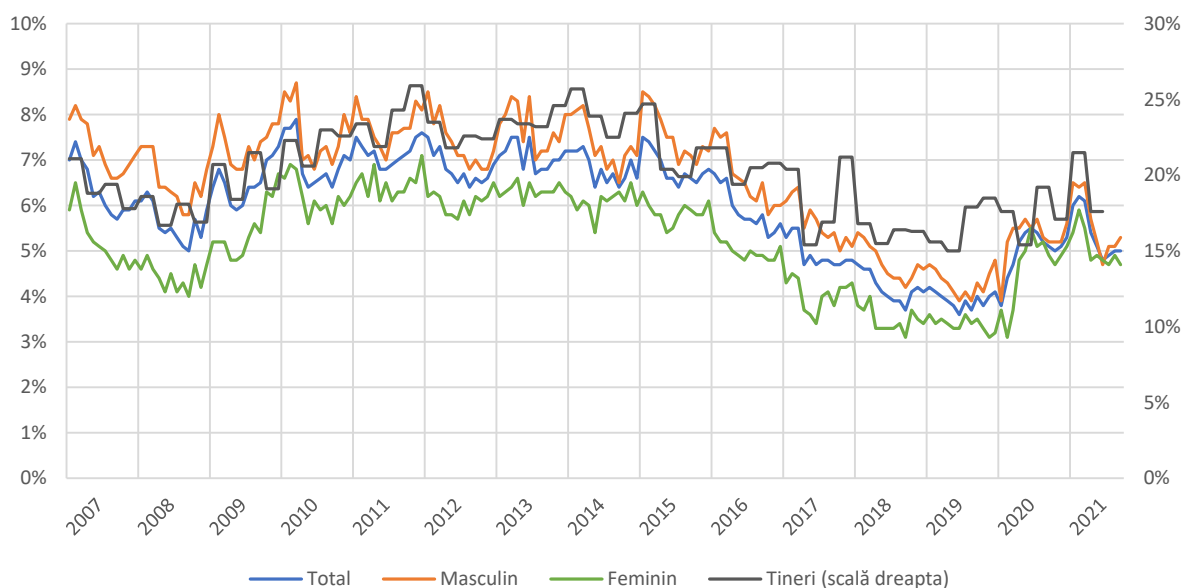
Sursa: FMI - World Economic Outlook – octombrie 2021, CE – progноza de toamnă 2021, CNSP – progноza de toamnă 2021

Piața muncii

Piața muncii a suferit un șoc brusc în T2 2020, odată cu extinderea pandemiei în România, însă amploarea acestuia nu a fost semnificativă în comparație cu valorile istorice ale șomajului. În România, șomajul în rândul femeilor a fost mai scăzut decât cel în rândul bărbaților, însă odată cu începutul

pandemiei, cele două rate ale șomajului s-au apropiat, ceea ce înseamnă că femeile au fost mai afectate în termeni relativi. Șomajul în rândul tinerilor rămâne pronunțat, oscilând între 18% și 20%.

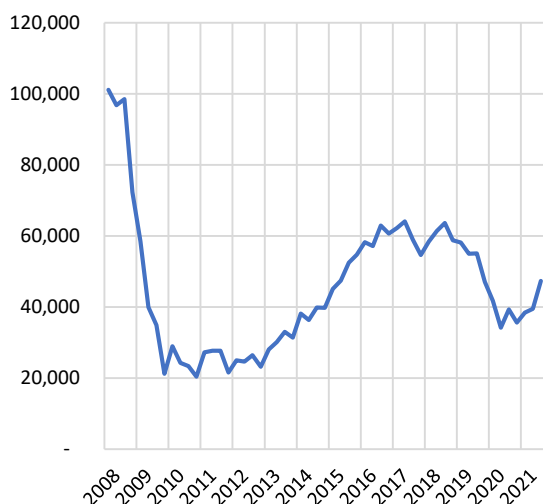
Figura 13 Rata șomajului (ianuarie 2007-septembrie 2021)



Sursa: INS

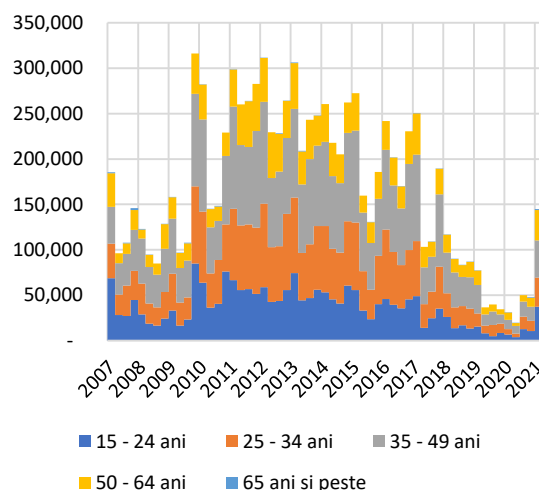
Numărul de locuri de muncă vacante s-a redus cu aproximativ 50% la începutul pandemiei, rămânând la valori constante în primele două trimestre ale anului 2021, însă crescând ușor în cel de al treilea. Pandemia nu a avut un efect imediat asupra persoanelor descurajate în a mai căuta un loc de muncă, însă în primul trimestru al anului 2021 s-a înregistrat un salt semnificativ al acestui indicator, care a rămas la un nivel relativ ridicat și în T2 2021.

Figura 14 Numărul de locuri de muncă vacante



Sursa: INS

Figura 15 Persoane descurajate în a mai căuta un loc de muncă



Sursa: INS

Inflația

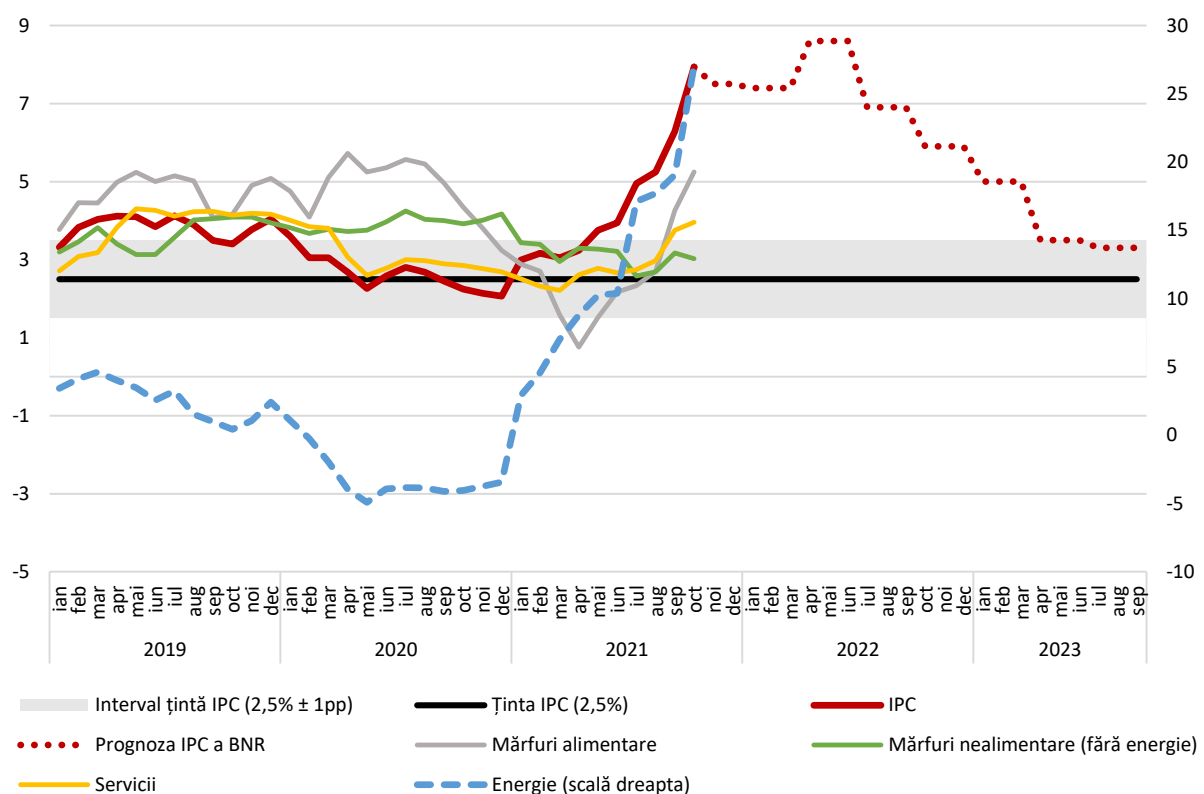
Inflația (măsurată prin IPC – indicele prețurilor de consum) a înregistrat o scădere de-a lungul anului 2020, de la 3,6% în ianuarie, la 2,06% în decembrie. Aceasta a fost urmată de o majorare semnificativă în primul semestru al anului 2021, până la valoarea de 3,94% (iunie 2021).

În următoarele 4 luni, inflația a crescut într-un ritm accelerat, atingând valoarea de 7,94% în octombrie 2021. Principalul determinant al inflației a fost componenta energie, prețurile la gaze naturale, energie electrică, dar și la combustibili, majorându-se semnificativ.

Conform „Raportului asupra inflației” publicat în luna noiembrie 2021, Banca Națională a României notează și influența creșterii prețurilor altor materii prime și materiale asupra inflației, determinate inclusiv de sincope în funcționarea a lanțurilor de aprovizionare. BNR anticipează o inflație de 7,5% pentru ultimul trimestru al anului curent, urmată de o creștere la 8,6% în trimestrul II 2022. Ulterior, BNR anticipează că inflația va înregistra o revenire graduală în 2022 și 2023 către intervalul țintă (2,5% ± 1pp). Trebuie menționat că actuala prognoză se bazează pe datele disponibile pentru luna septembrie, inflația anuală pentru luna octombrie depășind deja prognoza BNR pentru finalul anului.

În octombrie, BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară la 1,5%, pentru ca în noiembrie să decidă o nouă majorare, până la 1,75%.

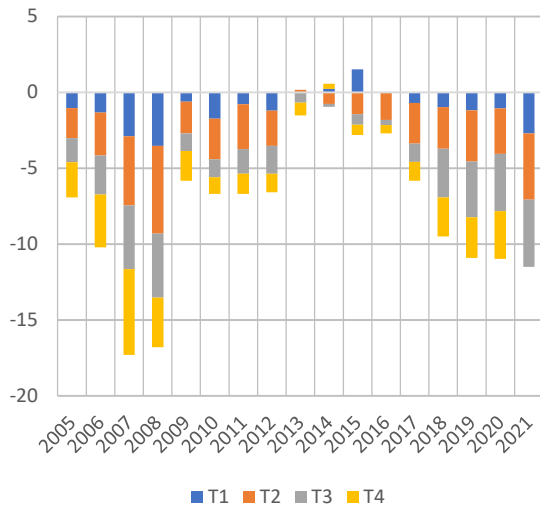
Figura 16 Inflația (IPC) și prognoza BNR a IPC



Sursa: INS, BNR, calcule ASF

Deficitul de cont curent și finanțarea acestuia

Figura 17 Evoluția contului curent, miliarde EUR

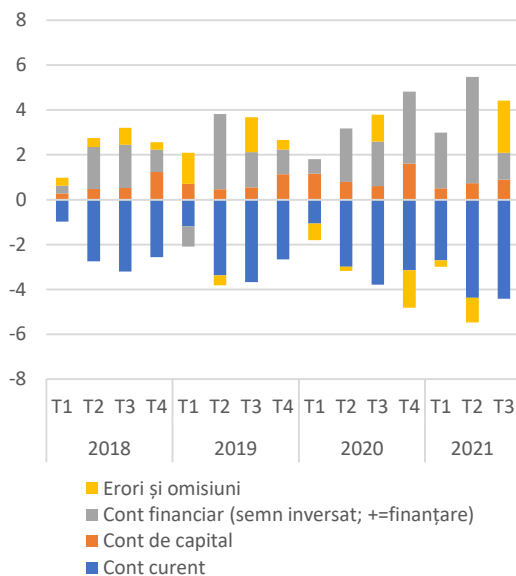


Sursa: BNR

România înregistrează un deficit de cont curent în creștere în ultimii ani, ajungând la -11 miliarde EUR în 2020, valoare depășită deja în primele 9 luni ale anului 2021 (11,5 miliarde EUR). Din perspectiva finanțării, cele mai importante surse din ultimii ani au fost contul de capital (în special, transferurile de capital, constituite, în principal, din fonduri europene) și fluxul net al investițiilor de portofoliu. Acestea din urmă au avut valori semnificative în 2020, totalizând 13,8 miliarde EUR. În 2021, investițiile de portofoliu au înregistrat ieșiri de 1,27 miliarde EUR în primul trimestru, urmate de intrări de 2,29 miliarde EUR în trimestrul II și 2,93 miliarde EUR în trimestrul III. O altă sursă importantă de finanțare a deficitului de cont curent în 2021 au

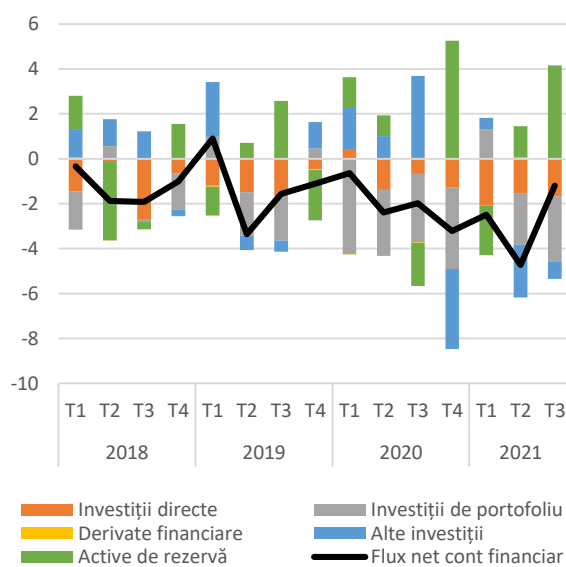
reprezentat-o investițiile directe, cu fluxuri nete de 5,3 miliarde EUR în primele trei trimestre.

Figura 18 Balanța de plăți



Sursa: BNR

Figura 19 Structura fluxurilor nete ale contului financiar

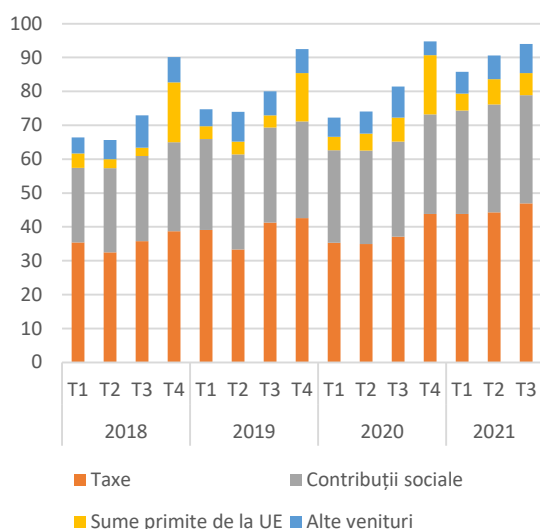


Sursa: BNR

Deficitul bugetar și finanțarea acestuia

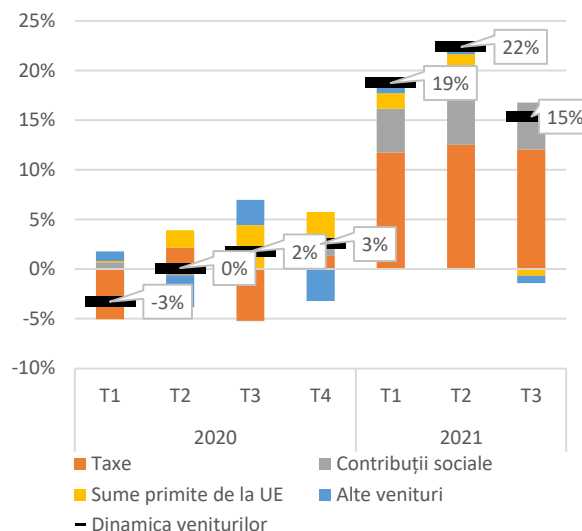
Pandemia COVID-19 a pus presiune pe bugetul public, cheltuielile crescând într-un ritm mai accelerat decât veniturile. Pe componente, dinamica veniturilor a fost influențată cel mai puternic de încasările din taxe și din contribuții sociale. În privința taxelor, cea mai importantă sursă de creștere a acestora față de anul 2020 a reprezentat-o TVA-ul pe fondul expirării anumitor facilități de amânare la plată, dar și pe fondul evoluțiilor macroeconomice pozitive, care au mărit baza de impozitare.

Figura 20 Dinamica veniturilor guvernamentale, miliarde lei



Sursa: Ministerul Finanțelor

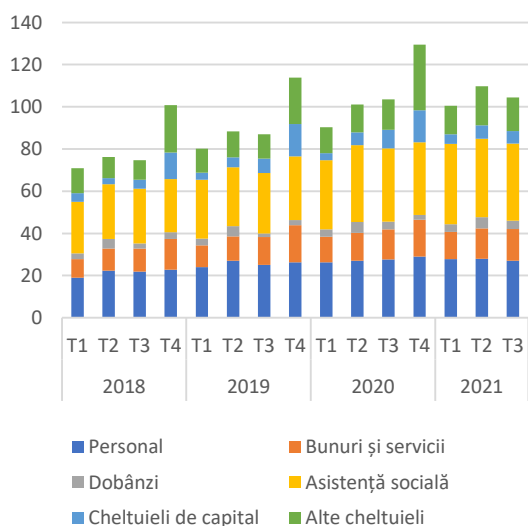
Figura 21 Contribuția la dinamica veniturilor guvernamentale



Sursa: Ministerul Finanțelor

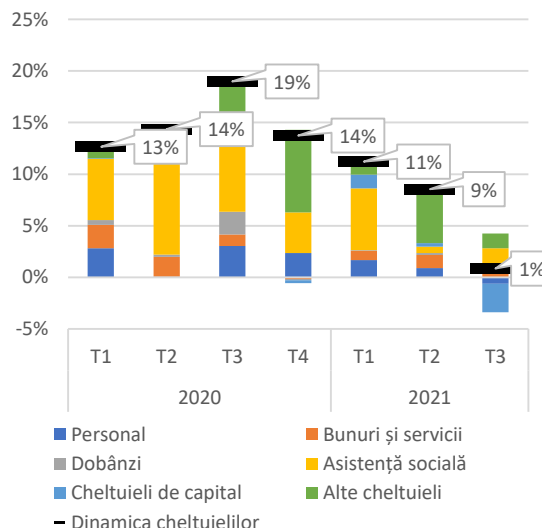
Dinamica cheltuielilor a fost influențată cel mai puternic de cheltuielile cu asistența socială și de capitolul „Alte cheltuieli”, influențat puternic de transferurile aferente proiectelor cu finanțare din fonduri externe nerambursabile. În trimestrul III al anului 2021, observăm o ușoară scădere a cheltuielilor de personal.

Figura 22 Dinamica cheltuielilor guvernamentale, miliarde lei



Sursa: Ministerul Finanțelor

Figura 23 Contribuția la dinamica cheltuielilor guvernamentale



Sursa: Ministerul Finanțelor

1.3. Evoluția piețelor financiare nebancale la nivel european și internațional

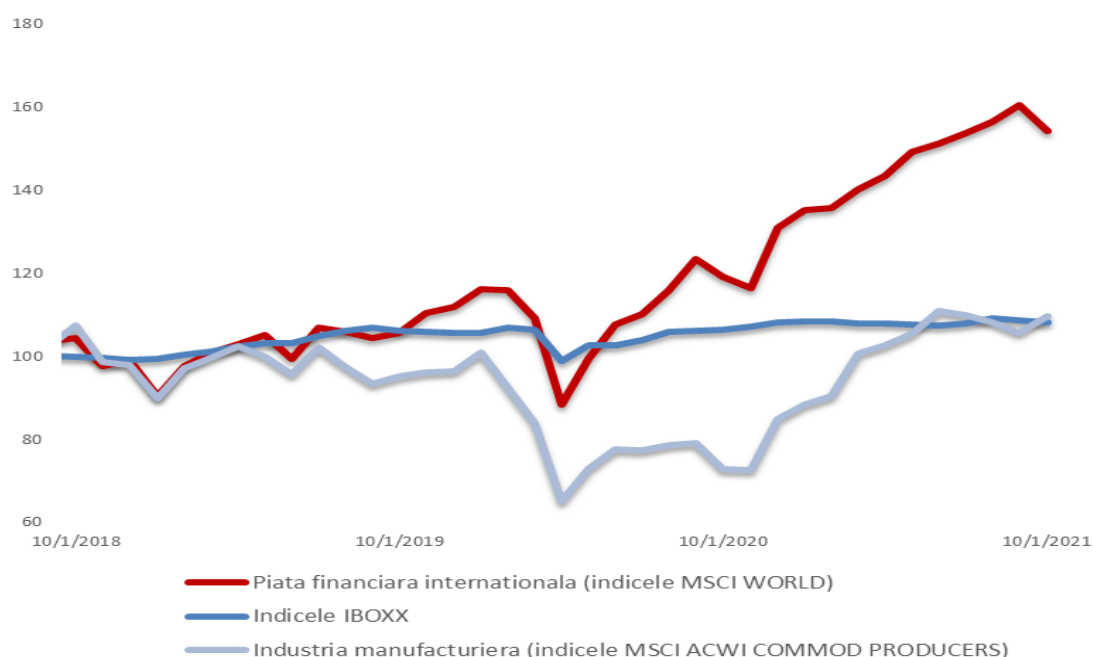
Efectele crizei COVID-19 asupra firmelor și gospodăriilor au cauzat perturbări pe multe piețe financiare. Cu toate că piețele de obligațiuni corporative și fondurile de pe piața monetară s-au confruntat cu un grad ridicat de incertitudine, piețele financiare s-au redresat rapid în 2020. De exemplu, indicele S&P

500 și-a pierdut o treime din valoare în perioada februarie - martie 2020, însă a recuperat în întregime pierderea până în august 2020, de atunci indicele crescând, în ciuda faptului că pandemia este departe de a se fi terminată.

În mod similar, randamentele obligațiunilor corporative din SUA au crescut brusc în februarie și martie 2020 față de randamentele trezoreriei pe 10 ani, dar au revenit rapid la mediile dinaintea crizei în același an. Redresarea rapidă a piețelor financiare din Statele Unite poate fi atribuită, cel puțin parțial, Rezervei Federale, care a luat măsuri rapide pentru a evita o criză financiară.

Indicatorii financiari calculați pentru piețele financiare arată o creștere semnificativă a distanței dintre acestea și economia reală, indicând un anumit grad de deconectare dintre ele, ceea ce constituie un risc major asupra stabilității financiare.

Figura 24 Evoluția volatilității pe piețele de acțiuni, obligațiuni și mărfuri (2018=100)



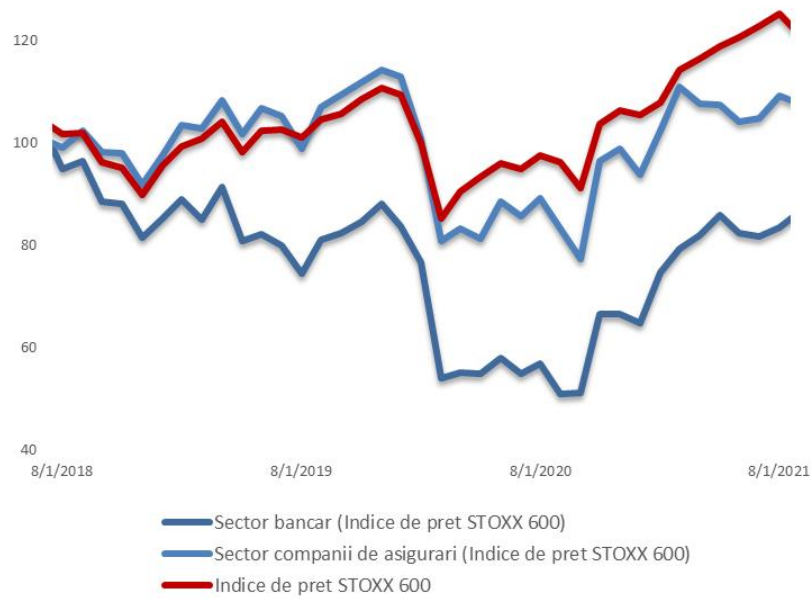
Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Nivelul riscurilor asociate finanțării sectorului corporativ (indicele IBOXX) a rămas constant în 2021 deoarece indicatorul este dependent de prognozele de creștere pentru PIB-ul global. Nivelul indicelui calculat pentru industria manufacturieră (indicele MSCI COMMODITIES PRODUCERS) a revenit la media pe termen lung în cel de al treilea trimestru din 2021.

Tendința de creștere înregistrată la nivel internațional pentru piețele financiare internaționale (MSCI World) în primele trei trimestre din 2021 arată o **exuberanță a piețelor de capital care se datorează efectului de avuție acumulată în perioada inițială a pandemiei, lichidității de pe piețele financiare ca urmare a intervențiilor băncilor centrale și căutării de randamente superioare pe fondul creșterii inflației.**

Decuplarea piețelor de capital de fundamentele economice crește riscul unei corecții severe ale acestora.

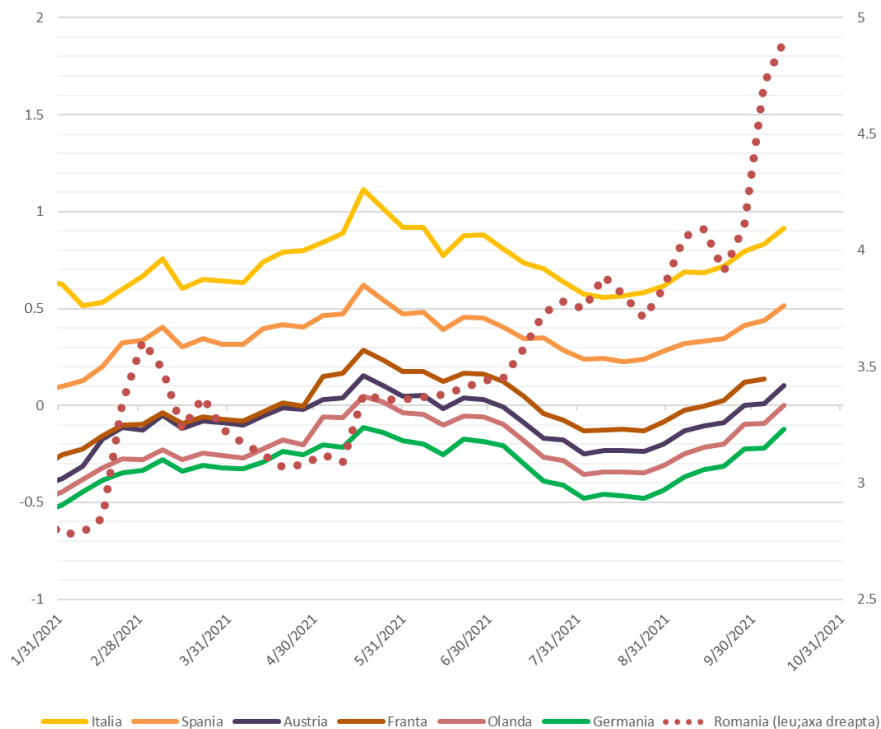
Figura 25 Evoluția indicilor sectorului bancar și sectorului de asigurări la nivel european (2018 = 100)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

La nivel european, indicii aferenți sectorului bancar, pieței de capital și de asigurări au înregistrat o tendință de creștere în primele trei trimestre din 2021, ceea ce arată o îmbunătățire a indicatorilor economici specifici pentru cele trei sectoare. Indicele de preț STOXX 600, care măsoară evoluția celor mai bune companii de pe piețele financiare europene, a înregistrat o creștere susținută și rapidă.

Figura 26 Evoluția randamentelor obligațiunilor suverane cu maturitatea de 10 ani



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Randamentele obligațiunilor emise de guvernele din zona euro, au înregistrat o tendință de creștere la începutul anului. Pe fondul reapariției unei inflații în creștere, a așteptărilor ca achizițiile de active ale

băncilor centrale ar putea încetini în viitorul apropiat, randamentele au crescut în trimestrul al III-lea și au inversat parțial tendința de scădere din trimestrul al II-lea.

Pe piețele de instrumente cu venit fix și, în particular, pe piața obligațiunilor suverane, în trimestrul al III-lea s-a observat o tendință de creștere rapidă a randamentelor obligațiunilor emise de statul român cu o maturitate de 10 ani pentru a compensa investitorii pentru așteptările inflaționiste în creștere.

Pe plan internațional, în luna septembrie 2021, comparativ cu luna iunie 2021, cea mai semnificativă creștere a fost înregistrată de indicele NIFTY 50 (IN: 12,06%), iar cea mai mare scădere a fost înregistrată de indicele ASE (GR: -2,21%). Pe plan local, randamentele indicilor de acțiuni au avut evoluții pozitive. Creșterile înregistrate (3 luni) au fost între 1,07% (indicele BET-FI) și 8,54% (indicele BET-TR).

Tabelul 3 Randamentele burselor de acțiuni la 30 septembrie 2021

Indici internaționali	3 luni	6 luni	12 luni
EA (EUROSTOXX)	0,39%	5,01%	28,26%
FR (CAC 40)	0,19%	7,46%	35,74%
DE (DAX)	-1,74%	1,68%	19,59%
IT (FTSE MIB)	2,32%	4,20%	35,07%
GR (ASE)	-2,21%	0,03%	38,51%
IE (ISEQ)	2,79%	3,94%	31,68%
ES (IBEX)	-0,28%	2,52%	30,96%
UK (FTSE 100)	0,70%	5,55%	20,80%
US (DJIA)	-1,91%	2,61%	21,82%
IN (NIFTY 50)	12,06%	19,93%	56,64%
SHG (SSEA)	-0,65%	3,65%	10,88%
JPN (N225)	2,30%	0,94%	27,03%

Indici BVB	3 luni	6 luni	12 luni
BET	6,50%	13,01%	40,39%
BET-BK	8,02%	16,82%	47,05%
BET-FI	1,07%	9,59%	26,70%
BET-NG	7,06%	4,55%	27,67%
BET-TR	8,54%	18,75%	49,15%
BET-XT	6,35%	12,91%	38,06%
BET-XT-TR	8,07%	18,04%	45,86%
BETPlus	6,31%	12,86%	39,93%
ROTX	7,60%	14,78%	48,68%

Sursa: Thomson Reuters Datastream, calcule ASF

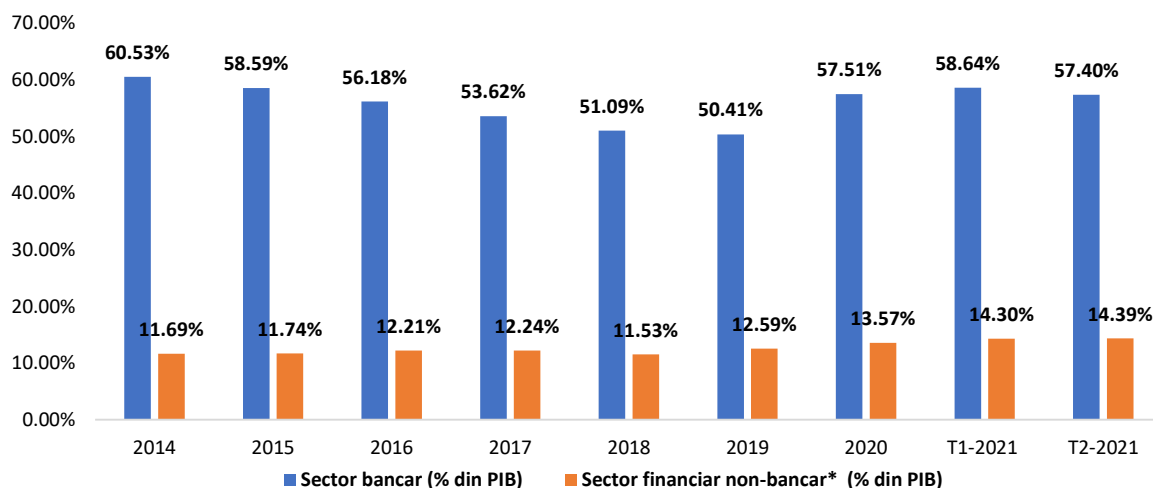
3M= 30 septembrie 2021/30 iunie 2021; 6M=30 septembrie 2021/31 martie 2021; 12M=30 septembrie 2021/30 septembrie 2020

Notă: Max. (verde) și min. (roșu) sunt fixate la ± 4% (3 luni), ±8% (6 luni) și ±15% (12 luni)

1.4. Dimensiunea piețelor financiare nebancale din România

Sectorul financiar nebanca a înregistrat o dublare a volumului activelor din 2014 până în prezent, fiind o componentă a sistemului financiar complexă, în continuă dezvoltare și cu perspective de creștere pentru viitor. Primele trimestre ale anului 2021 au marcat creșteri ale activelor sistemului financiar nebanca, comparate cu valoarea înregistrată în anul anterior. Astfel, la finalul primului semestru a înregistrat un procent de 14,39% din PIB. Și finalul anului 2020 a fost marcat de o sporire a activelor față de anul anterior, în pofida fluctuațiilor bruște cauzate de izbucnirea pandemiei de COVID-19, activele sectorului financiar nebanca raportate la PIB ajungând la un nivel de aproximativ 13,6%. Gestionarea eficientă a acestei crize a determinat recuperarea pierderilor și chiar depășirea nivelului înregistrat în anul 2019.

Figura 27 Activele sectorului financiar raportate la PIB

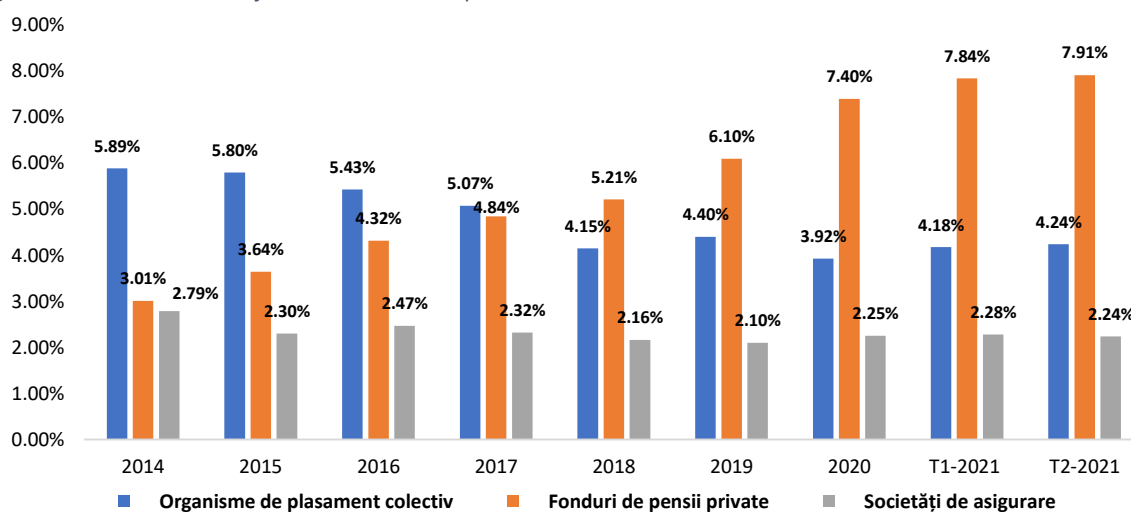


Sursa: INS, BNR, calcule ASF, *nu sunt incluse IFN-urile, date provizorii

Evoluția activelor totale ale fondurilor de pensii private a fost determinată atât de fluxul de contribuții încasate lunar și al plăților încă reduse, cât și de rezultatele pozitive obținute de administratori în urma politicilor de investiții, valoarea lor raportată la PIB fiind de 7,91% la finalul lunii iunie 2021. Pe locul al doilea din perspectiva valorii activelor raportate la PIB, se află sectorul instrumentelor și investițiilor financiare, cu un procent de 4,24% din PIB, fiind sectorul cel mai afectat de scăderea generalizată a pieței de capital provocată de pandemie în anul 2020 (3,92% din PIB). Activele sectorului asigurări – reasigurări reprezentau la sfârșitul primului semestru al anului 2021 un procent de 2,24% din PIB, în ușoară scădere față de finalul anului precedent (2,25%).

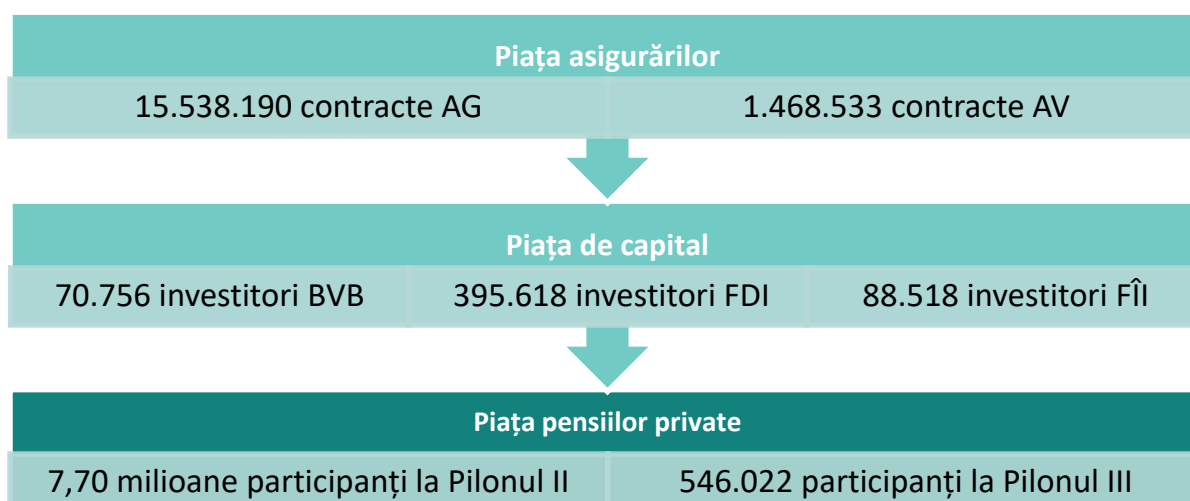
Potrivit calculelor ASF, cea mai mare contribuție la creșterea activelor sectorului financiar nebanancar din primul semestru al acestui an, comparativ cu finalul anului anterior, au avut-o fondurile de pensii private. Astfel, sistemul pensiilor private a înregistrat o contribuție la creștere de 7%, în timp ce piața de capital a contribuit la creșterea activelor sectorului financiar nebanancar cu 4%, iar piața asigurărilor cu doar 1%. Procentul timid înregistrat de activele totale ale companiilor de asigurări a rezultat pe fondul identificării unor abateri grave de la prevederile legale în cazul unuia dintre asigurători.

Figura 28 Activele sectorului financiar nebanancar raportate la PIB



Sursa: INS, BNR, calcule ASF, *nu sunt incluse IFN-urile, date provizorii

Consumatorii piețelor financiare nebancale din România la 30.06.2021



La finalul primelor nouă luni ale anului 2021, capitalizarea bursieră (segment principal, doar acțiuni) a atins un nivel de 217,55 miliarde lei. În luna martie a anului 2020 a fost înregistrată cea mai semnificativă scădere, pe fondul temerilor investitorilor legate de pandemia COVID-19. Cel mai diminuat nivel al capitalizării bursiere, 113,85 miliarde lei, a fost înregistrat în data de 18 martie 2020.

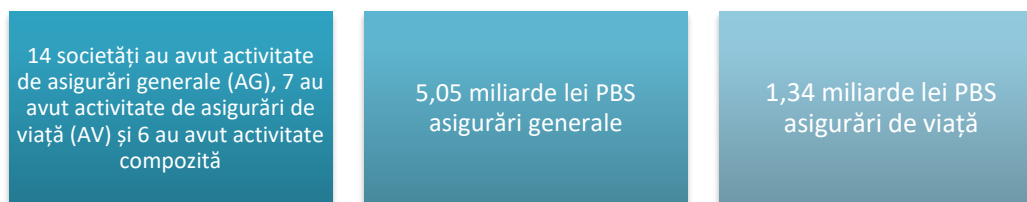
Tabelul 4 Indicatori privind sectorul instrumentelor și investițiilor financiare

Piața bursieră – 30.09.2021		Piața fondurilor de investiții – 30.06.2020	
Valoarea totală tranzacționată la Bursa de Valori București (BVB) la 30 sept. 2021	14,01 miliarde lei	Activele totale ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM)	47,01 miliarde lei
Clasa predominantă de instrumente financiare	Acțiunile: 61%	18 Societăți de administrare a investițiilor (SAI) 81 Fonduri Deschise de Investiții (FDI) 26 Fonduri Închise de Investiții (FÎI) 5 Societăți de Investiții Financiare (SIF) Fondul Proprietatea 4 Depozitari	
Capitalizarea bursieră la 30 sept. 2021	217,55 miliarde lei	47% investiții în FDI 4% investiții în FÎI 24% investiții în FP 25% investiții în SIF-uri	

Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB, indicator calculat ca raportul dintre valoarea primelor brute subscrise (PBS) de către entitățile autorizate și supravegheate local și de către sucursale și produsul intern brut, a înregistrat o valoare de 1,15% în anul 2020, în ușoară creștere față de anul 2019 (1,10%).

Densitatea asigurărilor, calculată ca raportul dintre valoarea primelor brute subscrise (PBS) pe teritoriul României (inclusiv PBS de sucursale în baza dreptului de stabilire, FOE) și numărul de locuitori ai acesteia, a înregistrat în anul 2020 o valoare de 630 lei/locuitor, în creștere cu circa 5% comparativ cu anul precedent.

Figura 29 Indicatori privind sectorul asigurări-reasigurări la 30.06.2021



Sistemul de pensii private a înregistrat rezultate pozitive în primele nouă luni ale anului 2021. Activele nete aferente Pilonului II și III au ajuns la 90,38 miliarde de lei la finalul lunii septembrie 2021. Ratele de rentabilitate obținute de către fondurile de pensii private au fost pozitive, astfel că niciun fond de pensii private nu a înregistrat o rată de rentabilitate inferioară ratei minime pentru categoria sa de risc.

Tabelul 5 Indicatori privind sectorul sistemului de pensii private la 30.09.2021

Sistemul pensiilor private
10 administratori
17 fonduri de pensii private
4 depozitari
6 auditori
8.286.361 participanți
90.378.877.658 lei active nete

1.5. Incluziunea financiară a pieței financiare nebancale din România

Subiectul de incluziune financiară a câștigat o atenție sporită, pe fondul cadrelor și politicilor internaționale dedicate societăților, sistemelor financiare incluzive, creșterii durabile și incluzive. Literatura de specialitate a definit excluderea financiară în contextul unei probleme mai mari, cea legată de excluderea socială a anumitor grupuri de oameni din trendul majoritar al societății. Astfel, definițiile privind incluziunea sau excluderea financiară, indică faptul că excluderea financiară are loc în principal la persoanele care se află la marginea societății. Una dintre problemele care s-a ridicat în cercurile academice este dacă dezvoltarea economică duce la un sistem financiar incluziv. Chiar și sistemele financiare dezvoltate, precum cele din SUA și Marea Britanie, nu au reușit să fie incluzive și anumite segmente ale populației rămân în afara sistemelor financiare formale.

În literatura de specialitate au fost propuse diferite abordări, inclusiv utilizarea unei varietăți de dimensiuni de incluziune financiară pentru estimarea econometrică. Sarma (2008) propune un indice de incluziune financiară (IFI), care este construit pe bază următoarelor criterii:

- indicele ar trebui să includă informații cu privire la cât mai multe aspecte ale incluziunii financiare;
- să fie ușor și simplu de calculat;
- să fie comparabilă între țări.

IFI ia valori cuprinse în intervalul $[0,1]$, unde valoarea zero indică cea mai scăzută incluziune financiară, iar valoarea 1 indică o incluziune financiară completă. Sarma susține că o astfel de măsură poate fi utilizată pentru a compara nivelurile de incluziune financiară în economii și în provinciile din țări, la un

moment dat. IFI poate fi utilizat pentru a monitoriza progresul inițiativelor politice pentru incluziunea financiară într-o țară, într-o anumită perioadă de timp. De asemenea, o astfel de măsură poate fi utilă pentru a aborda întrebările de interes academic care au fost prezentate în literatura de specialitate a incluziunii financiare.

Seriile de date utilizate pentru construirea indicatorului de incluziunea financiară (IIF) au fost preluate de pe site-urile Băncii Mondiale (World Bank), Asociația de Gestionare a Fondurilor Europene și a Activelor (EFAMA), Autoritatea Europeană de Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA), Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OECD), Eurostat și Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF), iar perioada supusă analizei este 2020.

În tabelul următor sunt descriși principalii indicatori analizați:

Tabelul 6 Descriere variabile

Variabile descriere	Sursa
Gradul de penetrare în asigurări	EIOPA, ASF
Total active din planurile de pensii finanțate și private, ca % din PIB	OECD, ASF, Eurostat
Total OPCVM active nete, ca % din PIB	EFAMA, ASF, Eurostat
Numărul sucursalelor băncilor comerciale la 100.000 de adulți	World Bank
Număr de ATM la 100.000 de adulți	World Bank

Sursa: calcule ASF

Indicele de incluziune financiară (IIF) este un indice multidimensional care captează informații despre diverse dimensiuni ale incluziunii financiare într-o singură cifră între 0 și 1, în care valoarea 0 denotă excluderea financiară completă și valoarea 1 indică includerea financiară completă într-o economie.

S-a utilizat metodologia propusă de Sarma (2008) care permite încorporarea informațiilor despre cât mai multe aspecte (dimensiuni) posibile ale incluziunii financiare. IIF este compus mai întâi calculând un indice de dimensiuni pentru fiecare dimensiune a incluziunii financiare. Este dată următoarea formulă:

$$d_i = \frac{A_i - m_i}{M_i - m_i} \quad (1)$$

Unde:

A_i = Valoarea inițială a dimensiunii i ;

m_i = Valoarea minimă a dimensiunii i ;

M_i = Valoarea maximă a dimensiunii i .

$$0 \leq d_i \leq 1$$

O țară (i) va fi reprezentată de un punct $D_i = (d_1, d_2, d_3, \dots, d_n)$, unde n este dimensiunea incluziunii financiare pentru țara i .

Punctul $O = (0,0,0, \dots, 0)$ reprezintă punctul care indică cea mai gravă situație.

Punctul $I = (1,1,1, \dots, 1)$ reprezintă cea mai mare realizare în toate dimensiunile.

IIF este măsurat prin distanța euclidiană inversă normalizată a punctului D_i față de punctul ideal $I = (1,1,1, \dots, 1)$.

Formula indicelui utilizată este:

$$IIF = 1 - \frac{\sqrt{(1 - d_1)^2 + (1 - d_2)^2 + \dots + (1 - d_n)^2}}{\sqrt{n}} \quad (2)$$

În funcție de valoarea IIF, țările sunt clasificate în trei categorii:

Interpretare IIF	
$0,5 < IIF \leq 1$	incluziune financiară ridicată;
$0,3 \leq IIF < 0,5$	incluziune financiară medie;
$0 \leq IIF < 0,3$	incluziune financiară scăzută.

Conform celor menționate în cadrul tabelului de mai sus, pentru o valoare a IIF cuprinsă în intervalul (0.5, 1] se poate spune că țara prezintă un nivel al incluziunii financiare ridicat, pentru o valoare a IIF cuprinsă în intervalul [0.3, 0.5) se poate confirma o incluziune financiară medie, iar pentru o valoare a IIF cuprinsă în intervalul [0, 0.3), țara are un nivel scăzut de incluziune financiară.

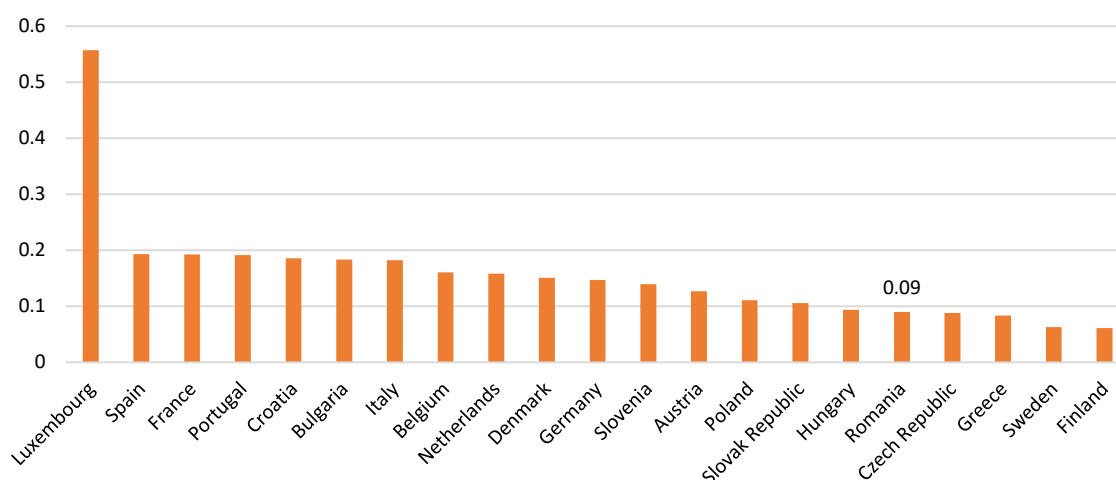
Prin urmare, indicele de incluziune financiară (IIF) este un indice multidimensional care captează informații despre diverse dimensiuni ale incluziunii financiare într-o singură cifră între 0 și 1. O valoare apropiată de 0 denotă absența completă a incluziunii financiare, iar o valoare cât mai apropiată de 1 indică includerea financiară completă într-o economie.

Ținând cont de disponibilitatea datelor oferite de FMI și pentru a cuprinde cât mai multe dimensiuni în cadrul cercetării, s-a decis construirea indicelui de incluziune financiară pentru finalul anului 2020.

S-a aplicat metodologia propusă de Sarma (2008) atât pentru sectorul bancar, cât și la nivelul piețelor financiare-nebancare, ceea ce a permis încorporarea informațiilor despre cât mai multe aspecte (dimensiuni) posibile ale incluziunii financiare.

Atenția a fost îndreptată către studierea incluziunii pentru sectoarele financiare bancare și nebancare, scopul principal fiind acela de a identifica în raport cu diferite țări, nivelul de incluziune financiară al României. În cele ce urmează, calculul indicelui de incluziune va cuprinde atât o parte a segmentului bancar, cât și a sectorului financiar nebancar.

Figura 30 Indice de incluziune financiară – 2020 pentru piețele financiare bancare & nebancare (piața de asigurări, piața pensiilor private și OPCVM)



Sursa: calcule ASF, IMF, OECD, EFAMA, EIOPA, Eurostat

Conform graficului de mai sus, în cadrul IIF calculat pentru piețele financiare bancare & piața de asigurări, piața pensiilor private și OPCVM s-au luat în considerare următoarele țări: Luxemburg, Spania, Franța, Portugalia, Croația, Bulgaria, Italia, Belgia, Olanda, Danemarca, Germania, Slovenia, Austria, Polonia, Republica Slovacă, Ungaria, România, Republica Cehă, Grecia, Suedia și Finlanda. Dintre țările selectate, România se poziționează în partea inferioară a clasamentului, cu o valoare a indicelui de 0,09, fiind considerată, prin urmare, o țară cu un nivel de incluziune financiară scăzut. Așa cum s-a prezentat anterior, această valoare scăzută poate fi explicată pe fondul unei dimensiuni încă foarte reduse a piețelor financiare-nebancare la nivelul României, unde ponderea activelor totale în PIB la finalul anului 2020 era de 13,57% din PIB, în timp ce ponderea sectorul bancar era de 57,51% din PIB.

În calculul indicelui de incluziune aferent pieței nebancare s-au luat în considerare următoarele dimensiuni ale incluziunii:

- numărul sucursalelor băncilor comerciale la 100.000 de adulți;
- număr de ATM la 100.000 de adulți;
- gradul de penetrare în asigurări;
- total active din planurile de pensii finanțate și private, ca% din PIB;
- total OPCVM active nete, ca % din PIB.

Un alt calcul al indicelui de incluziune financiară se regăsește în graficul de mai jos, unde s-a pus în evidență dimensiunea piețelor financiare bancare și a pieței de asigurări la finalul anului 2020. De această dată, s-a încercat cuprinderea unui număr mai mare de țări, IIF calculat pentru piețele financiare bancare și pentru piața de asigurări, luându-se în considerare țările: Austria, Belgia, Bulgaria, Croația, Cipru, Republica Cehă, Danemarca, Estonia, Finlanda, Franța, Germania, Grecia, Ungaria, Islanda, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburg, Malta, Olanda, Norvegia, Polonia, Portugalia, România, Republica Slovacă, Slovenia, Spania și Suedia.

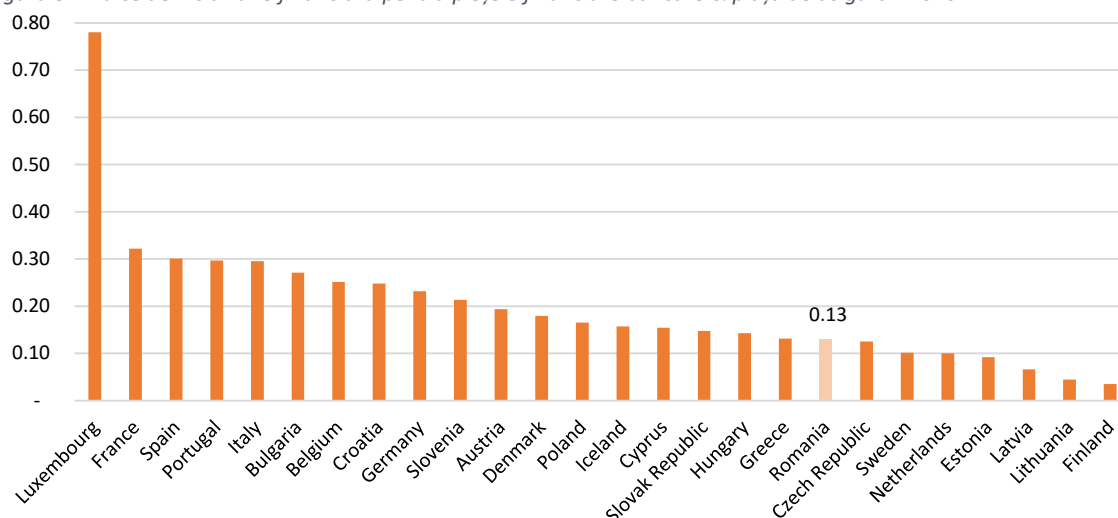
Dimensiuni pentru calculul IIF sunt:

- numărul sucursalelor băncilor comerciale la 100.000 de adulți;
- număr de ATM la 100.000 de adulți;
- gradul de penetrare în asigurări.

La nivelul României, sectorul pieței de asigurări este cel mai mic dintre toate cele trei piețe financiare nebancare din punct de vedere al dimensiunii activelor totale în PIB, la finalul anului 2020 înregistrând o pondere de 2,25%. Activele sectorului asigurări-reasigurări erau la finalul anului 2019, în cuantum de 22,2 miliarde de lei, fiind în creștere față de anul 2014 (18,7 miliarde de lei). În schimb, se constată o creștere în anul 2020 a dimensiunii sectorului de asigurări-reasigurări (2,25%) față de anul 2019 (2,10%).

Piața de asigurări din România este dominată de segmentul asigurărilor generale, care reprezintă aproximativ 79% (S1 2021) din totalul primelor brute subscrise. Aceasta este o caracteristică specifică pieței de asigurări din România, cele din cadrul altor țări europene fiind constituite preponderent din asigurări de viață.

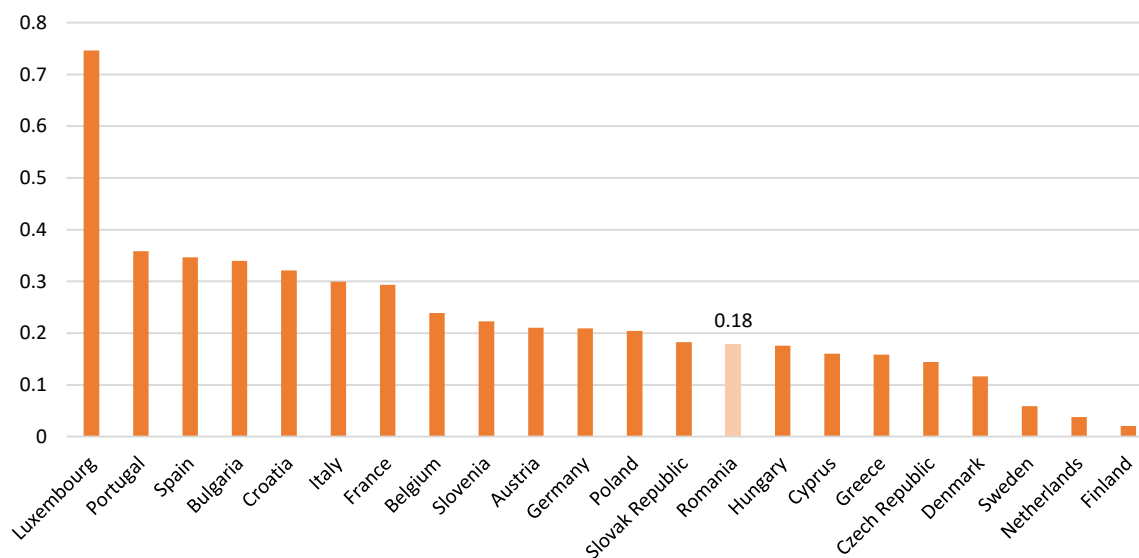
Figura 31 Indice de incluziune financiară pentru piețele financiare bancare & piața de asigurări 2020



Sursa: calcule ASF, IMF, EIOPA, Eurostat

Conform celor prezentate mai sus, România înregistrează la finalul anului 2020 o valoare a indicelui de incluziune de 0,13 (calculat strict în funcție de dimensiunea pieței bancare și a pieței de asigurări). Conform metodologiei de calcul al indicelui, România se clasează în grupul țărilor cu un nivel scăzut al incluziunii financiare.

Figura 32 Indice de incluziune financiară (IIF) – Piețelor financiare bancare & OPCVM 2020

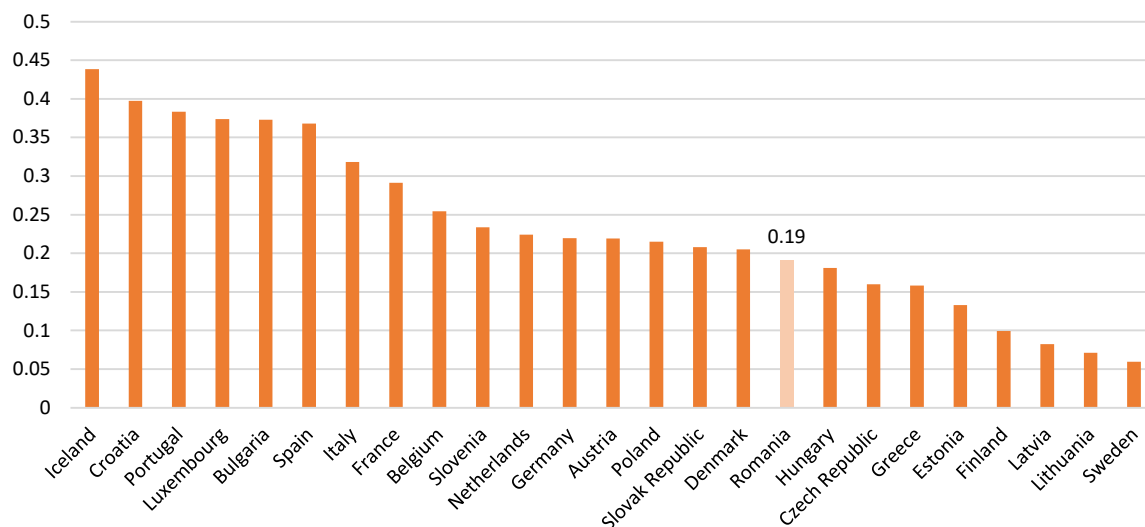


Sursa: calcule ASF, IMF, EFAMA, Eurostat

Dimensiuni pentru calculul IIF - Piețelor financiare bancare și OPCVM 2020 sunt :

- numărul sucursalelor băncilor comerciale la 100.000 de adulți;
- număr de ATM la 100.000 de adulți;
- total OPCVM active nete, ca % din PIB.

Figura 33 Indice de incluziune financiară (IIF) – Piețelor financiare bancare & pensii private 2020



Sursa: calcule ASF, IMF, OECD, EFAMA, Eurostat

Dimensiuni pentru calculul IIF- Piețelor financiare bancare și pensii private 2020 sunt:

- numărul sucursalelor băncilor comerciale la 100.000 de adulți;
- număr de ATM la 100.000 de adulți;
- total active din planurile de pensii finanțate și private, ca% din PIB.

Atât pentru IIF calculat pentru piața de capital (0,18), cât și pentru piața pensiilor private (0,19) valoarea acestuia se poziționează în grupul țărilor cu un nivel scăzut de incluziune financiară. Includerea financiară este un element cheie al dezvoltării economice și al reducerii sărăciei și poate fi, de asemenea, o modalitate de prevenire a excluderii sociale. De aceea, creșterea incluziunii financiare sau reducerea excluderii financiare involuntare scade inegalitatea veniturilor. Pentru a reduce în continuare inegalitatea veniturilor, trebuie luate mai multe măsuri pentru a combate excluderea financiară a grupurilor cu venituri mici din serviciile financiare.

În plus, se afirmă că dimensiunea sectorului financiar nebanca este strâns corelată cu nivelul de incluziune financiară al unei țări. Prin urmare, un nivel redus ca mărime al piețelor de asigurări, de capital și de pensiilor private va conduce, în mod automat, către un nivel de acces scăzut la produse și servicii financiare pentru anumite clase sociale ale populației, determinând o rată foarte redusă a incluziunii financiare.

Includerea financiară poate avea o contribuție semnificativă la creșterea și reducerea sărăciei și inegalității, în special prin oferirea de acces gospodăriilor și firmelor la resursele necesare pentru a finanța consumul și investițiile și pentru a se asigura împotriva șocurilor. În plus, incluziunea financiară poate favoriza forța de muncă, contribuind, la rândul său, la creșterea veniturilor guvernamentale și la consolidarea sistemului de securitate socială.

2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebancaire

2.1. Principalele vulnerabilități și riscuri ale sectoarelor financiare nebancaire europene identificate de către autoritățile de supraveghere

Cea mai recentă evaluare a riscurilor sistemului financiar din UE efectuată de ESA³ subliniază o creștere a vulnerabilităților din sectorul financiar ca urmare a efectelor secundare ale măsurilor autorităților publice de sprijin prin prisma crizei COVID-19, cum ar fi acumularea datoriilor și presiunea asupra prețurilor activelor. Așteptările privind creșterea inflației și a randamentelor, precum și asumarea sporită de riscuri de către investitori și problemele de interconexiune financiară, ar putea adăuga presiuni asupra sistemului financiar.

Sectorul financiar este, de asemenea, din ce în ce mai mult expus riscului cibernetic, atacurile de acest tip având loc mai des decât în alte sectoare, în timp ce, în economia digitală, infractorii cibernetici dezvoltă noi tehnici de exploatare a vulnerabilităților. Instituțiile financiare au trebuit să își adapteze rapid infrastructura tehnologică în timpul pandemiei, situația sanitară actuală acționând ca un catalizator pentru o transformare digitală mai largă.

Materializarea riscurilor determinate de unele evenimente particulare (cum ar fi GameStop, Archegos, Greensill), precum și creșterea prețurilor și a volumelor tranzacționate de active crypto ridică semne de întrebare cu privire la comportamentul investitorilor orientat spre asumarea riscurilor și la posibila exuberanță a pieței.

Piața valorilor mobiliare din UE

Conform Raportului privind trendurile, riscurile și vulnerabilitățile piețelor de valori mobiliare din UE4, elaborat de ESMA, piețele de valori mobiliare din UE au continuat să își revină în prima jumătate a anului 2021, prețurile instrumentelor financiare fiind la același nivel sau mai mari decât nivelurile pre-pandemie, pe măsură ce perspectivele economice globale s-au îmbunătățit în contextul lansării vaccinului COVID-19 și pe fondul sprijinului politicilor publice. Riscurile pentru investitorii instituționali și de retail au rămas în continuare ridicate, ca urmare a unor posibile corecții ale piețelor de capital. Tendințele actuale ale pieței trebuie să se mențină pentru o perioadă îndelungată de timp pentru a se putea relaxa perspectivele legate de riscuri. Gradul în care vulnerabilitățile actuale ale piețelor de capital din UE se vor materializa depinde de așteptările pieței privind continuarea sprijinului politicii monetare și fiscale, precum și de ritmul redresării economice și de estimările legate de evoluția inflației.

În primul semestru al anului 2021, piețele de acțiuni și-au continuat trendul ascendent, atingând prețurile înregistrate în perioada ante-COVID-19. Cu toate acestea, comparativ cu SUA și alte piețe dezvoltate, recuperarea piețelor de acțiuni a UE se manifestă într-un ritm mai lent. Piețele de instrumente financiare cu venit fix au prezentat, de asemenea, evaluări ridicate pe fondul sprijinului continuu al politicii monetare și îmbunătățirii perspectivei economice. Per total, randamentele obligațiunilor suverane au crescut în contextul recuperării economice și a presiunilor inflaționiste, ceea ce a condus la vânzări pe piețele de obligațiuni globale. Obligațiunile corporative cu randament ridicat

³ Raportul comun ESAs privind evaluarea riscurilor sistemului financiar din UE, Septembrie 2021

⁴ Raportul privind trendurile, riscurile și vulnerabilitățile piețelor de valori mobiliare din UE, Septembrie 2021

au câștigat valoare de piață într-un ritm accentuat, evidențiindu-se un comportament orientat spre risc al investitorilor. Cu toate acestea, sprijinul monetar masiv împreună cu datele economice optimiste au contribuit la menținerea unor costuri reduse de împrumut și la favorizarea unor evaluări de piață mai mari.

În concordanță cu prețurile ridicate ale acțiunilor, piețele primare de capital au consemnat niveluri record de emisiuni, atât sub formă de oferte publice inițiale, cât și de oferte secundare. Emisiunile totale de acțiuni au atins niveluri record în semestrul I al anului 2021 (aproximativ 93 miliarde euro), fiind comparabile cu cele din anul 2014. Piețele de oferte publice inițiale (IPO) au atras capital în valoare de peste 30 mld euro din 180 de tranzacții, suma încasată în semestrul I 2021 depășind-o cu 138% pe cea din întreg anul 2020. Creșterea IPO-urilor reflectă o cerere mare de emisiuni după o activitate redusă în ultimii 2 ani. Cea mai mare parte a activității IPO-urilor a fost concentrată în sectoarele IT și bunuri de consum, domeniile care au beneficiat de schimbările structurale din economie în contextul pandemiei COVID-19. Emisiunile pe piețele de instrumente financiare cu venit fix au fost de asemenea ridicate, calitatea medie a emisiunilor rămânând stabilă la obligațiunile cu rating BBB. Evoluția ascendentă pe piața obligațiunilor se traduce în niveluri superioare ale datoriei corporative, indicând riscuri de sustenabilitate a datoriei pe termen mediu și lung.

În ceea ce privește fondurile de investiții, fondurile de acțiuni au depășit celelalte tipuri de fonduri în semestrul I al anului 2021, atât în termeni de flux de capital, cât și de performanță, rezultând o creștere anuală de 40% a activelor aflate în administrare. Majoritatea fondurilor de investiții au beneficiat de intrări de capital în semestrul I 2021, cu excepția fondurilor monetare, ilustrând preferința investitorilor pentru asumarea unor riscuri mai ridicate. În general, riscurile au rămas ridicate pe piața fondurilor de investiții, cu o creștere a riscului de credit, în condițiile în care impactul pandemiei COVID-19 asupra solvabilității companiilor se reflectă în calitatea portofoliilor fondurilor. Riscul de lichiditate reprezintă o îngrijorare pentru anumite fonduri de obligațiuni, în condițiile în care deținerile de numerar au scăzut. Riscul de durată reprezintă o altă preocupare pentru fondurile de obligațiuni, care le-ar putea expune la șocuri de credit și de dobândă sau ar putea exacerba riscul de lichiditate într-un mediu de stres, având în vedere faptul că investitorii au compensat randamentele scăzute prin creșterea duratei portofoliului lor (cu un an din 2016, până la 7 ani). În schimb, fondurile monetare și-au majorat rezervele de lichiditate de la apariția crizei sanitare, dar rămân o preocupare pentru autoritățile de reglementare din cauza vulnerabilităților lor structurale. Sectorul fondurilor de investiții alternative s-a menținut stabil atât în ceea ce privește dimensiunea cât și riscurile.

Încrederea investitorilor a crescut, influențată de dinamica pozitivă a prețurilor instrumentelor financiare, deși se mențin incertitudinile legate de impactul economic al pandemiei COVID-19. Expansiunea tranzacțiilor de retail în timpul pandemiei COVID-19 a fost determinată de o serie de factori, cum ar fi economisirea ridicată din cauza constrângerii consumului, volatilitatea ridicată care a încurajat speculațiile și prețurile joase din trimestrul I al anului 2020, când a izbucnit pandemia COVID-19. Aceștia li se adaugă și inovația, cum ar fi noile platforme online și mobile de tranzacționare, care oferă servicii de investiții convenabile și ușor de utilizat. În UE, noile aplicații de tranzacționare se promovează ca oferind investiții fără comisioane, urmând un model de afaceri care a devenit comun în SUA. Multe includ funcții similare jocurilor pe calculator pentru a încuraja participarea consumatorilor. Pe lângă furnizarea unui acces instantaneu și convenabil la piețele financiare, tehnologia susține și noi tipuri de tranzacții de retail. În special, în primul trimestrul al anului 2021, a fost observată "tranzacționarea socială", în care investitorii de pe platformele pot partaja strategiile

de tranzacționare (fie direct pe platformă, fie prin intermediul altor forumuri online). Forumurile online de discuții acționează ca un mijloc pentru partajarea opiniilor investitorilor și, în unele cazuri, pentru coordonarea comportamentelor în anumite moduri. Aceste tendințe ridică, în același timp, probleme legate de protecția consumatorilor.

Finanțele durabile au continuat să se extindă în Europa, după cum se reflectă în creșterea cu 20% a activelor investițiilor ESG și cu 40% a instrumentelor de credit durabile. Informările companiilor privind țintele de reducere a emisiilor "zero net" reprezintă un progres, dar sunt neuniforme și fără detalii. Indicii de acțiuni ESG au oferit o performanță mixtă comparativ cu indicii non-ESG. Prețurile acțiunilor firmelor de energie regenerabilă au crescut semnificativ în ultimii 2 ani, în ciuda unor rentabilități similare cu cele ale firmelor care produc combustibili fosili. Obligațiunile verzi continuă să domine piața obligațiunilor ESG, în timp ce emisiunile de obligațiuni sociale au accelerat. Inovația poate sprijini finanțarea durabilă prin abordarea deficitelor de date ESG prin intermediul soluțiilor de tehnologie financiară (FinTech).

Stabilirea unor obiective de reducere a emisiilor de carbon reprezintă o modalitate utilă a firmelor de a semnaliza intenția de a-și reduce amprenta de carbon. Cu toate acestea, momentan, acestea nu reprezintă o sursă de informații de încredere, deoarece conțin ținte diferite, definiții neuniforme și perimetre diferite ale companiilor. În plus, obiectivele actuale vizează niveluri de emisii mult mai ridicate față de obiectivele Acordului de la Paris și sunt destul de rare: doar 10% din companiile listate la bursele din UE au publicat intenția lor cu privire la atingerea unor diverse ținte de neutralitate climatică. În sectorul financiar, reducerea emisiilor de carbon înseamnă retragerea din sectoarele cu consum intens de carbon. Totodată, reducerea emisiilor de carbon presupune investiții în noi tehnologii, cu incertitudini mari cu privire la rezultat. Aceste tendințe au implicații semnificative pe termen lung în ceea ce privește alocarea capitalului, modelele de afaceri și administrarea riscurilor.


























Digitalizarea și utilizarea noilor tehnologii și-au păstrat trendul ascendent, stimulate de impactul COVID-19 dar și de necesitatea de a satisface noile așteptări ale consumatorilor. Această schimbare a condus la îmbunătățirea eficienței firmelor și rezultate mai bune pentru utilizatorii de servicii financiare, dar generează provocări pentru autoritățile de reglementare, inclusiv în ceea ce privește securitatea, gestionarea datelor și competiția.

Tabloul de bord privind inovația financiară, întocmit de ESMA, indică următoarele riscuri și vulnerabilități:

- Activele cripto – volatilitatea ridicată a prețurilor și funcționarea preponderent în afara cadrului actual de reglementare al UE ridică probleme de protecție a investitorilor. Regulamentul privind piețele criptoactivelor (MiCA) intenționează să abordeze aceste riscuri.
- Distributed Ledger Technology (DLT) – au potențialul de a îmbunătăți eficiența firmelor și rezultatele consumatorilor, dar aplicațiile sunt încă limitate. Problemele legate de scalabilitate, interoperabilitate și reziliența cibernetică necesită monitorizarea evoluțiilor DLT. Alte provocări includ anonimitatea precum și probleme de guvernare și confidențialitate.
- Inteligența artificială, învățarea automatizată și volume mari de date – adoptarea inteligenței artificiale și a volumelor ridicate de date sprijină firmele de servicii financiare să devină mai eficiente și, astfel, generează o scădere a costurilor pentru investitori. Apar însă riscuri operaționale, precum și riscurile legate de capacitatea de înțelegere a recomandărilor și strategiilor bazate pe inteligența artificială.

- Serviciile cloud și digitalizarea – pandemia COVID-19 a accelerat adoptarea serviciilor cloud și a digitalizării, dar apar riscuri de concentrare și nevoia unei reziliențe operaționale digitale.
- Folosirea tehnologiei în activitățile de reglementare și supraveghere (RegTech și SupTech) - poate reduce anumite riscuri, cum ar fi în cazul monitorizării practicilor de abuz de piață prin utilizarea unor instrumente de învățare automată.
- Finanțarea participativă (crowdfunding)- îmbunătățește accesul la finanțare pentru start-upuri și alte afaceri mici, dar proiectele finanțate au o rată inerentă de eșec. Anonimatul relativ al investițiilor poate crește potențialul de fraudă.
- Platformizarea – modele de platforme digitale care oferă diverse servicii și produse financiare pot reduce barierele de investiții pentru publicul larg. În același timp, utilizarea pe scară largă a serviciilor automatizate, colectarea datelor cu caracter personal pentru a adapta ofertele și anonimatul platformelor poate prezenta riscuri pentru protecția investitorilor.

Tabelul 7 Tabloul riscurilor pe piețele de valori mobiliare din UE, ESMA

Principalele riscuri							
Segmente de risc	Nivel		Categoriile de risc	Nivel		Surse de risc	Perspectivă
		Perspectivă			Perspectivă		
În general, misiunea ESMA			Lichiditate			Mediul macroeconomic	
Piețele de valori mobiliare			Piață			Rata dobânzii	
Infrastructuri și servicii			Contagiune			Piețele datorilor suverane ale UE	
Administrarea activelor			Credit			Înteruperi ale infrastructurii	
Investitorii			Operațional			Riscuri politice și de eveniment	

Sursa: Raportul privind trendurile, riscurile și vulnerabilitățile piețelor de valori mobiliare din UE, Septembrie 2021

Piața asigurărilor din UE

Tabloul riscurilor pentru piața asigurărilor din Europa⁵, întocmit de EIOPA, arată că nivelurile de risc pentru sectorul european al asigurărilor au rămas, în general, constante.

- Riscurile macroeconomice s-au menținut la nivel ridicat, pe fondul revizuirii ascendente a prognozelor legate de inflație. Ratele swap pe 10 ani au scăzut ușor de-a lungul valurilor în al treilea trimestru al anului 2021, în timp ce rata șomajului continuă tendința descrescătoare. Politicile monetare au rămas acomodative.
- Riscurile de credit s-au păstrat la nivel mediu, în contextul sprijinului fiscal și monetar. Spread-urile CDS au rămas la niveluri scăzute, stabile comparativ cu evaluările precedente. Calitatea

⁵ Tabloul riscurilor pe piața europeană a asigurărilor, EIOPA, octombrie 2021

investițiilor societăților de asigurări s-a deteriorat ușor precum și ponderea investițiilor cu rating scăzut. Riscurile de piață s-au menținut la nivel mediu, piețele de acțiuni și obligațiuni fiind relativ stabile. Investiția mediană în acțiuni a continuat să crească ușor.

- Riscurile de rentabilitate și solvabilitate au rămas constante la nivel mediu, cu pozițiile de solvabilitate ale companiilor solo de asigurări de viață și generale deteriorându-se ușor. În același timp, rata SCR pentru grupuri a continuat să se îmbunătățească. Având în vedere randamentele ridicate obținute în primele două trimestre ale anului, indicatorii de rentabilitate au înregistrat o îmbunătățire. Rata combinată netă a consemnat o scădere.
- Riscurile de asigurare s-au situat la un nivel mediu, primele anuale pentru asigurările generale înregistrând o redresare semnificativă de la începutul anului 2020. În mod similar, dinamica pozitivă a primelor pentru asigurările de viață s-a menținut pentru al doilea trimestru consecutiv.
- Riscurile climatice s-au plasat la nivel mediu, cu riscurile fizice îmbunătățindu-se ușor. Rata daunelor din catastrofe a avut o tendință descendentă comparativ cu trimestrul anterior, dar nu încorporează impactul potențial negativ al inundațiilor din Europa din vara anului 2021.

Tabelul 8 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, octombrie 2021

	Riscuri	Nivel	Trend (ultimele 3 luni)	Perspective ⁶ (următoarele 12 luni)
1.	Riscuri macroeconomice	Ridicat		
2.	Riscuri de credit	Mediu		
3.	Riscuri de piață	Mediu		
4.	Riscuri de lichiditate și finanțare	Mediu		
5.	Profitabilitate și solvabilitate	Mediu		
6.	Interconexiuni și dezechilibre	Mediu		
7.	Riscuri de asigurare (subscriere)	Mediu		
8.	Percepțiile pieței	Mediu		
9.	Riscuri legate de factorii ESG	Mediu		

Sursa: Tabloul riscurilor pe piața asigurărilor din UE, EIOPA, Octombrie 2021

Raportul privind stabilitatea financiară a pieței europene de asigurări⁷ indică o scădere a primelor brute subscrise pentru asigurările de viață și o creștere pentru asigurările generale în anul 2020. Profitabilitatea investițiilor s-a deteriorat, în mare parte, din cauza evoluțiilor negative ale piețelor financiare din prima jumătate a anului 2020. Ca o consecință a măsurilor de lockdown și a restricțiilor de călătorie la nivelul UE, a avut loc o diminuare a numărului de cereri de despăgubiri pentru compensarea muncitorilor și pentru activitățile de transport. În schimb, au crescut cererile de despăgubire pentru incendii și alte daune materiale și pentru asigurările de răspundere civilă. Ratele de solvabilitate pentru asigurările generale au rămas robuste de-a lungul anului, în timp ce pozițiile de

⁷ Raportul privind stabilitatea financiară, EIOPA, iulie 2021

capital pentru asigurătorii de viață s-au deteriorat în prima jumătate a anului 2020 și apoi și-au revenit ușor.

Sectorul de reasigurare a fost expus unor incertitudini semnificative și, în plus, anul 2020 a fost marcat de numeroase dezastre naturale. În acest context, sectorul de reasigurare prezintă semne de deteriorare, cu o reducere a primelor brute subscrise pentru reasigurările de viață și o înrăutățire a profitabilității pentru reasigurările generale. Pozițiile de capital ale reasigurătorilor au scăzut în prima jumătate a anului 2020, dar apoi și-au revenit parțial la sfârșitul anului. În perspectivă, probabilitatea unei frecvențe și severități mai mari ale dezastrelor naturale combinată cu o potențială reducere a gradului de acoperire din reasigurare, ca urmare a potențialelor pierderi din pandemie, ar putea genera implicații negative pentru piața UE de reasigurare, inclusiv un deficit de protecție.

Riscul climatic rămâne unul din punctele relevante pentru piața asigurărilor și pensiilor, factorii de mediu, sociali și de guvernanță (ESG) modelând din ce în ce mai mult deciziile de investiții ale asigurătorilor și fondurilor de pensii din UE, dar afectând în același timp și subscrierea acestora. În condițiile în care pierderile cauzate de catastrofele naturale în 2020 sunt semnificativ mai mari decât în anul precedent, evenimentele meteorologice extreme continuă să exercite o presiune semnificativă asupra societăților de asigurări generale și se așteaptă ca acestea să devină mai frecvente și mai severe din cauza schimbărilor climatice.

Sectorul asigurărilor poate juca un rol semnificativ în creșterea capacității de protecție împotriva schimbărilor climatice, în condițiile în care produsele de asigurări ar putea fi utilizate ca mecanisme de transfer al riscului pentru a absorbi pierderile financiare legate de evenimentele climatice. În prezent, sunt asigurate doar 35% din pierderile totale cauzate de condițiile meteorologice extreme și evenimentele climatice din Europa. Pentru a aborda acest deficit de protecție, Comisia Europeană propune monitorizarea și promovarea ratelor de penetrare a asigurărilor în statele membre.

În calitate de investitori pe termen lung, societățile de asigurări au potențialul de a contribui la tranziția către o economie cu un nivel redus de carbon. Pe de o parte, asigurătorii incorporează riscuri în activitățile de subscriere și investiții ca parte a abordării bazate pe factorii de mediu, sociali și de guvernanță, iar pe de altă parte investesc în active verzi. Până în 2020, societățile de asigurări și fondurile de pensii au fost interesate de piața obligațiunilor verzi în calitate de investitori, estimându-se că societățile de asigurări din UE dețin până la 30% din aceste instrumente financiare. Această perspectivă s-a schimbat începând cu 2020, când (re)asigurătorii au devenit emitenți de obligațiuni verzi. Acest interes pentru activele financiare verzi este stimulat de doi factori: în primul rând randamentele ridicate și în al doilea rând tendința piețelor de a se angaja în proiecte ecologice.

Pe fondul aranjamentelor de telemuncă, atacurile cibernetice la adresa entităților din sectorul asigurărilor au crescut, iar autoritățile de supraveghere estimează o creștere a materialității riscurilor legate de digitalizare în perioada următoare. Datele statistice ale Băncii Reglementelor Internaționale arată că sectorul financiar s-a situat printre primele locuri în ceea ce privește munca de acasă și frecvența evenimentelor cibernetice în timpul pandemiei comparativ cu alte sectoare. Noile aranjamente de lucru practicate începând cu apariția pandemiei COVID-19 cresc riscul de securitate cibernetică pentru societățile de asigurări.

Totodată, prevalența crescută a riscului de securitate cibernetică ar putea stimula cererea de asigurări împotriva atacurilor cibernetice. Cererea ridicată pentru asigurările împotriva riscurilor cibernetice este determinată de creșterea frecvenței, severității și a costurilor incidentelor cibernetice, dar și de

Înăsprirea reglementărilor privind protecția datelor la nivel global. Se consideră că cererea ridicată de astfel de polițe va proveni din sectoarele cu activități mai expuse riscului cibernetic, cum ar fi sectorul sanitar și serviciile financiare, dar și de la persoane fizice.

2.2. Principalele vulnerabilități și riscuri la nivel național

În contextul actual macroeconomic vulnerabil, principalele riscuri evaluate la nivel ridicat din perspectiva stabilității financiare au fost:

- **riscul macroeconomic**, în creștere atât ca nivel, cât și ca tendință, din cauza menținerii incertitudinii globale, deteriorării unor indicatori macroeconomici (creșterea inflației și a datoriei), concomitent cu creșterea crizei energetice, cu noi blocaje în lanțurile de aprovizionare și posibile perioade de lockdown în contextul pandemiei COVID-19.
- **riscul de piață**, cu tendință de creștere, în contextul menținerii decuplării valorii activelor de fundamentele economice pe fondul creșterii contagiunii și a înrăutățirii perspectivelor macroeconomice.
- **riscul operațional**, din cauza creșterii atacurilor cibernetice pe piețele financiare.

Având în vedere posibilele perturbări în funcționarea economiei și a piețelor financiare care ar putea apărea într-un mediu caracterizat în continuare de nenumărate incertitudini și de înrăutățirea unor parametri macroeconomici, **riscul de credit** este în creștere, la un nivel mediu spre ridicat. Celelalte riscuri se mențin tot în această categorie: **riscul de lichiditate**, **riscul de solvabilitate** cu tendință de creștere și cu probabilitate în creștere de materializare, **riscul de profitabilitate**, a cărui tendință este tot de deteriorare.

Tabelul 9 Evaluarea riscurilor din perspectiva stabilității financiare

Descriere risc	Factori determinanți	Nivel risc	Tendință risc (1 an)	Probabilitate materializare risc (1 an)
Riscul macroeconomic	Menținerea incertitudinii la nivel național și global, deteriorarea unor indicatori macroeconomici (creșterea inflației și a datoriei), concomitent cu criza energetică, noi blocaje în lanțurile de aprovizionare și posibile perioade de lockdown în contextul pandemiei COVID-19.	5 – ridicat	↗	5 – peste medie
Riscul de piață	Menținerea riscului decuplării valorii activelor de fundamentele economice, pe fondul creșterii contagiunii, dar și a înrăutățirii perspectivelor macroeconomice.	5 – Ridicat	↗	4 – sub medie
Riscul de credit	Depinde de tabloul macroeconomic și de evoluția restricțiilor în contextul pandemiei. De asemenea, blocajele din lanțurile de	4 - Mediu spre ridicat	⇒	4 – sub medie

	aprovizionare împreună cu noi măsuri de lockdown pot fi factori agravanți.			
Riscul de lichiditate	Posibile scăderi pe piețele de acțiuni și de obligațiuni pot declanșa vânzări în lanț și solicitări de răscumpărări din fondurile de investiții, ceea ce va însemna amplificarea tensiunilor și șocurilor de pe piețe	4 - Mediu spre ridicat	⇒	4 – sub medie
Riscul de solvabilitate	Interconexiunile din economie pot antrena efecte de domino referitoare la onorarea obligațiilor de plată care duc la creșterea riscului de solvabilitate	4 – Mediu spre ridicat	↗	5 – peste medie
Riscul de profitabilitate	În contextul materializării riscului de întrerupere a unor lanțuri de distribuție ca urmare a restricțiilor pandemiei și a sectoarelor afectate mai sever	4 – Mediu spre ridicat	↗	5 – peste medie
Risc operațional	În contextul creșterii atacurilor cibernetice pe piețele financiare	5 - Ridicat	⇒	6 – Ridicată

Legendă:

În clasificarea **nivelului riscului**, a fost utilizată următoarea scală: 6 - foarte ridicat, 5 - ridicat, 4 - mediu spre ridicat, 3 - mediu spre scăzut, 2 - scăzut, 1 - nesemnificativ

În estimarea **tendinței**, a fost selectată una din următoarele valori: creștere, stagnare, scădere

În clasificarea riscurilor în funcție de **probabilitatea de apariție**, a fost utilizată următoarea scală: Risc cu probabilitate 1=nesemnificativă, 2=foarte redusă, 3=redusă, 4=sub medie, 5=peste medie, 6=ridicată, 7=foarte ridicată și 8=sigură.

Riscuri specifice pieței asigurărilor din România

Riscul macroeconomic

- Pandemia COVID-19 și mediul macroeconomic manifestat prin incertitudine și interes scăzut al investițiilor;
- Persistența impactului acestei crize asupra activităților economice și incertitudinile privind evoluțiile viitoare ale economiei naționale și nu numai, menținerea la un nivel sporit de atenție a riscurilor macroeconomice;
- În același timp, randamentele scăzute ale investițiilor din 2020 continuă și în 2021, acest lucru conducând la o reducere a veniturilor din investiții, punând astfel presiune asupra profitabilității societăților de asigurare. Pentru a aborda profitabilitatea scăzută, unele companii intenționează să reducă costurile și să își ajusteze modelele de afaceri care pot aduce amenințări la adresa sustenabilității modelelor de afaceri;

- În plus, venitul scăzut din investiții pentru companiile cu activități semnificative de asigurări de viață pe un interval de timp prelungit, poate fi un factor care limitează creșterea pătrunderii asigurărilor de viață;
- Lichiditatea scăzută a instrumentelor financiare și univers redus de investiții în acțiuni locale;
- Evoluția cursurilor de schimb expunând întreprinderile la creșterea riscului valutar;
- Concentrarea mare pe distribuția prin sistemul bancar;
- În anumite cazuri se percepe o concentrare semnificativă în ceea ce privește canalele de distribuție cu potențial risc de contagiune.

Grad ridicat de concentrare

- Presiunea pieței asupra prețurilor asigurărilor RCA, însoțită de o concentrare semnificativă și un număr ridicat de litigii;
- Asigurarea RCA este obligatorie și reprezintă o sursă stabilă de intrări de numerar pentru orice societate de asigurare. Există 8 societăți de asigurare pe piață care oferă RCA și concurează în principal pe bază de tarif. Cu toate acestea, concentrarea este foarte mare, deoarece doi jucători au avut o cotă de piață combinată aproape de 75%;
- În același timp, produsul se caracterizează prin perioade lungi de soluționare a daunelor și rate mari de pierdere, care creează presiune asupra profitabilității și solvabilității sectorului de asigurări în ansamblu;
- Totodată, a fost observată o creștere constantă a soldurilor creanțelor din recurs ale asigurătorilor CASCO în raport cu primii doi asigurători RCA. În plus, pentru o parte semnificativă a acestor creanțe stingerea are loc numai după ce asigurătorul creditor introduce o acțiune în justiție împotriva asigurătorului debitor. Această situație duce la un număr foarte mare de litigii care aduc costuri suplimentare pentru asigurătorii auto, ca de altfel și o povară financiară și blocajele pentru asigurătorii creditori din cauza întârzierilor semnificative în colectarea datoriilor;
- Din perspectiva volumului primelor brute subscrise, ponderea afacerilor de asigurări de viață în totalul pieței asigurărilor din România este la un nivel scăzut comparativ cu alte țări UE. România se află chiar înaintea penultimului loc la nivelul UE (pe baza datelor din 2019 publicate de EIOPA) în ceea ce privește ponderea segmentului asigurărilor de viață în sectorul total al asigurărilor. Mai mult, România s-a clasat pe ultimul loc în rândul țărilor UE din perspectiva primelor brute subscrise pe segmentul asigurărilor de viață pe cap de locuitor.

Riscul de profitabilitate

- În ceea ce privește asigurarea de garanții, unele societăți sunt limitate de un portofoliu cu un număr mic de polițe și daune mari. În plus, datele istorice disponibile din aceste portofolii nu sunt pe deplin relevante pentru evaluarea riscurilor curente din cauza volumului lor limitat și, de asemenea, în unele cazuri, din cauza modificărilor în procesul de subscriere, care au schimbat componența portofoliului;
- Societățile au, în medie, rate mari de pierdere, cu rate ridicate ale pierderilor așteptate pentru viitorul apropiat;
- Analizele efectuate în timpul subscrierii pot să nu fie suficiente pentru a surprinde riscul de daune ale clienților individuali;
- Mai multe provocări pot apărea în următorii ani, pe măsură ce insurtech-ul și startup-urile tehnologice continuă să redefească experiența clienților prin inovații. Creșterea fintech-ului,

schimbarea comportamentului consumatorilor și tehnologiile avansate forțază industria asigurărilor și determină nevoia de investiții și presiune asupra costurilor bugetate.

Riscul legislativ

- Noul standard IFRS 17 „Contracte de asigurare” va intra în vigoare: conceput pentru a atinge obiectivul unei contabilități consecvente, bazat pe principii pentru contractele de asigurare, acest nou standard cere ca obligațiile de asigurare să fie măsurate la o valoare curentă de îndeplinire și să ofere o măsurare și o abordare de prezentare mai uniformă pentru toate contractele de asigurare. IFRS 17 redefinește calculul anumitor indicatori financiari și, prin urmare, stabilește un nou cadru pentru măsurarea performanței corporative. Este de așteptat ca majoritatea parametrilor de performanță să se schimbe considerabil în conformitate cu noul standard și, ca urmare, evaluările individuale ale performanței legate de aceste valori vor trebui reevaluate - în special la nivel executiv și de management;
- Directiva privind raportarea durabilității corporative („CSRD”): în aprilie 2021, Comisia Europeană (CE) a adoptat o propunere de CSRD care îmbunătățește radical cerințele de raportare existente ale Directivei UE de raportare nefinanciară. CSRD acoperă toate elementele relevante de mediu, sociale și guvernanta („ESG”) și urmărește creșterea investițiilor în activități cu adevărat durabile în întreaga UE. Schimbarea de reglementare declanșată de CSRD este substanțială, deoarece conducerea va trebui să certifice că a fost stabilit un cadru adecvat de risc și control care să protejeze și să governeze informațiile ESG raportate în cadrul CSRD. Realizarea acestei provocări semnificative suplimentare necesită din partea companiilor alocarea unor resurse în întreaga organizație (de exemplu finanțe, managementul riscului și operațiuni etc.).

Riscul cibernetic

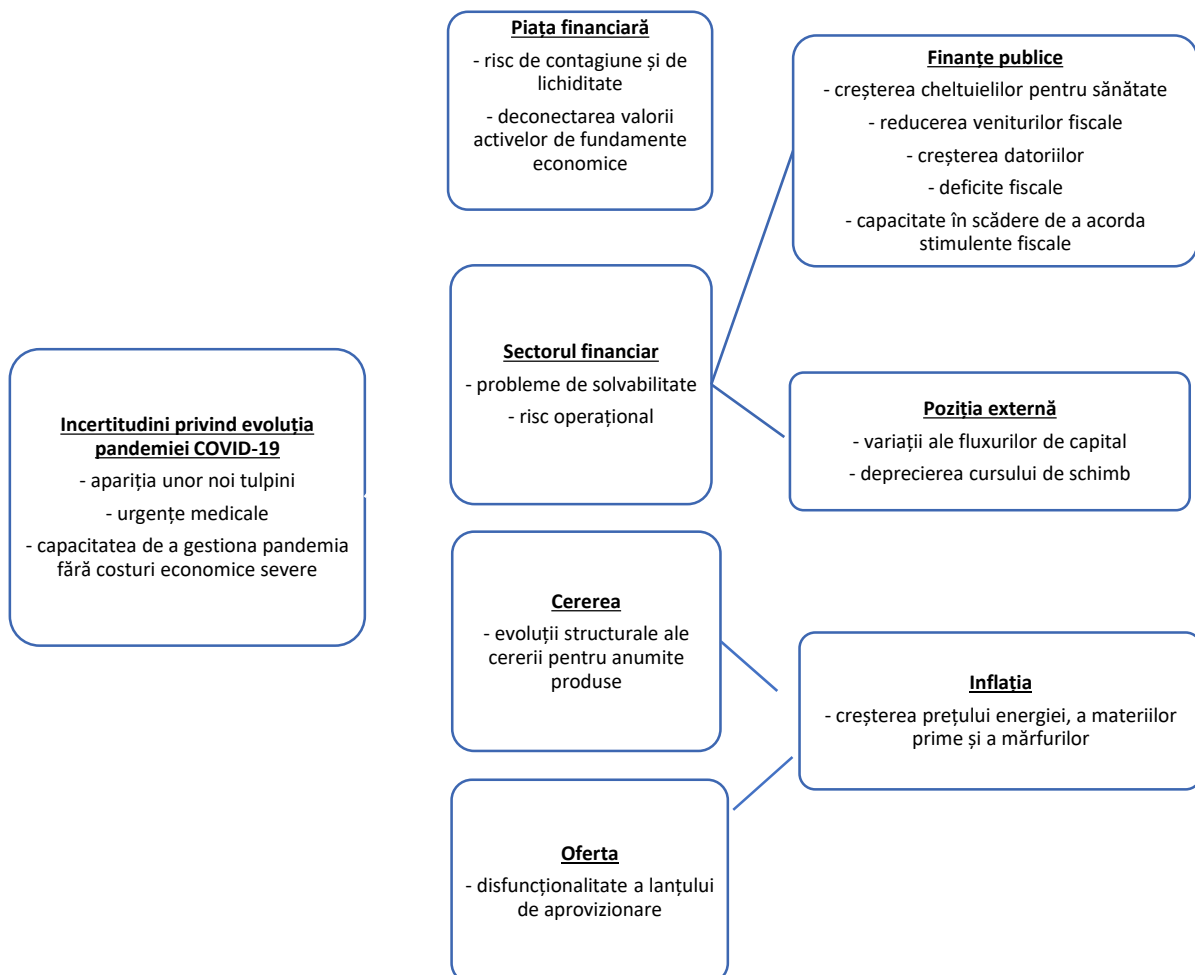
- Tehnologia a devenit din ce în ce mai mult un motor principal al transformării și creșterii afacerii. În această eră digitală și mai cu seamă după izbucnirea pandemiei de COVID-19, tehnologia este marele facilitator, introducând totodată tipuri complet noi de amenințări cibernetice. Riscul cibernetic sub formă de furt de date, conturi compromise, fișiere distruse sau sisteme dezactivate sau degradate este una din preocupările principale în prezent;
- Pentru a prospera într-un viitor digital, organizațiile au nevoie de o strategie solidă de risc cibernetic care le poate ajuta să devină sigure, vigilente și rezistente. Construirea rezistenței la riscul cibernetic în instituțiile financiare și în autoritățile de reglementare din întreaga lume este o prioritate în creștere rapidă. Societățile de asigurări ar trebui să se aștepte la un nivel tot mai mare de control din partea autorităților în ceea ce privește modul în care tratează riscul cibernetic și la o presiune mai mare pentru a demonstra că abordează în timp util preocupările emergente de reglementare.

3. Interconectarea piețelor financiare nebancaare

A existat o creștere a participării investitorilor de retail pe piețele financiare în cursul anului 2020 continuată în 2021, cu un număr mare de noi investitori care au început să tranzacționeze acțiuni pe platforme *fintech* pentru prima dată. Evoluția ar putea părea surprinzătoare deoarece pandemia COVID-19 a condus la creșterea gradului de incertitudine cu privire la dinamica activelor și a implicat efecte negative asupra bogăției.

Cel puțin unul dintre aceste efecte negative ar implica o cerere redusă pentru active riscante, așa cum ar fi acțiunile. Dacă menținem ipoteza piețelor slabe și eficiente, atunci creșterea observată a cererii pentru active riscante se explică cel mai bine prin existența unor investitori a căror tranzacționare se bazează mai degrabă pe analiza sentimentului comun decât pe analiza fundamentală. Costurile reduse de tranzacționare au ajutat la formarea cererii și la creșterea indicilor bursieri pe cele mai multe piețe bursiere.

Infograficul prezintă schematic răspândirea tensiunilor macro-financiare generate de COVID-19.



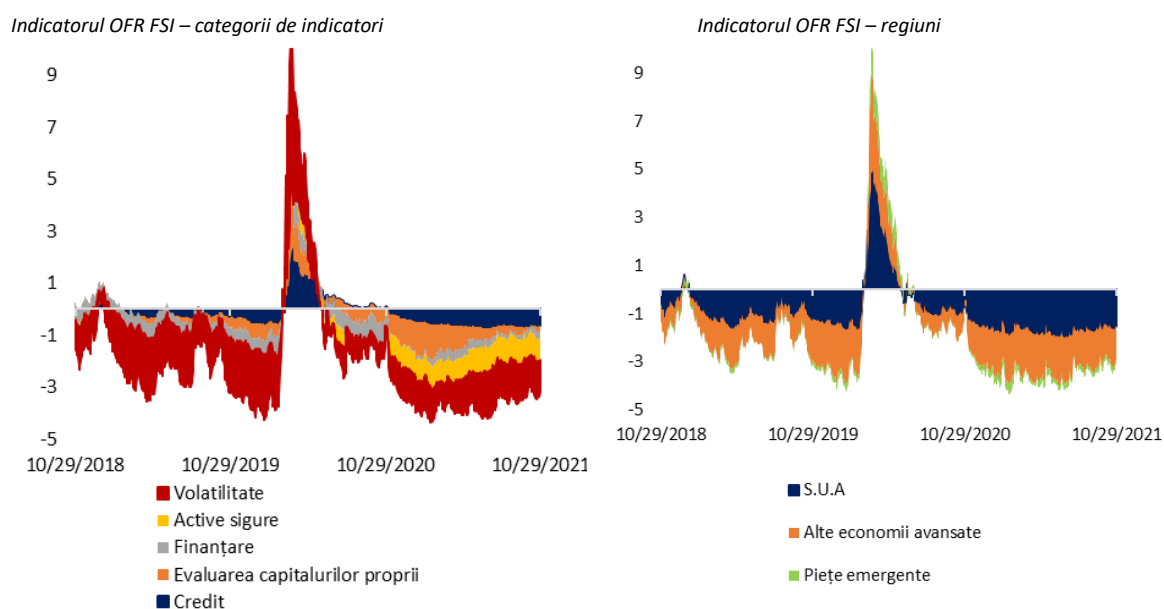
Decuplarea piețelor financiare de fundamentele economice poate genera bule speculative și conduce la creșterea riscului sistemic.

Creșterea economică rapidă însoțită de o creștere rapidă a inflației, precum și așteptările optimiste de creștere economică, au generat, alături de alți factori macrofinanciar, o creștere rapidă, susținută și cu mult peste media pe termen lung a cotațiilor activelor de pe piețele financiare.

3.1. Nivelul de stres în sistemul financiar

Biroul de Studii Financiare⁸ (OFR) a dezvoltat un indice de stres al sistemului financiar pentru a identifica vulnerabilitățile potențiale ale sistemului financiar, punctele slabe ale sistemului care pot genera, amplifica și transmite tensiuni pe piața financiară americană și/sau internațională. Stresul financiar poate fi surprins de modul în care variabilele se mișcă împreună în timp.

Figura 34 Indicator de stabilitate financiară pentru economia americană (OFR FSI)



Sursa: OFR, calcule ASF

Indicele de stres financiar (OFR FSI) oferă o imagine de ansamblu asupra nivelului de tensiune de pe piețele financiare globale. Indicele este construit din 33 de variabile ale pieței financiare și este pozitiv atunci când nivelurile de stres sunt peste medie și negativ dacă nu sunt înregistrate tensiuni la nivelul pieței financiare.

Valoarea OFR FSI într-o anumită zi este nivelul mediu ponderat al fiecărei variabile observate pe piață în acea zi, în raport cu istoricul acesteia. Indicele este zero atunci când această medie este zero, ceea ce sugerează că stresul este la nivel normal. Indicele este calculat după fiecare zi de tranzacționare din SUA.

Toate categoriile care compun indicele de stres financiar au cunoscut o tendință de scădere în primele trei trimestre din 2021, ceea ce arată că stabilitatea economică s-a îmbunătățit pentru toate

⁸ <https://www.financialresearch.gov/>

categoriile de indicatori. Din punct de vedere al distribuției geografice, Statele Unite ale Americii, economiile avansate (în principal, zona euro și Japonia), dar și piețele emergente, nu au înregistrat șocuri financiare și economice care să dezechilibreze piețele financiare.

Conform indicatorului CLIFS, care este un indice calculat de Banca Centrală Europeană pentru a măsura stresul financiar la nivel de țară, **România s-a caracterizat printr-o creștere a tensiunii financiare în primele trei trimestre din 2021.**

Creșterea indicelui de stres financiar pentru România este explicat de agravarea crizei sanitare, creșterea incertitudinii politice, lipsa măsurilor credibile și coerente, deteriorarea activității industriale, creșterea rapidă a inflației. Acești factori macrofinanciar au condus la o depreciere rapidă a monedei naționale.

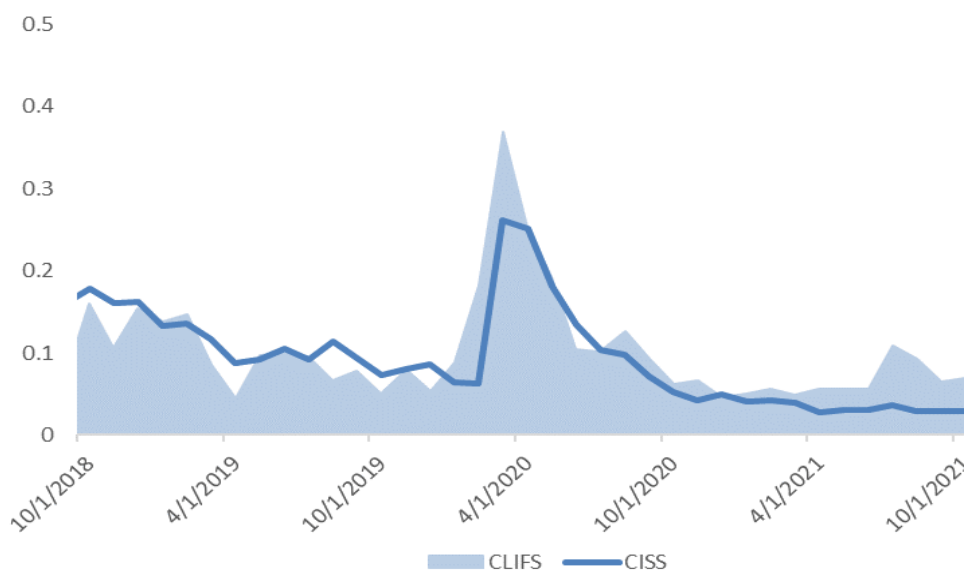
Situația economică cauzată de COVID-19 s-a agravat în trimestrul III. Numărul de infectări este în creștere, iar după numărul de decese pe cap de locuitor, România este prima țară din lume. În ciuda accesului la provizii suficiente, numărul de persoane vaccinate este scăzut, alimentat de o ezitare a populației de a se vaccina, ceea ce a determinat guvernul să vândă o parte din doze și să închidă centre de vaccinare. România are un nivel redus de vaccinare printre statele europene.

Creșterea ratei de politică monetară la 1,75% în 10 noiembrie 2021, precum și așteptările de creștere a acesteia, au temperat pe moment deprecierea leului. Cu toate că economia românească a cunoscut o creștere a gradului de stres financiar, agențiile de rating nu au scăzut evaluarea de țară pentru România, care a primit de la Uniunea Europeană o ancoră de stabilitate financiară sub forma programului PNRR.

În România, inflația și-a continuat tendința de creștere și în luna septembrie a ajuns la 6,3% , **cea mai ridicată valoare din ultimii 10 ani**, mult peste prognoza BNR de 5,6% pentru trimestrul IV, ca urmare a creșterii prețurilor la energie⁹. **România are nu doar cea mai mare inflație din ultimii 10 ani, dar și cea mai mare inflație din regiune.** Ca răspuns, BNR a crescut rata de politică monetară la 1,75%, iar o altă mărire de 0,5% este așteptată de piețele financiare pentru reducerea inflației.

⁹ Raport asupra inflației, noiembrie 2021, Banca Națională a României

Figura 35 Indicator de tensiune financiară – România (CLIFS)



Sursa: Banca Centrală Europeană

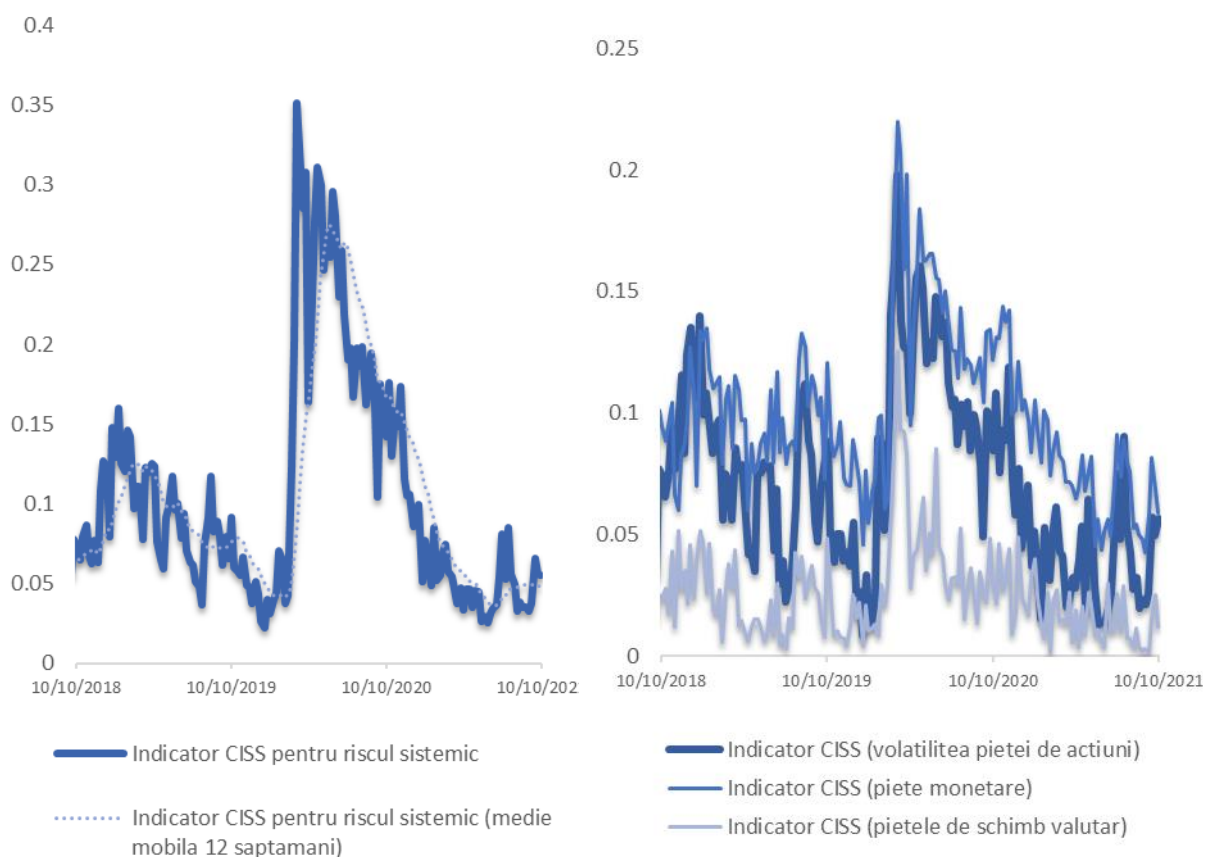
CISS¹⁰ este un indicator compozit pentru riscurile sistemice calculat de Banca Centrală Europeană. Indicatorul CISS este construit pentru a arăta măsura în care stresul financiar sistemic contribuie la instabilitatea financiară a piețelor europene. Acesta ia în calcul diferite sectoare ale sistemului financiar european: piețele de acțiuni și obligațiuni, schimb valutar și piețele monetare, etc. Valoarea indicatorului este constrânsă să se situeze în intervalul (0, 1) astfel încât valorile mai mari indică perioadele de stres financiar pentru piețele europene.

Indicatorul CISS pentru risc sistemic a cunoscut o triplare a volatilității în primul trimestru al anului 2020 pe fondul aprecierii bruște a sub-indicatorilor compoziți ca urmare a șocului provocat de pandemie. Banca Centrală Europeană a luat o serie de măsuri de creștere a lichidității care a contribuit la detensionarea climatului investițional.

Cu toate că în cel de al doilea trimestru din 2021 indicatorul CISS a înregistrat o tendință de scădere, **în trimestrul al III-lea, indicatorul a început să crească rapid pe fondul creșterii inflației și re-apariției problemelor economice cauzate de continuarea pandemiei COVID-19.**

¹⁰ CISS - Composite Indicator of Systemic Stress

Figura 36 Indicator CISS pentru riscul sistemic



Sursa: Banca Centrală Europeană, ASF

Sub-indicatorii CISS care măsoară volatilitatea pieței de acțiuni, obligațiuni și schimb valutar au avut o tendință de creștere în cel de al treilea trimestru din 2021.

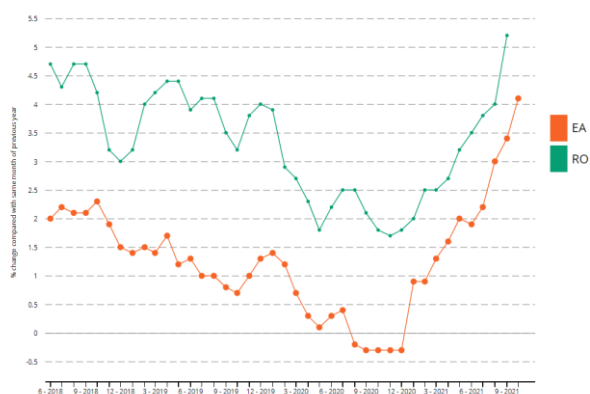
În august, inflația din zona euro s-a situat la 3%, depășind semnificativ pragul de 2% pe care Consiliul Guvernatorilor Băncii Centrale Europene (BCE) l-a definit ca noua sa țintă de inflație pe termen mediu.

Inflația mare scade puterea de cumpărare și reduce salariile și veniturile din dobânzi în termeni reali. Ratele reale ale dobânzilor la depozitele de economii din România sunt în continuare vizibil negative. Diferențialul de inflație dintre România și țările din zona euro erodează competitivitatea economiei.

Aceste evoluții sunt un alt factor care impulsionează investițiile pe piețele financiare, contribuind la creșterea peste așteptări a indicilor bursieri.

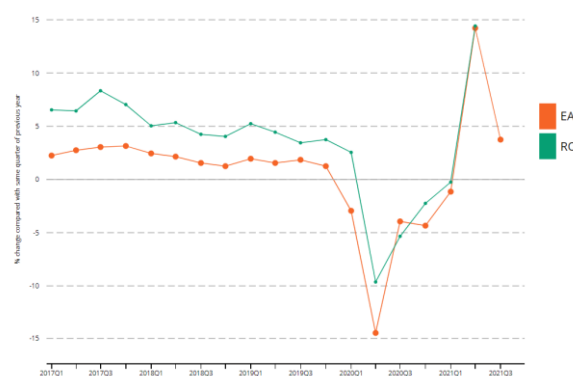
În graficele următoare sunt prezentate evoluțiile principalilor indicatori macroeconomici pentru România și zona euro.

Figura 37 Inflație (y-o-y)



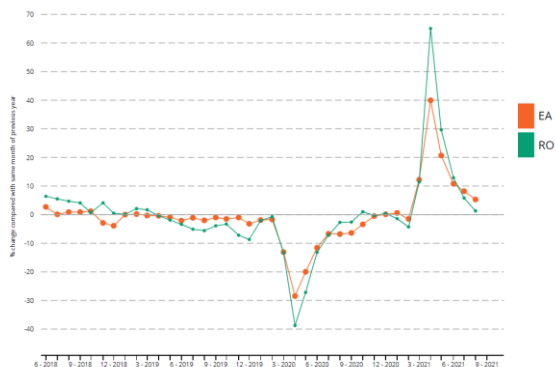
Sursa: Eurostat

Figura 38 PIB (y-o-y)



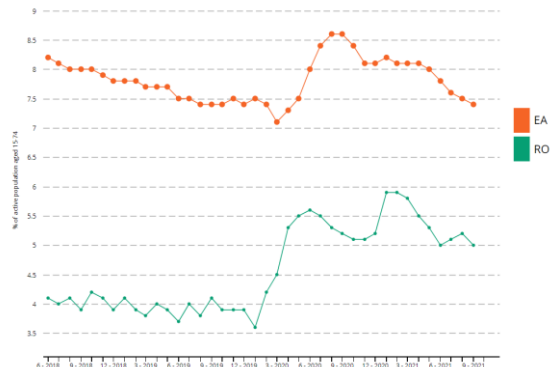
Sursa: Eurostat

Figura 39 Producția industrială (y-o-y)



Sursa: Eurostat

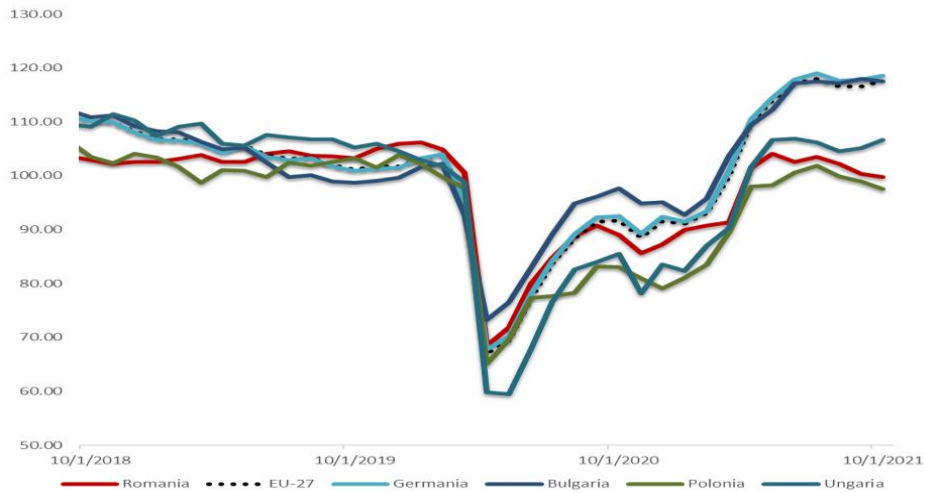
Figura 40 Șomaj (y-o-y)



Sursa: Eurostat

Indicele de sentiment în zona euro a crescut foarte mult în trimestrul al III-lea pe fondul unei reduceri semnificative a deceselor induse de COVID-19. Indicatorul de sentiment economic al Comisiei Europene s-a îmbunătățit considerabil de la începutul anului și a fost aproape de maxime record în august. În același timp, prețurile de consum au crescut foarte rapid, după ani de inflație foarte scăzută.

Figura 41 Indice de sentiment european



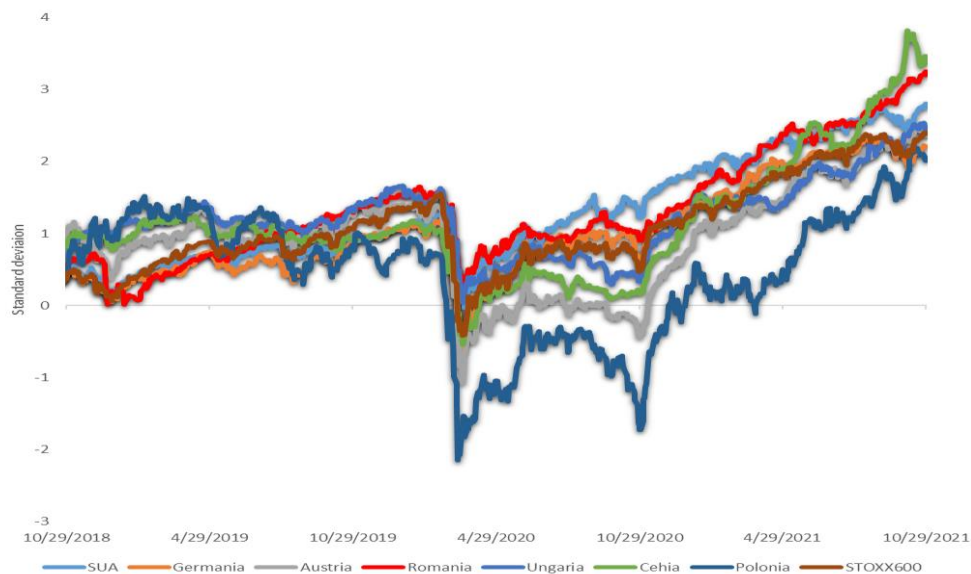
Sursa: Eurostat, calcule ASF

Indicatorii calculați de Comisia Europeană pentru gradul de încredere în economie și-au schimbat tendința în luna mai. Tendința este dependentă de reluarea situației economice, de măsurile guvernamentale luate, precum și de așteptările pe termen scurt de creștere economică. România, Ungaria și Polonia sunt economiile regionale care sunt situate sub media europeană.

Evoluția indicilor bursieri din Statele Unite ale Americii, Germania, Austria, România, Ungaria, Cehia, Polonia și Stoxx600 este normalizată pentru a facilita comparația dintre evoluțiile piețelor de capital (medie zero, deviație standard = 1) și este prezentată în graficul următor.

Deși în graficul următor sunt prezentate doar câteva piețe de capital, toate piețele de capital europene au avut o tendință de creștere rapidă în primul trimestru din 2021, continuate în următoarele două trimestre, care nu este susținută de fundamentele economice. **O corecție puternică a acestora poate conduce la o creștere abruptă a riscului de piață în condițiile în care așteptările de creștere economică, înglobate în obligațiunile pe termen lung, sunt reduse.**

Figura 42 Evoluția pe termen scurt – extinderea contagionii evoluția indicilor (deviație standard)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

3.2. Indicele de contagiune pentru titlurile suverane

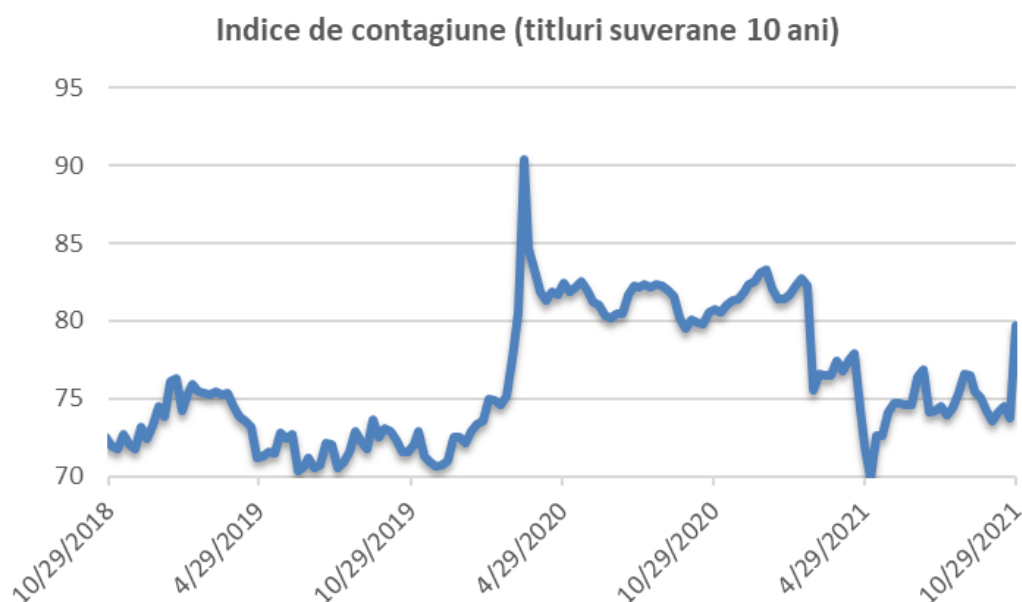
Indicele de contagiune pentru titlurile de stat¹¹ evaluează măsura în care șocurile de pe piețele interne afectează alte țări, dar și evoluția intensității fenomenelor de contagiune prin comparație cu valorile anterioare ale indicelui (Diebold, 2009).

Calculul indicelui este bazat pe un model Vector autoregresiv cu 1 lag pentru un eșantion mobil de 50 de date săptămânale pentru obligațiunile denumite în euro de Italia, Estonia, Austria, Franța, Olanda Portugalia, Irlanda Finlanda, Belgia, Bulgaria, Ungaria, Cehia și Polonia și în lei pentru România cu o maturitate de 10 ani, începând cu anul 2014. Valorile obligațiunilor emise de Germania sunt utilizate drept valoare de referință pentru calculul spread-ului obligațiunilor.

Pe piața titlurilor suverane, contagiunea dintre randamentele titlurilor de stat a crescut brusc și s-a intensificat în primul trimestru din 2020, în lunile februarie și martie, depășind ca viteză episoadele anterioare de răspândire a contagiunii dintre economiile europene în ipoteza unui Grexit și Brexit.

Indicele de contagiune pentru titlurile de stat a crescut concomitent cu **indicele de contagiune pentru piața de capital**, ca urmare a creșterii apetitului la risc al investitorilor.

Figura 43 Indice de contagiune pentru titlurile de stat (10 ani)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Factorii care influențează prețul obligațiunilor suverane sunt **aversiunea globală la risc**, **contagiunea și riscul specific de țară**. Creșterea din lunile februarie și martie a fost influențată predominant de aversiunea globală la risc.

Contagiunea netă este diferența dintre contagiunea primită și contagiunea transmisă și este un indicator pentru importanța relativă a acestora pentru piața de obligațiuni suverane.

Tabelul de mai jos arată că Bulgaria, România, Finlanda, Ungaria, Olanda, Spania, Polonia primesc net contagiune, în vreme ce Irlanda, Cehia, Austria, Portugalia, Franța, Italia, Belgia, Bulgaria transmit net

¹¹ Claeyns, P., & Vašíček, B. (2014). Measuring bilateral spillover and testing contagion on sovereign bond markets in Europe. *Journal of Banking & Finance*, 46, 151-165.

contagiune. România primește în medie 22% contagiune (net) în randamentele obligațiunilor pe termen lung.

Contagiunea indică sensibilitatea față de modificările în randamentele celorlalți indici studiați și arată astfel gradul de integrare pe termen lung, dar și sensibilitatea pe termen scurt față de mișcările celorlalte piețe de capital.

Tabelul 10 Contagiunea primită și transmisă în randamentele titlurilor de stat (10 ani)

	RO	6.6 SP	AU	FR	NL	PT	IR	FN	BE	BL	HN	CZ	PO	
RO	43.7	3.8	4.2	4	5.1	3.5	2.2	2.9	6.1	5.4	0.1	8.6	5.4	5.1
IT	1.9	29.4	13.8	4.4	8.1	3.2	9.9	9.8	5.1	9.5	0.2	3	0.4	1.5
SP	1.7	12.3	23	4.2	9.2	4.7	11.2	10.2	6.3	10.3	0.5	3.5	0.6	2.2
AU	2	5.3	5.5	30.4	9.7	9.2	4.7	5.4	9.8	13.1	0.5	2.6	1.2	0.8
FR	1.4	7.9	8.4	6.7	24	8	5.3	10.2	8.9	14.9	0.2	3	0.6	0.7
NL	2.4	4.1	6.5	9.6	9.8	28.4	5	7.5	8.9	12.7	0.2	3.4	0.1	1.4
PT	1	10.2	12.8	4.7	6.4	4.9	30	9.3	4.5	8	1	3.6	0.5	3.2
IR	0.9	9.8	10.9	3.3	10.6	6	7.9	27.7	6.5	11.3	0.2	3.3	0.2	1.4
FN	3.3	5.4	7.9	7.6	8.6	6.4	3.5	6.8	31	11.6	0.2	3.5	1.4	2.8
BE	1.6	7.9	8.8	6.8	13.6	7.1	6.5	10.8	9.8	22.6	0.2	2.9	0.5	0.9
BL	1	1.2	3	3	0.7	1.6	3.4	1.3	2	1.1	77.7	2.2	1.4	0.3
HN	5.3	2.9	3.6	2.8	4.1	2.8	3.7	4.7	3	4.8	0.4	48.5	3.8	9.6
CZ	8.2	0.7	1.3	1.2	1.1	0.4	0.8	0.4	1.7	0.9	1.1	7	68.2	7.1
PO	3.4	1.2	2.5	0.3	0.5	1.1	3.1	1	2.9	1.1	0.2	12.2	4.6	66

Sursa: Refinitiv, calcule ASF

3.3. 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 risc principal 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 pentru analiza pieței de capital.

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 (ex: 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*¹²) estimat cu filtrul Kalman.

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

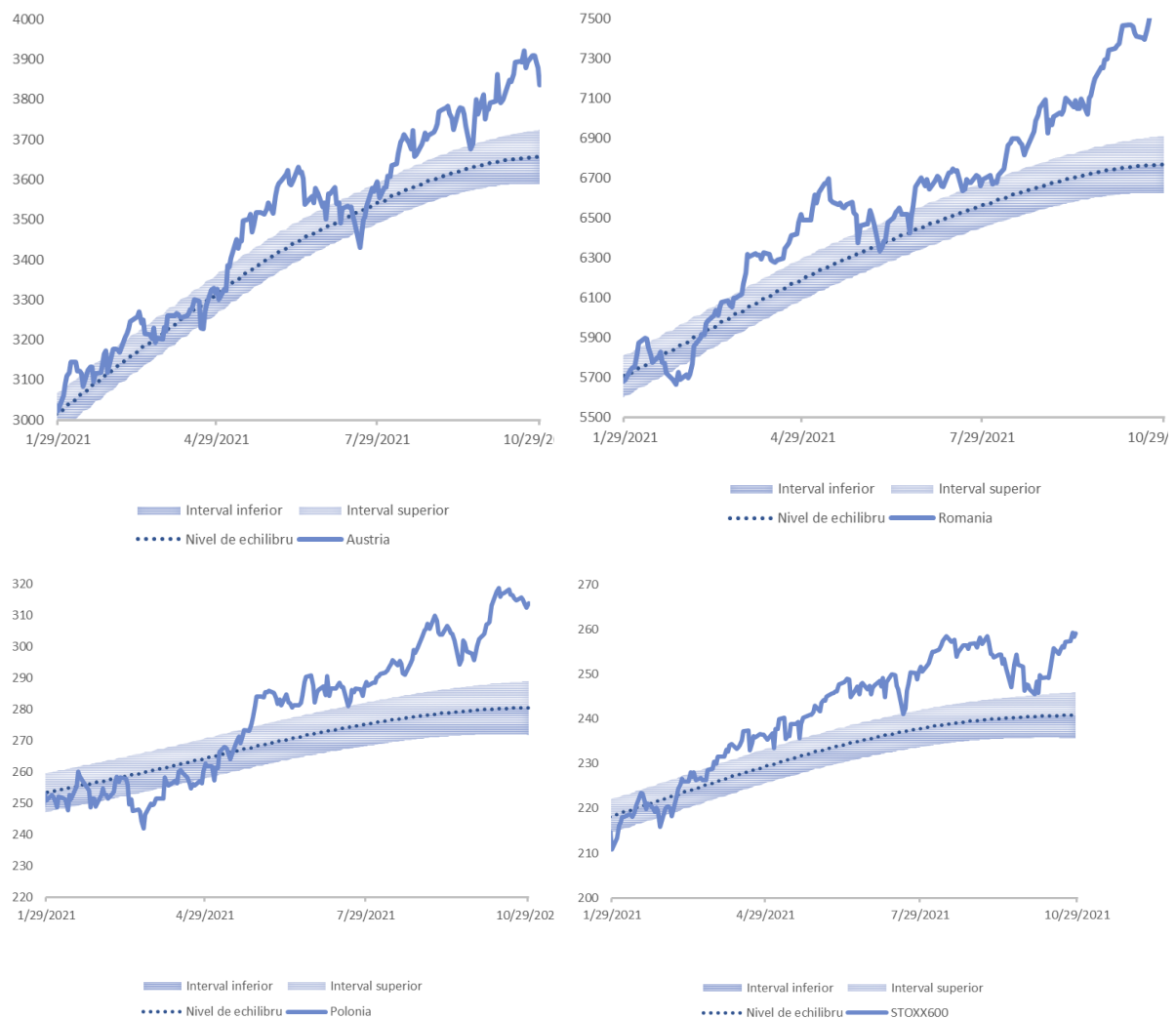
$$Medie_{t+1} = medie_t + erori_t, erori_t \sim NID(0, \sigma_\epsilon^2)$$

Dinamica mediei este dată de valoarea din ziua anterioară, la care se adaugă erorile de măsurare și este modelat ca un proces aleatoriu. Erorile de măsurare sunt datorate modificării compoziției

¹² Durbin, J. and Koopman, S.J., 2012. *Time series analysis by state space methods*. Oxford university press.

indicelui, a ponderilor companiilor existente etc. Nivelul la echilibru al indicelui pieței de capital este trasat de medie, a cărei dinamică este latentă (neobservabilă).

Figura 44 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

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.

Rezultatele estimărilor arată că începând cu cel de al doilea trimestru din 2021, indicele STOXX600 (*proxy* pentru piața de capital europeană), piețele de capital din Austria, România, Polonia au înregistrat o creștere peste nivelul de echilibru. Creșterile piețelor de capital au depășit cu mult nivelul de echilibru estimat, rezultatele obținute indicând astfel o dinamică diferită de așteptările economice de creștere a companiilor listate pe acești indici. Totodată, așteptările de creștere macroeconomică nu justifică aceste tendințe de creștere.

Figura 45 Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

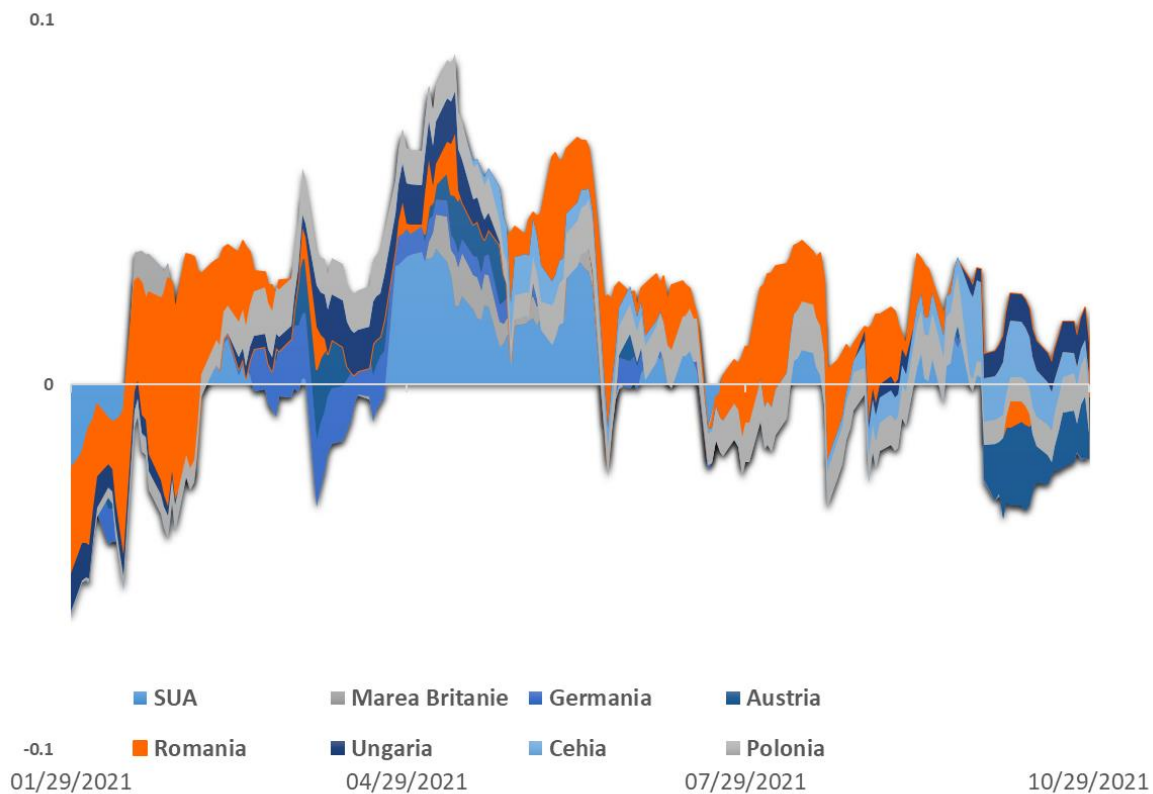
Pe baza modelului estimat mai sus, a fost extras ciclul financiar pentru activele tranzacționate pe piața de capital din România. Rezultatele au fost netezite pentru 3 durate: 1 lună, 2 luni și 3 luni. Creșterea susținută a pieței de capital din România în 2021 este în prezent (octombrie 2021) peste nivelul înregistrat în 2021. În plus, viteza de creștere este cea mai ridicată din ultimii 5 ani analizați.

Rezultatele obținute converg cu estimări similare din lucrări de specialitate și indică o exuberanță a piețelor de capital europene.

În timp ce fondurile de pensii și asigurătorii de viață sunt investitori pe termen lung, cu strategii de investiții pe termen lung, fondurile de investiții se pot găsi în situația de a fi forțate să vândă active pentru a satisface cererile de răscumpărare sau daunele. Vânzările forțate pot genera pierderi mari dacă entitățile trebuie să le realizeze în termen scurt ("fire-sale") pe piețe cu lichiditate scăzută sau volatilitate mare sau generând la rândul lor volatilitate. Șocurile pot fi amplificate nelinear în conjuncție cu produse financiare derivate sau în scenariul în care investitorii din mai multe piețe se găsesc sub presiunea de a lichida poziții deținute pe aceleași clase de active.

Creșterea prețurilor activelor de pe piețele financiare a fost generată și de reducerea incertitudinilor de pe acestea pe fondul măsurilor de atenuare a pandemiei COVID-19, de evoluția inflației, precum și de șocurile de creștere (creșterea PIB) pe termen scurt.

Figura 46 Influența burselor externe asupra randamentelor pieței de acțiuni domestice (descompunerea istorică a șocurilor primite - model VAR)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Interconectarea economiilor și a piețelor financiare a permis o reacție instantanee și transmiterea uniformă a șocurilor înspre toate economiile.

Descompunerea istorică a șocurilor arată cât de mult a fost influențată o bursă în evoluția trecută de pe alte burse. Descompunerea istorică a șocurilor primite de indicele pieței de acțiuni din România (indice calculat de Refinitiv similar indicelui BET-C) arată o creștere endogenă, rapidă și puternică a pieței de capital din România în primul trimestru din 2021. În trimestrele II și III, **bursa locală a fost expusă unui mix de șocuri externe** de magnitudine redusă.

Impactul economic generat de pandemie este intensificat de interconectarea economiei internaționale. Acest efect se observă cel mai puternic pe piețele financiare, în special pe piețele de acțiuni.

Interconectarea piețelor de acțiuni poate fi analizată și cu ajutorul algoritmilor de învățare automată nesupravegheată care caută grupări ascunse în date. Dendrogramele prezentate în graficele următoare¹³ au fost realizate pe baza distanțelor dintre indicii piețelor de capital europene, calculate

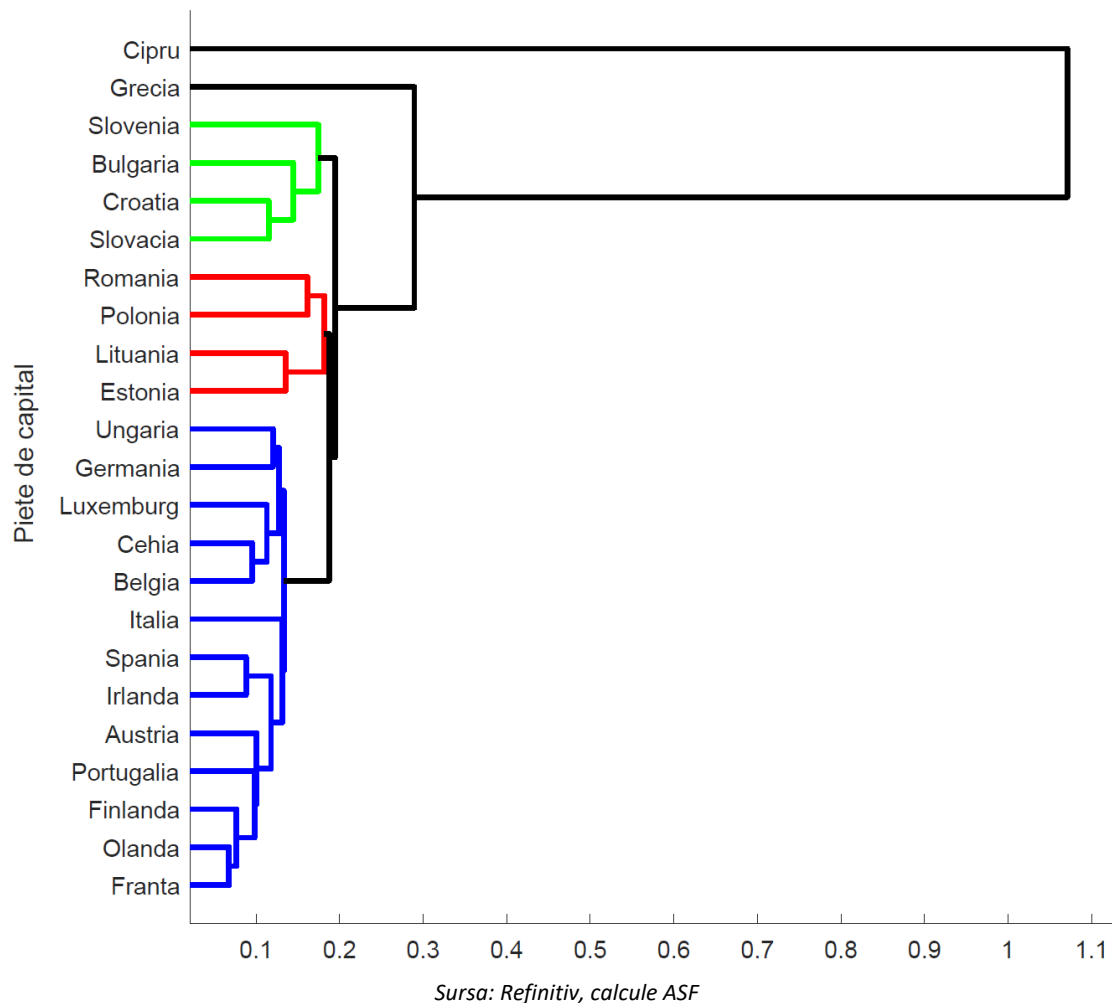
¹³ Analiza de clasificare a observațiilor în grupuri (cluster analysis) este o metodă de învățare nesupravegheată care face inferențe din seturile de date fără a avea nevoie de o variabilă dependentă (y). Observațiile sunt grupate în funcție de similaritatea lor în același grup. Pentru a împărți observațiile în funcție de similaritate se folosește o măsura de distanță.

Algoritmul de clusterizare ierarhică are următorii pași: 1. Caută similaritatea dintre fiecare pereche de obiecte din setul de date folosind un tip de distanță. Pentru un set de date cu m obiecte, există $m*(m-1)/2$ perechi care sunt grupate în matricea de disimilaritate. Matricea de disimilaritate este simetrică de dimensiune $m*m$ iar elementul $D(i,j)$ corespunde distanței dintre observațiile i și j. 2. Se grupează obiectele într-un arbore de cluster binar, ierarhic prin legarea perechilor de obiecte aflate în imediata apropiere utilizând funcția de legătură. Funcția de legătură folosește informațiile despre distanță generate în pasul 1 pentru a determina apropierea obiectelor între ele. Clusterelor binare

pe baza distanței Chebyshev. Datele rezultate au fost transformate într-un arbore ierarhic tip cluster, diferențierea fiind făcută în funcție de distanța de la mediană.

Analiza randamentelor arată că România, Polonia, Lituania și Estonia sunt grupate pe termen lung (2014-2021) în același cluster, ceea ce indică o dinamică apropiată a acestora. Următorul grup, cel mai apropiat ca dinamică, este format din Slovenia, Bulgaria, Croația și Slovacia. Pe termen lung, distanțele dintre piețe se estompează.

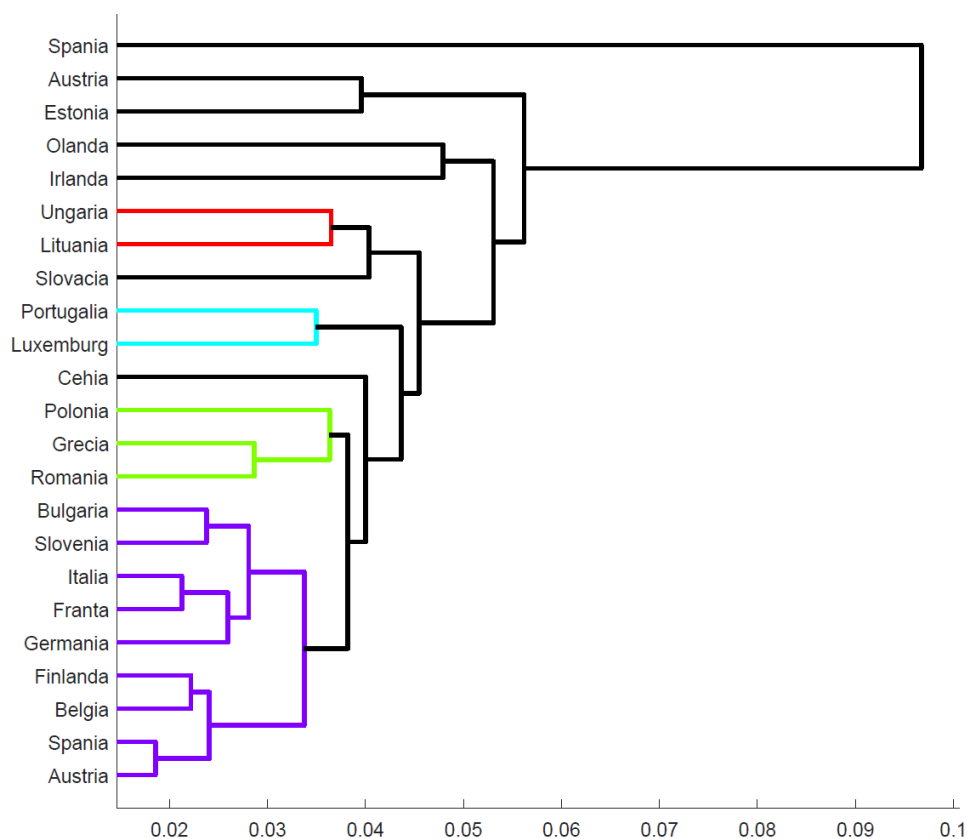
Figura 47 Gruparea piețelor de capital europene pe termen lung (2006-2021)



Analiza randamentelor pe termen scurt (2021 Q2 - 2021 Q3) arată că România, Grecia și Polonia au avut dinamici asemănătoare. Pe termen scurt, dinamica piețelor europene tinde să fie diferită, ceea ce se reflectă în mărirea distanțelor dintre acestea și diferențierea clară a acestora în grupări distincte. Creșterea distanțelor dintre piețele financiare europene implică o scădere a dependențelor dintre acestea.

sunt grupate în clustere mai mari clustere până când se formează un arbore ierarhic. 3. Determinarea numărului de clustere e necesară pentru a partiționa arborele ierarhic în clustere. Există modalități prin care se poate verifica tăierea care poate fi și arbitrară. Verificarea clusterizării datelor se poate face prin verificarea disimilarității. Într-un obiect clusterizat ierarhic toate datele sunt legate la un anumit nivel. Lungimea legăturii dintre două clustere (care este diferită de distanța dintre observații) se numește distanța cofenetică. Se compară două seturi de date: primul set de date este rezultatul funcției de grupare dintre date iar al doilea este dat de distanțele folosite pentru a crea ierarhizarea. Dacă corelația cofenetică este aproape de 1, atunci rezultatele obținute sunt aproape de ordonarea naturală.

Figura 48 Gruparea piețelor de capital europene pe termen scurt (2021Q2--2021 Q3)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

3.4. Indicatori de stabilitate financiară pentru piețele financiare nebancaire

Din cauza expunerii reciproce între ele, facilitată de instrumentele financiare deținute în portofoliile investiționale, există factori de risc comuni care influențează dinamica piețelor financiare nebancaire.

Deși un eventual șoc financiar poate afecta toate cele trei sectoare în același timp, impactul acestuia poate fi măsurat cu frecvență diferită și cu un anumit decalaj. O parte dintre datele de supraveghere pentru piețele de capital și fondurile de pensii sunt disponibile zilnic, săptămânal sau lunar, de regulă cu un decalaj de o perioadă, iar pentru sectorul de asigurări datele sunt disponibile trimestrial, cu un decalaj de două luni.

Un indicator de frecvență mixtă este proiectat astfel încât să integreze și să extragă informații din seriile de timp disponibile la diferite perioade: zilnice, lunare, trimestriale etc. pentru a furniza un semnal de tendință pentru un set de date eterogene a căror tendință nu este clară¹⁴.

Șocurile de pe piețele financiare, precum și evenimentele care pot conduce la schimbări rapide a mediului macroeconomic, pot influența semnificativ intermedierea financiară atât prin contagiune, cât și prin creșterea stresului asupra portofoliului de investitori instituționali.

¹⁴ Acatrinei, M., 2020. Indicator de stabilitate financiară pentru piețele financiare nebancaire. *Revista de Studii Financiare*, vol V, nr.9, noiembrie 2020

Scopul indicatorilor de stabilitate financiară este de a da un semnal asupra instabilității financiare de pe piețele financiare nebancale.

Primul indicator de stabilitate pentru piețele financiare nebancale este construit într-o manieră similară indicatorului coincident propus de Stock și Watson¹⁵.

$y_t = \beta + v\Delta C_t + \varepsilon_t$, unde y_t sunt seriile observabile de serii de timp, ΔC_t este rata comună de creștere a celor patru serii de timp, iar ε_t sunt șocurile economice care urmează procese autoregresive AR(2).

ΔC_t este tendința neobservabilă de creștere din seriile de timp analizate, tendință care este interpretată ca indicator de stabilitate financiară pentru piețele nebancale.

Indicatorul coincident construit pentru piețele financiare nebancale este construit din următoarele serii de timp:

- pentru piața de capital au fost utilizate date privind rentabilitatea lunară a indicelui pieței de capital din România calculat de *Refinitiv*. Am ales un indice calculat de *Refinitiv* pentru a asigura comparabilitatea cu indici similari calculați pentru economiile europene;
- pentru sectorul de pensii private am calculat randamentul lunar pentru fondurile de pensii private din pilonul II. Randamentele au fost ponderate cu cota de piață a fiecărui fond privat. Datele sunt disponibile pe website-ul Autorității de Supraveghere Financiară din România^[2];
- pentru sectorul de asigurări, am selectat indicatorul SCR, care reprezintă cerința de capital de solvabilitate, pentru societățile de asigurări generale și de viață. La fiecare trimestru a fost calculat un SCR la nivelul pieței care este o sumă a SCR ponderate cu cota de piață. Astfel, dacă există societăți cu o pondere ridicată care au o situație financiară în deteriorare, acest lucru va fi evidențiat de evoluția indicatorului. Datele de asigurare sunt trimestriale și ar trebui să informeze dacă există o reducere generalizată a solvabilității societăților de asigurări;
- pentru indicele de sentiment pentru economia României au fost utilizate datele desezonalizate disponibile pe website-ul Eurostat.^[3]

Toate seriile de date (pensii, piața de capital, asigurări) indice de sentiment economic sunt exprimate ca rate de creștere standardizate (medie 0 și deviație standard 1) pentru comparabilitate. Deoarece datele SCR sunt disponibile doar trimestrial, ele au fost interpolate cu o funcție spline. Pentru extragerea tendinței comune din seriile de date, care este interpretată ca un indicator de stabilitate pentru piețele nebancale, a fost utilizat un model dinamic factorial.

Al doilea indicator de stabilitate pentru piețele financiare nebancale este construit ca un indicator lunar estimat din date cu frecvență mixtă. Indicatorul mixt construit pentru piețele financiare nebancale^[4] este construit pe baza celor patru serii de date prezentate mai sus, la care a fost adăugată și seria lunară de dobânzi interbancale Robor (3 luni). În acest caz, rata SCR nu a mai fost interpolată.

Rezultatele obținute din estimarea a două modele diferite arată că ambii indicatori de stabilitate financiară au înregistrat o tendință de scădere accentuată în intervalul 2020-2021.

¹⁵ Stock, J.H. and Watson, M.W., 1991. A Probability Model of the Coincident Economic Indicators. *Leading Economic Indicators: New Approaches and Forecasting Records*. Lahiri and g. Moore, eds.

Figura 49 Indicatori de stabilitate financiară pentru piețele financiare nebancare

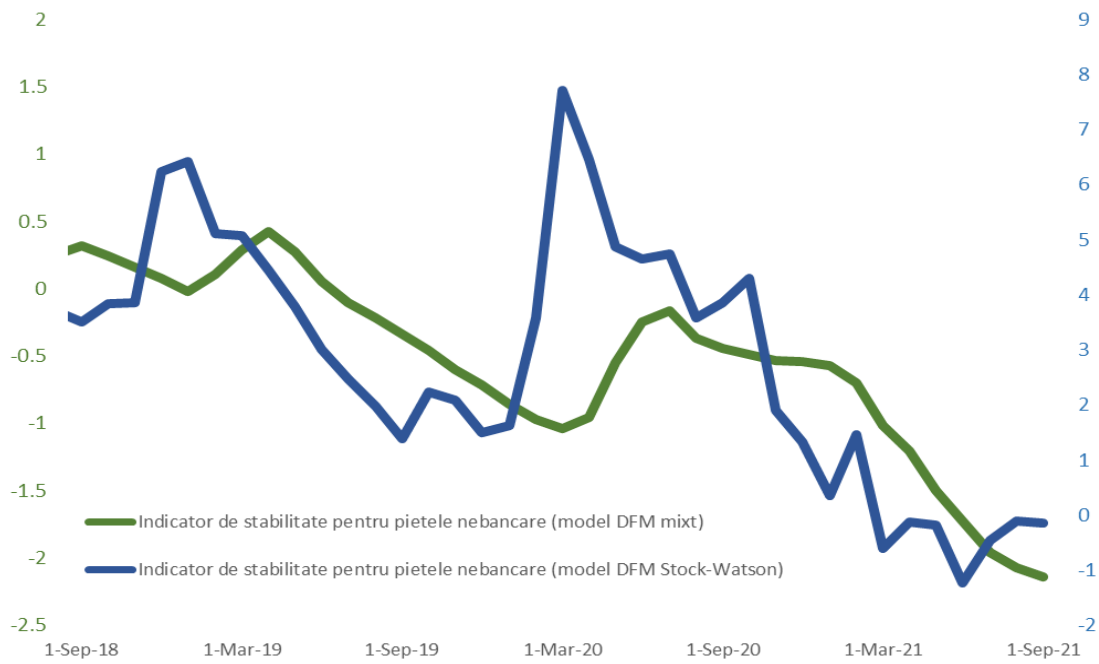
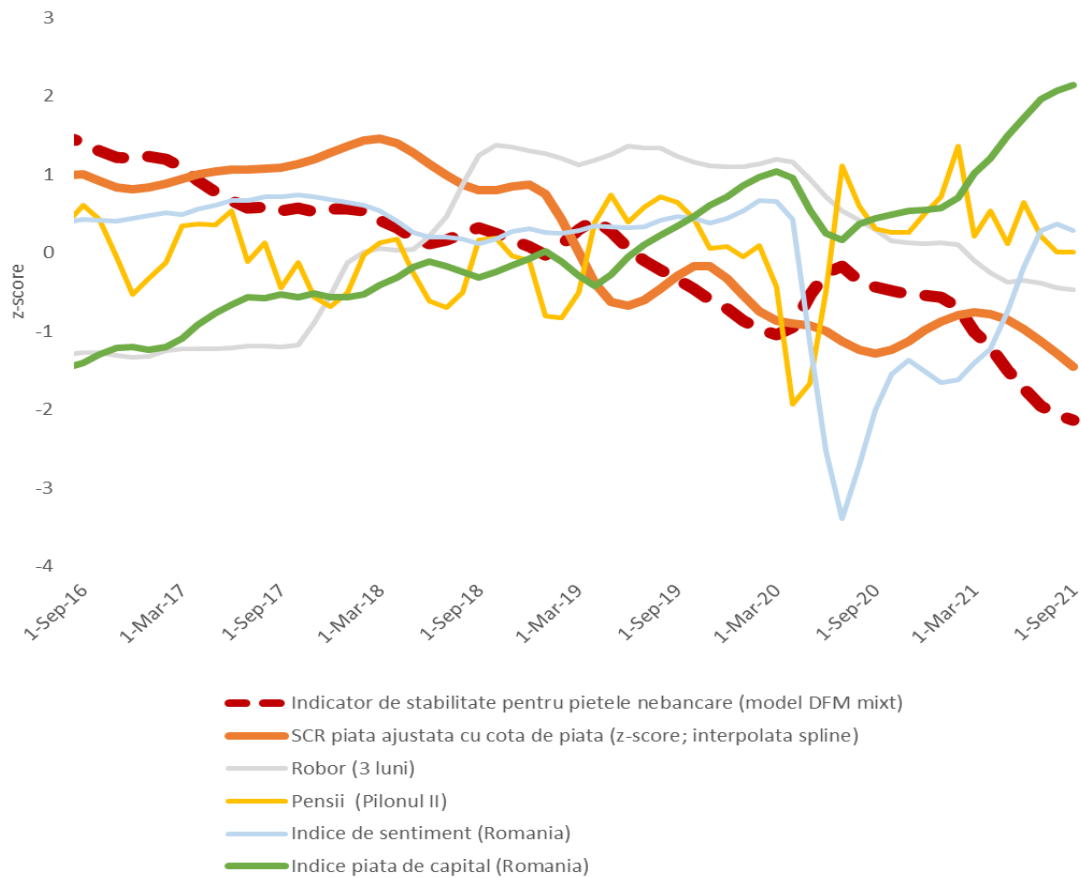


Figura 50 Indicator de stabilitate financiară pentru piețele financiare nebancare (model DFM mixt)



Sursa: Refinitiv, ASF, calcule ASF

Indicatorul (model DFM mixt) a înregistrat o scădere abruptă în 2020 ca urmare a pandemiei COVID-19, ceea ce indică o deteriorare puternică a stabilității financiare. Indicatorul a cunoscut o ușoară revenire în al doilea trimestru din 2020, urmată de o deteriorare accentuată în 2021, ca urmare a falimentului companiei de asigurări City Insurance, companie cu o cotă semnificativă de piață.

Înrăutățirea indicatorului de stabilitate financiară la sfârșitul primului trimestru al anului 2021 se datorează contribuțiilor negative primite de la indicatorul de sentiment, de la Robor (3 luni) și de la indicatorul pentru piața de asigurări.

Indicatorii de stabilitate financiară au fost estimați la o frecvență lunară și sunt utili pentru studierea evoluției actuale a intermedierei financiare nebancale prin luarea în considerare a dependenței dintre cele trei sectoare.

4. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare

Cele două segmente importante ale pieței de capital din România, respectiv organismele de plasament colectiv și piața bursieră, au cunoscut în trimestrul III 2021 o volatilitate moderată, corelată cu o tendință similară observată pentru majoritatea piețelor de capital din regiune. În prima parte a anului 2021, toți indicii bursei românești au înregistrat evoluții pozitive, în primul semestru al anului 2021 comparativ cu finalul anului 2020, creșterile fiind de peste 20%, spre deosebire de evoluția mixtă înregistrată pe principalele burse europene.

Promovarea României la statutul de Piață Emergentă a condus la majorarea apetitului investitorilor pentru Bursa de Valori, indicii locali fiind decorelați de evoluțiile bursei internaționale. Bursa de Valori București a avut o evoluție pozitivă în trimestrul III 2021, în pofida efectelor pandemiei COVID-19. Indicele BET, al celor mai lichide nouăsprezece acțiuni de la BVB, a mers dintr-un maxim istoric în altul.

Piața organismelor de plasament colectiv este puternic interconectată cu evoluția piețelor de tranzacționare a instrumentelor financiare și cu piața bancară, atât performanțele fondurilor, cât și fluxurile nete de capital către aceste entități fiind dependente de nivelul dobânzilor pe piață, al randamentelor obligațiunilor și indicilor bursieri de acțiuni.

Pe *pieța organismelor de plasament colectiv* acționează un număr important de entități (fonduri de investiții încadrate în diferite tipuri în funcție de structura plasamentelor, societăți care le administrează și depozitari), iar fiecare astfel de categorie de entități se confruntă în activitatea uzuală cu riscuri specifice.

Piața instrumentelor și investițiilor financiare este a doua ca mărime din cele supravegheate de ASF (4,24% din PIB), din perspectiva valorii activelor entităților supravegheate, dar totodată, și cea mai complexă din perspectiva numărului mare de tipuri de entități ce acționează pe această piață, a mecanismelor foarte diferite de funcționare ale acestora, a legislației foarte bogată și variată la nivel european, internațional și, implicit, și la nivel local.

Pe piața instrumentelor și investițiilor financiare se identifică cel puțin următoarele tipuri importante de entități autorizate, supravegheate și reglementate de către ASF:

- organismele de plasament colectiv (OPC) împreună cu administratorii, depozitarii și distribuitorii acestora. În cadrul acestei categorii foarte largi există diferențieri importante între:
 - organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM - de regulă fonduri deschise de investiții, de diferite tipuri, inclusiv fonduri de piață monetară sau fonduri tranzacționate la bursă) și fondurile de investiții alternative (FIA – pot fi atât fonduri deschise cât și fonduri închise, în această categorie se încadrează cele 5 SIF-uri și Fondul Proprietatea);
- piața bursieră, administrată de Bursa de Valori București, împreună cu toate secțiunile și sistemele de tranzacționare aferente, precum și cu Depozitarul Central, instituție cheie în cadrul infrastructurii de compensare și decontare;
- intermediarii pe piața bursieră, deopotrivă societăți de servicii de investiții financiare (SSIF) și instituții de credit locale și intermediari din alte state membre;

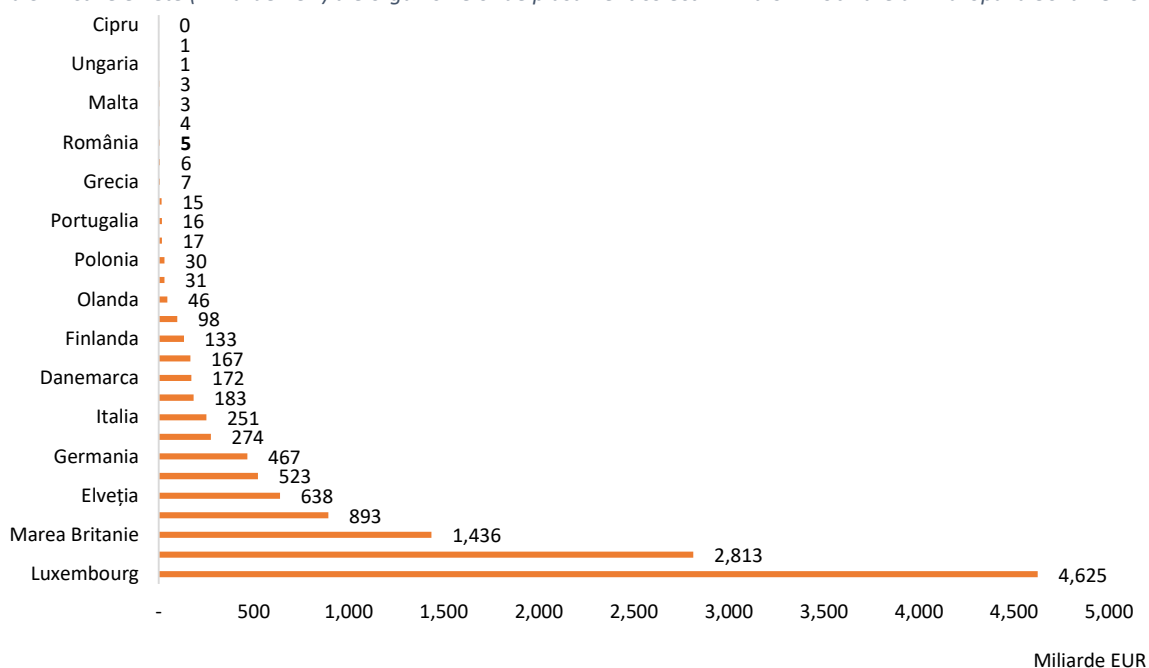
- emitenții de instrumente de credit sau instrumente de capital tranzacționate ce fac obiectul autorizării din partea ASF și monitorizării îndeplinirii cerințelor de transparență față de investitori.

4.1. Organismele de plasament colectiv în context european

Conform statisticilor EFAMA, în trimestrul II 2021, valoarea cumulată a vânzărilor nete ale OPCVM-urilor a fost de circa 210 miliarde EUR față de trimestrul IV 2020, în care piața europeană de OPCVM-uri a înregistrat vânzări nete în valoare de 226 miliarde lei. Fondurile de investiții alternative din Europa au atras aproximativ 18 miliarde EUR de-a lungul celui de al doilea trimestru al anului 2021, comparativ cu 64 miliarde EUR în trimestrul IV 2020.

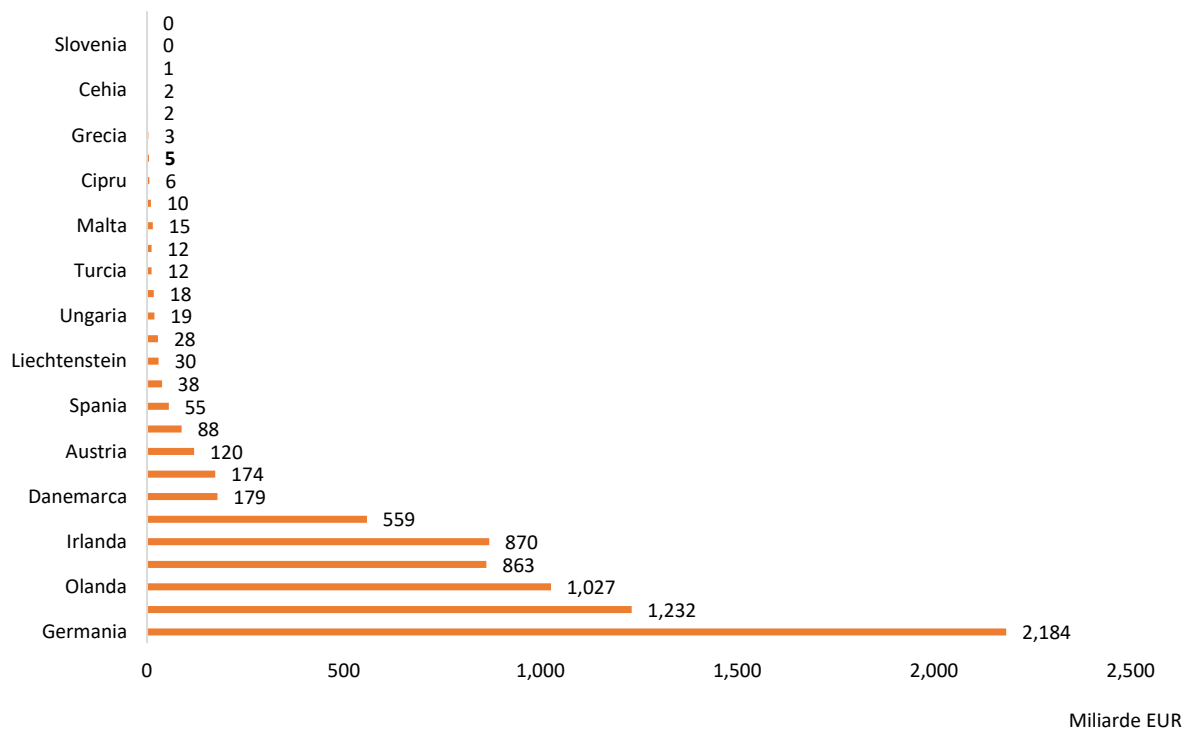
Cele mai mari creșteri ale vânzărilor nete au fost înregistrate în cazul OPCVM-urilor de acțiuni, care au consemnat în trimestrul II 2021 intrări nete în valoare de 113,52 miliarde EUR, în timp ce la polul opus se află fondurile monetare, cu ieșiri nete în valoare de aproximativ 12,01 miliarde EUR. În cazul FIA, cea mai mare valoare a intrărilor nete s-a constatat în ceea ce privește categoria „alte fonduri” (+32,50 miliarde EUR), în timp ce fondurile de acțiuni au înregistrat ieșiri nete în valoare de 19,63 miliarde EUR.

Figura 51 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 30 iunie 2021



Sursa: EFAMA

Figura 52 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 30 iunie 2020



Sursa: EFAMA

La nivelul trimestrului II 2021, 27 dintre cele 29 de state europene au înregistrat intrări nete în OPCVM-uri, dintre acestea remarcându-se Luxemburg (90,95 miliarde EUR), Irlanda (72,29 miliarde EUR) și Marea Britanie (14,68 miliarde EUR), din punct de vedere al celor mai mari valori ale intrărilor nete în trimestrul II 2021. Din perspectiva activelor nete ale OPCVM, s-a constatat o creștere de 10,42% la finalul trimestrului II 2021 comparativ cu trimestrul IV 2020.

La finalul trimestrului II 2021, 17 țări au înregistrat intrări nete în FIA, dintre acestea cele mai mari constatându-se în cazul Germaniei (+22,51 miliarde EUR), Irlandei (+10,55 miliarde EUR) și Luxemburgului (+9,63 miliarde EUR). Activele nete ale fondurilor de investiții alternative se situau la 30 iunie 2021 la o valoare de 7.553 miliarde EUR, în creștere cu 6,07% comparativ cu finalul trimestrului IV 2020.

La 30 iunie 2021, piața fondurilor de investiții din Europa cuprindea 64.484 de fonduri de investiții (în creștere cu 0,76% față de numărul de la finele anului 2020: 63.999), dintre care 34.644 de organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), respectiv 29.840 de fonduri de investiții alternative (FIA).

4.2. Organismele de plasament colectiv din România

La finalul lunii iunie 2021, în România își desfășurau activitatea 18 societăți de administrare a investițiilor (SAI), 81 fonduri deschise de investiții (FDI), 26 fonduri închise de investiții (FÎI), 5 societăți de investiții financiare (SIF), Fondul Proprietatea și 4 depozitari. Valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România era de 47,01 miliarde lei la data de 30 iunie 2021, în creștere cu circa 14% comparativ cu anul anterior.

Tabelul 11 Numărul de OPC și SAI

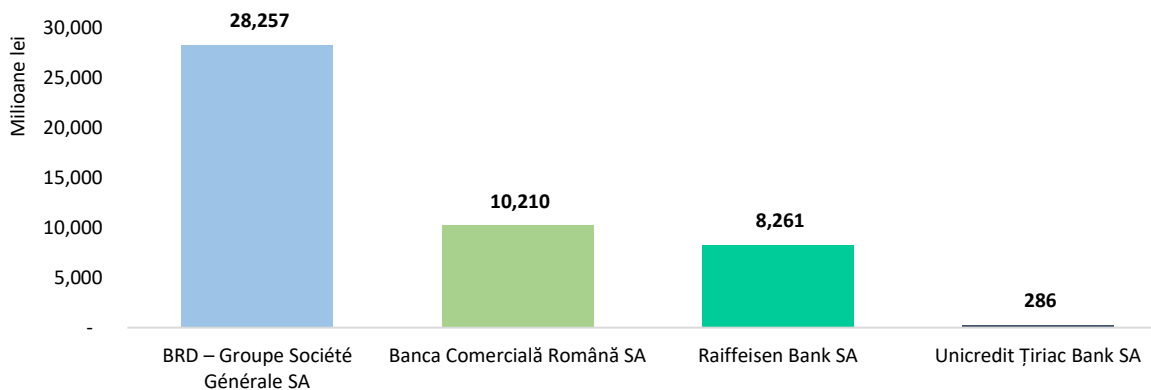
Categorie entitate	31.12.2009	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2021
	Nr. entități	Nr. entități	Nr. entități	Nr. entități
Societăți de administrare a investițiilor	20	18	18	18
Fonduri deschise de investiții	51	78	82	81
Fonduri închise de investiții	16	24	26	26
Societăți de investiții financiare	5	5	5	5
Fondul Proprietatea	1	1	1	1
Depozitari	9	4	4	4

Sursa: ASF

Conform obiectului de activitate, o societate de administrare a investițiilor poate administra fonduri deschise și închise de investiții, precum și conturi individuale de investiții. Pe ansamblul pieței, fondurile deschise de investiții sunt mai numeroase decât cele închise și cumulează active de valoare semnificativ mai ridicată.

Numărul investitorilor în fondurile închise de investiții este mult mai scăzut decât cel al investitorilor în FDI. Astfel, la finele lunii iunie 2021 numărul investitorilor în FDI s-a majorat față de sfârșitul anului 2020 cu 54.020 de investitori, iar numărul investitorilor în FÎ se situa la 88.518 investitori (cei mai mulți 88.233 persoane sunt investitori persoane fizice).

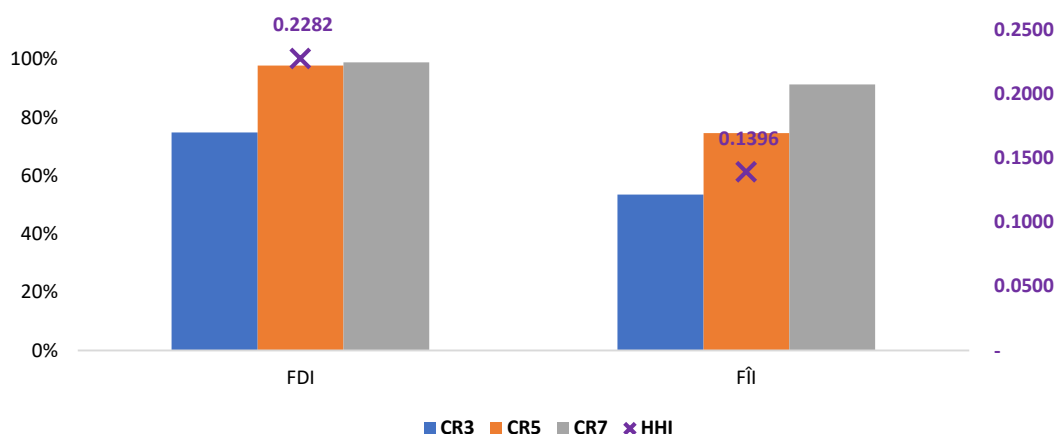
Figura 53 Depozitarii activelor OPC



Sursa: ASF

Gradul de concentrare pe piața serviciilor de depozitare a activelor fondurilor de investiții este ridicat (dintre cei patru depozitari BRD – Groupe Sociétés Générales S.A. deține o pondere de aprox. 60% din totalul activelor fondurilor de investiții), iar în cazul administratorilor fondurilor închise de investiții, gradul de concentrare este mediu. Pentru piața fondurilor deschise de investiții, analizată din perspectiva activelor administrate de SAI-uri, indicele Herfindahl-Hirschman are valoarea de 0,2306, ceea ce arată un grad ridicat de concentrare. Acest lucru este confirmat și de indicatorii CR („concentration rate”).

Figura 54 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 30.06.2021)

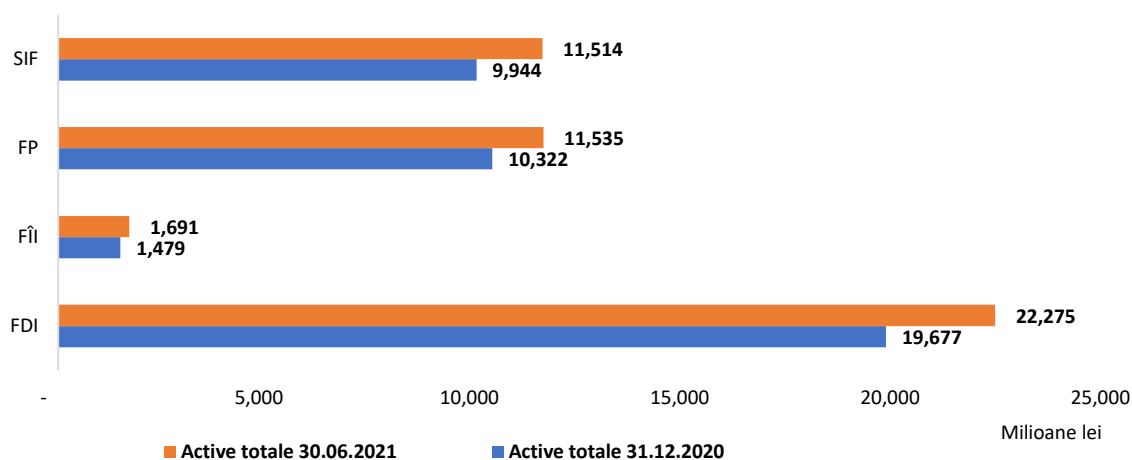


Sursa: ASF

La finalul semestrului I 2021, valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România este de 47,01 miliarde lei, în majorare cu aproximativ 14% față de anul 2020.

O analiză pe categorii de organisme de plasament colectiv arată că, în semestrul I 2021, activele totale ale fondurilor deschise de investiții (FDI) s-au majorat cu aproximativ 13% față de finele lunii decembrie 2020. De asemenea, societățile de investiții financiare au înregistrat o creștere a activului total (15,79%) față de finalul anului 2020.

Figura 55 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC (milioane lei)



Sursa: ASF

Din perspectiva structurii plasamentelor, FDI sunt orientate preponderent către instrumentele cu venit fix (titluri de stat și obligațiuni), în vreme ce FÎ, SIF-urile și FP au o orientare dominantă către plasamentele în acțiuni.

Pe ansamblul pieței, structura consolidată a investițiilor tuturor organismelor de plasament colectiv indică totuși o preferință pentru titlurile de capital a căror valoare totală este de circa 22,78 miliarde lei, consemnând o pondere de circa 48% din activul cumulat al OPC. Investițiile în instrumente financiare cu venit fix la nivelul întregii piețe sunt în valoare de 20,63 miliarde lei, reprezentând aproximativ 44% din activul total al OPC.

Tabelul 12 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei)

Active totale - 30.06.2021	Fd. deschise	Fd. închise	SIF-uri	FP	TOTAL
Acțiuni	1.608.458.342	1.316.124.299	9.410.802.957	10.446.743.131	22.782.128.730
Obligațiuni	4.962.557.079	45.286.722	169.054.866	-	5.176.898.666
Titluri de stat	10.310.011.410	-	-	77.636.287	10.387.647.697
Depozite și disponibil	3.807.470.617	68.936.536	717.160.857	480.838.680	5.074.406.690
Titluri OPCVM/AOPC	1.637.728.852	168.513.889	1.142.460.718	-	2.948.703.459
Altele	-50.885.883	92.358.472	74.228.518	529.436.718	645.137.824

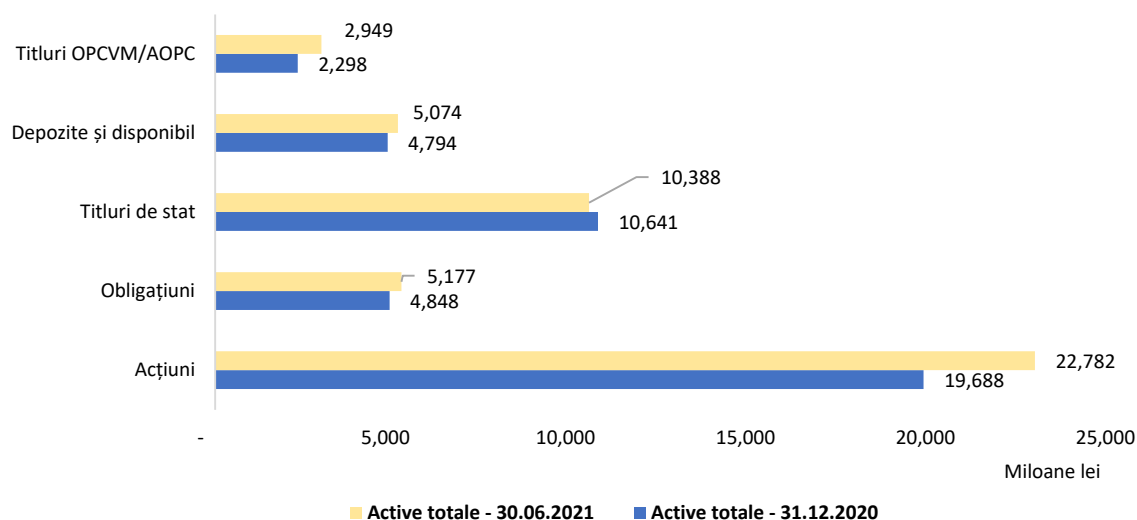
Sursa: ASF

La 30 iunie 2021, față de finalul anului 2020, se constată o majorare a investițiilor efectuate în acțiuni (16%), titluri OPCVM/AOPC (28%), obligațiuni (7%) și depozite și disponibilități (6%), concomitent cu o reducere cu circa 2% a plasamentelor în titluri de stat.

Structura portofoliilor FDI este orientată cu precădere spre instrumentele financiare cu venit fix. Dintre acestea, cea mai semnificativă pondere în activul total al fondurilor deschise o dețin titlurile de stat (46%), fiind urmate de obligațiunile corporative cotate (20%).

În ceea ce privește structura plasamentelor FÎL, se constată că acestea sunt orientate cu precădere spre investițiile în acțiuni, ce dețin o pondere de aproximativ 78% din activul total al FÎL, dintre care circa 74% din activul total reprezintă plasamente în acțiuni cotate. De asemenea, se menține preferința mult mai redusă pentru strategiile investiționale orientate către instrumentele cu venit fix. Astfel, investițiile în obligațiuni dețin o pondere de aproximativ 3% din activul total, fiind semnificativ mai scăzută comparativ cu ponderea plasamentelor în acțiuni ale FDI.

Figura 56 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC



Sursa: ASF

La sfârșitul lunii iunie 2021 își desfășurau activitatea 81 de fonduri deschise de investiții, structurate pe cinci categorii: fonduri de acțiuni (25), fonduri de obligațiuni (31), fonduri diversificate (14) și fonduri mixte (11: combinație acțiuni-obligațiuni).

Fondurile de obligațiuni dețin ca număr cea mai mare pondere în categoria acestui segment de piață. Fondurile de acțiuni și cele diversificate sunt, de asemenea, bine reprezentate, ceea ce arată că interesul investitorilor pentru aceste două clase de active (obligațiuni și acțiuni) este semnificativ.

Tabelul 13 Structura activelor nete pe categorii de Fonduri Deschise de Investiții

FDI funcție de politică investițională	Activ net 31.12.2019 (lei)	Activ net 31.12.2020 (lei)	Activ net 31.06.2021 (lei)
Fonduri de acțiuni	881.052.086	984.348.733	1.515.670.248
Fonduri diversificate	3.212.103.191	2.850.911.952	3.269.498.943
Fonduri de obligațiuni	17.972.448.926	15.432.129.149	16.921.817.343
Fonduri monetare	-	-	-
Fonduri mixte	433.418.300	384.075.582	540.660.865
TOTAL	22.499.022.503	19.651.465.416	22.247.647.399

Sursa: ASF

Cea mai ridicată pondere în activul net cumulat al FDI este deținută de fondurile de obligațiuni, circa 76%. Fondurile diversificate ocupă locul al doilea din punct de vedere al cotei de piață, deținând o pondere de aproximativ 15% în activele nete cumulate ale FDI.

Dintre categoriile de fonduri închise de investiții, fondurile diversificate dețin o pondere de peste 43% în activul net cumulat al FÎI, ceea ce arată că interesul investitorilor în fonduri închise pentru această clasă de active este semnificativ. Din punct de vedere al cotei de piață, fondurile diversificate sunt urmate de cele de acțiuni (38% din activul net). Astfel, la finalul lunii iunie 2021, circa 81% din totalul activelor nete administrate de FÎI sunt coordonate de fondurile de acțiuni și de cele diversificate. Activul net al fondului închis de obligațiuni, în valoare de 1,69 milioane lei, reprezenta doar 0,10% din activul net cumulat al FÎI.

Din perspectiva structurii plasamentelor FÎI, se constată că acestea sunt orientate cu precădere spre investițiile în acțiuni, ce dețin o pondere de aproximativ 78% din activul total al FÎI, dintre care circa 74% din activul total reprezintă plasamente în acțiuni cotate. De asemenea, se menține preferința mult mai redusă pentru strategiile investiționale orientate către instrumentele cu venit fix. Astfel, investițiile în obligațiuni dețin o pondere de aproximativ 3% din activul total, fiind semnificativ mai scăzută comparativ cu ponderea plasamentelor în acțiuni ale FDI.

Principalele riscuri la care este expusă piața fondurilor deschise de investiții rămân în continuare riscul de piață, riscul de credit și riscul de concentrare a contrapartidelor. Riscul de credit este gestionat la un nivel redus, având în vedere ponderea ridicată a obligațiunilor suverane în portofoliile de instrumente cu venit fix ale fondurilor de investiții.

Riscul de piață constituie însă o preocupare, normală având în vedere profilul de investitori instituționali al acestor entități, acesta fiind gestionat în principal prin diversificare și prin operațiuni de acoperire a riscului în cazul riscului valutar.

SIF Banat-Crișana (SIF1), EVERGENT Investments și SIF Oltenia (SIF5) sunt societățile de investiții financiare ce au înregistrat cele mai ridicate valori pentru activele nete la finalul semestrului I 2021.

La finele lunii iunie 2021, comparativ cu sfârșitul anului 2020, activele nete cumulate ale SIF-urilor au înregistrat o creștere de aproximativ 16%, iar societatea de investiții financiare care a avut cea mai mare apreciere a activului net a fost SIF Muntenia (SIF4), de circa 23%.

Tabelul 14 Evoluția sintetică a celor cinci societăți de investiții financiare

DATA	Indicatori	SIF1 Banat-Crișana	SIF2 Moldova	SIF 3 Transilvania	SIF4 Muntenia	SIF5 Oltenia
31.12.2009	VUAN (lei)	2,8087	2,2684	1,4905	1,8310	2,8327
	Preț de piață	1,1300	1,1400	0,680	0,710	1,270
	Discount (%)	59,77%	49,74%	54,38%	61,22%	55,17%
	Activ net (lei)	1.541.528.936	1.177.520.257	1.627.806.279	1.477.676.967	1.643.350.549
30.06.2021	VUAN (lei)	6,4184	2,2829	0,6101	2,3438	4,1981
	Preț de piață	2,7400	1,3500	0,3670	1,3800	1,9560
	Discount (%)	57,31%	40,86%	39,85%	41,12%	53,41%
	Activ Net (lei)	3.308.207.070	2.452.025.753	1.319.357.394	1.839.089.150	2.099.065.262
	Nr. acțiuni emise	514.542.363	977.023.003	2.162.443.797	784.645.201	500.000.000

Sursa: ASF, BVB, Rapoarte SIF

Fondul Proprietatea a înregistrat o valoare a activelor totale de 11,42 miliarde lei la finalul lunii iunie 2021, în creștere cu aproximativ 11% față de luna decembrie 2020. Activele FP erau concentrate preponderent în România.

Tabelul 15 Evoluția sintetică a Fondului Proprietatea

Elemente de portofoliu	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Număr de acțiuni emise	9.101.963.263	7.613.970.697	7.210.158.254	7.210.158.254
Activ Net (lei)	10.232.198.304	11.871.445.440	10.266.911.904	11.428.655.133
VUAN	1,4095	1,7339	1,6974	1,9309
Preț de închidere (lei)	0,8830	1,2100	1,4500	1,8500
Discount (%)	37,35%	30,22%	14,58%	4,19%

Sursa: Fondul Proprietatea

4.3. Piața bursieră

În luna ianuarie 2021 indicele BET a depășit pragul psihologic de 10.000 puncte, pentru ca la finalul lunii septembrie 2021 acesta să ajungă la peste 12.000 puncte. La 30 septembrie 2021, toți indicii bursei locale au înregistrat creșteri de peste 20%, comparativ cu finalul anului 2020.

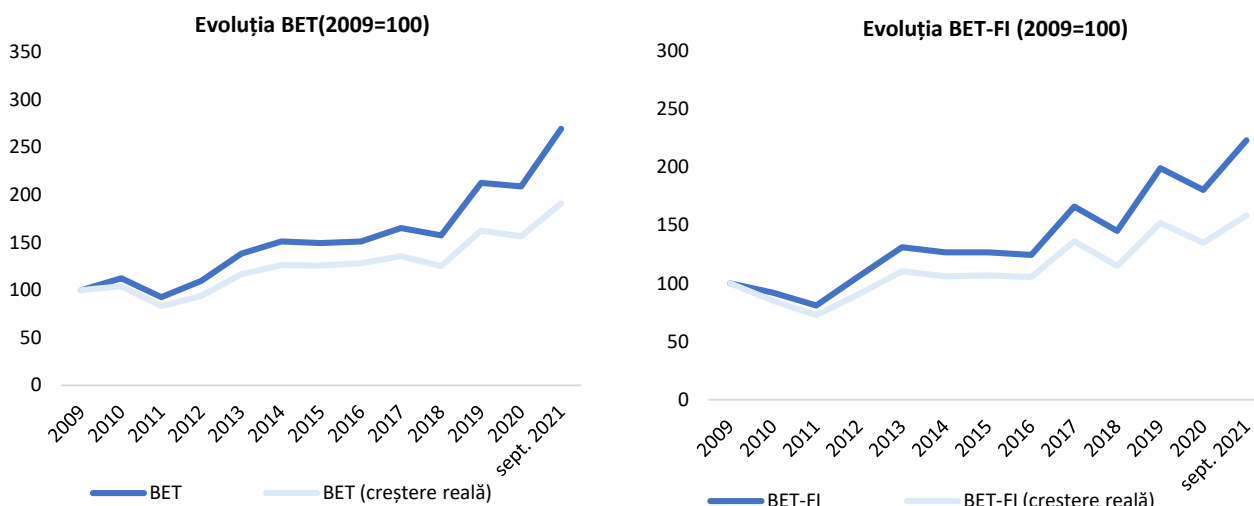
Tabelul 16 Variația anuală a indicilor bursieri locali vs. variația Indicelui Prețurilor de Consum

An	BET	BET-BK	BET-FI	BET-NG	BETPlus	BET-TR	BET-XT	BET-XT-TR	IPC
2010	12,3%		-8,00%	29,50%			1,90%		8,00%
2011	-17,70%		-12,00%	-20,70%			-13,80%		3,10%
2012	18,70%		31,20%	2,60%			19,90%		4,90%
2013	26,10%	19,10%	23,30%	6,10%			23,40%		1,60%
2014	9,10%	3,70%	-3,20%	5,70%			6,30%		0,80%
2015	-1,10%	2,60%	0,00%	-14,00%	-1,30%	3,10%	0,30%		-0,90%
2016	1,20%	0,20%	-1,90%	-3,00%	1,70%	9,70%	0,50%	8,40%	-0,50%
2017	9,40%	22,80%	33,40%	10,80%	10,70%	19,10%	14,50%	23,80%	3,30%
2018	-4,80%	-11,60%	-12,60%	-7,40%	-4,80%	4,30%	-7,60%	0,50%	3,30%
2019	35,13%	29,68%	37,27%	30,26%	34,26%	46,90%	34,45%	45,57%	4,00%
2020	2,25%	5,40%	-2,19%	-3,53%	2,33%	7,58%	-0,17%	4,83%	2,06%
2021*	28,96%	34,05%	23,68%	21,20%	28,82%	35,57%	28,35%	34,24%	5,55%

Sursa: BVB, calcule ASF, *ultima dată valabilă 30.09.2021

Indicii bursieri locali au avut, în general, evoluții însemnate în anii care au urmat crizei financiare globale, atât ca dinamică efectivă, cât și în raport cu inflația locală. Creșterile înregistrate în anul 2019 comparativ cu anul 2018 fiind cele mai semnificative. Acest lucru se datorează și faptului că în anul 2019, BVB a trecut la statutul de piață emergentă. Deși au fost înregistrate evoluții negative ale indicilor pe parcursul anului 2020 datorate crizei generate de pandemia COVID-19, spre finalul anului precedent și în primele trei trimestre ale anului 2021, indicii prezintă o evoluție favorabilă. Cea mai semnificativă creștere la data de 30 septembrie 2021 comparativ cu 31 decembrie 2020 a fost înregistrată de indicele BET-TR (+35,57%), urmat de indicele BET-XT-TR (+34,24%).

Figura 57 Evoluția comparativă a indicilor BET și BET-FI



Sursa: Datastream, INSSE, calcule ASF

După criza financiară din 2007-2009, evoluția pieței de capital din România a fost puternic afectată de criza datorii suverane din 2011. Indicele BET a scăzut cu 8% în 2011, în timp ce indicele BET-FI s-a diminuat cu aproximativ 20%. Indicele BET a crescut cu 170%, în termeni nominali, în luna septembrie 2021 față de anul 2009, iar în termeni reali (fără aportul inflației) cu 91%, în timp ce indicele BET-FI a crescut cu 123%, iar în termeni reali cu 58%. Așa cum reiese din graficul de mai sus ambii indici au înregistrat o evoluție remarcabilă în primele trei trimestre ale anului 2021.

În trimestrul III 2021, valoarea cumulată a tranzacțiilor pentru piața principală și SMT¹⁶ a înregistrat o creștere de 10%, de la 12,69 miliarde lei în trimestrul III 2020, la 14,01 miliarde lei în trimestrul III 2021. Începând cu luna martie 2021 au fost lansate noi emisiuni de titluri de stat în programul Fidelis al Ministerului Finanțelor Publice, ceea ce a determinat în mare parte această creștere a valorii tranzacțiilor cu titluri de stat la bursă. Așadar, suma cea mai semnificativă, de 403,73 milioane lei a fost realizată pe emisiunea cu simbolul R2203A denominată în lei și scadență în primăvara anului 2022. Emisiunea de titluri cu simbolul R2403A, cu scadența în 2024 au fost procesate pentru o valoare de 424,00 milioane lei.

Numărul de tranzacții derulate la Bursa de Valori București (BVB) a crescut cu 45,15% în trimestrul III 2021 comparativ cu trimestrul III 2020.

¹⁶ sistem multilateral de tranzacționare

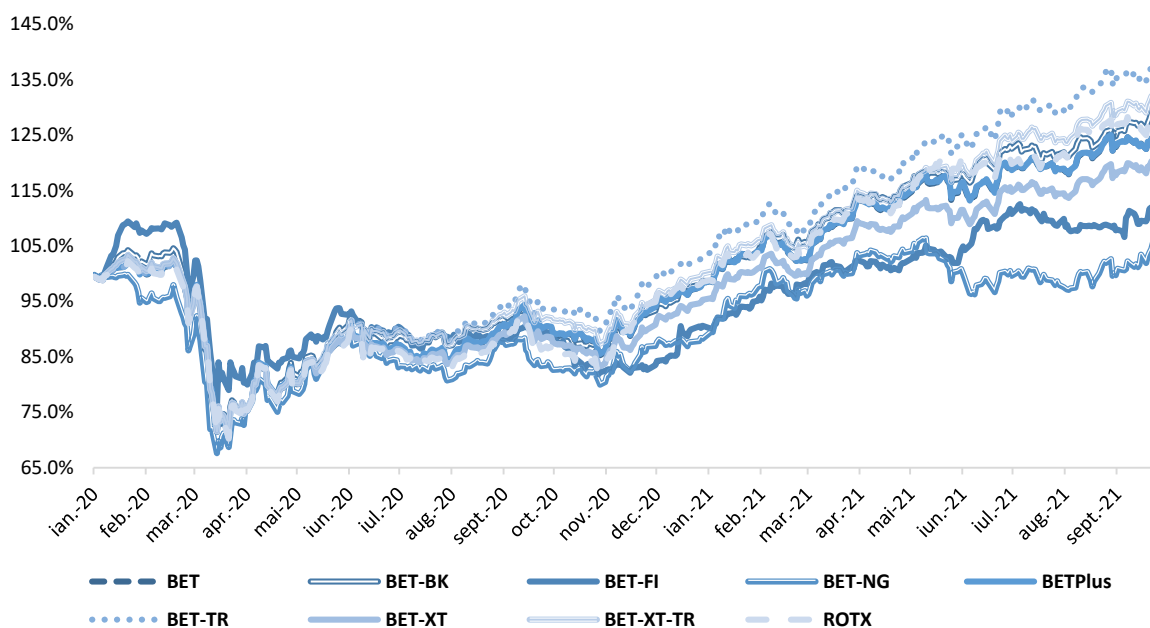
Tabelul 17 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața BVB și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument

Tip de instrument	30.09.2021			Variații 30.09.2021 vs. 30.09.2020 (%)	
	Nr. tranzacții	Valoare (lei)	Ponderea valorii în total (%)	Nr. tranzacții	Valoare
Acțiuni, inclusiv drepturi	962.949	8.586.531.494	61,27%	48,27%	-12,94%
Alte obligațiuni, inclusiv EUR-BOND, EUR-TBILLS și EUR-TBONDS	24.624	3.099.542.025	22,12%	122,92%	218,92%
Produse structurate	74.887	616.538.295	4,40%	-5,76%	4,29%
Titluri de stat	18.108	1.680.923.523	12,00%	126,41%	34,20%
Unități de fond	11.965	29.800.783	0,21%	153,28%	192,55%
Total	1.092.533	14.013.336.119	100,00%	45,15%	10,44%

Sursa: BVB

Toți indicii bursei românești au înregistrat evoluții pozitive, la finele lunii septembrie 2021, comparativ cu finalul anului 2020. Indicele de referință BET, care surprinde evoluțiile celor mai tranzacționate companii de pe piața reglementată a BVB, a avut o creștere de aproximativ 29% la 30 septembrie 2021 comparativ cu finalul anului 2020.

Figura 58 Evoluția indicilor BVB în perioada ianuarie 2020-septembrie 2021 (31.12.2019 = 100)



Sursa: BVB

Indicele BET-TR, indice de tip total return lansat de BVB, construit pe structura indicelui de referință al pieței, BET, care reflectă atât evoluția prețurilor companiilor componente, cât și dividendele oferite de acestea, a înregistrat la 30 septembrie 2021 cea mai semnificativă creștere, de aproximativ 36%.

De asemenea, toți indicii BVB au prezentat evoluții pozitive la finalul lunii septembrie 2021 comparativ cu luna septembrie 2020. Prin urmare, creșterile înregistrate au fost cuprinse între 26,70% (indicele BET-FI) și 49,15% (indicele BET-TR).

Piața reglementată BVB

Piața reglementată constituie locul de tranzacționare a titlurilor de capital (acțiuni și drepturi emise de entități din România și din străinătate), titlurilor de credit (obligațiuni corporative, municipale și de stat emise de entități din România și obligațiuni corporative internaționale), titlurilor de participare la organisme de plasament colectiv (acțiuni și unități de fond) și produselor structurate.

Valoarea totală tranzacționată cu titluri de capital a scăzut cu 19% în trimestrul III 2021, comparativ cu trimestrul III 2020, iar numărul tranzacțiilor a crescut cu circa 23%.

Valoarea tranzacțiilor cu titluri de capital (acțiuni, drepturi și unități de fond) a scăzut cu aproximativ 20% (acțiuni și drepturi) și a crescut cu 193% în cazul unităților de fond, în T3 2021, comparativ cu valoarea înregistrată în aceeași perioadă a anului precedent.

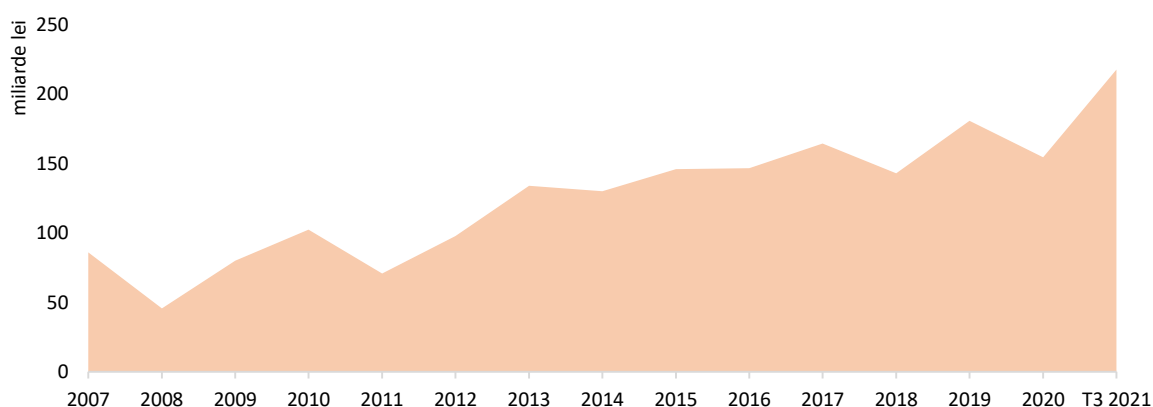
Cea mai ridicată valoare tranzacționată din ultimii doi ani a fost în luna septembrie 2020 (2,7 mld. lei), fiind susținută de vânzarea a 1,7 miliarde acțiuni, în valoare de 561 milioane lei, existente în OMV Petrom S.A. printr-o ofertă de plasament privat accelerat, urmate de acțiunile ce au avut ca emitenți Societatea Energetică Electrică (EL), Banca Transilvania (TLV) și Fondul Proprietatea (FP).

Ministerul Finanțelor Publice a emis titluri de stat în cuantum de 12% din totalul tranzacțiilor derulate în T3 2021 și EUR-TBONDS în cuantum de 10,02% din totalul tranzacțiilor derulate în primele trei trimestre ale anului 2021. Acțiunile rămân clasa dominantă de active financiare, cu o pondere de 61,12% din totalul valorii tranzacționate la BVB la 30 septembrie 2021.

Pe primele 5 locuri din clasamentul celor mai lichide companii ale căror acțiuni au fost tranzacționate pe piața principală a BVB s-au situat, în continuare, TLV (Banca Transilvania SA), SNP (OMV PETROM SA), FP (Fondul Proprietatea), Teraplast (TRP) și BRD (Banca Română pentru Dezvoltare - Groupe Société Générale SA), cumulând tranzacții de peste 58% din totalul valorii tranzacționate pe piața principală BVB.

Capitalizarea bursieră a prezentat o evoluție pozitivă de-a lungul perioadei analizate. La finalul trimestrului III al anului 2021, comparativ cu finalul anului 2020 a fost înregistrată o creștere de 41%, iar comparativ cu finalul anului 2019 s-a observat o creștere de 20%. Totodată, la finalul lunii septembrie 2021 a fost înregistrată o creștere de aproximativ 81% comparativ cu finalul lunii martie 2020, când capitalizarea a scăzut datorită incertitudinilor cauzate de declanșarea pandemiei COVID-19.

Figura 59 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni)



Sursa: BVB

Sistemul multilateral de tranzacționare (SMT) din cadrul BVB

Conform celor mai recente definiții legislative în vigoare, termenul de „sistem alternativ de tranzacționare” (ATS) este înlocuit cu cel de „sistem multilateral de tranzacționare” (SMT).

La 30.09.2021, existau 299 instrumente disponibile la tranzacționare pe SMT: 284 instrumente tranzacționabile pe piața XRS1 și 15 instrumente tranzacționabile pe piața XRSI. Numărul instrumentelor disponibile la tranzacționare este în creștere.

Pe parcursul primelor trei trimestre ale anului 2021, au fost derulate aproximativ 269 mii tranzacții pe SMT în valoare totală de circa 109 milioane lei, în creștere cu 244% comparativ cu valoarea înregistrată în aceeași perioadă a anului anterior. În trimestrul III al anului 2021, instrumentele preferate de către investitori pe SMT au fost acțiunile, a căror valoare reprezintă circa 76% din valoarea totală tranzacționată.

Comaniile ale căror acțiuni au fost cel mai des tranzacționate în T3 2021 au fost SAFE (Safetech Innovations), HUNT (IHUNT TECHNOLOGY IMPORT-EXPORT SA) și NRF (Norofert SA).

4.4. Intermediarii

La finele lunii iunie 2021, pe piața BVB își desfășurau activitatea un număr total de 27 de intermediari, dintre care 16 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 4 instituții de credit locale și 7 entități autorizate în alte state membre UE.

În cadrul SMT au activat la finalul lunii iunie 2021 un număr total de 20 de intermediari, din care 15 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 4 instituții de credit locale și o firmă de investiții autorizată într-un alt stat membru UE.

Tabelul 18 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB și SMT

Categorie	Înregistrați în Registrul CNVM în 2009*	BVB 30.06.2021	SMT 30.06.2021
Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF)	63	16	15
Instituții de credit locale	15	4	4
Firme de investiții din alte state membre UE	802	4	1
Instituții de credit din alte state membre UE	117	2	
Sucursală a unei instituții de credit din alte state membre UE		1	
TOTAL	997	27	20

*Înregistrați în Registrul CNVM (Bursa de Valori București și Bursa Monetar - Financiară și de Mărfuri Sibiu)

Sursa: BVB, calcule ASF

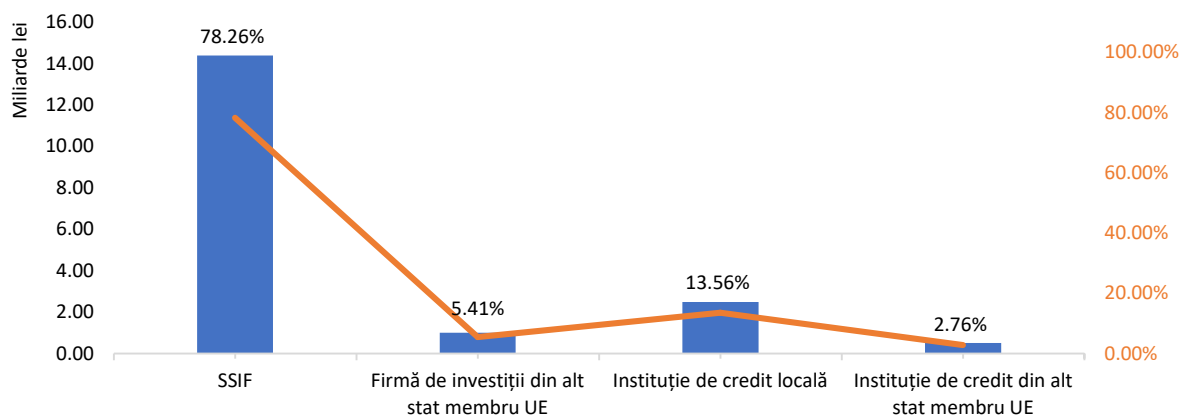
Printre intermediarii care și-au încetat activitatea în această perioadă s-au numărat și nume importante cu cotă semnificativă de piață, care au luat decizia strategică de a renunța ca urmare a prognozelor pesimiste privind evoluția viitoare a indicatorilor de activitate.

De exemplu, din top 10 intermediari la finalul anului 2008, o serie de companii importante la momentul respectiv nu mai desfășoară activitate la finalul anului 2018: ING Bank NV Amsterdam - Sucursala București, Intercapital Invest, UniCredit CAIB Securities România etc.

La finalul lunii iunie 2021, cei mai activi intermediari pe BVB (piața reglementată și SMT) au fost SSIF-urile, valoarea intermediată de acestea fiind de aproximativ 14,39 miliarde lei. Intermediarii locali (SSIF și instituțiile de credit) au realizat aproximativ 92% din valoarea totală intermediată.

Dintre intermediarii autorizați în alte state membre UE care au efectuat tranzacții pe piețele la vedere, cele mai active au fost firmele de investiții, acestea cumulând o cotă de piață de 5,41%.

Figura 60 Valoarea tranzacționată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 30 iunie 2021

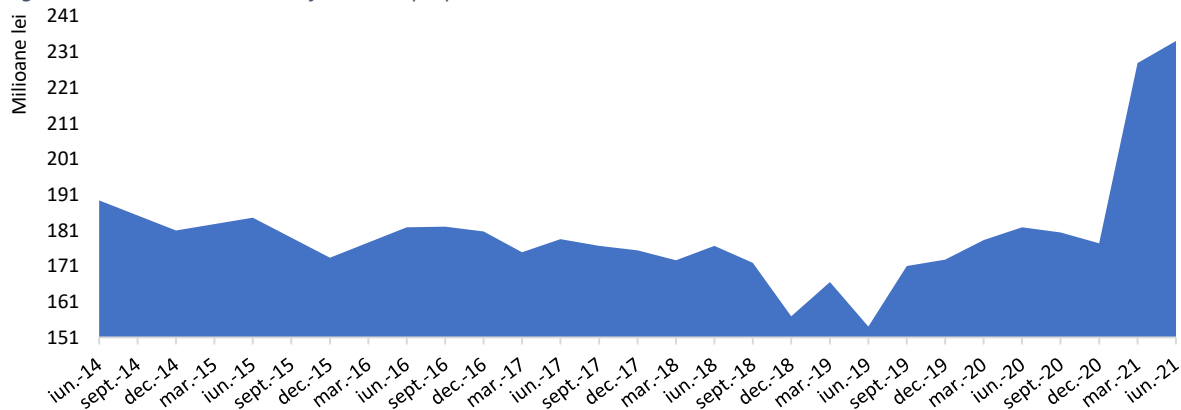


Sursa: BVB, calcule ASF

Primele 10 societăți dețin aproximativ 93% din valoarea totală intermediată în primul semestru al anului 2021. Dintre acestea, 7 sunt Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), o instituție de credit locală, o firmă de investiții autorizată într-un alt stat membru UE și o instituție de credit din alt stat membru UE.

În luna iunie 2021, valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF-urilor a crescut cu aproximativ 32% față de luna decembrie 2020, atingând nivelul de 234 milioane lei și inversând temporar tendința de declin a valorii acestui indicator.

Figura 61 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF

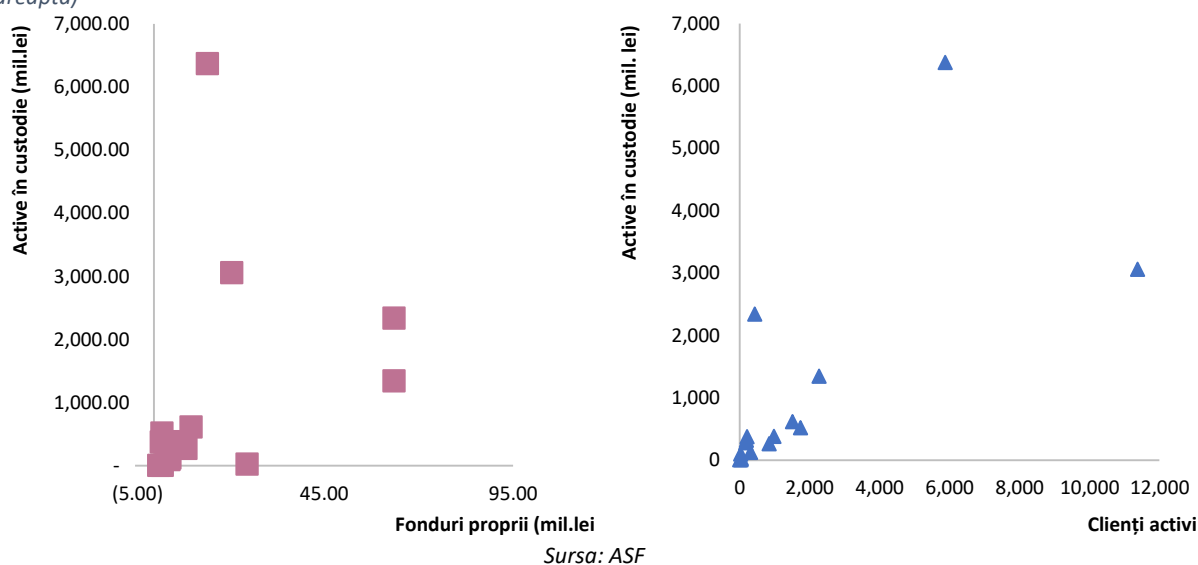


Sursa: ASF

La sfârșitul lunii iunie 2021, SSIF-urile aveau în custodie o valoare cumulată a activelor de 16,13 miliarde de lei (aproximativ 3,28 miliarde de euro), reprezentând atât disponibilități ale clienților, cât și titluri financiare deținute de aceștia.

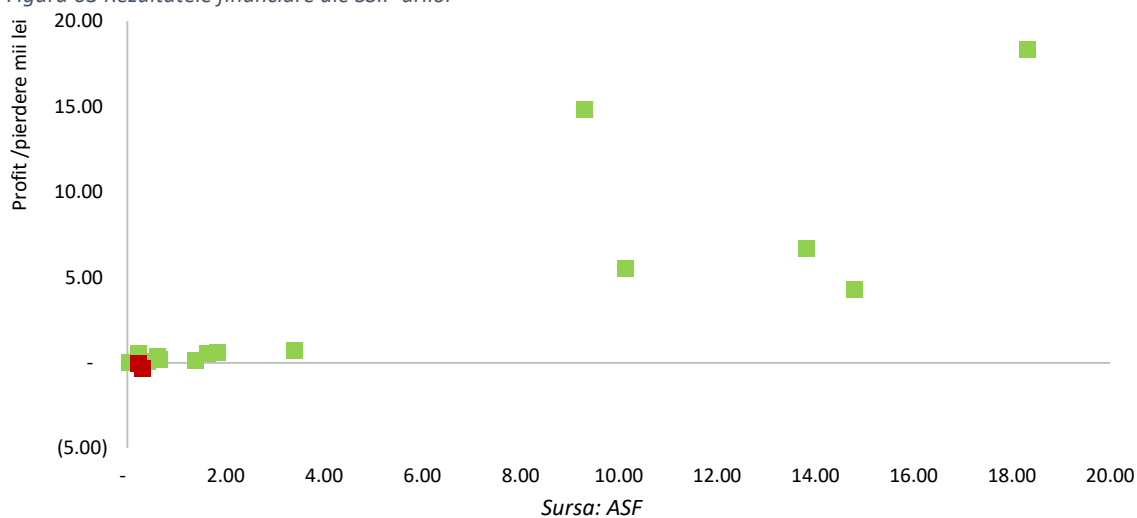
Numărul cumulată al conturilor de clienți activi ai SSIF-urilor la finalul lunii iunie 2021 a fost de 26.054 (un investitor poate avea simultan conturi deschise la mai mulți intermediari). Din graficele prezentate mai jos se observă că valoarea activelor în custodie este în general corelată cu numărul de conturi active.

Figura 62 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii (stânga), raportată la numărul de conturi active (dreapta)



Dintr-un total de 16 SSIF-uri, un număr de 14 SSIF-uri au obținut profit¹⁷ în primul semestru al anului 2021, valoarea cumulată a profiturilor acestora fiind de circa 52,69 milioane lei. Pierderea cumulată a celor 2 SSIF-uri care au avut rezultate negative a fost de aproximativ 432,37 mii lei.

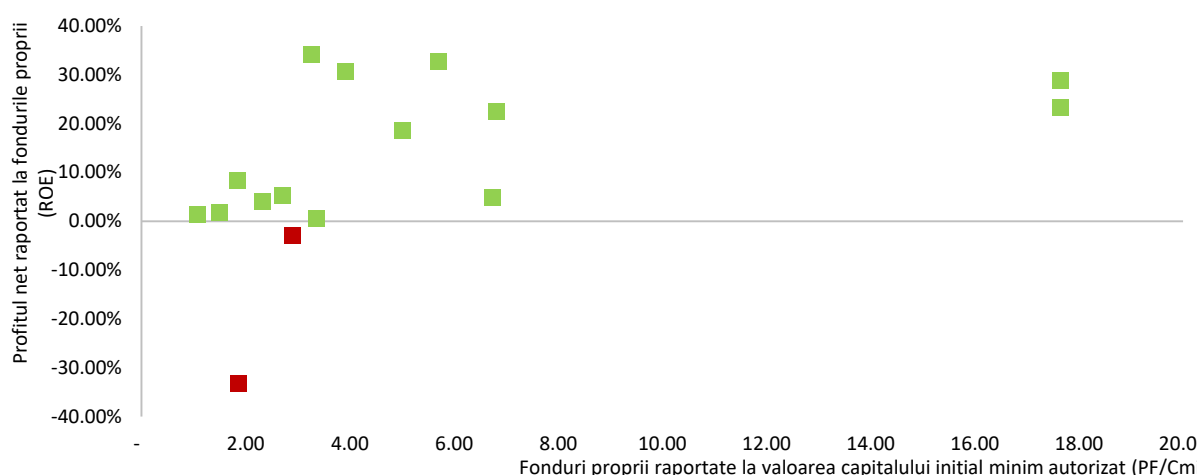
Figura 63 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor



Valoarea fondurilor proprii în primul semestru al anului 2021 a înregistrat o creștere de 32%, comparativ cu finalul anului 2020.

¹⁷ Rezultatele prezentate sunt conform bilanțelor contabile preliminare aferente lunii iunie 2021, rezultatele financiare auditate nefiind disponibile la data realizării raportului.

Figura 64 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în S1 2021



Sursa: ASF

4.5. Instituții de infrastructură a pieței. Depozitarul Central

Depozitarul Central reprezintă o instituție fundamentală a pieței de capital din România, care asigură infrastructura pieței financiare, având rolul de administrator al sistemului de decontare a instrumentelor financiare (RoClear) și îndeplinind funcția de registratar pentru societățile pe acțiuni.

De asemenea, Depozitarul Central oferă participanților o multitudine de alte servicii conexe, fiind permanent preocupat ca acestea să fie armonizate cu practicile europene, la standarde ridicate, cu riscuri minime și costuri scăzute, prin:

- **Stabilitate** prin asigurare de servicii sigure și eficiente care să faciliteze accesul la piața de capital din România atât investitorilor autohtoni, cât și celor internaționali;
- **Imparțialitate**, ca garanție a unui tratament egal și a unei competiții corecte între toți participanții și emitenții;
- **Inovație și dezvoltarea pieței de instrumente financiare** împreună cu Bursa de Valori București, Autoritatea de Supraveghere Financiară, Banca Națională a României, Asociația Brokerilor, etc.;
- **Dezvoltare** - creșterea vizibilității Depozitarului Central.

Tabelul 19 Sinteză activitate de compensare decontare locală netă în monedă națională

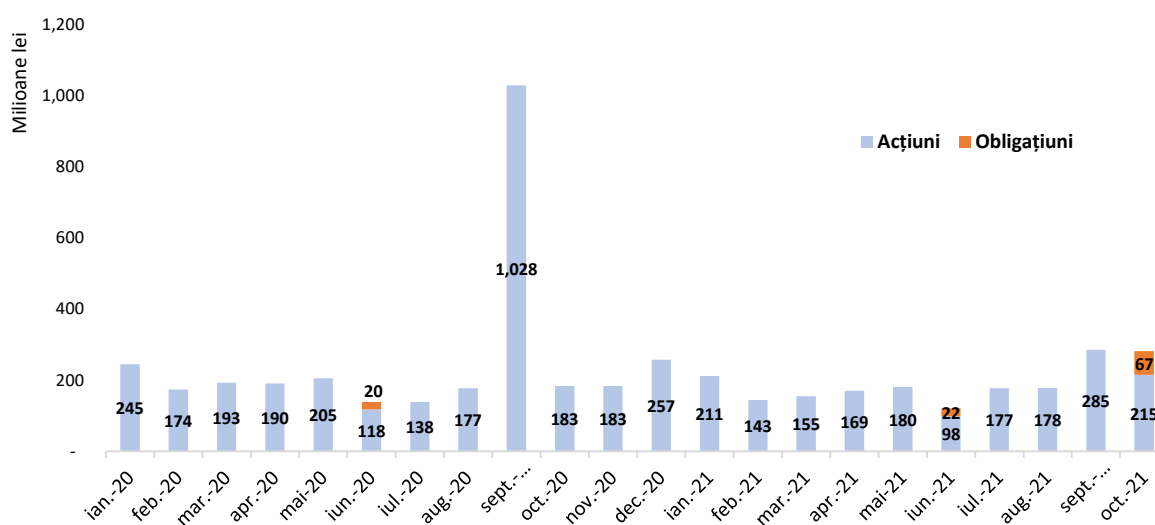
An	Numărul tranzacțiilor decontate	Valoarea tranzacțiilor decontate (mii lei) VTD	Valoarea tranzacțiilor după compensare (mii lei) VTC	Gradul de compensare (%) =100x(1-VTC/VTD)
2021*	1.095.311	20.579.425,03	3.420.541,53	83,38%
2020	998.169	29.807.692,44	5.209.477,85	82,52%
2019	598.986	27.133.713,55	5.541.291,42	79,58%
2018	669.299	28.269.201,66	4.177.188,24	85,22%
2017	1.045.162	31.942.174,32	5.317.097,26	83,35%
2016	1.015.204	24.822.286,01	4.250.144,82	82,88%
2015	1.095.125	26.497.347,64	5.370.408,35	79,73%
2014	1.070.648	18.605.874,87	7.065.873,51	62,02%
2013	902.016	13.787.999,97	6.408.785,38	53,52%

An	Numărul tranzacțiilor decontate	Valoarea tranzacțiilor decontate (mii lei) VTD	Valoarea tranzacțiilor după compensare (mii lei) VTC	Gradul de compensare (%) =100x(1-VTC/VTD)
2012	936.613	9.762.948,10	3.308.301,18	66,11%
2011	1.123.195	11.563.021,96	4.370.001,03	62,21%
2010	1.114.257	8.728.071,33	2.032.601,00	76,71%
2009	1.506.052	6.973.808,87	1.712.406,17	75,45%
2008	1.719.301	8.818.206,30	2.238.866,21	74,61%
2007	2.220.388	18.962.303,66	5.204.793,66	72,55%

Sursa: Depozitarul Central, * până la septembrie 2021

Statisticile includ toate tranzacțiile încheiate în locuri de tranzacționare, inclusiv operațiuni buy-in și sell-out, precum și tranzacțiile de alocare. Statisticile sunt prezentate utilizând principiul single counted.

Figura 65 Valoare tranzacții (milioane RON) pentru anul 2020 și 2021



Sursa: Depozitarul Central

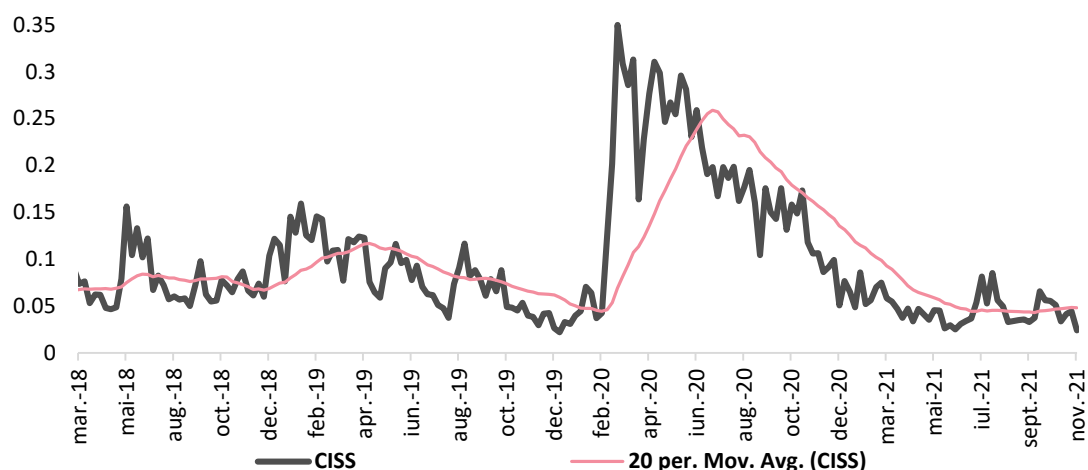
Totodată, Depozitarul Central este singura instituție din România autorizată să emită coduri LEI¹⁸ pentru entități juridice din România.

4.6. Potențiale riscuri și vulnerabilități pe piața de capital

Progresul în dezvoltarea vaccinurilor și stimularea economică au început să impulsioneze bursa, iar nivelul de stres în cadrul sistemului financiar european, conform indicatorului compozit, CISS, calculat de Banca Centrală Europeană, a revenit la valorile înregistrate pre-criză.

¹⁸ Legal Entity Identifier

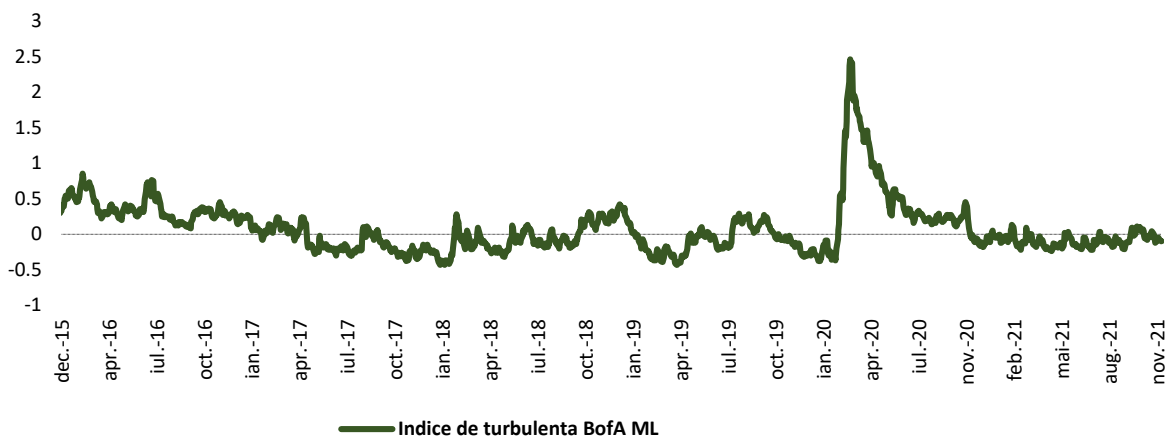
Figura 66 Nivelul de stres în sistemul financiar european



Sursa: BCE

Indicele de turbulență pe piețele bursiere internaționale calculat de Bank of America Merrill Lynch a atins valori maxime în luna martie 2020, pe fondul îngrijorărilor privind efectele primului val de COVID-19, însă s-a redresat pe parcursul anului 2020, iar la finalul lunii octombrie 2021 acesta se situează pe un trend descendent și se poziționează sub nivelul valorii 0.

Figura 67 Indicele de turbulență pe piețele financiare internaționale



Sursa: Bank of America Merrill Lynch

Cele două componente ale pieței de capital (bursa și organismele de plasament colectiv), datorită rolului și condițiilor de funcționare specifice, se confruntă cu seturi diferite de riscuri. Astfel, pentru piața organismelor de plasament colectiv cele mai relevante sunt riscurile investiționale, riscul de credit și riscul de lichiditate. În continuare, acestea sunt gestionate în general adecvat la nivelul întregii piețe, prin diversificarea și prin respectarea politicilor de investiții asumate prin prospectele fondurilor. Complexitatea redusă a pieței face ca, deocamdată, aceste riscuri să nu fie amplificate prin utilizarea levierului financiar, instrumentele financiare complexe (ex. derivate, structurate, obligațiuni rezultate în securitizare etc.) neavând o pondere semnificativă în activele totale (4,24% din PIB la finalul sem. I 2021). Nivelul concentrării serviciilor de depozitare se menține ridicat și în semestrul I al anului 2021, din aceleași cauze structurale ca și în situația fondurilor de pensii.

Pentru cea de-a doua componentă a pieței de capital, piața bursieră locală, sunt relevante riscul de piață și riscul de lichiditate. În prima parte a anului 2021, bursele internaționale de acțiuni înregistrează o revenire, după ce în martie 2020 acestea au înregistrat cea mai semnificativă deteriorare din cauza pandemiei COVID-19. Piața bursieră din SUA a înregistrat creșteri semnificative în luna iulie datorită unui sentiment puternic pozitiv al investitorilor. În septembrie 2021, piețele bursiere internaționale sunt în ușoară scădere, afectate de incertitudinea cu privire la impactul variantei delta COVID-19 asupra comportamentului consumatorilor, precum și ca efect al majorării costurilor forței de muncă și a materialelor care determină creșterea prețurilor. Pe piața bursieră locală, volatilitatea ridicată declanșată de pandemia COVID-19 a început să se diminueze semnificativ, revenind la nivelul anterior declanșării pandemiei. La finalul lunii octombrie 2021 volatilitățile indicilor Bursei de Valori București se mențin reduse, iar regimul rămâne deocamdată unul mediu spre scăzut. Pandemia COVID-19 a avut un impact direct și puternic asupra bursei de valori locale, ca urmare a sentimentului de frică al investitorilor.

În pofida contextului macroeconomic deteriorat și a riscurilor în creștere pe piețele financiare, s-a observat o creștere a lichidității pe piața locală de capital în T3 2021 față de T3 2020, atât din perspectiva valorii tranzacționate, cât și a numărului de tranzacții. Astfel, valoarea totală tranzacționată pe piața BVB și SMT a atins nivelul de 12,69 miliarde lei în primul T3 2021, în creștere cu 10% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2020. Numărul de tranzacții derulate la BVB s-a majorat cu 45% în primele nouă luni din anul 2021, comparativ cu primele nouă luni din anul precedent.

Din perspectiva bursei locale, per ansamblu, cel mai important risc este menținerea la un nivel redus de dezvoltare (din perspectiva capitalizării, lichidității, gradului de diversificare al emitenților și instrumentelor etc), ceea ce ar avea un impact negativ asupra altor componente ale pieței financiare (ex. asigurători, fonduri de pensii, organisme de plasament colectiv) și economiei în ansamblu (acces limitat la finanțarea prin piață ca alternativă la finanțarea bancară).

Caracterul global al bolii COVID-19 a avut un impact semnificativ asupra economiei mondiale de la începutul anului 2020. Un astfel de eveniment notabil de sănătate publică poate fi văzut ca un eveniment rar, care aduce forțe imprevizibile și neobișnuite în contextul economic și care ar putea conduce în mod obișnuit la un lanț de reacții adverse și perturbări ale pieței.

Piețele de capital din UE au fost caracterizate de o volatilitate ridicată în prima parte a anului 2020, generată de izbucnirea pandemiei COVID-19, demonstrând incertitudine asupra piețelor financiare. Volatilitatea pieței de capital din România a evoluat pe o tendință similară celorlalte burse europene.

În prezent, bursele internaționale de acțiuni înregistrează o revenire după ce în martie 2020 acestea au înregistrat cea mai semnificativă deteriorare din cauza pandemiei COVID-19. Piețele bursiere internaționale au înregistrat creșteri semnificative în luna iulie-august datorită unui sentiment puternic pozitiv al investitorilor.

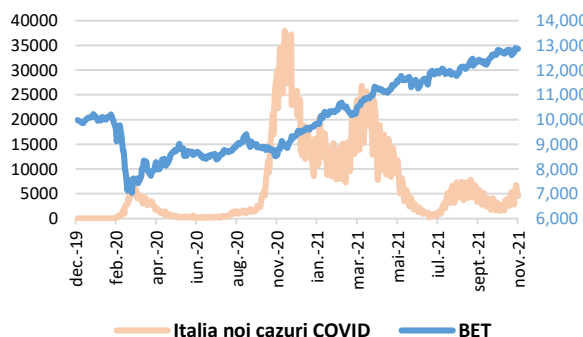
Evoluțiile din piețele de capital sunt dificil de previzionat în contextul actual, iar comparația cu alte crize financiare din trecut nu este fezabilă, dar poate funcționa într-o măsură limitată, dacă ne raportăm doar la pierderile financiare generate de efectele răspândirii COVID-19.

În graficele de mai jos se regăsesc evoluția numărului de cazuri noi datorate COVID-19 din SUA, Italia și România, precum și evoluția indicelui BET. Din punct de vedere al numărului de cazuri noi de COVID-19, SUA a înregistrat cele mai mari cifre, iar Italia s-a clasat pe locul doi. Deși pandemia COVID-19 a

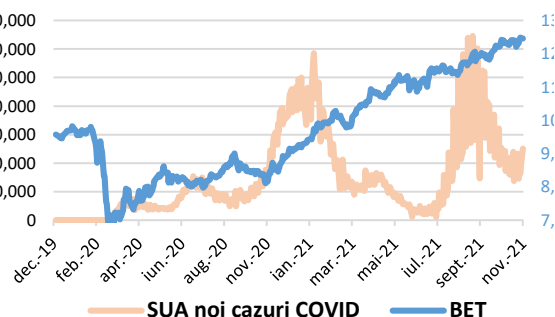
debutat în China, se observă că numărul persoane infectate a fost semnificativ mai redus față de cel din SUA și Italia.

Figura 68 Evoluția numărului de cazuri noi vs. indicele BET

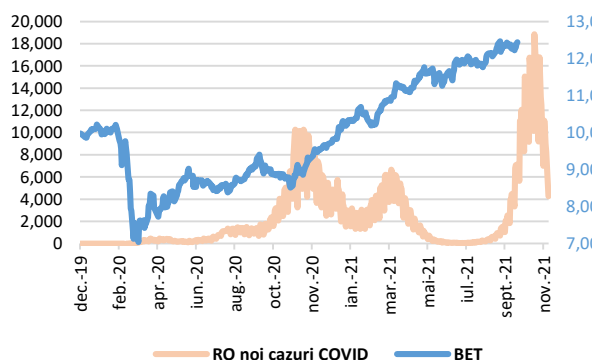
Numărul de cazuri noi COVID-19 în Italia și indicele BET



Numărul de cazuri noi COVID-19 în SUA și indicele BET



Numărul de cazuri noi COVID-19 în România și indicele BET

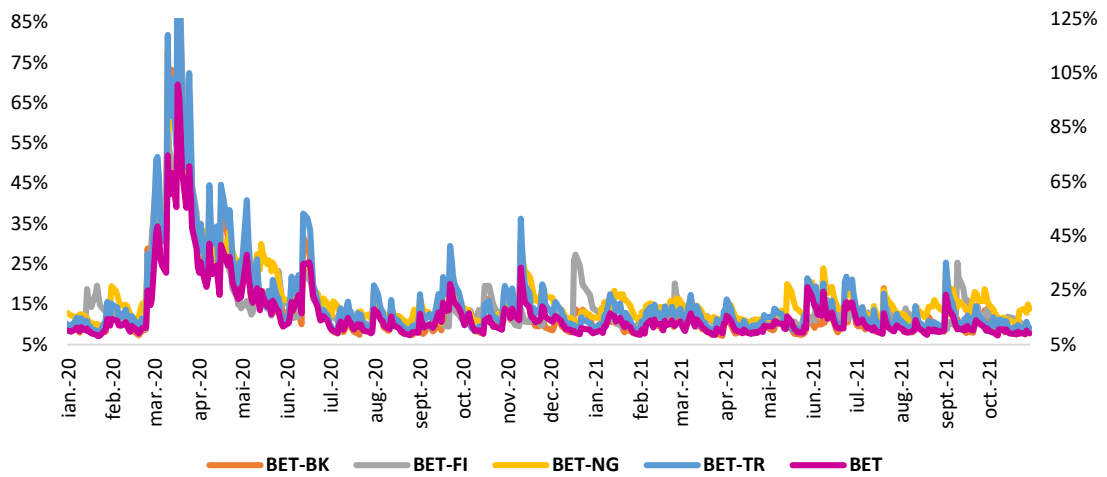


Sursa: BVB, Ourworldindata, prelucrare ASF

Relația dintre evoluția indicelui BET și numărul de infectări SARS-CoV-2 (România) este una indirectă, astfel, creșterea numărului de îmbolnăviri (România) a determinat o scădere a indicelui local, iar revenirea acestuia s-a produs pe măsură ce s-a înregistrat o scădere a numărului de noi cazuri.

În momente de incertitudine, volatilitatea piețelor crește, concomitent cu efectele de contagiune, astfel încât corelațiile dintre piețe devin mult mai strânse. Volatilitățile indicilor Bursei de Valori București au înregistrat o scădere în ultima perioadă, iar regimul rămâne deocamdată unul mediu spre scăzut. Volatilitatea este un barometru de măsurare a riscului de a se confrunta cu incertitudinea pe care investitorii îl iau în considerare atunci când cumpără active financiare.

Figura 69 Volatilitatea indicilor bursieri locali - GARCH (1,1)



Sursa: BVB, prelucrare ASF

Bursa de Valori București a răspuns rapid la efectele COVID-19, iar reacția acestora a variat în timp, în funcție de stadiul pandemiei. Incertitudinea și riscul induse de efectele COVID-19 au provocat un impact economic semnificativ la nivel global, afectând atât economiile avansate, cât și economiile emergente.

5. Stabilitatea pieței asigurărilor

În primele 6 luni ale anului 2021, **piața asigurărilor din România a înregistrat o creștere a riscurilor de lichiditate și solvabilitate, în principal în contextul deteriorării indicatorilor specifici unei societăți de asigurare: City Insurance.** Societatea City Insurance deține o cotă de 20,6% pe piața asigurărilor din România, din perspectiva volumului de prime brute subscrise (PBS). Pe segmentul asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto (RCA), City Insurance deține circa 46% din piață, cu aproximativ 2,67 milioane asigurați persoane fizice și juridice la 30 iunie 2021 (număr de contracte în vigoare). Poziția semnificativă deținută de City Insurance SA pe piața asigurărilor din România a determinat clasificarea societății de către Autoritate ca entitate de importanță sistemică din punct de vedere sectorial, ceea ce arăta că falimentul societății ar putea afecta cel puțin temporar stabilitatea financiară a pieței asigurărilor din România, în special ca urmare a expunerii semnificative a societății față de asigurările obligatorii de răspundere civilă auto.

Pe fondul principalelor evoluții ale pieței asigurărilor din România, al vulnerabilităților identificate și al evoluției indicatorilor specifici societății City Insurance SA, **Autoritatea de Supraveghere Financiară a intensificat procesele de supraveghere și control în cazul acestui asigurător, cu scopul asigurării celor două obiective strategice: stabilitatea pieței asigurărilor și protecția consumatorilor.**

În urma amplelor analize și investigații derulate, Autoritatea de Supraveghere Financiară a constatat o serie de abateri grave ale societății City Insurance de la prevederile legale în vigoare. **Societatea City Insurance SA și-a desfășurat activitatea de asigurare începând cu anul 2017, fără a deține disponibilitățile bănești declarate într-un cont din cadrul unei instituții de credit din Elveția.** Astfel, în urma amplelor investigații derulate și a colaborării și schimbului de informații cu alte autorități, s-a constatat că **între City Insurance SA și banca respectivă nu au existat relații contractuale**, iar contul indicat de societatea City Insurance ca fiind principala sursă a disponibilităților bănești deținute de City Insurance și cea mai importantă sursă de finanțare luată în considerare pentru asigurarea nivelului fondurilor proprii eligibile pentru a acoperi cerințele de capital nu exista. În acest context, se constată că indicatorii de solvabilitate și lichiditate ai societății au fost grav denaturați, începând cu anul 2017.

În urma ajustărilor efectuate de ASF la 31 martie 2021, ținând cont de lipsa disponibilităților bănești declarate de City Insurance la banca din Elveția, **a rezultat un necesar de fonduri proprii eligibile pentru acoperirea cerinței minime de capital (MCR) de 1,1 miliarde lei, respectiv un necesar de 1,5 miliarde lei pentru acoperirea cerinței de capital de solvabilitate (SCR).**

De altfel, investigațiile și analizele interne bazate inclusiv pe corespondența cu autorități locale, precum și din alte state au indicat suspiciuni suplimentare cu privire la o serie de activități desfășurate de societatea City Insurance referitoare la programul de reasigurare. În acest context, **începând cu data de 05.04.2021, Autoritatea de Supraveghere Financiară a sesizat Ministerul Public, dar și alte autorități ale statului cu privire la faptele constatate la City Insurance SA.**

Totodată, la începutul lunii iunie 2021, **Autoritatea de Supraveghere Financiară a impus o serie de amenzi și alte sancțiuni și măsuri proporționale cu gravitatea faptelor constatate, în conformitate cu prevederile legislative aplicabile pieței asigurărilor din România.** Astfel, ASF a stabilit în sarcina City Insurance SA **obligația de a transmite Autorității, spre aprobare, un plan de finanțare și redresare pentru restabilirea fondurilor proprii eligibile să acopere cerințele de capital**, suplimentar amenzilor impuse. De asemenea, Autoritatea de Supraveghere Financiară a decis **desemnarea Fondului de**

Garantare a Asiguraților în vederea înlocuirii temporare a organului de conducere a asigurătorului, cu o durată a mandatului de 4 luni de la data intrării în vigoare a deciziei, cu posibilitatea prelungirii acesteia în condițiile art. 36 din Legea nr. 246/2015.

În cursul lunii septembrie 2021, Autoritatea de Supraveghere Financiară a fost informată de către Fondul de Garantare a Asiguraților (FGA), în calitate de administrator temporar al City Insurance SA, că până la data de 6 septembrie 2021, în conturile societății nu a fost efectuată nicio plată aferentă contravalorii acțiunilor subscrise de către acționarul minoritar (i3CP HOLDING BV). **Această situație de fapt a indicat neîndeplinirea cerințelor privind restabilirea, în termenul de trei luni, a nivelului fondurilor proprii de bază eligibile care acoperă cerința minimă de capital (MCR), conform Deciziei ASF nr. 714/03.06.2021.**

În acest context, în vederea asigurării obiectivului strategic al ASF de garantare a protecției consumatorilor, **Consiliul ASF a decis retragerea autorizației de funcționare a Societății Asigurare-Reasigurare City Insurance,** în conformitate cu prevederile art. 110 din Legea nr. 237/2015, **constatarea stării de insolvență a Societății Asigurare-Reasigurare City Insurance SA,** astfel cum este definită de art. 5 alin. (1) pct. 31 lit. a) și lit. b) din Legea nr. 85/2014 privind procedurile de prevenire a insolvenței și de insolvență, cu modificările și completările ulterioare și **promovarea de către ASF a cererii privind deschiderea procedurii falimentului împotriva societății,** conform dispozițiilor art. 249 din legea referită.

Din perspectiva lichidității asigurătorilor autorizați și reglementați de ASF, se constată, de asemenea, o **deteriorare a poziției unor societăți,** cu efecte asupra indicatorului cumulat la nivelul întregii piețe. Astfel, la 30 iunie 2021, coeficientul de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale, deși avea valori supraunitare, încadrându-se în prevederile legale, a scăzut comparativ cu situația înregistrată la 30 iunie 2020. La nivelul pieței asigurărilor, coeficientul de lichiditate a scăzut pe fondul diminuării valorii activelor lichide (în principal, ca urmare a eliminării valorii celei mai mari părți din disponibilitățile bănești declarate de City Insurance într-un cont ce nu exista la o bancă din Elveția cu care asigurătorul nu avea relații contractuale). De asemenea, scăderea coeficientului de lichiditate la nivelul pieței a fost determinată și de creșterea obligațiilor pe termen scurt, pe fondul modificării legislației în vederea consolidării capacității societăților de asigurare de a își onora obligațiile față de consumatori. La nivel individual, o analiză a indicatorului de lichiditate pe societăți arăta că, **la 30 iunie 2021, societățile City Insurance SA și Euroins România SA nu respectau prevederile legale cu privire la nivelul coeficientului de lichiditate,** acesta fiind subunitar (<1). Astfel, cele 2 societăți nu dețineau valori suficiente ale activelor lichide față de obligațiile pe termen scurt față de asigurați.

Societatea Euroins România s-a aflat în proces de monitorizare în ceea ce privește îndeplinirea cerințelor privind nivelul indicatorului de lichiditate, termenul maxim pentru restabilirea indicatorului de lichiditate (minim 1,00) fiind finalul lunii septembrie.

Gradul de concentrare pe piața asigurărilor din România rămâne mediu spre ridicat, aceasta fiind și una dintre principalele vulnerabilități ale pieței locale. De asemenea, retragerea autorizației de funcționare a societății City Insurance SA, ce a avut loc în cursul lunii septembrie 2021, pe fondul intrării societății în incapacitate vădită de plată, a continuării deteriorării solvabilității și a lipsei restabilirii în termenul prevăzut de lege a nivelului fondurilor proprii eligibile să acopere cerința minimă de capital, poate conduce la o creștere a concentrării pe piața asigurărilor. Mai afectate din punct de vedere al creșterii gradului de concentrare pot fi anumite segmente în cadrul cărora activează un număr mai

reduc de societăți și în interiorul cărora gradul de concentrare era deja unul ridicat, iar societatea City Insurance înregistra cote de piață semnificative: piața RCA, piața asigurărilor de garanții.

Riscul de conduită este în creștere, având în vedere majorarea semnificativă a numărului de petiții înregistrate de consumatori la ASF, ce vizează preponderent piața asigurărilor din România. **Societățile City Insurance și Euroins cumulează cel mai mare număr de petiții în primele 6 luni ale anului 2021**, reprezentând circa 94%¹⁹ din petițiile înregistrate în mod unic la ASF de consumatori. Aspectele cel mai des reclamate în primele 6 luni ale anului 2021 țin de neplata sau plata parțială a valorii despăgubirilor și nerespectarea prevederilor legale aplicabile și a normelor ASF sau a condițiilor contractuale.

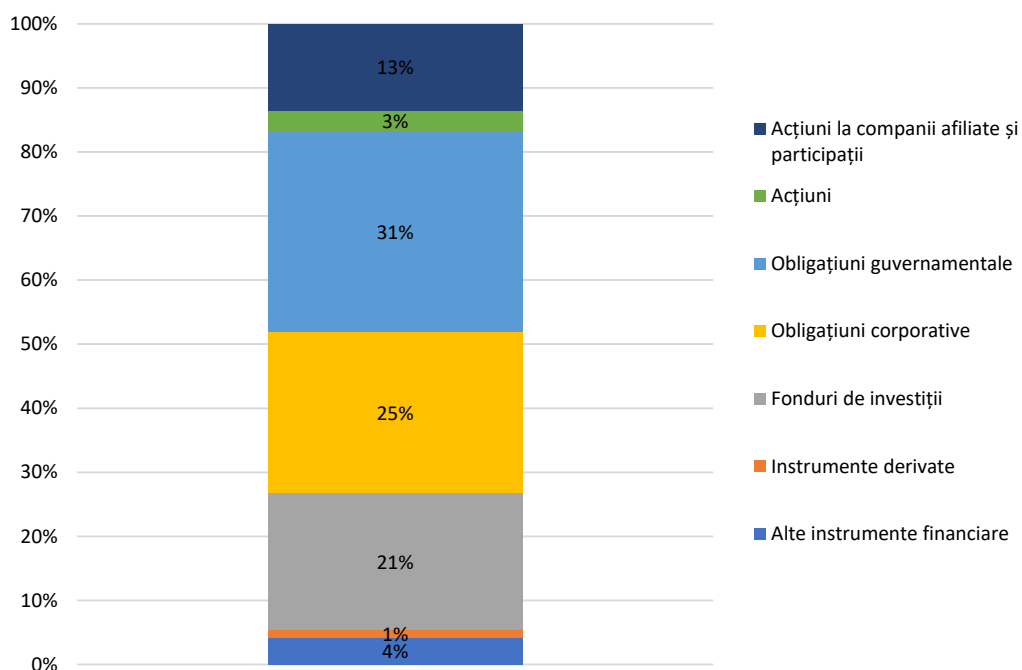
5.1. Piața asigurărilor în context european

Conform Tabloului de risc al EIOPA, nivelurile de risc pentru sectorul european al asigurărilor rămân în general constante. Riscurile macroeconomice se mențin la nivel ridicat, pe fondul revizuirii ascendente a prognozelor privind inflația. Ratele swap pe 10 ani au scăzut ușor în trimestrul III al anului 2021. Ratele șomajului rămân ridicate, dar se află pe o tendință de scădere. Referitor la riscurile de profitabilitate și solvabilitate, acestea s-au menținut la un nivel mediu, observându-se o ușoară deteriorare a pozițiilor de solvabilitate pentru societățile de asigurare ce practică activități de asigurări generale și de viață, în timp ce în cazul grupurilor rata SCR (cerința de capital de solvabilitate) a continuat să se îmbunătățească. Din perspectiva riscurilor specifice asigurărilor, creșterea anuală a primelor pentru segmentul asigurărilor generale a înregistrat o recuperare notabilă față de începutul anului 2020, iar creșterea anuală a primelor pentru asigurările de viață a înregistrat un avans pentru cel de-al doilea trimestru consecutiv.

Din perspectiva structurii investiționale agregate a societăților de asigurare, se observă că atât la nivel european, cât și la nivel local, ponderea cea mai semnificativă este deținută de obligațiuni. Societățile de asigurare din Europa au orientat circa 58% din plasamente către investițiile în obligațiuni, în timp ce asigurătorii din România dețin o pondere de 84% a investițiilor în obligațiuni.

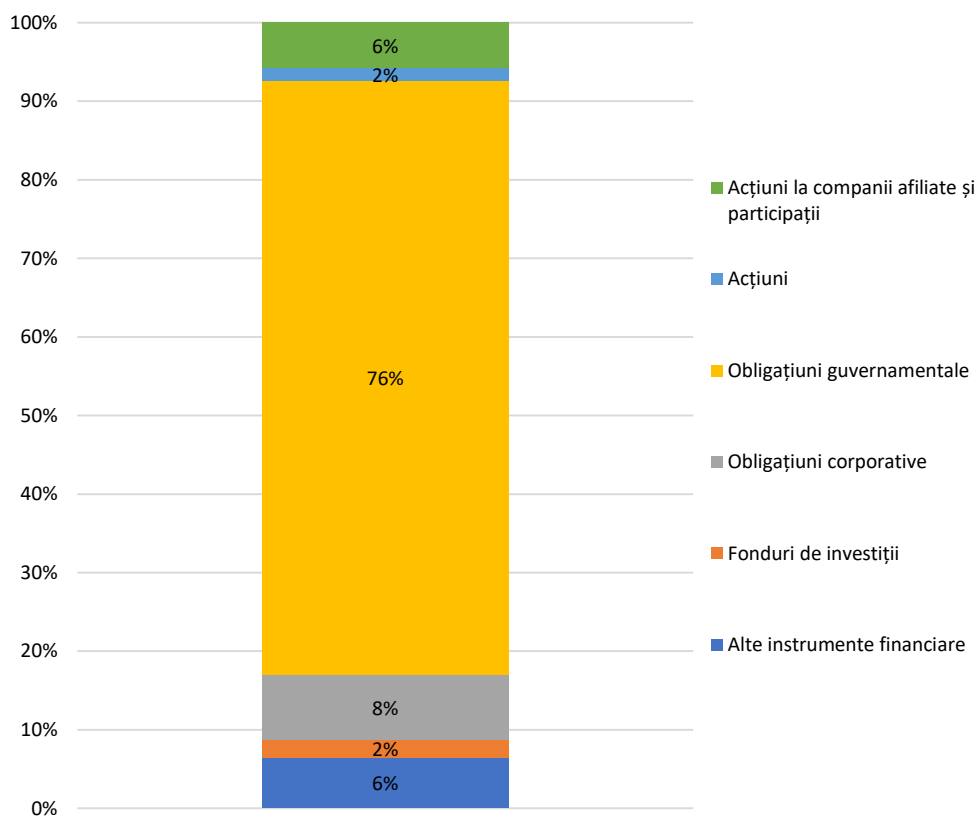
¹⁹ 24.920 de petiții au fost îndreptate împotriva City Insurance și Euroins în perioada de referință dintre cele 26.591 petiții înregistrate în mod unic pentru toate societățile.

Figura 70 Structura investițională agregată a societăților de asigurare din Europa (Trim. II 2021, 30 de țări)



Sursa: EIOPA, calcule ASF

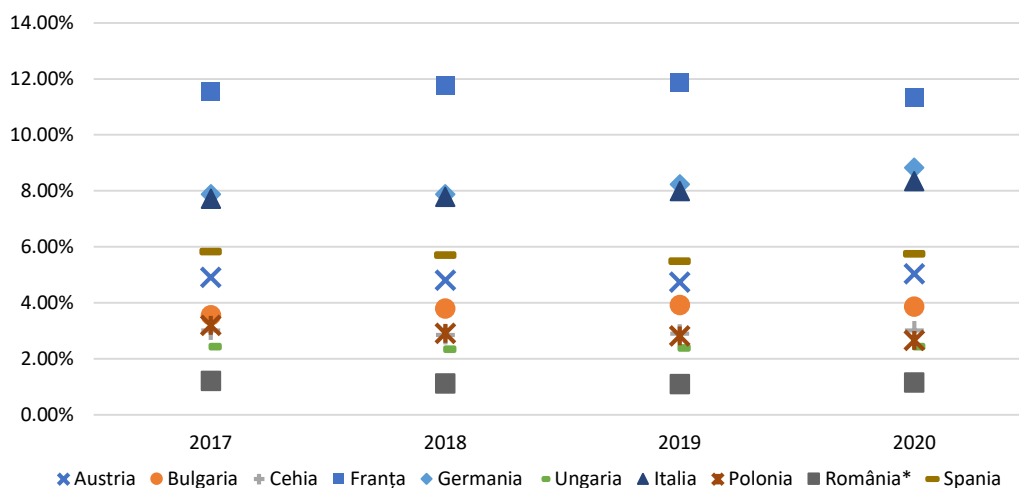
Figura 71 Structura investițională agregată a societăților de asigurare din România (Trim. II 2021)



Sursa: EIOPA, calcule ASF

Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB, indicator calculat ca raportul dintre valoarea primelor brute subscrise și produsul intern brut (PIB), a înregistrat valori semnificative în cazul Franței pe parcursul perioadei analizate. În anul 2020, Franța (11,3%) a înregistrat cea mai mare valoare, fiind urmată de Germania (8,8%), Italia (8,3%) și Spania (5,7%). În cazul României se observă un trend ușor crescător cu privire la gradul de penetrare a asigurărilor în PIB, în 2020, acesta prezentând o valoare de circa 1,15%. Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB a crescut ușor în România pe fondul creșterii volumului de prime brute subscrise, însă un efect asupra acestei tendințe a avut-o și scăderea PIB în 2020 față de 2019 ca urmare a impactului crizei sanitare actuale.

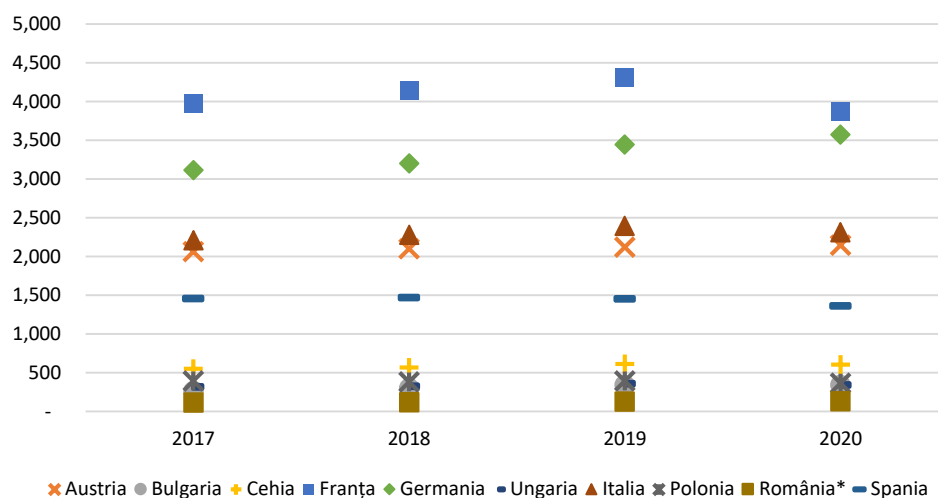
Figura 72 Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB



Sursa: EIOPA, Eurostat, INS, *date ASF, calcule ASF

Densitatea asigurărilor, calculată ca raportul dintre valoarea primelor brute subscrise pe teritoriul unui stat și numărul de locuitori ai acestuia, este un indicator care arată cât cheltuiește, în medie, locuitorul unei țări pentru produse de asigurare. În anul 2020, Franța a ocupat prima poziție și în ceea ce privește acest indicator (3.878 euro/locuitor), fiind urmată de Germania (3.575 euro/locuitor), Italia (2.315 euro/locuitor) și Austria (2.147 euro/locuitor). În cazul României, în anul 2020, densitatea asigurărilor se afla la o valoare de 131 euro/locuitor, în creștere cu circa 3% comparativ cu anul anterior.

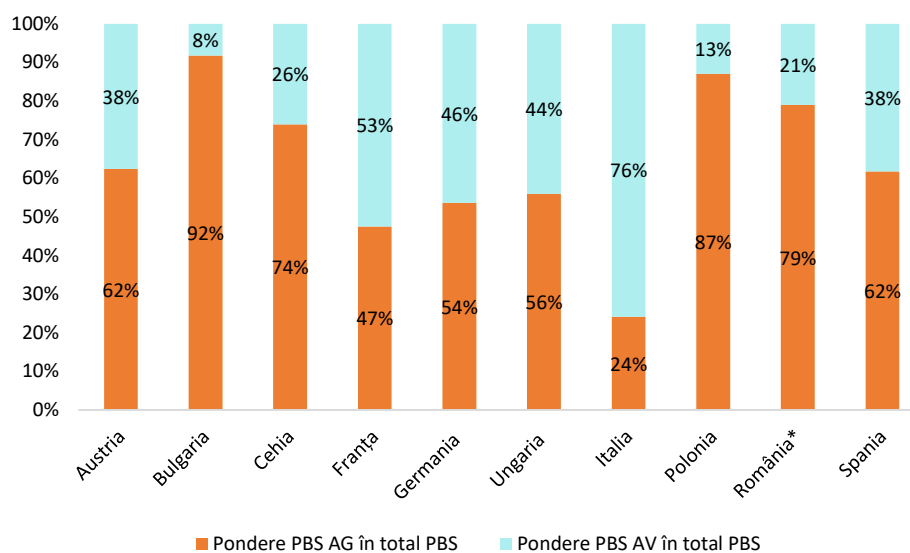
Figura 73 Densitatea asigurărilor (EUR)



Sursa: EIOPA, Eurostat, INS, *date ASF, calcule ASF

Ponderea activității de asigurări de viață în totalul sectorului de asigurări din România din perspectiva volumului de prime brute subscrise se află la un nivel scăzut comparativ cu celelalte state analizate ale UE. În trimestrul II al anului 2021, ponderea segmentului de asigurări de viață s-a situat la 21% în totalul subscrierilor, pe când ponderea segmentului de asigurări generale a atins nivelul de 79% în totalul subscrierilor.

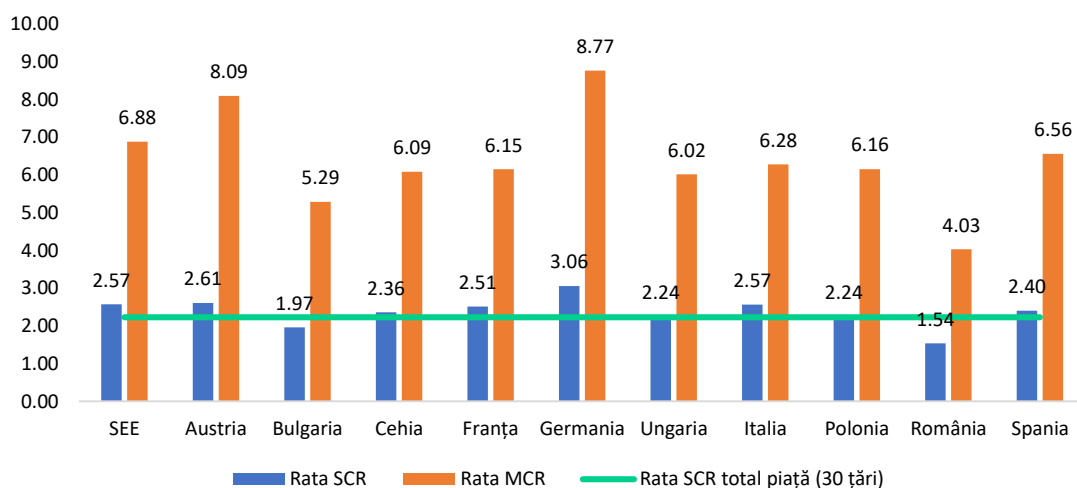
Figura 74 Structura pieței asigurărilor în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață (Trim. II 2021)



Sursa: EIOPA, calcule ASF, *date ASF

În ceea ce privește solvabilitatea sistemului european de asigurări, conform statisticilor publicate, rata SCR la nivelul pieței asigurărilor din cele 30 de țări ce raportează către EIOPA s-a situat în trimestrul II 2021 la un nivel de 2,23, iar mediana ratei SCR se afla la o valoare de 2,16.

Figura 75 Ratele cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței minime de capital (MCR) (Trim. II 2021)



Sursa: EIOPA

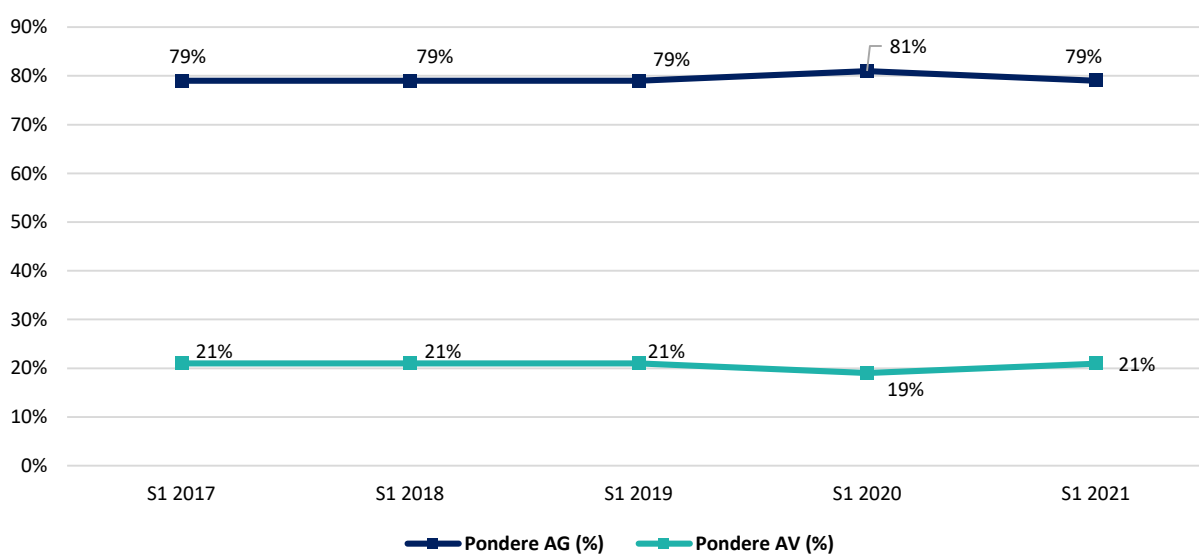
Deși România înregistrează niveluri mai reduse ale acestor indicatori comparativ cu media europeană, perspectivele de dezvoltare a sectorului de asigurări se mențin favorabile. Prin urmare, creșterea gradului de încredere a consumatorilor în industria asigurărilor, lansarea de noi produse de asigurare și adaptarea acestora la nevoile populației, precum și dezvoltarea educației financiare rămân modalități adecvate de consolidare a sectorului de asigurări din România.

5.2. Evoluții recente pe piața asigurărilor

Din perspectiva evoluției primelor brute subscrise (PBS), piața asigurărilor din România a avut o dinamică pozitivă în primele 6 luni ale anului 2021, cu o creștere semnificativă de aproximativ 13,6% a PBS pentru ambele categorii de asigurări, generale și de viață, comparativ cu valoarea înregistrată în perioada similară a anului anterior. Volumul de prime brute subscrise s-a situat la 30 iunie 2021 la aproximativ 6,4 miliarde lei, din care 79% (peste 5 miliarde lei) reprezintă prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale.

Valoarea primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale a crescut cu 11% în semestrul I 2021, comparativ cu semestrul I din anul precedent, având principala contribuție la dinamica pozitivă a indicatorului la nivelul pieței asigurărilor din România. Totodată, valoarea subscrierilor pentru activitatea de asigurări de viață a înregistrat, de asemenea, o majorare semnificativă, de 24%.

Figura 76 Evoluția ponderii activității de asigurări generale și de asigurări de viață în total prime brute subscrise



Sursa: ASF

Societățile de asigurare autorizate în alte state membre UE au subscris în semestrul I 2021 în baza dreptului de stabilire (FOE - freedom of establishment), pe teritoriul României, prin intermediul sucursalelor, un total al primelor brute subscrise de peste 547 milioane lei, în creștere cu 8% față de aceeași perioadă a anului anterior.

În semestrul I 2021, societățile de asigurare au raportat indemnizații brute plătite (incluzând maturități și răscumpărări parțiale și totale), cumulat pentru cele două categorii de asigurări, în sumă de aproximativ 3,66 miliarde lei, în creștere cu circa 9,6% comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, astfel:

- 3,12 miliarde lei sunt aferente contractelor de asigurări generale, înregistrând o creștere cu 9,7% față de semestrul I 2020;

- 544 milioane lei reprezintă sume plătite pentru indemnizații brute, maturități și răscumpărări parțiale și totale aferente asigurărilor de viață, înregistrând o creștere cu circa 8,9% comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent.

În semestrul I 2021, succursalele au raportat indemnizații brute plătite, cumulat pentru cele două categorii de asigurări, în sumă de circa 165 milioane lei, în creștere cu 6% față de semestrul I 2020.

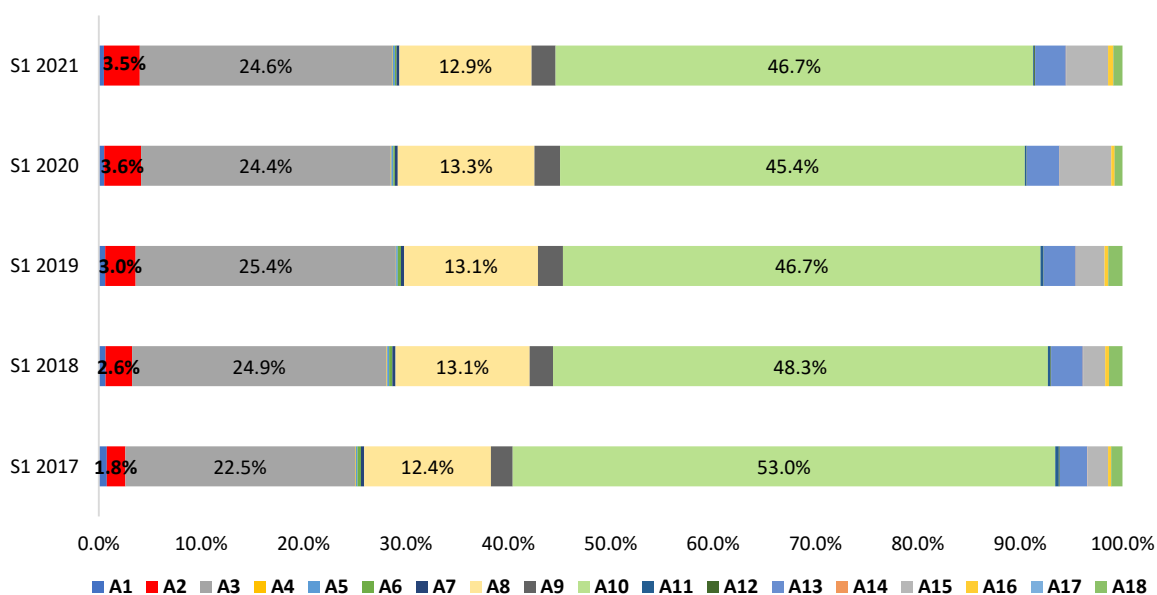
5.3. Gradul de diversificare a pieței

Spre deosebire de piața europeană de asigurări în care segmentul asigurărilor de viață este mai bine reprezentat, în România piața este dominată de asigurările generale, în principal de cele auto (clasele A3 și A10), în timp ce asigurările de viață dețin în continuare o pondere mai scăzută, de circa 21% din primele brute subscrise.

Față de perioada 2017-2019, se observă menținerea ponderii activității de asigurări de viață în semestrul I 2021 la 21%, în revenire față de semestrul I 2020, când se situa la un nivel de doar 19%.

Concentrarea activității de asigurare pe clase rămâne o vulnerabilitate a pieței locale de asigurări, menținându-se un grad ridicat de dependență al pieței față de asigurările auto și în semestrul I 2021.

Figura 77 Ponderea primelor brute subscrise în funcție de clasele de asigurări în total prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale



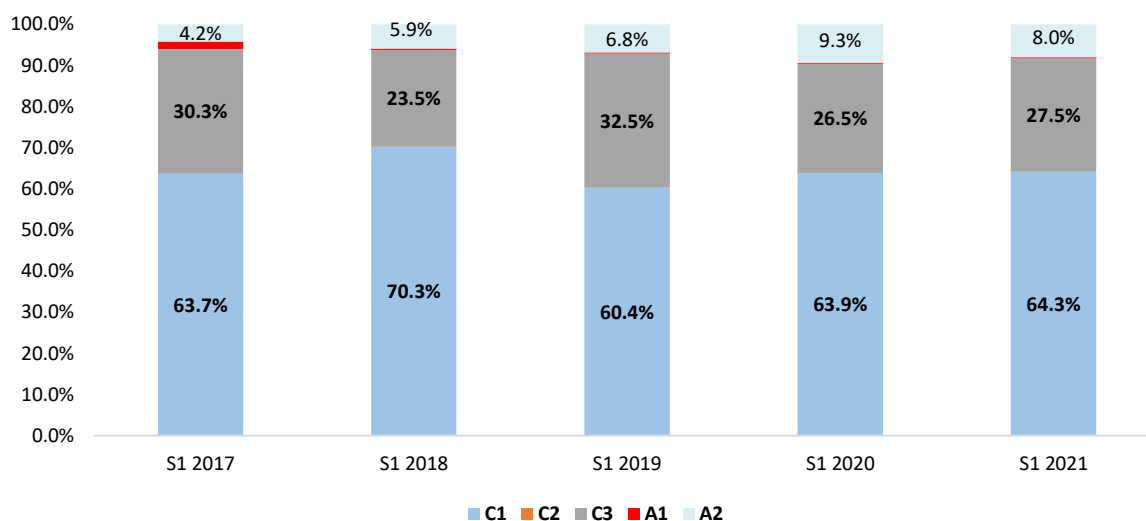
Sursa: ASF

Comparativ cu semestrul I 2017, când ponderea segmentului de asigurări auto deținea cea mai mare valoare din perioada analizată, de aproximativ 75,5%, se observă o scădere ușoară a acestei ponderi pe parcursul ultimilor ani, situându-se în prezent la o valoare de aproximativ 71,3% din totalul primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale.

O schimbare a tendințelor pe piața asigurărilor observată pe parcursul ultimilor ani o reprezintă consolidarea segmentului de asigurări de sănătate. Creșterea volumului de prime brute subscrise

pentru aceasta clasă de asigurare (A2) indică o creștere a gradului de diversificare pe piața asigurărilor din România.

Figura 78 Ponderea primelor brute subscrise în funcție de clasele de asigurări în total prime brute subscrise (AV)



Sursa: ASF

În cazul asigurărilor de viață, gradul de concentrare pe clase de asigurare rămâne ridicat, clasa C1, Asigurări de viață, anuități și asigurări de viață suplimentare, cumulând circa 64% din volumul primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață.

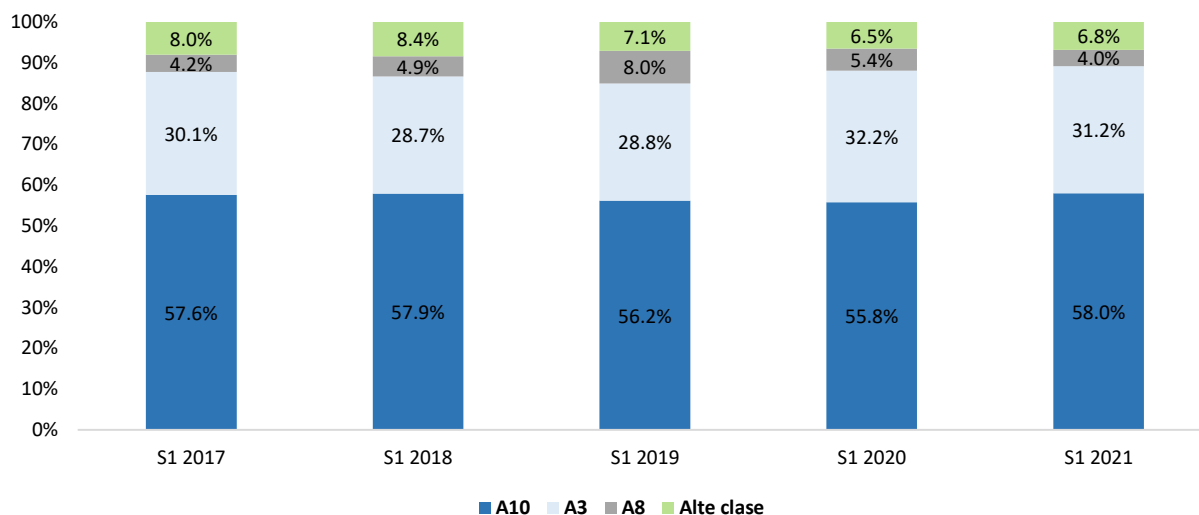
5.4. Daunalitate

În semestrul I 2021 a avut loc o creștere a indemnizațiilor brute plătite (*excluzând maturități și răscumpărări parțiale și totale*) de societățile de asigurare autorizate și reglementate de ASF, până la valoarea de 3.278.533.357 lei, din care 95% sunt aferente contractelor de asigurări generale (în creștere cu 9,7% față de semestrul I 2020), iar restul de circa 5% reprezentând indemnizații brute aferente asigurărilor de viață (al căror ritm de creștere a fost de aproximativ 47% comparativ cu perioada similară a anului anterior).

Indemnizațiilor brute aferente asigurărilor de viață li se adaugă maturități, răscumpărări parțiale și totale, toate cumulate fiind în sumă de 386.535.405 lei, valoare în scădere comparativ cu cea înregistrată în aceeași perioadă a anului precedent (392.015.549 lei).

Indemnizațiile brute plătite pentru asigurările auto (clasele A3 și A10) dețin o pondere de 89% în despăgubirile totale plătite de societăți pentru activitatea de asigurări generale.

Figura 79 Dinamica structurii pe clase a indemnizațiilor brute plătite (AG)



Sursa: ASF

În semestrul I 2021, cele mai mari ponderi în indemnizațiile brute plătite pentru asigurările de viață (incluzând maturități și răscumpărări parțiale și totale), în sumă totală 495.445.621 lei, au fost deținute de clasa de asigurare C1 (Asigurări de viață, anuități și asigurări de viață suplimentare) și clasa C3 (Asigurări de viață și anuități, legate de fonduri de investiții).

5.5. Rezerve tehnice

Rezervele tehnice constituite de asigurătorii locali au crescut în semestrul I 2021, în principal ca efect al tendinței pozitive a subscrisorilor. La finalul lunii iunie 2021, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare totală de 20.925.090.312 lei, în creștere cu 16% față de perioada similară din 2020 (18.115.321.312 lei), repartizate pe cele două categorii de asigurare după cum urmează:

- rezervele tehnice brute constituite pentru asigurările generale au înregistrat un volum de 11.834.814.343 lei, reprezentând 57% din totalul rezervelor tehnice. În structura acestora continuă să domine rezervele de daune avizate (40%), rezervele de prime (39%), urmate de rezervele de daune neavizate brute (17%);
- pentru asigurări de viață, societățile au constituit rezerve în valoare de 9.090.275.969 lei, nivel aferent unei ponderi de 43% din totalul rezervelor tehnice. Reserva matematică reprezintă circa 87% din totalul rezervelor tehnice constituite pentru asigurările de viață. Rezervele tehnice aferente clasei C1, Asigurări de viață, anuități și asigurări de viață suplimentare și cele aferente clasei C3, Asigurări de viață și anuități, legate de fonduri de investiții, reprezintă împreună aproximativ 99% din total.

Tabelul 20 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurările generale la 30.06.2021

	30.06.2021	Pondere în total	A10	A3	A8	Pondere clase semnificative
	lei	(%)	lei	lei	lei	(%)
Rezerva de prime	4.635.809.754	39,17%	1.678.999.462	1.275.801.660	660.856.343	77,99%
Rezerva de daune avizate	4.702.185.657	39,73%	2.955.376.586	647.048.550	370.277.179	84,49%
Rezerva de daune neavizate	2.044.563.822	17,28%	1.760.939.130	71.447.052	76.884.262	93,38%
Alte rezerve tehnice	452.255.110	3,82%	17.319.448	118.521.125	234.228.241	81,83%
Total rezerve tehnice aferente asigurărilor generale	11.834.814.343	100,00%	6.412.634.626	2.112.818.387	1.342.246.025	83,38%

Sursa: ASF

Tabelul 21 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurările de viață la 30.06.2021

	30.06.2021 (lei)	Pondere în total (%)
Rezerva de prime	766.125.068	8,43%
Rezerva matematică	7.888.150.315	86,78%
Rezerva de beneficii și risturnuri	116.919.527	1,29%
Alte rezerve tehnice	319.081.059	3,51%
Total rezerve tehnice aferente asigurărilor de viață	9.090.275.969	100,00%

Sursa: ASF

Conform regimului prudential Solvabilitate II, în vigoare în toate statele europene de la 1 ianuarie 2016, rezervele tehnice ale asigurătorilor sunt calculate ținând seama de toate informațiile disponibile, inclusiv de estimările actuariale privind frecvența și severitatea daunelor.

5.6. Reasigurare

Pentru o parte importantă de produse de asigurări generale (ex. asigurările de catastrofă, asigurările de răspundere civilă), ca parte a strategiei proprii de management a riscurilor, asigurătorii apelează frecvent la diferite forme de contracte de cedare în reasigurare, limitând astfel dauna maximă suportată în cazul apariției unor evenimente asigurate cu impact financiar semnificativ.

Astfel, programele de reasigurare reprezintă un instrument de limitare/diminuare a expunerii la risc a asigurătorilor, implicat de reducere a cerinței de capital și îmbunătățire a solvabilității. Pentru aceasta asigurătorii cedează companiilor de reasigurare o parte din primele brute subscrise și din rezervele constituite, urmând să primească o parte din indemnizația plătită în cazul producerii riscurilor asigurate. De aceea, anvergura programelor de reasigurare se măsoară adesea prin raportare la nivelul primelor brute subscrise, al rezervelor și respectiv al indemnizațiilor plătite.

La finalul semestrului I 2021, aproximativ 40% din primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale au fost cedate în reasigurare, nivelul fiind în ușoară creștere comparativ cu perioada similară a anului anterior, ceea ce indică menținerea unui nivel relativ similar al politicilor de reasigurare din partea companiilor locale.

Tabelul 22 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei S1 2017 – S1 2021 pentru AG

Perioada	PBS (lei)	Prime nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare (%)
S1 2017	3.972.468.843	2.438.845.472	61,39%	38,61%
S1 2018	3.969.664.621	2.514.401.879	63,34%	36,66%
S1 2019	4.313.973.719	2.689.109.186	62,33%	37,67%

S1 2020	4.548.799.278	2.731.534.219	60,05%	39,95%
S1 2021	5.052.001.010	3.016.677.824	59,71%	40,29%

Sursa: ASF

Ca efect al protecției de care au beneficiat prin tratatele de reasigurare, aproximativ 46% din totalul indemnizațiilor brute plătite pentru activitatea de asigurări generale au fost recuperate de companiile locale de la reasiguratorii în cursul semestrului I 2021.

Tabelul 23 Evoluția IBP și a IBP nete de reasigurare aferente perioadei S1 2017 – S1 2021 pentru AG

Perioada	IBP (lei)	Indemnizații nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare
S1 2017	1.958.217.305	1.221.667.035	62,39%	37,61%
S1 2018	2.346.346.150	1.428.908.461	60,90%	39,10%
S1 2019	2.775.706.367	1.589.365.149	57,26%	42,74%
S1 2020	2.844.208.291	1.652.119.137	58,09%	41,91%
S1 2021	3.121.136.469	1.699.191.910	54,44%	45,56%

Sursa: ASF

Totodată, din rezervele tehnice brute constituite pentru activitatea de asigurări generale la finele lunii iunie 2021 circa 46% erau aferente cedărilor în reasigurare.

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 preiau 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 24 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei S1 2017 – S1 2021 pentru AV

Perioada	Prime brute subscrise (lei)	Prime nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare
S1 2017	1.071.185.386	1.026.519.499	95,83%	4,17%
S1 2018	1.074.855.170	1.063.225.582	98,92%	1,08%
S1 2019	1.124.790.989	1.052.918.739	93,61%	6,39%
S1 2020	1.077.379.258	990.576.101	91,94%	8,06%
S1 2021	1.339.735.088	1.246.152.882	93,01%	6,99%

Sursa: ASF

Tabelul 25 Evoluția IBP și a IBP nete de reasigurare aferente perioadei S1 2017 – S1 2021 pentru AV

Perioada	IBP (lei)	Indemnizații nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare
S1 2017	74.656.797	66.830.483	89,52%	10,48%
S1 2018	89.824.583	75.418.795	83,96%	16,04%
S1 2019	104.879.381	91.787.588	87,52%	12,48%
S1 2020	107.268.780	93.767.946	87,41%	12,59%
S1 2021	157.396.888	139.868.770	88,86%	11,14%

Sursa: ASF

5.7. Lichiditatea societăților de asigurare

Rațiunea existenței unor cerințe privind lichiditatea pentru asigurători este aceea că aceștia trebuie să poată mobiliza în timp util resursele financiare necesare plății despăgubirilor, pentru care în general există termene maximale (relativ scurte) obligatorii conform legislației aplicabile.

În vederea reglementării cerinței ca societățile să dețină active lichide peste nivelul rezervei brute de daune în cazul activității de asigurări generale, respectiv al rezervei brute de daune și al altor sume cuvenite contractanților și beneficiarilor, în cazul activității de asigurări de viață, a fost aprobată Norma ASF nr. 46/2020 pentru modificarea și completarea Normei Autorității de Supraveghere Financiară nr. 21/2016 privind raportările referitoare la activitatea de asigurare și/sau de reasigurare.

Norma ASF nr. 46/2020 reglementează indicatorul de lichiditate, pe care societățile trebuie să îl determine și să îl raporteze lunar și care se calculează ca raport între valoarea de piață a unor active considerate lichide și obligațiile pe termen scurt ale asigurătorilor față de asigurați.

Pentru determinarea indicatorului de lichiditate au fost preluate elemente ale modului de calcul al coeficientului de lichiditate prevăzut de reglementările anterioare, însă, spre deosebire de acesta din urmă (care se raportează la suma dintre rezerva de daune netă și 50% din partea cedată reasigurătorilor din rezerva brută de daune), se raportează la întreaga valoare brută a rezervei de daune avizată.

În mod tradițional, lichiditatea este mult mai ridicată pentru activitățile de asigurare de viață unde riscurile sunt mai ușor de modelat și cunosc mai puține schimbări structurale în timp (valorile tabelor de mortalitate sunt în general stabile pe termen scurt și mediu iar modificările pe termen lung sunt graduale). De aceea, în general, este puțin probabil pentru companiile de asigurare de viață cu un nivel adecvat al rezervelor și solvabilității să întâmpine probleme în ceea ce privește lichiditatea.

Nivelul lichidității este însă foarte relevant în cazul companiilor de asigurare generală, unde durata fluxurilor de intrări (prime încasate) și ieșiri (eventuale daune plătite) este în general de circa un 1-2 ani, riscurile sunt mai dificil de modelat, iar despăgubirile ce urmează a fi plătite sunt mai greu de estimat. În aceste condiții, atât structura plasamentelor, cât și lichiditatea și volatilitatea pieței sunt relevante pentru capacitatea companiilor de a dispune în timp util de sumele necesare plății la timp și la valoare justă a despăgubirilor pentru daunele avizate.

Având în vedere scopul prezentat mai sus al rezervei de lichiditate, aceasta trebuie să fie constituită din active de calitate ridicată care să aibă o piață activă, lichidă și transparentă. Structura activelor deținute în scop de asigurare a lichidității (conform prevederilor legale aplicabile) de către asigurătorii locali este prezentată în tabelul de mai jos și este dominată de plasamentele în titluri de stat.

Tabelul 26 Coeficientul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 30 iunie 2021, comparativ cu 30 iunie 2020

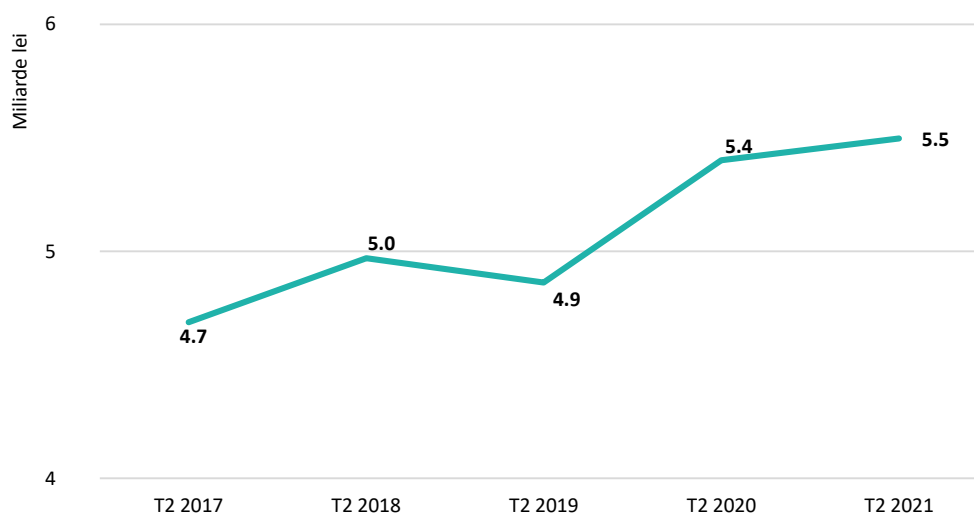
	Titluri de stat (mil. lei)	Obligațiuni municipale (mil. lei)	Valori mobiliare tranzacționate (mil. lei)	Depozite (mil. lei)	Cont curent și Casierie (mil. lei)	Obligații pe termen scurt (mil. lei)	Coeficient de lichiditate
AG	5.228	28	536	541	389	4.702	1,43
AV	4.549	62	1.607	165	248	1.598	4,15

	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)	Coeficient de lichiditate
AG	4.971	26	358	547	861	2.884	2,35
AV	4.071	61	1.359	229	216	1.333	4,45

5.8. Solvabilitatea societăților de asigurare

Regimul Solvabilitate II urmărește constituirea unui set unitar de reguli la nivel european aplicabil tuturor asigurătorilor, reasigurătorilor și supraveghetorilor din piața internă europeană. Regimul are ca obiectiv principal creșterea protecției asiguraților prin armonizarea reglementării și supravegherii sectorului, în scopul amplificării contribuției la dezvoltarea economică.

Figura 80 Evoluția excedentelor activelor față de datorii (miliarde lei) ale societăților de asigurare



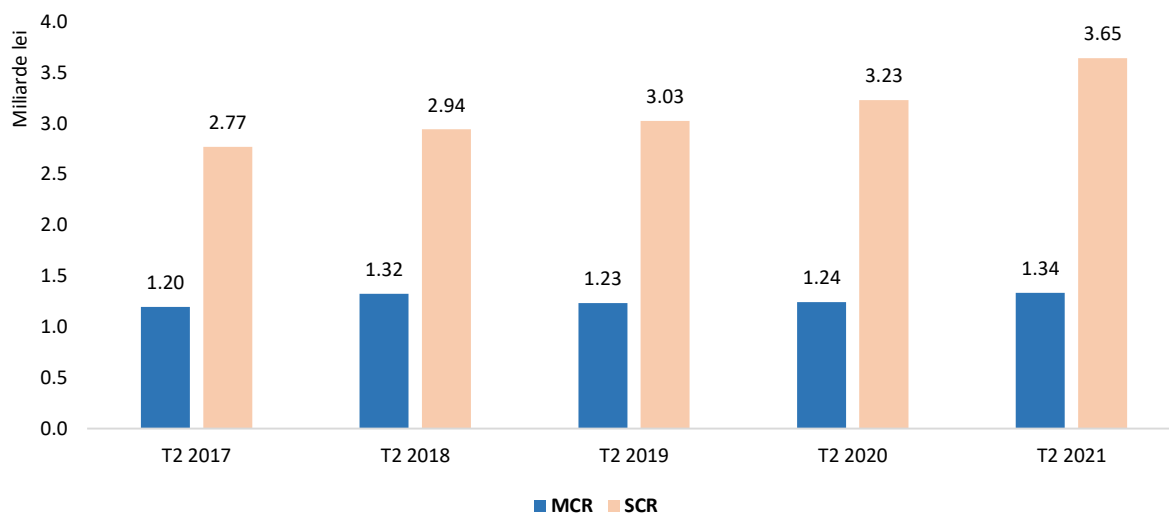
Sursa: ASF

Excedentul activelor față de datorii a fost de aproximativ 5,5 miliarde lei la 30 iunie 2021, în creștere ușoară, cu circa 2% față de valoarea înregistrată la finalul trimestrului II din anul anterior, cel mai mare nivel din 2016 (primul an de aplicare a regimului Solvabilitate II).

Cerințele de capital de solvabilitate (SCR) calculate conform regimului Solvabilitate II au variat în trimestrul II aferent perioadei 2017 – 2021 între 2,77 miliarde lei și 3,65 miliarde lei, crescând pe parcursul timpului ca urmare a riscurilor la care sunt expuse societățile de asigurare. O analiză comparativă între situația consemnată la 30 iunie 2021 și cea existentă la 30 iunie 2020 indică o creștere a cerinței de capital de solvabilitate (SCR) de aproximativ 13%.

Cu toate acestea, se constată că la nivelul pieței asigurărilor excedentele activelor față de datorii (capitalurile proprii ale societăților de asigurare) au avut, începând încă din primul an de aplicare a regimului, valori de natură să acopere necesarul de capital calculat conform Solvabilitate II, ceea ce este o măsură a stabilității financiare a sistemului de asigurări.

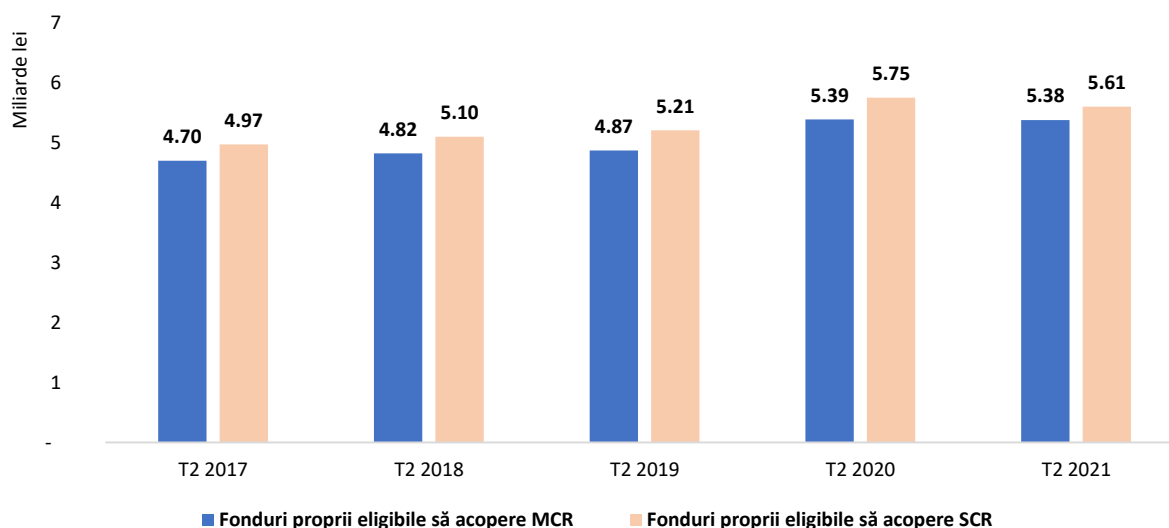
Figura 81 Evoluția cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței de capital minim (MCR)



Sursa: ASF

Valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital de solvabilitate a scăzut la un nivel de 5,61 miliarde lei la finalul semestrului I 2021, comparativ cu valoarea înregistrată în aceeași perioadă din anul anterior (5,75 miliarde lei). Din anul 2016, de la trecerea la noul regim de supraveghere, Solvabilitate II, aceasta a fost pentru prima oară când valoarea fondurilor proprii eligibile s-a diminuat. Evoluțiile negative, ce indică o ușoară deteriorare a poziției de solvabilitate la nivelul pieței asigurărilor din România, au la bază în principal situația societății City Insurance, societate ce înregistra valori negative ale fondurilor proprii eligibile.

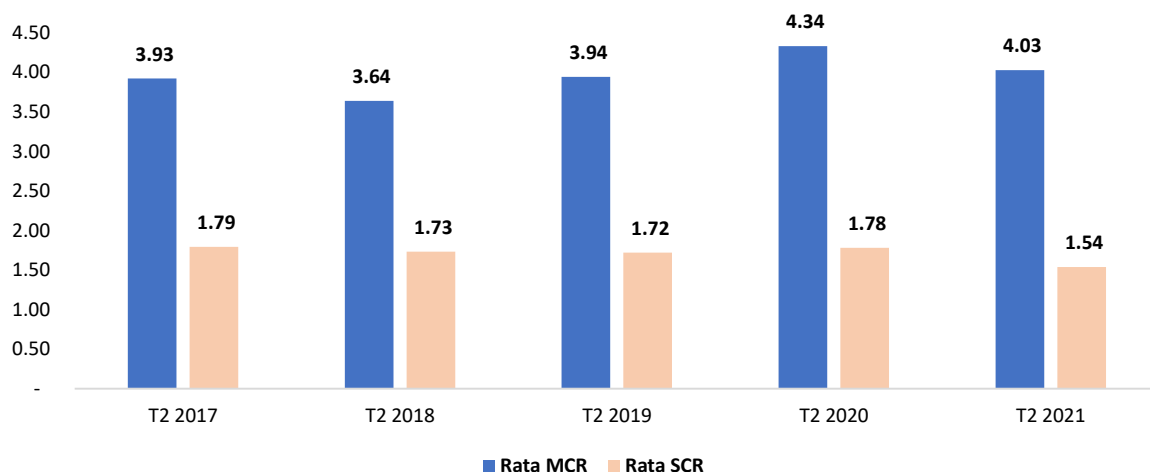
Figura 82 Evoluția fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital de solvabilitate, respectiv cerința de capital minim



Sursa: ASF

La nivelul întregii piețe, ratele SCR și MCR au fost supraunitare atât la finalul trimestrului II al anului 2021, cât și în perioada 2017 - 2020. Comparativ cu perioada similară a anului anterior, la 30 iunie 2021, atât rata SCR la nivelul pieței, cât și rata MCR la nivelul întregii piețe au înregistrat scăderi de 14%, respectiv 7%.

Figura 83 Ratele SCR și MCR la nivelul pieței



Sursa: ASF

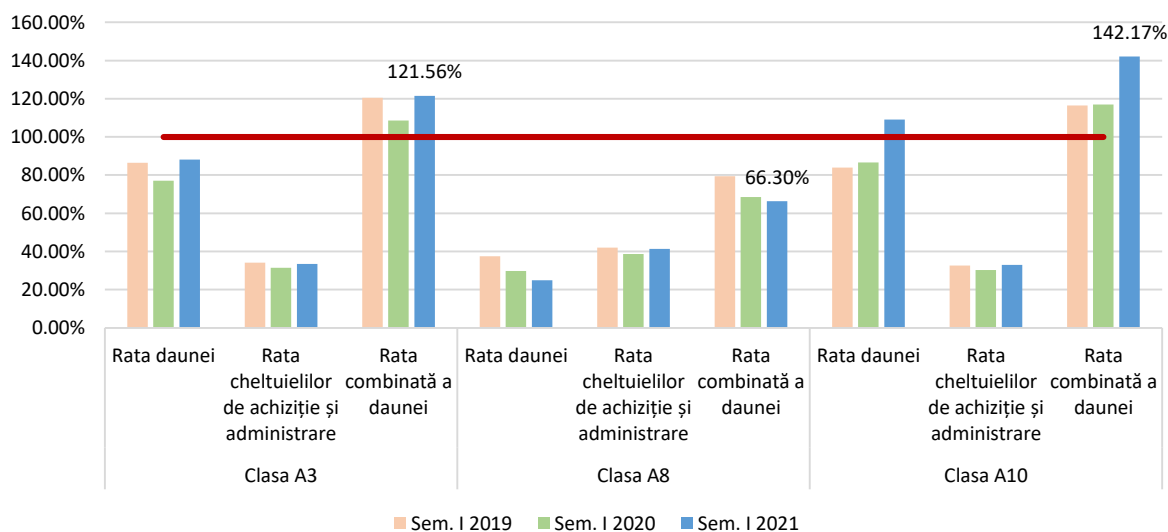
5.9. Profitabilitate și costuri

Rata combinată a daunei este un indicator important al profitabilității societăților de asigurare, din perspectiva costurilor totale pe care acestea le au pentru administrarea polițelor (costuri aferente daunelor și cheltuieli de distribuție și administrative). O rată combinată a daunei supraunitară indică pierderi pentru asigurători (costuri cumulate ce depășesc primele brute încasate aferente polițelor vândute).

Rata combinată a daunei calculată pe date cumulate pentru toate clasele de asigurări generale s-a situat în semestrul I 2021 la o valoare de 120,6%, în creștere semnificativă comparativ cu indicatorul aferent aceleiași perioade din anul precedent (103,5%).

În figura de mai jos sunt prezentate ratele calculate pe date cumulate pentru clasele A3, A8 și A10, principalele clase de asigurări generale, care împreună au o pondere semnificativă în total piață.

Figura 84 Evoluția ratei daunei și a ratei combinate a daunei pentru principalele clase de asigurări generale în perioada 2019 – 2021



Sursa: ASF

În semestrul I 2021, se observă o creștere a ratei daunei combinate pentru asigurările auto (clasa A3 și A10) comparativ cu perioada similară a anului anterior.

Dintre cele 14 societăți de asigurare care practică asigurări **CASCO**, doar o societate a înregistrat la 30 iunie 2021 o rată combinată a daunei subunitară. Comparativ cu anul anterior, se observă o creștere a mediei ratei combinate a daunei, astfel că 7 dintre cele 14 societăți dețin o rată combinată sub valoarea de 127,51%.

La 30 iunie 2021, rata combinată a daunei pentru clasa A10 (**RCA și CMR**) a crescut comparativ cu 30 iunie 2020 pe total piață. Un număr de 7 dintre cele 9 societăți autorizate de ASF să practice și RCA au înregistrat rate combinate ale daunei supraunitare.

5.10. Intermediari pe piața asigurărilor

La sfârșitul primului semestru al anului 2021, figurau înregistrați în evidențele Autorității de Supraveghere Financiară un număr de 277 de companii de brokeraj, din care 271 erau societăți active.

Valoarea totală a primelor intermediare de companiile de brokeraj s-a situat în semestrul I 2021 la o valoare de 4,3 miliarde lei, în creștere cu peste 13% comparativ cu semestrul I 2020. Creșterea a avut loc pe fondul aprecierii volumului de prime intermediare atât pentru activitatea de asigurări generale (+13,4%), cât și pentru segmentul asigurărilor de viață (+12,8%). Valorile cuprind și intermedierea pentru societățile de asigurare venite în România în baza libertății de a presta servicii, dreptului de stabilire și altele. Valoarea totală a primelor intermediare pentru acestea a fost de 261.132.670 lei, reprezentând 7,51% din total prime intermediare.

Tabelul 27 Evoluția gradului de intermediere

Perioada	Prime intermediare (lei)			Grad de intermediere (%)		
	Total din care:	AG	AV	Total	AG	AV
30.06.2017	3.178.840.312	3.085.017.150	92.823.162	63,01%	77,66%	8,67%
30.06.2018	3.123.895.838	3.010.400.632	113.495.206	61,93%	75,84%	10,56%
30.06.2019	3.476.784.002	3.365.309.903	111.474.099	63,92%	78,01%	9,91%
30.06.2020	3.802.619.958	3.660.169.460	142.450.498	67,59%	80,46%	13,22%
30.06.2021	4.311.132.562	4.150.473.954	160.658.608	67,45%	82,16%	11,99%

Sursa: ASF

Gradul ridicat de intermediere pe piața asigurărilor generale reprezintă o particularitate a pieței locale ce vine în contrast cu situația din majoritatea statelor europene, unde ponderea vânzărilor prin brokeri de asigurare este mai redusă, iar cota vânzărilor directe (prin rețeaua proprie de agenți sau prin mediul online) este mai semnificativă.

Ca efect al creșterii gradului de intermediere și a primelor brute subscrise, veniturile din activitatea de intermediere obținute de brokerii de asigurare în semestrul I 2021 au înregistrat o creștere procentuală de 18% față de perioada similară a anului precedent.

Tabelul 28 Venituri din activitatea de intermediere (lei)

30.06.2018	30.06.2019	30.06.2020	30.06.2021
525.487.183	612.943.868	669.011.659	789.728.000

Sursa: ASF

Ponderea veniturilor din activitatea de intermediere în volumul de prime intermediare la nivelul pieței de brokeraj a fost de 18,32% (comision mediu), pe segmentul asigurărilor generale acesta fiind de 17,28%, iar pe segmentul asigurărilor de viață 45,02%.

5.11. Potențiale riscuri și vulnerabilități pe piața asigurărilor

Gradul ridicat de concentrare pe piața asigurărilor continuă să reprezinte o vulnerabilitate atât din prisma expunerii pe clase de asigurare, cât și din perspectiva cotelor de piață semnificative deținute de un număr relativ mic de societăți de asigurare. **Există riscul unei potențiale creșteri a gradului de concentrare** pe piața asigurărilor din România, în special în ceea ce privește anumite segmente (piața RCA, asigurări de garanții), ca urmare a intrării în stare de insolvență a societății City Insurance și implicit a ieșirii acestui asigurător din piață.

Din perspectiva expunerii pe clase, piața asigurărilor din România se caracterizează printr-un grad ridicat de concentrare atât pentru segmentul asigurărilor generale (se observă dominanța asigurărilor auto în piața locală: clasele A3 și A10), cât și în ceea ce privește activitatea de asigurări de viață.

Cele mai mari valori ale subscrierilor sunt înregistrate de asigurările auto, clasele A10 (RCA și CMR) și A3 (CASCO), ce reprezintă 71,3% din piața asigurărilor generale. Primele 3 clase de asigurări din perspectiva volumului de prime brute subscrise dețin o pondere cumulată de 84% în primele brute subscrise pentru întreaga activitate de asigurări generale derulată de societățile autorizate și reglementate de ASF.

Tabelul 29 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în total prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale

Clase de asigurare	S1 2017	S1 2018	S1 2019	S1 2020	S1 2021
A10	53,0%	48,3%	46,7%	45,4%	46,7%
A3	22,5%	24,9%	25,4%	24,4%	24,6%
A8	12,4%	13,1%	13,1%	13,3%	12,9%
Total 1 - 3	87,9%	86,3%	85,1%	83,2%	84,2%
A15	2,0%	2,2%	2,8%	5,1%	4,1%
A2	1,8%	2,6%	3,0%	3,6%	3,5%
Total 1 - 5	91,7%	91,1%	90,9%	91,8%	91,8%
A13	2,7%	3,1%	3,1%	3,2%	3,0%
A9	2,1%	2,3%	2,4%	2,5%	2,4%
Total 1 - 7	96,5%	96,4%	96,5%	97,5%	97,2%
A18	1,1%	1,3%	1,4%	0,7%	0,9%
A1	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%
A16	0,3%	0,4%	0,4%	0,3%	0,5%
A7	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
A5	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
A6	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
A11	0,3%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%
A12	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,1%
A4	0,0%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%
A17	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A14	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Sursa: ASF

Tabelul 30 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în total prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață

Clase de asigurare	S1 2017	S1 2018	S1 2019	S1 2020	S1 2021
C1	63,7%	70,3%	60,4%	63,9%	64,3%
C3	30,3%	23,5%	32,5%	26,5%	27,5%
A2	4,2%	5,9%	6,8%	9,3%	8,0%
Total 1 - 3	98,2%	99,7%	99,8%	99,7%	99,8%
A1	1,7%	0,3%	0,2%	0,3%	0,2%
C2	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Sursa: ASF

Deși piața locală de asigurări continuă să fie dependentă în proporție semnificativă de asigurările auto (clasele A3, CASCO, și A10, RCA și CMR), se observă consolidarea treptată a segmentului de asigurări de viață și de sănătate.

În ultimii ani, în România, s-a observat o creștere a interesului consumatorilor pentru produsele de asigurări de sănătate. Această tendință s-a accelerat și în contextul celor mai recente evoluții cu privire la pandemia COVID-19 și la gradul ridicat de incertitudine de care este marcată societatea actuală în toate segmentele sale: social, economic, geopolitic etc. Astfel, creșterea riscurilor la adresa sănătății prin apariția noului coronavirus a determinat o intensificare a gradului de conștientizare în rândul consumatorilor români și a condus la creșterea interesului acestora pentru asigurările de sănătate.

O analiză mai detaliată a evoluției acestei piețe arată o creștere a ponderii volumului de prime brute subscrise pentru asigurările de sănătate asimilabile asigurărilor generale în total prime brute subscrise pentru întreaga activitate de asigurări generale de la 1,8% în semestrul I 2017 la 3,5% în semestrul I 2021. Ponderea volumului de prime brute subscrise pentru asigurările de sănătate asimilabile asigurărilor de viață în volumul total de prime brute subscrise pentru asigurările de viață s-a majorat de la 4,2% în semestrul I 2017 la 8% în semestrul I 2021.

Pe termen lung, dezvoltarea pieței asigurărilor de sănătate poate determina îmbunătățirea profitabilității societăților de asigurare prin reducerea dependenței de asigurările ce aduc pierderi mai ridicate, ceea ce ar conduce la o consolidare a stabilității întregii piețe a asigurărilor din România.

De asemenea, **creșterea gradului de concentrare pe piața asigurărilor din România se observă și din perspectiva volumului de prime brute subscrise de societățile de asigurare** și a cotelor de piață aferente asigurătorilor. Indicatorul CR3, utilizat de Consiliul Concurenței, ce reprezintă valoarea cotelor de piață cumulate ale primelor 3 societăți de asigurare din perspectiva volumului de prime brute subscrise, înregistra la 30 iunie 2021 o valoare de 55% pe segmentul asigurărilor generale, în creștere față de nivelul înregistrat în aceeași perioadă a anului anterior (53%). Comparativ cu semestrul I 2015, când indicatorul CR3 înregistra o valoare de 39%, pe parcursul ultimilor 6 ani indicatorul a înregistrat creșteri semnificative, ceea ce arată majorarea gradului de concentrare pe piața asigurărilor generale.

În perioada analizată (S1 2015 - S1 2021) se observă modificarea clasamentului societăților care subscriu cel mai mare volum de prime brute subscrise. În semestrul I 2015, clasamentul era dominat de societățile Allianz Țiriac Asigurări (13,6%), Omniasig VIG (13,1%) și Astra (12,5%). Falimentele societăților de asigurare Astra (2015) și Carpatica (2016), care la 31 iunie 2015 dețineau o cotă de piață cumulată de 19,9%, au condus la creșterea gradului de concentrare pe piața locală a asigurărilor. Cele mai semnificative creșteri ale volumului de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări

generale au fost înregistrate de societatea City Insurance a cărei cotă de piață s-a majorat de la 6% în semestrul I 2015 (când pe piața asigurărilor erau prezente și societățile Astra și Carpatica Asig) la 16,8% în semestrul I 2017 (după ieșirea din piață a celor 2 asigurători), depășind ușor nivelul de 26% la 30 iunie 2021.

După creșterea semnificativă a portofoliului societății City Insurance, observată în special începând cu anul 2017, portofoliu bazat într-o proporție covârșitoare pe vânzarea asigurării obligatorii de răspundere civilă auto (RCA), în prezent, societății City Insurance i-a fost retrasă autorizația de funcționare, fiind constatată starea de insolvență și solicitată deschiderea procedurii falimentului. Aceste decizii ale Autorității au ținut cont de prevederile legale aplicabile pieței asigurărilor, fiind proporționale cu gravitatea faptelor constatate în ceea ce privește asigurătorul respectiv.

Disponibilitățile bănești declarate din anul 2017 ca aflându-se într-un cont bancar deschis la o bancă din Elveția erau principalele active deținute de City Insurance și intrau în componența fondurilor proprii eligibile să acopere cerințele de capital, existența acestora fiind și principala motivație pentru care societatea a fost scoasă din procedura de redresare financiară în anul 2017.

În urma analizelor și investigațiilor bazate inclusiv pe corespondența cu alte autorități, a rezultat că nu existau relații contractuale între societatea City Insurance și banca din Elveția, și implicit nu exista nici contul declarat de City Insurance ca fiind deschis la banca respectivă. Lipsa activelor (disponibilităților bănești) arată faptul că societatea nu își îndeplinea cerințele de capital începând din anul 2016, anul intrării în procedura de redresare financiară, derulându-și activitatea pe piața asigurărilor din România fără a îndeplini condițiile de autorizare²⁰ începând din anul intrării în vigoare a noului regim Solvabilitate II (2016) și până în prezent.

Tabelul 31 Evoluția cotelor de piață aferente societăților de asigurare în funcție de volumul de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale în perioada S1 2015 – S1 2021

Societate	S1 2015	S1 2016	S1 2017	S1 2018	S1 2019	S1 2020	S1 2021
CITY INSURANCE	6,00%	8,05%	16,75%	16,78%	21,65%	23,91%	26,09%
OMNIASIG VIG	13,14%	11,73%	12,89%	14,07%	14,76%	14,27%	14,45%
EUROINS ROMANIA	10,32%	10,30%	15,59%	12,09%	14,52%	14,76%	14,41%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI	13,58%	13,80%	14,30%	15,33%	14,19%	12,95%	12,65%
GROUPAMA ASIGURARI	10,37%	10,87%	11,17%	12,17%	12,17%	11,03%	10,48%
ASIROM VIG	7,51%	15,54%	10,22%	11,78%	4,95%	5,88%	5,92%
GENERALI ROMANIA	5,64%	6,05%	7,36%	6,57%	6,58%	5,22%	4,68%
UNIQA ASIGURARI S.A.	4,66%	5,44%	5,13%	4,10%	4,30%	4,05%	3,79%
ONIX ASIGURARI S.A.	0,69%	0,48%	0,46%	0,39%	0,43%	1,97%	1,72%
POOL-UL DE ASIGURARE	1,64%	1,82%	1,75%	1,80%	1,72%	1,69%	1,67%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	0,03%	0,04%	0,09%	0,27%	1,06%	1,34%	1,21%
GOTHAER ASIGURARI - REASIGURARI SA	1,05%	1,16%	1,39%	1,87%	1,06%	0,84%	0,83%
ABC	0,40%	0,33%	0,45%	0,47%	0,48%	0,48%	0,54%
ERGO ASIGURARI S.A.	0,59%	0,60%	0,86%	0,76%	0,63%	0,52%	0,46%
GARANTA ASIGURARI S.A.	0,46%	0,35%	0,38%	0,42%	0,45%	0,43%	0,43%
ASITO KAPITAL S.A.	0,60%	0,32%	0,09%	0,09%	0,06%	0,26%	0,28%
EXIM ROMANIA S.A.	0,24%	0,19%	0,13%	0,13%	0,18%	0,24%	0,24%

²⁰ Conform art. 21 alin. (1) lit. d din Legea 297/2015, una dintre condițiile de acordare a autorizației de funcționare o constituie deținerea fondurilor proprii de bază eligibile pentru a acoperi pragul absolut al MCR menționat la art. 95 alin. (1) lit. d);

Societate	S1 2015	S1 2016	S1 2017	S1 2018	S1 2019	S1 2020	S1 2021
EUROLIFE FFH ASIGURARI GENERALE S.A.	0,13%	0,10%	0,09%	0,10%	0,08%	0,09%	0,10%
NN ASIGURARI S.A.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0,03%
GERMAN ROMANIAN ASSURANCE	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,01%	0,01%
CERTASIG	0,91%	0,80%	0,82%	0,76%	0,72%	0,04%	0,00%
ASTRA S.A.	12,51%	-	-	-	-	-	-
ASIMED S.A.	0,03%	0,02%	0,02%	0,01%	0,02%	0,01%	-
ATE INSURANCE	0,03%	0,03%	0,04%	-	-	-	-
CARPATICA ASIG S.A.	7,39%	11,63%	-	-	-	-	-
F.A.T.A. ASIGURARI S.A.	0,42%	-0,01%	-	-	-	-	-
FORTE	0,27%	0,07%	-	-	-	-	-
LIG Insurance S.A.	1,37%	0,27%	-	-	-	-	-

Sursa: ASF

Tablul 32 Clasamentul primelor 10 societăți de asigurare în funcție de volumul de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață

Societate	S1 2015	S1 2016	S1 2017	S1 2018	S1 2019	S1 2020	S1 2021
NN ASIGURARI DE VIATA SA	36,84%	40,74%	33,53%	35,02%	35,56%	39,10%	34,17%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	12,58%	11,35%	18,21%	16,00%	18,29%	12,57%	16,85%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	5,34%	6,51%	6,45%	8,52%	11,26%	12,78%	14,41%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	6,46%	7,46%	6,88%	7,21%	7,32%	8,71%	9,25%
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	2,04%	2,74%	2,90%	4,66%	5,32%	7,19%	5,91%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	4,57%	4,81%	3,21%	3,17%	6,24%	5,47%	5,83%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA SA	2,35%	3,40%	2,58%	4,06%	3,67%	3,39%	4,28%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	5,47%	7,28%	6,10%	6,86%	5,86%	4,77%	3,89%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	2,83%	2,27%	1,63%	1,96%	1,53%	2,13%	2,08%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	2,71%	2,85%	2,13%	2,07%	1,99%	2,15%	1,82%
ERGO ASIGURARI DE VIATA S.A.	1,75%	5,44%	7,03%	8,94%	1,76%	0,64%	0,62%
EUROLIFE FFH ASIGURARI DE VIATA S.A.	1,15%	3,59%	8,50%	1,25%	0,91%	0,80%	0,60%
GARANTA ASIGURARI S.A.	0,42%	0,45%	0,31%	0,29%	0,27%	0,29%	0,29%
AXA LIFE INSURANCE S.A.	1,16%	1,11%	0,54%	-	-	-	-
METROPOLITAN LIFE ASIGURARI S.A.	13,71%	-	-	-	-	-	-
ASTRA S.A.	0,62%	-	-	-	-	-	-

Sursa: ASF

Riscul de lichiditate

Pentru activitatea de asigurări generale se constată o **creștere a riscului de lichiditate la nivelul pieței locale a asigurărilor**, coeficientul înregistrând o diminuare de la nivelul de 2,35 (iunie 2020) la 1,43 (iunie 2021). Această deteriorare a lichidității a avut ca principale cauze *scăderea valorii activelor lichide* (ca urmare în principal a excluderii disponibilităților bănești declarate de City Insurance într-un cont care nu exista la o bancă din Elveția cu care City Insurance nu avea relații contractuale), concomitent cu *creșterea obligațiilor pe termen scurt*, ce a avut loc pe fondul modificărilor legislative necesare în vederea asigurării capacității societăților de a își onora obligațiile față de asigurați.

La 30 iunie 2021, 2 societăți dintre cele autorizate și reglementate de ASF înregistrau un coeficient de lichiditate subunitar.

Societatea City Insurance SA avea un coeficient de lichiditate de doar 0,06 (6%), în condițiile în care legislația în vigoare prevede ca societățile de asigurare să aibă un coeficient de lichiditate de cel puțin 1 (100%). Activele lichide ale societății City Insurance erau de aproximativ 83 milioane lei, în condițiile în care obligațiile pe termen scurt față de asigurați pe care societatea ar fi trebuit să le acopere depășeau valoarea de 1,4 miliarde lei, rezultând **un deficit de active lichide de peste 1,3 miliarde lei.**

Societății City Insurance i-a fost retrasă autorizația de funcționare în cursul lunii septembrie 2021, fiind constatată starea de insolvență și promovată de către Autoritate cererea privind deschiderea procedurii falimentului împotriva societății.

Societatea Euroins România se afla la 30 iunie 2021 în monitorizare pentru verificarea planului privind modul de restabilire a indicatorului de lichiditate.

Conform raportărilor societății referitoare la coeficientul de lichiditate, la data de 30 iunie 2021, coeficientul de lichiditate aferent societății Euroins a fost de **0,76**, iar la data de 31 iulie 2021 coeficientul a fost de **0,71**, termenul maxim pentru restabilirea indicatorului de lichiditate (minim 1,00) fiind finalul lunii septembrie.

În conformitate cu prevederile art. 4¹ din *Norma nr. 21/2016 privind raportările referitoare la activitatea de asigurare și/sau de reasigurare, cu modificările și completările ulterioare*, societățile de asigurare trebuie să dețină active lichide peste nivelul rezervei brute de daune avizate, în cazul activității de asigurări generale. Prima raportare suplimentară a coeficientului de lichiditate se întocmește și se transmite pentru data de referință 31.03.2021. În cazul în care se constată un indicator de lichiditate neconform, societatea transmite un plan, aprobat de conducere, cu măsuri și termene concrete pe care urmează să le întreprindă în scopul restabilirii nivelului indicatorului până cel târziu la data de 30 septembrie 2021.

Societatea Euroins a prezentat **un plan de măsuri**, cuprinzând:

- revizuirea portofoliului de investiții și lichidizarea unor active;
- preluarea de către societatea mamă a unei datorii din regrese, de aproximativ 40 milioane lei;
- acordarea unui împrumut subordonat de către societatea mamă în valoare de 8 milioane euro;
- majorarea capitalului social cu aprox. 121,8 milioane lei, cu termen sfârșitul lunii septembrie 2021;
- restructurarea unor poziții din portofoliul de investiții având ca efect creșterea lichidității, cu termen sfârșitul lunii septembrie 2021.

Riscul de solvabilitate

La nivelul întregii piețe, riscul de solvabilitate este în creștere, remarcându-se scăderea ratelor SCR și MCR la nivelul industriei.

Cauzele principale ale scăderii ratelor SCR și MCR la nivelul întregii piețe a asigurărilor și ale creșterii riscului de solvabilitate pe piața asigurărilor din România au fost în principal **deficiențele constatate în**

cazul societății de asigurare City Insurance SA, în condițiile în care ASF a luat la cunoștință că cea mai mare parte a disponibilităților bănești ale asiguratorului erau raportate de societate într-un cont bancar ce nu există, la o societate bancară cu care asiguratorul nu avea relații contractuale. Astfel, indicatorii de solvabilitate și lichiditate ai societății City Insurance SA au fost grav denaturați începând din anul 2017.

Riscul de conduită

În vederea protejării drepturilor clienților de produse de asigurare, ASF desfășoară **activități de supraveghere și control al respectării regulilor de conduită**.

În semestrul I 2021 a avut loc o creștere semnificativă a numărului total de petiții înregistrate la Autoritatea de Supraveghere Financiară comparativ cu perioada similară a anului anterior, ca urmare a creșterii numărului de petiții înregistrate pentru sectorul asigurărilor-reasigurărilor. În perioada analizată au fost înregistrate 33.221 petiții și informări de neconformitate, în creștere cu aproximativ 52%, cele mai multe dintre acestea (circa 97%) vizând piața asigurărilor. Dintre cele **32.179 petiții și informări de neconformitate** înregistrate în semestrul I al anului 2021 pentru **piața asigurărilor – reasigurărilor**, **26.591 petiții și informări** de neconformitate au fost **înregistrate în mod unic**.

Neplata sau plata parțială a valorii de despăgubire a fost obiectul principal al petițiilor înregistrate la ASF în semestrul I 2021 (regăsindu-se în 14.694 cazuri, reprezentând peste 55% din numărul petițiilor înregistrate pentru sectorul asigurărilor), urmat de **nerespectarea legislației și a normelor ASF sau a condițiilor contractuale** (în 11.390 cazuri, adică circa 43%).

O analiză a structurii petițiilor în funcție de clasele de asigurare arată că circa **95%** dintre acestea sunt **înregistrate pentru clasa A10**, asigurări obligatorii de răspundere civilă auto (RCA și CMR). Numărul petițiilor înregistrate la ASF pentru clasa A10 în semestrul I 2021 este în creștere cu peste 46% comparativ cu semestrul I 2020.

*Societățile de asigurare pentru care s-a înregistrat cel mai mare număr de petiții și informări de neconformitate analizate în mod unic în semestrul I al anului 2021 au fost **City Insurance** (13.244) și **Euroins România** (11.676). Numărul cumulativ al petițiilor înregistrate pentru cele două societăți reprezintă aproximativ **94%** din numărul total de petiții înregistrate la ASF în mod unic pentru sectorul asigurărilor.*

În cazul societății City Insurance, s-a constatat creșterea semnificativă a numărului de petiții înregistrate în mod unic la ASF împotriva societății, de la 5.128 petiții în primele 6 luni ale anului 2020 la 13.244 petiții în semestrul I 2021 (o creștere de 158%).

În luna august 2021, s-a constatat o scădere a numărului petițiilor și informărilor de neconformitate înregistrate în mod unic la ASF. Astfel, numărul de petiții din luna noiembrie 2021 a scăzut cu 78% față de luna iulie 2021.

6. Stabilitatea pieței pensiilor private

Sistemul pensiilor private a evoluat pozitiv pe tot parcursul funcționării sale, fiind rezilient în fața episoadelor de volatilitate întâlnite de-a lungul perioadei. Fondurile de pensii private reprezintă investitori instituționali care sprijină, în principal, economia locală, fiind totodată și un factor de echilibru și de stabilitate al pieței financiare. La 30 septembrie 2021, valoarea totală a activelor fondurilor de pensii private (Pilonul II și Pilonul III) a atins nivelul de 90,43 miliarde de lei (18,28 miliarde de euro). Fondurile de pensii private, cu expunere preponderent locală și regională, au reușit să gestioneze eficient criza sanitară, astfel încât în trimestrul III 2021 ratele de rentabilitate ale fondurilor de pensii private au înregistrat valori superioare celor anterioare izbucnirii crizei.

Creșterea activelor fondurilor de pensii private din România este remarcabilă și la nivel european, fiind printre statele cu cele mai mari creșteri din ultimii 10 ani. Sporirea volumului de active este, de regulă, întâlnită în statele cu un sistem recent de pensii private, care se află încă în perioada de acumulare și nu înregistrează ieșiri consistente din sistem, sau în statele cu un volum redus al activelor fondurilor de pensii private.

Pentru piața pensiilor private evaluăm majoritatea riscurilor exogene la un nivel mediu spre scăzut, cu excepția riscului de piață, care se află la un nivel mediu spre ridicat. Riscul de credit se menține scăzut, întrucât fondurilor de pensii private le sunt permise doar investițiile în instrumente cu venit fix, ce au calificativul Investment Grade.

6.1. Piața pensiilor private în context european

Pe parcursul ultimilor ani, s-a acordat o atenție ridicată sistemului de pensii private, fiind perceput ca o modalitate sigură și eficientă de economisire pe termen lung. Conform OECD, datele preliminare pentru 2020 arată că fondurile de pensii private dețin peste 35 trilioane USD de active la nivel mondial la sfârșitul anului 2020, depășind nivelul din 2019, în pofida incertitudinilor cauzate de pandemia COVID-19. Activele fondurilor de pensii din majoritatea statelor au înregistrat creșteri la finalul anului 2020, comparativ cu anul anterior. Acțiunile și obligațiunile au reprezentat aproximativ 75% din investițiile fondurilor de pensii la sfârșitul anului 2020.

Previziunile preliminare ale OECD bazate pe evoluțiile piețelor financiare sugerează o perspectivă pozitivă pentru activele fondurilor de pensii. Cu toate acestea, există încă incertitudini legate de evoluția pandemiei COVID-19, pe măsură ce apar noi variante ale virusului în diferite părți ale lumii.

Activele fondurilor de pensii din zona OECD au crescut cu aproximativ 9% în anul 2020 față de anul precedent, în timp ce activele fondurilor de pensii din afara zonei OECD (31 state) au înregistrat o creștere ușoară de 1%.

Tabelul 33 Gradul de penetrare al pensiilor private în anul 2020 (activele totale ale vehiculelor de economisire pentru pensionare % PIB)

Danemarca	Olanda	Islanda	Elveția	UK	Suedia	Finlanda	Belgia	Croația	Irlanda	Estonia	Letonia	Bulgaria	Slovacia	Spania	Macedonia de Nord	Italia
238,9	210,3	205,6	149,1	118,5	95	56,1	37,5	34,5	34,4	21,5	19,5	14,8	14,4	14,4	13,5	12,7
Norvegia	Portugalia	Franța	Cehia	Lituania	Germania	Slovenia	România	Austria	Polonia	Ungaria	Luxemburg	Grecia	Serbia	Albania	Ucraina	
12,5	11,4	11,2	9,6	9,5	8,1	7,9	7,4	6,6	6,5	5,6	2,9	1	0,9	0,2	0,1	

Sursa: OECD - Pension funds in figures, date preliminare

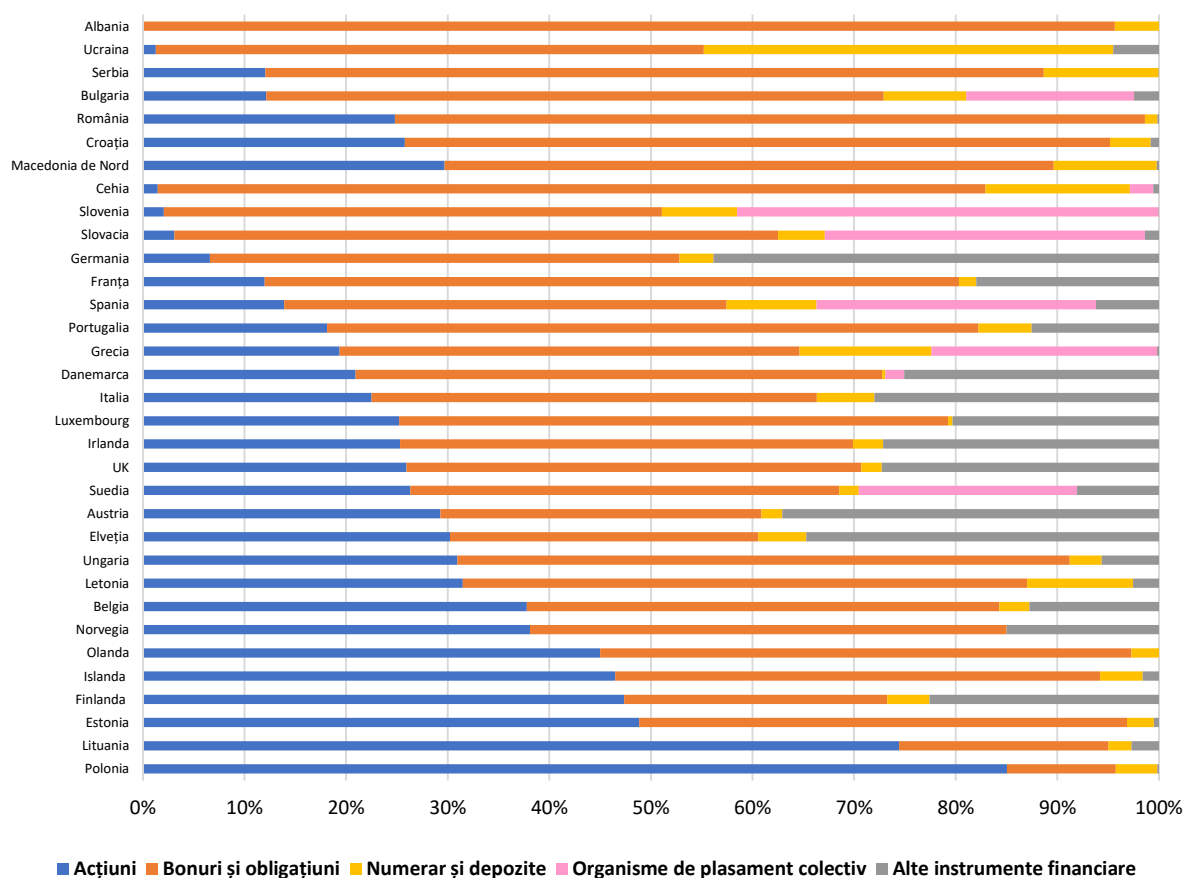
Gradul de penetrare a pensiilor private, calculat ca raportul dintre activele totale ale vehiculelor de economisire pentru pensionare și PIB, diferă de la stat la stat, cel mai ridicat nivel al acestuia pentru anul 2020 fiind înregistrat de către Danemarca (239%), conform OECD. În cazul României, gradul de penetrare a pensiilor private a atins procentul de 7,4%. Activele totale ale fondurilor private din România au înregistrat creșteri substanțiale de la an la an, pe tot parcursul funcționării sistemului de pensii private, ajungând astfel la finalul semestrului I 2021 să dețină un procent de 7,91% din PIB.

Creșterile activelor fondurilor de pensii înregistrate în toate statele au fost susținute de câștigurile de capital pe piețele financiare și de măsurile guvernamentale care au ajutat membrii să continue să participe la planurile lor de pensii. Unele dintre cele mai puternice creșteri ale activelor în termeni nominali au avut loc în Georgia (peste 100%), unde participarea la un sistem de pensii pilon II a devenit obligatorie de la 1 ianuarie 2019 și Franța (84%), unde companiile de asigurări au început să creeze și să transfere pensii către FRPS (un fond de pensii nou autorizat - fond suplimentar de pensii ocupaționale). Astfel, majoritatea statelor au înregistrat creșteri anuale ale activelor fondurilor de pensii, cu excepția Poloniei, care a înregistrat un declin de 3,7% datorită pierderilor de investiții pe piețele financiare.

Dimensiunea, din perspectiva valorii activelor fondurilor de pensii, variază semnificativ de la un stat la altul, Marea Britanie înregistrând cea mai ridicată valoare din Europa, de 3,24 trilioane USD, urmată de Olanda (2,06 trilioane USD) și Elveția (1,19 trilioane USD).

Având în vedere caracterul obligatoriu al sistemului de pensii administrate privat din România, legiuitorul a instituit 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 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. Pe plan european, piețele fondurilor de pensii private sunt diferite structural de piața din România. Majoritatea produselor sunt facultative și predomină în multe țări 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.

Figura 85 Structura investițională a fondurilor de pensii în statele europene în anul 2020 (%)



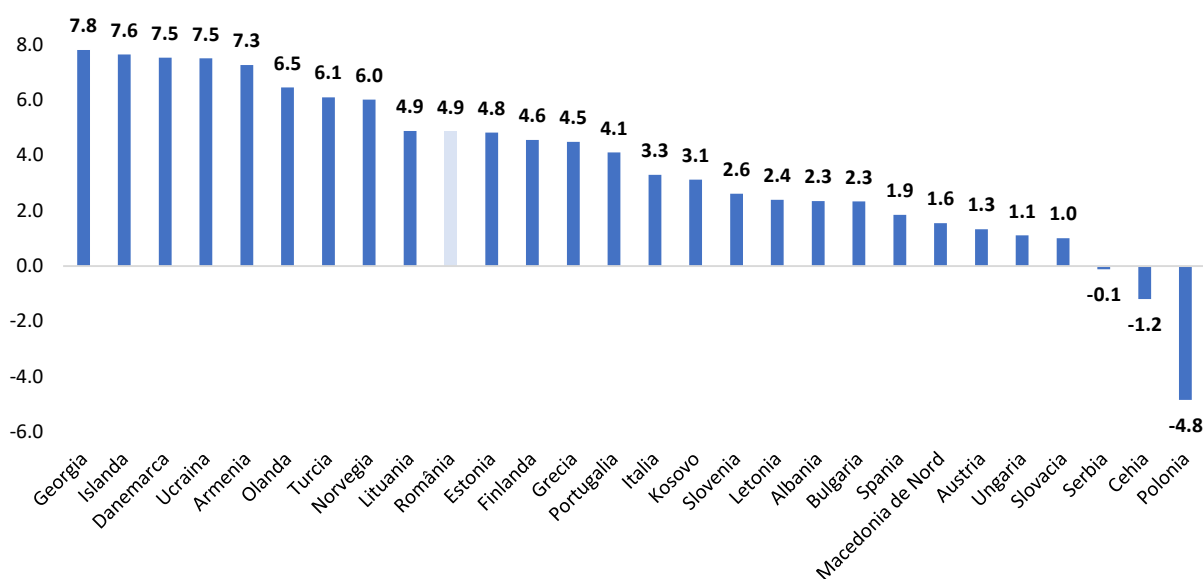
Sursa: OECD - Pension funds in figures, date preliminare

Majoritatea fondurilor de pensii private a obținut rentabilități investiționale pozitive, în ciuda scăderii accentuate a prețurilor acțiunilor în T1 2020 în majoritatea piețelor financiare, a creșterii șomajului și a scăderii PIB-ului.

Un potențial factor care a contribuit la performanța investițională negativă a fondurilor de pensii din Polonia este reprezentat de faptul că, în timp ce indicele S&P 500 a crescut cu 16% în 2020, indicele bursier al celor mai mari 20 de companii de pe Bursa de la Varșovia a scăzut cu 8% la sfârșitul anului 2020 comparativ cu sfârșitul anului 2019.

Așadar, o mare parte a fondurilor de pensii a obținut rentabilități investiționale pozitive, în ciuda scăderii accentuate a prețurilor acțiunilor în T1 2020 în majoritatea piețelor financiare, a creșterii șomajului și a scăderii PIB-ului.

Figura 86 Rata de rentabilitate a investițiilor, dec 2019-dec. 2020, în statele europene (%)



Sursa: OECD - Pension funds in figures, date preliminare

Revenirea piețelor financiare după primul trimestru al anului 2020 a ajutat fondurile de pensii private din multe țări să recupereze pierderile financiare. Această revenire a fost stimulată de sectoarele care au prosperat în timpul pandemiei (de exemplu, companiile tehnologice), stimulentele băncilor centrale de a menține costurile împrumuturilor scăzute (de exemplu, scăderea ratelor dobânzii) și perspectivele pozitive (dezvoltarea vaccinurilor și aprobarea lor de către autoritățile sanitare).

Previziunile preliminare bazate pe evoluțiile piețelor financiare sugerează o perspectivă pozitivă pentru activele fondurilor de pensii. Cu toate acestea, există încă îndoieli legate de evoluția pandemiei COVID-19, pe măsură ce apar noi variante ale virusului în diferite părți ale lumii. Pandemia COVID-19 și măsurile aferente ar putea avea un impact asupra tendințelor piețelor financiare și ale activelor fondurilor de pensii. Unii experți se tem, de asemenea, că prețurile acțiunilor ar putea fi supraevaluate, ceea ce ar putea duce la o corecție potențială a prețurilor în viitor. În plus, materializarea unei inflații mai mari ar putea reprezenta un risc pentru performanța investițională a fondurilor de pensii în termeni reali, în funcție de măsura în care portofoliile lor sunt investite în titluri legate de inflație sau acoperite împotriva riscului de inflație. Pe de altă parte, majoritatea experților consideră că inflația permanentă mai mare nu constituie o îngrijorare.

6.2. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România

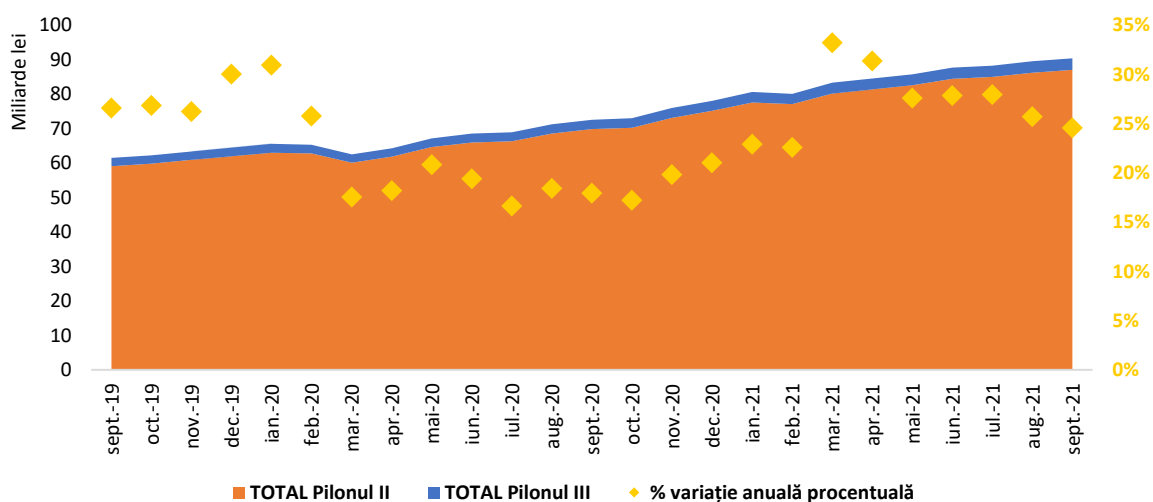
Sistemul pensiilor private din România reprezintă o componentă importantă a sistemului financiar, în creștere din prisma dimensiunii acestuia, care contribuie la dezvoltarea economică pe termen lung și facilitează economisirea pentru asigurarea unui venit suplimentar la pensie.

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 2020, au fost elaborate 14 norme în vederea implementării sistemului de pensii ocupaționale. În acest

an, a fost emisă o singură normă în vederea detalierii unor condiții privind autorizarea administratorilor de pensii ocupaționale. De asemenea, până în luna octombrie 2021 a fost depusă o cerere de autorizare pentru desfășurarea activității de administrare de fonduri de pensii ocupaționale, fiind în curs de soluționare.

Evoluția sistemului de pensii private a marcat un trend ascendent pe tot parcursul funcționării sale, numărul de participanți și valoarea activelor personale ale acestora sporind în mod constant. Valoarea activelor totale aflate în administrare, la nivelul întregului sistem de pensii private, a atins la finalul lunii septembrie 2021 nivelul de 90,43 miliarde de lei (18,28 miliarde de euro), cu un număr de 8.286.361 participanți. Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private a înregistrat creșteri anuale de peste 15%, așa cum rezultă din graficul următor.

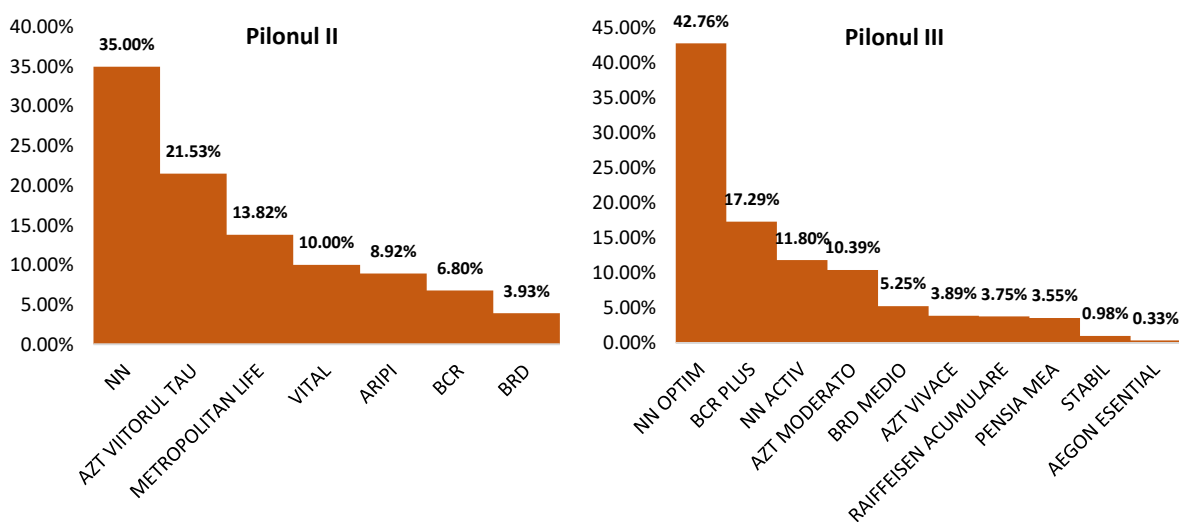
Figura 87 Activele sistemului de pensii private (miliarde lei)



Sursa: ASF

Piața pensiilor private a rămas cel mai semnificativ segment al pieței financiare nebancale supravegheat de ASF din perspectiva valorii activelor, în primul semestru al anului 2021, deținând 7,91% PIB (PIB calculat ca suma ultimilor 4 trimestre).

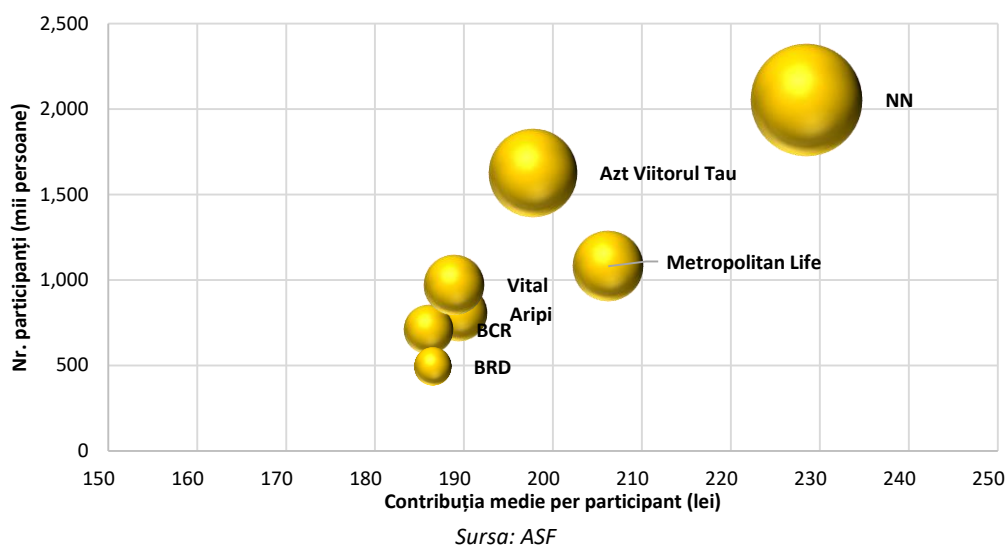
Figura 88 Cota de piață (% activ total) a fondurilor de pensii din sistemul pensiilor private, septembrie 2021



Sursa: ASF

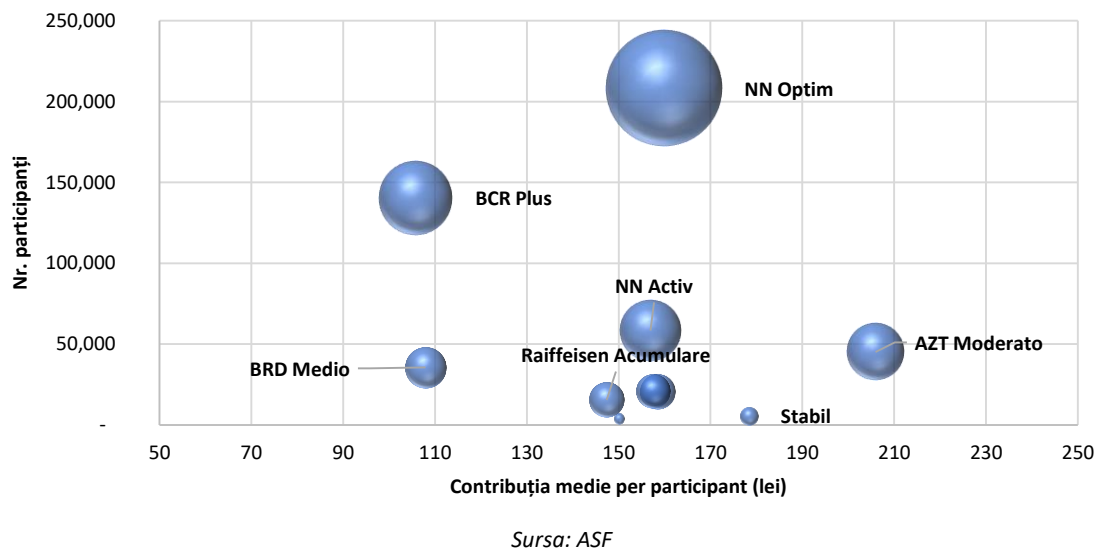
Piața pensiilor administrate privat înregistrează un grad mediu de concentrare, primele trei fonduri de pensii totalizând 70% din active. Și în cazul fondurilor de pensii facultative, gradul de concentrare este asemănător, primele trei fonduri însumând 72% din active. Fondurile de pensii facultative administrate de NN dețin 55% din piață. Nivelul de concentrare în cadrul sistemului de pensii private depinde atât de cauze structurale ce țin de mecanismele de funcționare a sistemului și de caracteristicile acestuia, cât și de evoluția sa în timp.

Figura 89 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 septembrie 2021



La nivelul fondurilor de pensii administrate privat, contribuția medie a participanților în luna septembrie 2021 a fost de circa 204 lei, înregistrând o creștere de 7% comparativ cu aceeași dată a anului anterior. Fondul de pensii administrate privat cu cea mai mare contribuție medie per participant, dar și cu cei mai mulți participanți înscriși a fost FPAP NN, având o cotă de piață de 35% (calculată după activele nete).

Figura 90 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 septembrie 2021

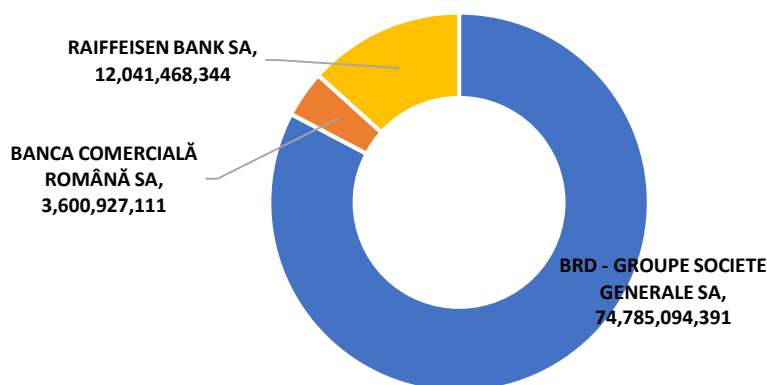


În ceea ce privește fondurile de pensii facultative, contribuția medie per participant în luna septembrie 2021 a fost de aproximativ 149 lei, în creștere cu 12% comparativ cu luna septembrie a anului 2020. Fondul de pensii facultative cu cel mai mare număr de participanți este FPF NN Optim, înregistrând totodată și cota de piață cea mai mare după activele nete (43%).

În primele nouă luni ale anului 2021, au fost virate în sistemul pensiilor administrate privat contribuții brute în valoare de 7,28 miliarde lei, cu 9% mai mult comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. În Pilonul III au fost virate contribuții brute în valoare de 294 milioane lei în primele trei trimestre ale anului 2021, în creștere cu 9% față de anul 2020.

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 Banca Națională a României. Așadar, depozitarii sunt răspunzători împreună cu administratorii fondurilor de pensii de activele participanților. Datele cele mai recente de pe piața fondurilor de pensii arată că serviciile de depozitare a activelor sunt oferite de trei instituții de credit autorizate de Banca Națională a României (BNR): BRD, care deține cea mai ridicată pondere a activelor, de aproximativ 83%, Raiffeisen, 13%, și BCR, 4%.

Figura 91 Activele fondurilor de pensii private deținute de depozitari (Pilon II și III, la 30 septembrie 2021)



6.3. Structura plasamentelor fondurilor

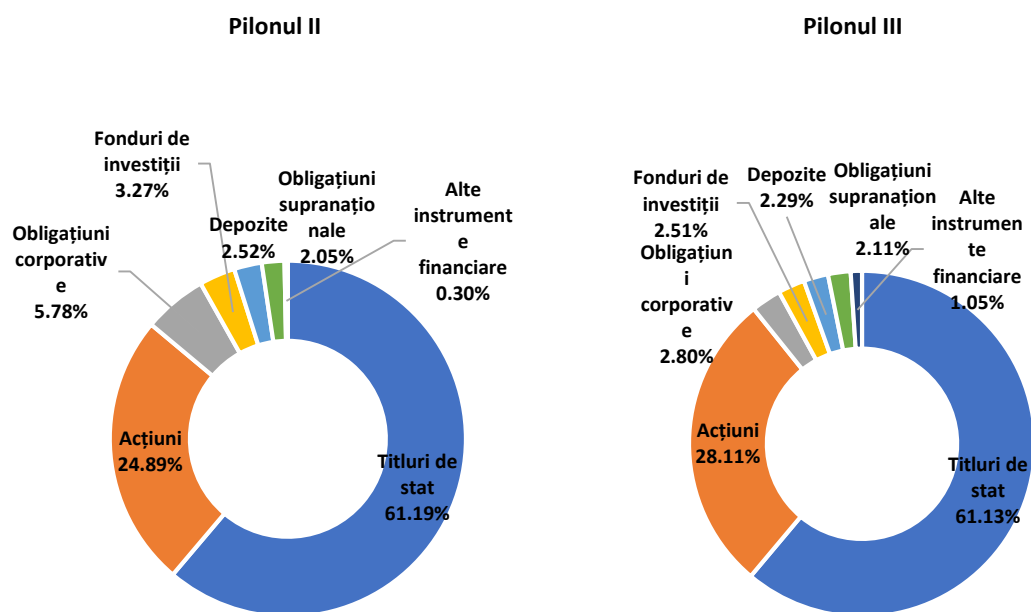
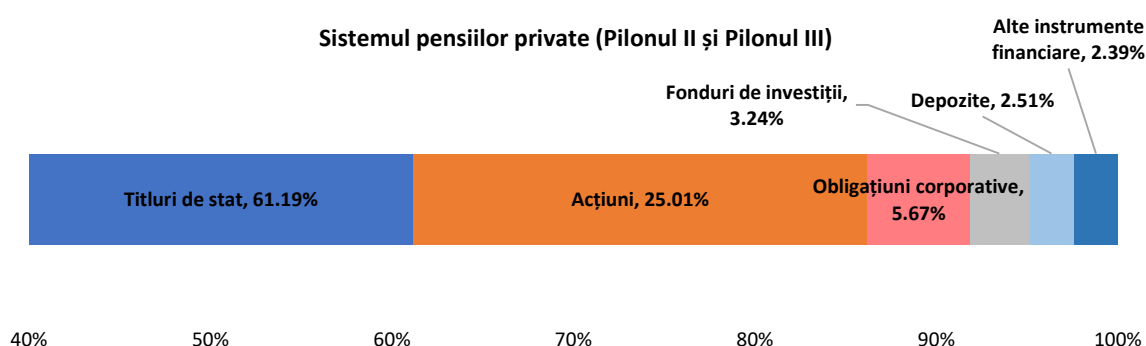
Activele fondurilor de pensii private sunt investite în economie, având un orizont pe termen lung, reprezentând astfel o sursă stabilă de finanțare a economiei și a statului. Investițiile fondurilor de pensii private se realizează preponderent în obligațiuni suverane, dar și în companii listate pe piața de capital, care sunt transparente și care respectă guvernarea corporativă, stimulând astfel dezvoltarea pieței primare și secundare.

Politica investițională vizează diversificarea portofoliilor fondurilor de pensii private, diminuând astfel riscul de piață al unei clase de active, într-o perioadă în care sunt înregistrate scăderi ale prețurilor altor active financiare. Fondurile de pensii investesc într-un mix de active financiare precum acțiuni, obligațiuni corporative, obligațiuni municipale, obligațiuni supranaționale, titluri de stat, unități de fond aferente OPCVM, depozite bancare. De asemenea, sistemul de pensii private a respectat de-a lungul timpului cerințele de prudențialitate, calitate și securitatea portofoliilor, astfel încât contribuțiile participanților să fie în siguranță.

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). Chiar dacă în ultimii ani structura plasamentelor a cunoscut o ușoară diversificare, ponderea instrumentelor cu venit fix depășește chiar și în prezent nivelul de 70% din total. Fondurilor de pensii private le sunt permise doar investițiile în instrumente cu venit fix ce au calificativul Investment Grade. La 30 septembrie 2021, un procent de 61% din activele totale ale sistemului erau investite în titluri de stat emise de România, țară ce are calificativul Investment Grade.

Încă de la înființarea fondurilor de pensii private, investițiile acestora s-au realizat preponderent în emitenți din România, la finalul lunii septembrie 2021, plasamentele fondurilor de pensii fiind efectuate local în procent de 89%. Majoritatea instrumentelor românești sunt reprezentate de titluri de stat, acțiuni listate la Bursa de Valori București, depozite bancare și obligațiuni corporative.

Figura 92 Structura activelor fondurilor de pensii private la 30 septembrie 2021



Sursa: ASF

Structura plasamentelor fondurilor de pensii administrate privat (Pilonul II) se menține orientată preponderent către titluri de stat (în proporție de 61% la finele lunii septembrie 2021). Următoarea clasă de active ca importanță în portofoliile fondurilor este reprezentată de investițiile în acțiuni listate, cu o pondere de circa 25%. Ponderea titlurilor de stat în portofoliul investițional al fondurilor de pensii facultative (Pilonul III) a fost de circa 61% la finalul lunii septembrie a anului 2021, în timp ce acțiunile dețin o pondere de 28% din activul total al acestora.

Tablul 34 Investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 30 septembrie 2021

Denumire emitent	Valoare lei	% valoare tranzacționată cu acțiuni
Banca Transilvania SA	4.031.840.854	17,83%
Fondul Proprietatea SA	3.654.060.533	16,16%
OMV Petrom SA	3.115.534.406	13,77%
BRD - Groupe Société Générale SA	2.151.378.564	9,51%
Romgaz SA	2.067.060.457	9,14%
Nuclearelectrica SA	1.042.269.737	4,61%
Med Life SA	929.646.640	4,11%
Electrica SA	907.337.309	4,01%
Transgaz SA	661.569.216	2,93%
Teraplast SA	567.708.179	2,51%
Alte companii	3.489.321.575	15,43%
TOTAL	22.617.727.469	100,00%

Sursa: ASF

Fondurile de pensii private sunt investitori instituționali semnificativi pe piața de capital, investind în emitenți care respectă guvernanta corporativă și sunt transparenți. La 30 septembrie 2021, sistemul pensiilor private din România a investit în acțiuni în procent de 25%, iar 85% din acest procent este reprezentat de 10 companii, aflate în topul celor mai listate companii la pe segmentul principal la BVB.

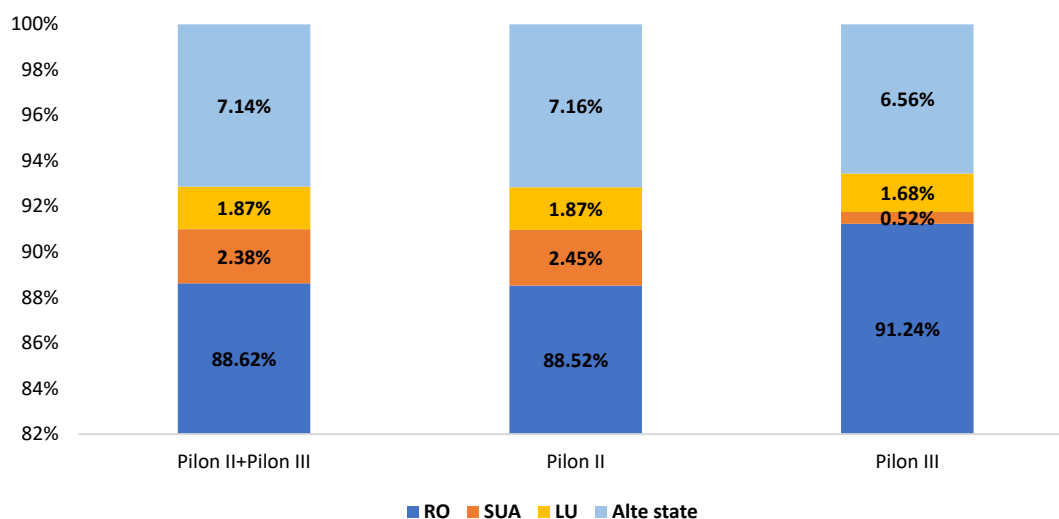
Tablul 35 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 30 septembrie 2021

Denumire emitent	Valoare lei	% valoare tranzacționată cu obligațiuni corporative
Citigroup Global Markets Holdings Inc	839.844.398	16,39%
The Goldman Sachs Group INC	766.932.774	14,97%
Banco Santander SA	736.205.983	14,37%
Banca Comerciala Romana	510.997.860	9,97%
Raiffeisen Bank SA	467.924.131	9,13%
BNP Paribas	353.881.626	6,91%
Citigroup Inc	236.155.128	4,61%
Bank of America Corporation	201.646.667	3,93%
ING Bank NV	181.792.800	3,55%
Unicredit Bank SA	133.271.572	2,60%
Alte companii	696.006.511	13,58%
TOTAL	5.124.659.450	100,00%

Sursa: ASF

Investițiile fondurilor de pensii în obligațiuni corporative a reprezentat un procent de 5,67% din activele totale ale sistemului de pensii private. Astfel, fondurile de pensii private au investit în obligațiuni corporative emise atât în România, cât și în extern, în mod majoritar, de către grupuri financiare sau bancare. Multe dintre obligațiunile corporative au fost emise în SUA (42%), România (22%) și Spania (14%).

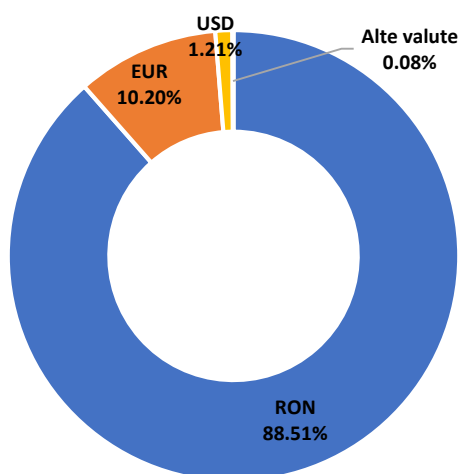
Figura 93 Distribuția pe țări a activelor fondurilor de pensii private la 30 septembrie 2021



Sursa: ASF

La 30 septembrie 2021, din perspectiva țării de origine a emitenților instrumentelor financiare deținute în portofoliile fondurilor de pensii private (Pilon II și Pilon III), o pondere de circa 89% este aferentă plasamentelor unor emitenți din România. În cazul Pilonului II, o pondere de 88,52% din active a fost investită în active din România, în timp ce Pilonul III a investit o pondere de 91,24% în active românești.

Figura 94 Expunerea valutară a activelor fondurilor de pensii private la 30 septembrie 2021



Sursa: ASF

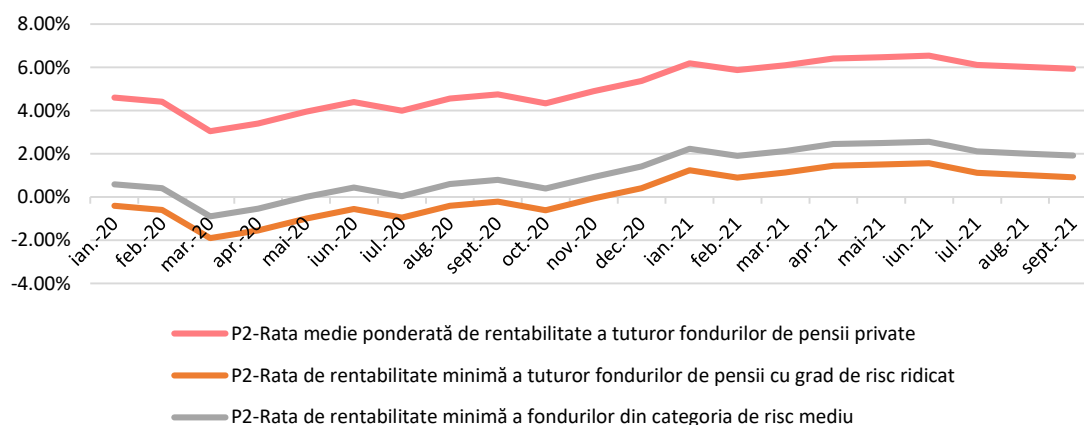
Fondurile de pensii private au investit majoritatea activelor în instrumente financiare denumite în monedă locală. Pilonul II și Pilonul III dețin în portofoliu instrumente financiare denumite în euro în procent de 10,19% și, respectiv, 10,50%. Ținând cont de expunerea limitată pe instrumente financiare denumite în valută (din care cea mai mare parte este aferentă unor instrumente denumite în EUR, aproximativ 10% la 30 septembrie 2021), riscul valutar se situează și la finalul lunii septembrie 2021 la un nivel foarte redus, fiind limitat prin gestionarea ponderii activelor denumite în valută în totalul activelor și prin utilizarea instrumentelor derivate.

6.4. Randamentele unităților de fond

Pensiile private reprezintă o alternativă de economisire, sistemul de pensii private stimulând economisirea pe termen lung pentru pensie la rate de rentabilitate care sunt mai mari decât dobânzile bancare și care depășesc semnificativ inflația. La 30 septembrie 2021, rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii administrate privat (Pilonul II) a fost de 5,9367%, 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 7,1769%, în vreme ce rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu risc mediu a fost de 5,5119%.

Ambele rate de rentabilitate minime ale fondurilor de pensii administrate privat au evoluat pe același trend cu rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii, ele fiind calculate în funcție de aceasta. În prima parte a anului 2021, ratele de rentabilitate minime a fondurilor de pensii pentru fiecare categorie de risc menționată au înregistrat valori superioare celor înregistrate înainte de izbucnirea crizei sanitare.

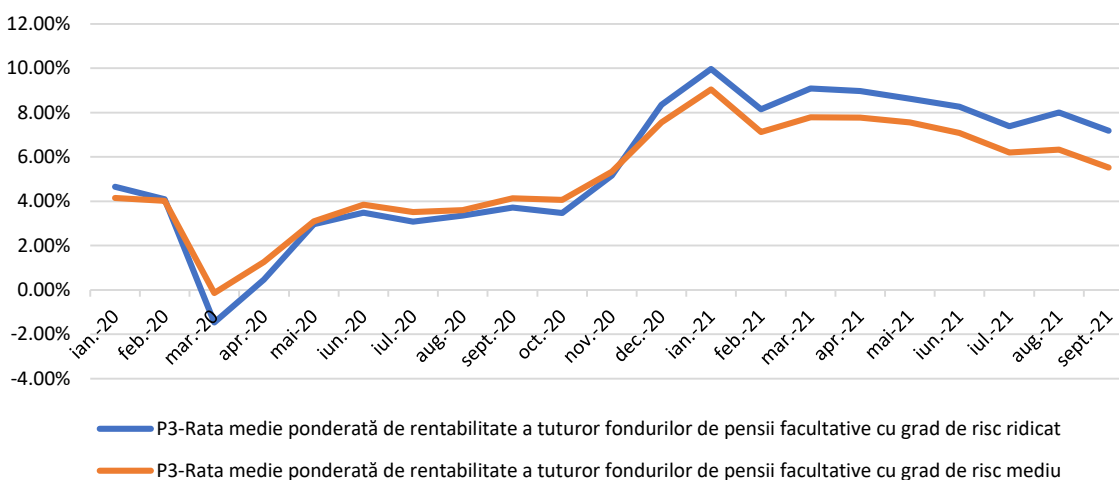
Figura 95 Evoluția ratelor de rentabilitate a fondurilor de pensii administrate privat



Sursa: ASF

Și în cazul fondurilor de pensii facultative, ratele medii ponderate pentru ambele categorii de risc (mediu și ridicat) au înregistrat în cel ce-al treilea trimestru valori superioare comparativ cu cele înregistrate înainte de izbucnirea pandemiei COVID-19.

Figura 96 Evoluția ratelor de rentabilitate a fondurilor de pensii facultative

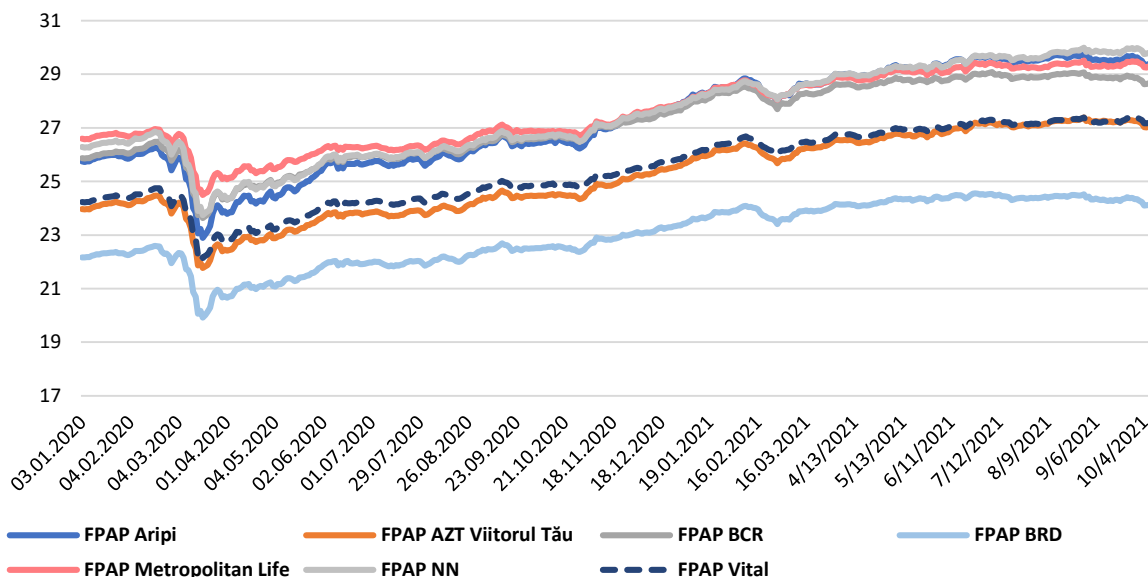


Sursa: ASF

Volatilitatea VUAN din perioada incipientă a pandemiei a fost conjuncturală, fiind cu mult mai redusă decât cele înregistrate pe piețele financiare, datorită optimizării structurii portofoliilor investiționale. Odată cu revenirea piețelor financiare, susținută de măsurile guvernamentale și de băncile centrale, fondurile de pensii au recuperat integral scăderile survenite în prima parte a anului 2020.

În prezent valorile unităților de fond se mențin constante, după ce au recuperat pierderile din anul anterior.

Figura 97 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei)



Sursa: ASF

Pe termen lung, aferent întregii perioade de funcționare a fondurilor de pensii private, randamentul anualizat²¹ al acestora se menține la nivel ridicat, așa cum rezultă din tabelul prezentat mai jos.

Tabelul 36 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la 6 octombrie 2021

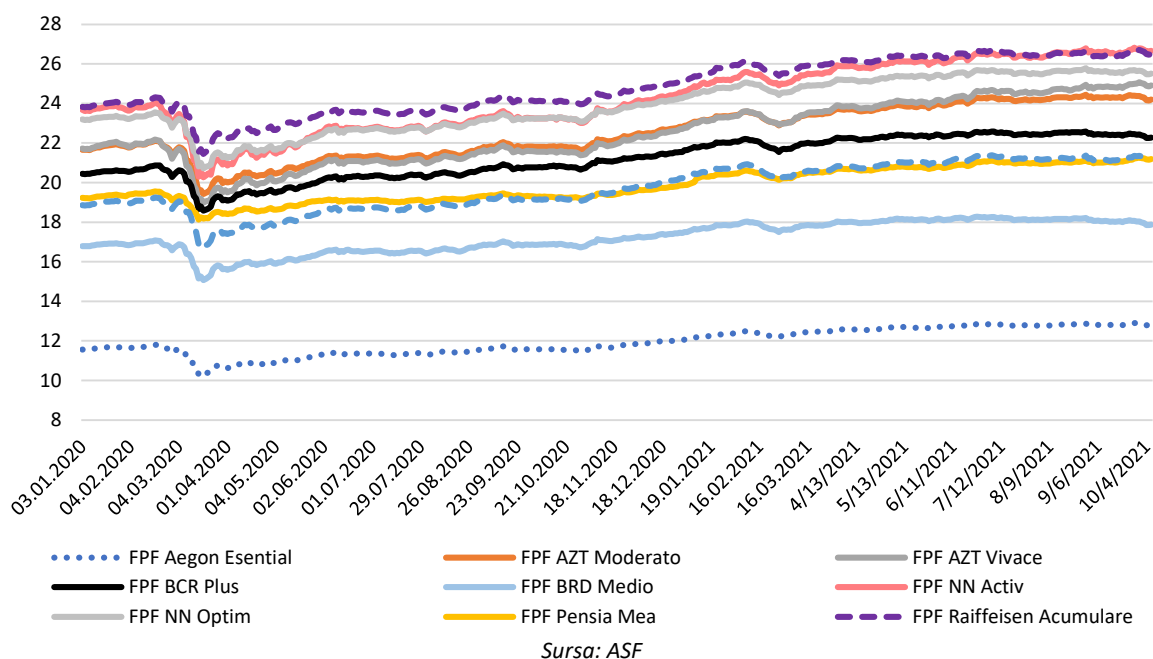
FPAP Aripi	FPAP AZT Viitorul Tău	FPAP BCR	FPAP BRD	FPAP Metropolitan Life	FPAP NN	FPAP Vital
8,22%	7,66%	8,01%	6,73%	8,25%	8,37%	7,63%

Sursa: 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 foarte apropiate ca tendință la nivelul întregii piețe a fondurilor private de pensii.

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

Figura 98 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III



Tabelul 37 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la 6 octombrie 2021

FPF Aegon Esential	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
4,13%	6,28%	6,54%	5,67%	4,78%	6,97%	6,77%	5,29%	7,56%	6,13%

Sursa: ASF

6.5. Provizioane tehnice și indicatori financiari ai administratorilor

Din arhitectura mecanismelor de protecție a participanților la sistemul de pensii private din România fac parte și cerințele financiare prudentiale aplicabile administratorilor de fonduri: nivelul minim al capitalului social și obligativitatea constituirii unui provizion tehnic calculat actuarial pentru a acoperi riscul ca la pensionare valoarea activului individual al participantului să fie mai mică decât suma contribuțiilor nete efectuate de acesta. Acest risc variază în funcție de evoluția volatilității pieței pe parcursul perioadei de contribuții, de structura activelor fondului, precum și de durata și structura în timp a contribuțiilor efectuate.

Potrivit legislației aplicabile, nivelul calculat al provizionului trebuie să fie acoperit cu active eligibile (care au o calitate și o lichiditate ridicată), în speță titluri de stat, depozite și conturi curente.

Obligativitatea calculării și constituirii provizionului aparține tuturor administratorilor de fonduri de pensii din cadrul Pilonului II. În cazul Pilonului III, obligativitatea se aplică administratorilor de fonduri de pensii facultative care oferă participanților garanția contribuțiilor nete efectuate.

6.6. Potențiale riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private

Din perspectivă instituțională, principalele riscuri la care este expus sistemul de pensii private sunt riscul de credit și riscul de piață.

Riscul de credit se menține redus datorită calității ridicate a emitenților instrumentelor cu venit fix deținute de fonduri, marea majoritate fiind titluri de stat și obligațiuni emise de instituții financiare internaționale. Ponderea depozitelor la instituții de credit și a obligațiunilor corporative (cu rating investițional) este de circa 8,18%. Fondurilor de pensii private le sunt permise doar investițiile în instrumente cu venit fix ce au calificativul Investment Grade. La finalul lunii septembrie 2021, un procent de 61,19% din activele totale ale sistemului erau investite în titluri de stat emise de România, țară ce are calificativul Investment Grade.

Riscul de piață reprezintă riscul de pierdere rezultat din fluctuațiile nefavorabile ale ratelor de dobândă, ale cursului de schimb sau alte prețurilor din piață, în general. Acesta a fost gestionat către fondurile de pensii, prin monitorizarea volatilității principalelor instrumente financiare. Apreciem că riscul de piață se menține la un nivel mediu, având impact asupra participanților fondurilor de pensii facultative care își pot suspenda contribuțiile în cazul în care veniturile acestora le sunt afectate. Având în vedere expunerea redusă pe active denominate în altă monedă decât RON, apreciem că riscul valutar se menține la un nivel redus, fiind limitat și prin utilizarea instrumentelor derivate.

Riscul de lichiditate se află la un nivel nesemnificativ, un procent de 2,51% 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, iar ieșirile din sistem (cauzate de deces, invaliditate, pensionare, transfer) sunt reduse.

Pentru acoperirea valorii minime garantate administratorii fondurilor de pensii administrate privat au obligația constituirii din sume proprii a unui provizion tehnic conform prevederilor *Normei nr. 13/2012 privind calculul actuarial al provizionului tehnic pentru fondurile de pensii administrate privat*. Provizionul tehnic se constituie pentru acoperirea riscurilor aferente garanției investiționale minime obligatorii stabilite prin *Legea nr. 411/2004* și este utilizat în cazul în care valoarea activului personal al unui participant scade sub valoarea contribuțiilor plătite către participant, pe întreg parcursul perioadei active, diminuate cu penalitățile de transfer și comisioanele legale. De asemenea, Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private reprezintă o altă pârghie de siguranță a sistemului de pensii private. Apreciem astfel că riscul de solvabilitate se află la un nivel redus.

Riscul operațional se află la un nivel scăzut, 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.

Diversificarea echilibrată și prudentă a ajutat sistemul de pensii private să depășească pe teritoriu pozitiv mai multe episoade de volatilitate crescută din trecut (spre exemplu lunile august 2015, ianuarie 2016, iunie 2016, iunie 2017 și decembrie 2018), depășind astfel și perioada de volatilitate ridicată din luna martie a anului anterior determinată de criza pandemiei de coronavirus. În pofida acestor episoade temporare de volatilitate ridicată, activele fondurilor de pensii au crescut de la an la

an, cu o rată de creștere la final de an de peste 19% în toți anii de la înființare (cea mai diminuată rată de creștere a fost de 19,40%, fiind înregistrată în luna decembrie 2018), iar în luna septembrie 2021 activele fondurilor de pensii private au crescut cu aproximativ 25% comparativ cu aceeași lună a anului anterior.

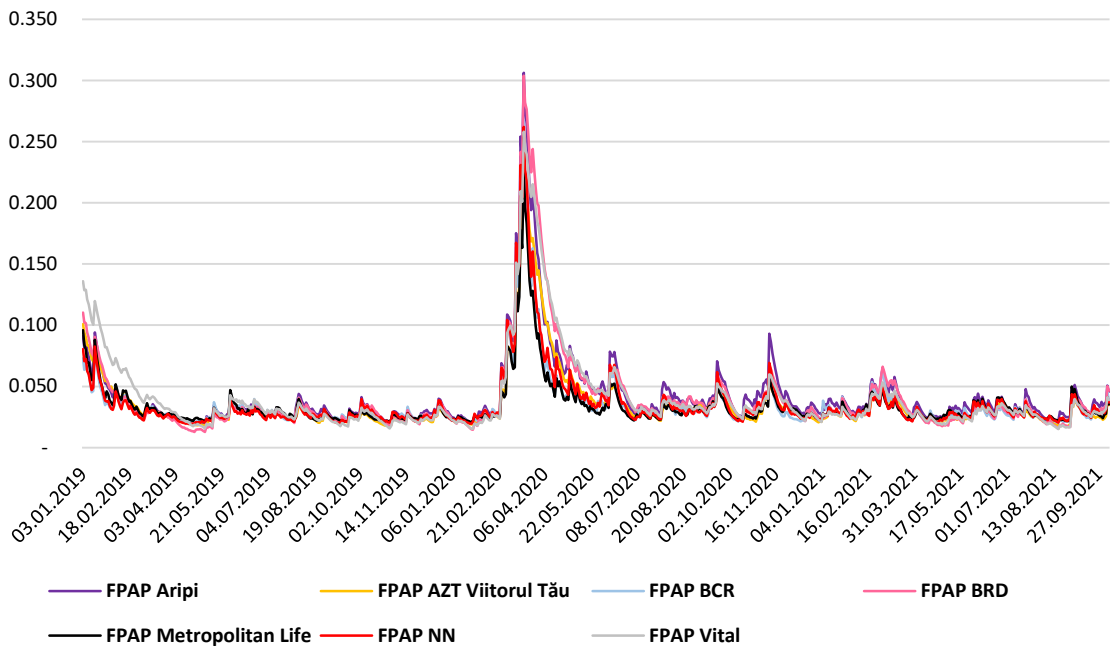
Ca urmare a *OUG nr. 114 din 28 decembrie 2018 privind instituirea unor măsuri în domeniul investițiilor publice și a unor măsuri fiscal-bugetare, modificarea și completarea unor acte normative și prorogarea unor termene*, o persoană participantă la fondurile de pensii administrate privat poate opta, dar nu mai devreme de 5 ani de contributivitate la fondul respectiv, să se transfere la sistemul public de pensii (activul personal al participantului va rămâne în contul privat al acestuia până la deschiderea dreptului la pensia privată). Până în luna septembrie 2021, un număr de 717 de persoane au solicitat transferul viitoarelor contribuții la Pilonul I, din acest punct de vedere riscul de lichiditate menținându-se stabil. Ulterior, prin *OUG nr. 1/2020 privind unele măsuri fiscal-bugetare și pentru modificarea și completarea unor acte normative*, articolul privind posibilitatea transferării contribuțiilor la sistemul public a fost abrogat.

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. 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.

Volatilitatea menținută asupra piețelor financiare de la izbucnirea crizei sanitare a avut un efect negativ și asupra evoluției valorii unităților de fond, fiind însă mult mai redusă comparativ cu cele înregistrate în piețele financiare. Efectele acestei crize au fost atenuate de gestionarea eficientă a portofoliilor și de buna diversificare a acestora. Pe măsură ce piețele financiare și-au revenit, fondurile de pensii au recuperat integral pierderile survenite la izbucnirea pandemiei COVID-19, revenind pe teritoriu pozitiv.

În trimestrul III 2021, volatilitatea anualizată a unităților de fond din Pilonul II a crescut ușor pe fondul îngrijorărilor privind valul patru al pandemiei de COVID-19. Volatilitatea anualizată a unităților de fond din Pilonul II a înregistrat cel mai ridicat nivel din perioada analizată, în luna martie 2020, ca urmare a propagării scăderii prețurilor instrumentelor financiare asupra valorii unitare a activului net. Ulterior, nivelul volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii administrate privat s-a redus.

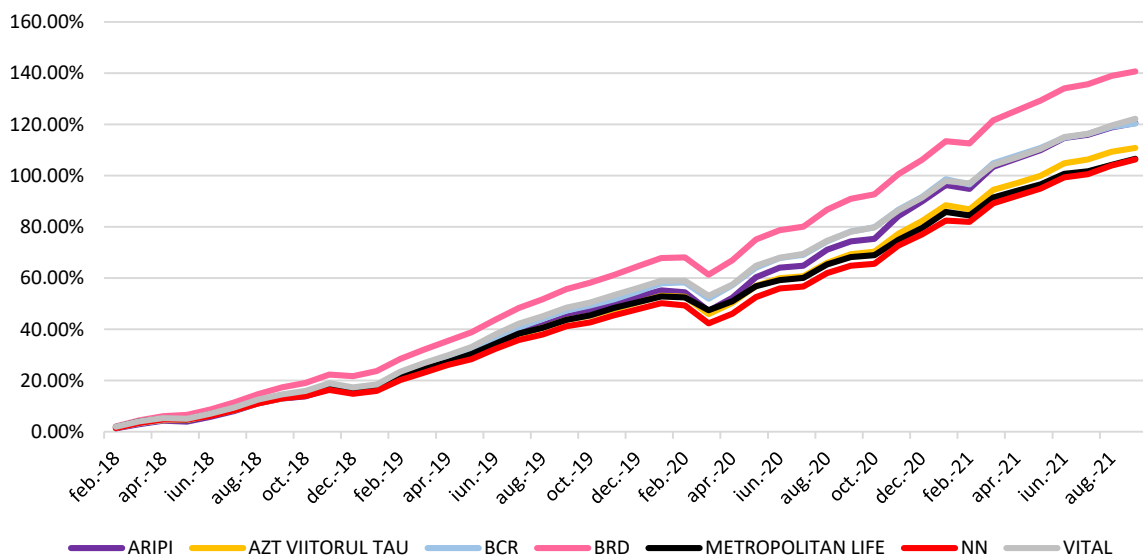
Figura 99 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II



Sursa: calcule ASF (model Garch)

Activele totale aferente fondurilor de pensii administrate privat (Pilon II) au debutat pe un trend ascendent începând cu luna mai 2020, acestea atingând nivelul dinaintea izbucnirii pandemiei COVID-19 și menținându-se pe un trend crescător până în prezent. Toate fondurile de pensii administrate privat au înregistrat un volum dublu al activului total din 2018 până în prezent, sistemul de pensii private fiind încă în perioada de acumulare, iar plățile fiind la un nivel redus.

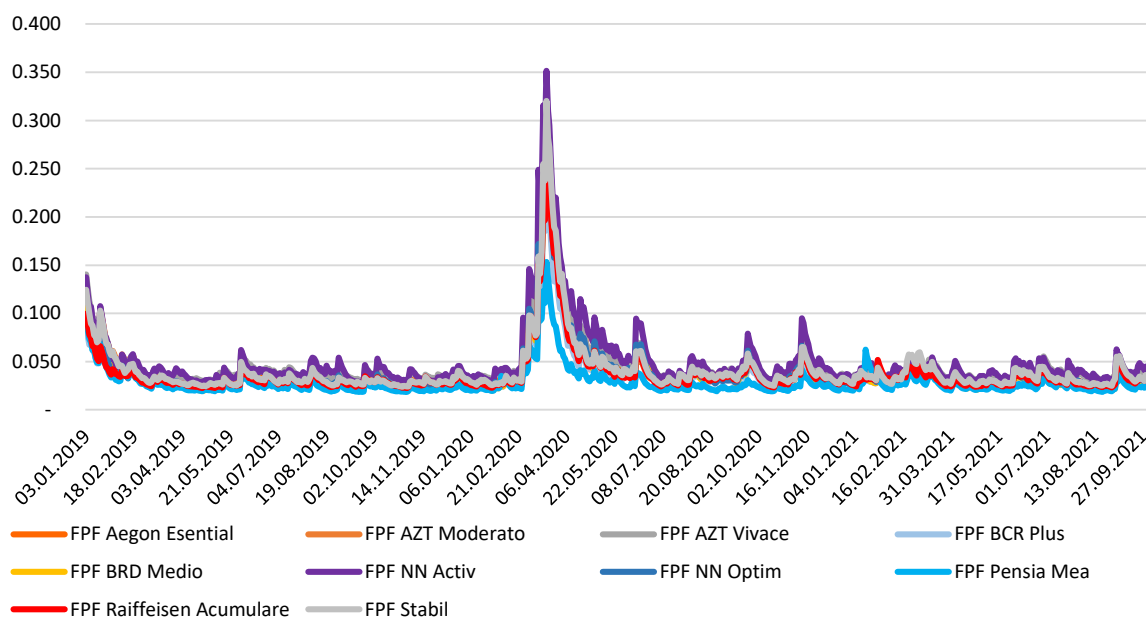
Figura 100 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (ian. 2018=100%)



Sursa: ASF, calcule ASF

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

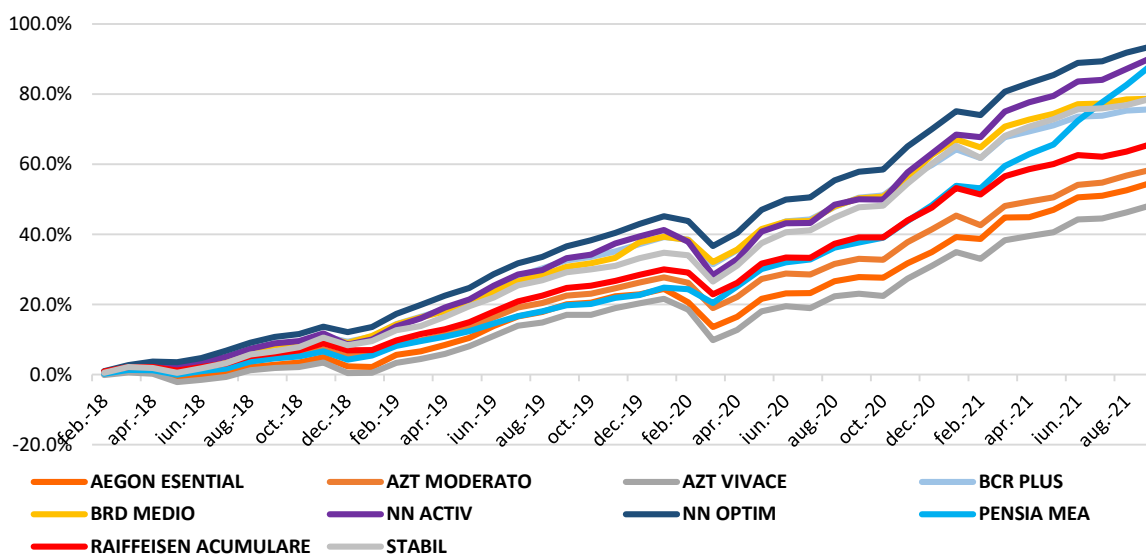
Figura 101 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III



Sursa: calcule ASF (model Garch)

Și activele fondurilor de pensii facultative au înregistrat o recuperare rapidă după izbucnirea pandemiei de COVID-19, la finalul lunii septembrie 2021, toate fondurile de pensii facultative având un volum cu minim 40% mai mare, comparativ cu începutul anului 2018.

Figura 102 Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (ian. 2018 =100%)



Sursa: ASF, calcule ASF

Deprecierile conjuncturale ale activelor financiare generate de criza pandemiei de coronavirus nu vor avea un impact semnificativ asupra viitoarelor pensii ale participanților, ele fiind rezultatul investițiilor pe termen lung. În ciuda fluctuațiilor prețurilor instrumentelor financiare, activele totale ale sistemului de pensii private se mențin peste valoarea garantată. Reziliența sistemului de pensii private din perioada de criză este influențată atât de gestionarea eficientă a fondurilor de pensii, de optimizarea portofoliilor investiționale de către administratori, cât și de activitatea de reglementare și supraveghere exercitată de autoritate.

7. Stabilitatea mecanismelor de garantare

7.1. Fondul de Compensare a Investitorilor

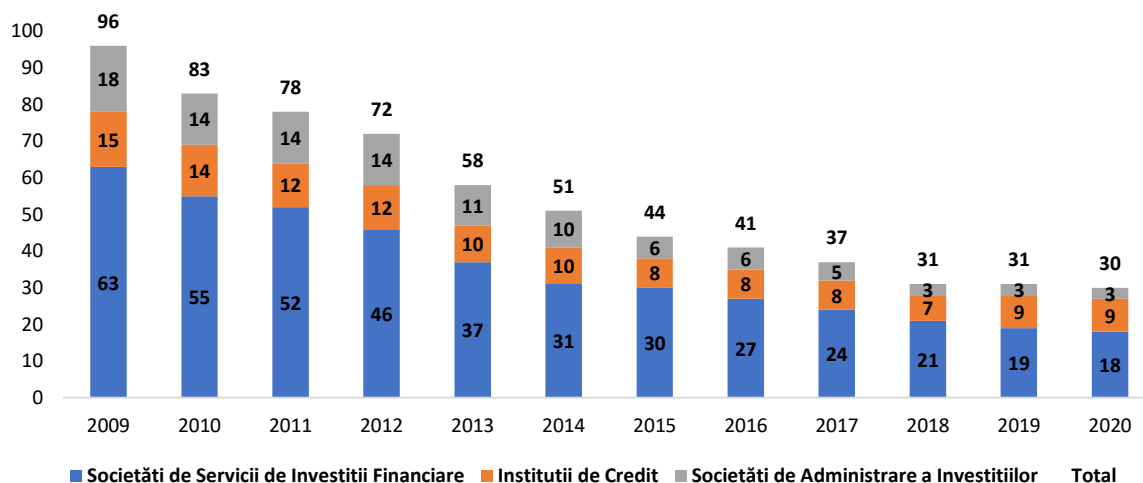
Fondul de Compensare a Investitorilor (FCI) a fost înființat în iunie 2005 și are drept scop compensarea investitorilor în situația incapacității membrilor de a returna fondurile bănești și/sau instrumentele financiare datorate sau aparținând investitorilor, care au fost deținute în numele acestora, cu ocazia prestării de servicii de investiții financiare sau de administrare a portofoliilor individuale de investiții.

Începând cu 1 ianuarie 2012, FCI are obligația de a compensa în mod egal și nediscriminatoriu investitorii în limita unui plafon maxim reprezentând echivalentul în lei a 20.000 Euro/investitor individual.

Prin adoptarea de către Parlamentul României a *Legii nr. 88/2021 privind Fondul de Compensare a Investitorilor* a avut loc schimbarea statutului juridic al FCI din societate pe acțiuni în persoană juridică de drept public. Se asigură astfel un caracter unitar prin introducerea unor cerințe de organizare și funcționare similare celorlalte fonduri de garantare (FGA și FGDSPP) și respectiv eficientizarea actului de supraveghere și control prin desemnarea în scopul administrării FCI a unor reprezentanți ai ASF, MF și din rândul participanților la acest fond.

Membrii Fondului sunt toți intermediarii autorizați să presteze servicii de investiții financiare și societățile de administrare a investițiilor care administrează portofolii individuale de investiții²². La finalul anului 2020, existau 30 de membri ai Fondului. Dintre aceștia, 18 sunt societăți de servicii de investiții financiare, 9 sunt intermediari instituții de credit și 3 sunt societăți de administrare a investițiilor.

Figura 103 Evoluția numărului de membri FCI pe categorii

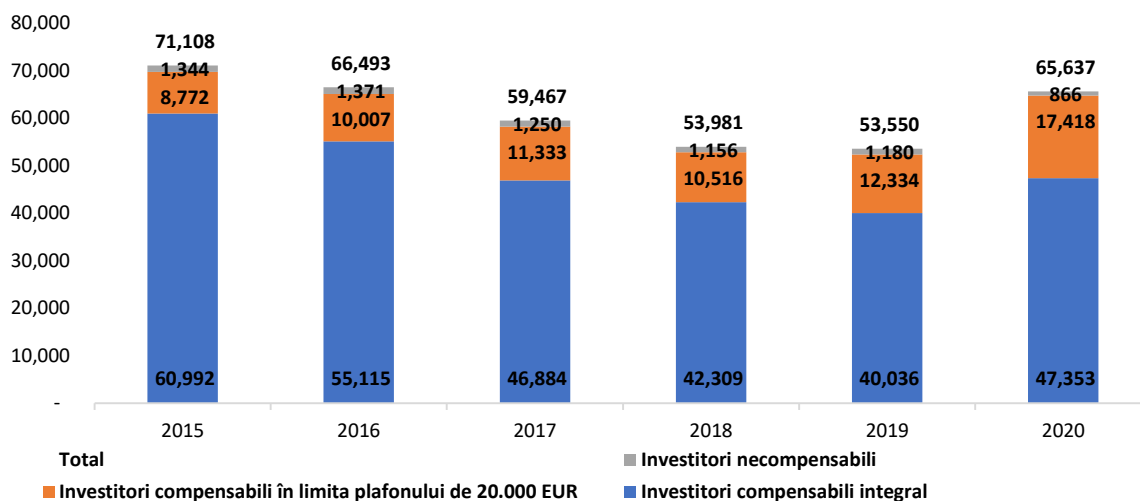


Sursa: Fondul de Compensare a Investitorilor, Raport anual 2020

²² Intermediarii și societățile de administrare a investițiilor din alte state membre ale Uniunii Europene, precum și sucursalele acestora care prestează, după caz, servicii de investiții financiare sau servicii de administrare a portofoliilor individuale de investiții în România, în baza liberei circulații a serviciilor pot deveni membri ai Fondului, dacă nivelul plafonului și întinderea oferită de Fond depășește nivelul și acoperirea oferită de schema de compensare a investitorilor din statul membru de origine, în scopul suplimentării acoperirii de care investitorii săi beneficiază deja în virtutea apartenenței lor la schema de compensare din statul membru de origine, conform *Legii nr. 297/2004 privind piața de capital*.

Numărul de investitori la sfârșitul anului 2020, conform datelor publicate de către FCI, a fost de 65.637, fără a ține cont dacă un investitor apelează la unul sau mai mulți intermediari sau societăți de administrare a investițiilor. Aceștia reprezintă toți investitorii care au dețineri reprezentând fonduri bănești și/sau instrumente financiare la membrii Fondului.

Figura 104 Evoluția numărului de investitori



Sursa: Fondul de Compensare a Investitorilor, Raport anual 2020

Aproximativ 74% din numărul de investitori proveneau din categoria societăților de servicii de investiții financiare.

Tabelul 38 Clasificarea investitorilor pe categorii de membri la sfârșitul anului 2020

Categorii membri	Investitori compensabili integral	Investitori compensabili în limita plafonului	Investitori necompensabili	Total
Societăți de Servicii de Investiții Financiare	38.066	9.756	544	48.366
Instituții de Credit	9.181	7.553	320	17.054
Societăți de Administrare a Investițiilor	106	109	2	217
Total	47.353	17.418	866	65.637

Sursa: Fondul de Compensare a Investitorilor, Raport anual 2020

În anul 2020, investiția compensabilă a crescut cu circa 17% comparativ cu anul anterior.

Tabelul 39 Investiția compensabilă în 2020

Data	Investiția compensabilă (IC)	IC – fonduri bănești	IC – instrumente financiare
31.12.2019	1.949.345.091	558.288.956	1.391.056.136
31.03.2020	1.835.399.173	721.874.889	1.113.524.284
30.06.2020	2.042.429.839	652.254.968	1.390.174.871
30.09.2020	2.278.286.800	613.717.010	1.664.569.790
31.12.2020	2.662.534.557	726.248.163	1.936.286.393

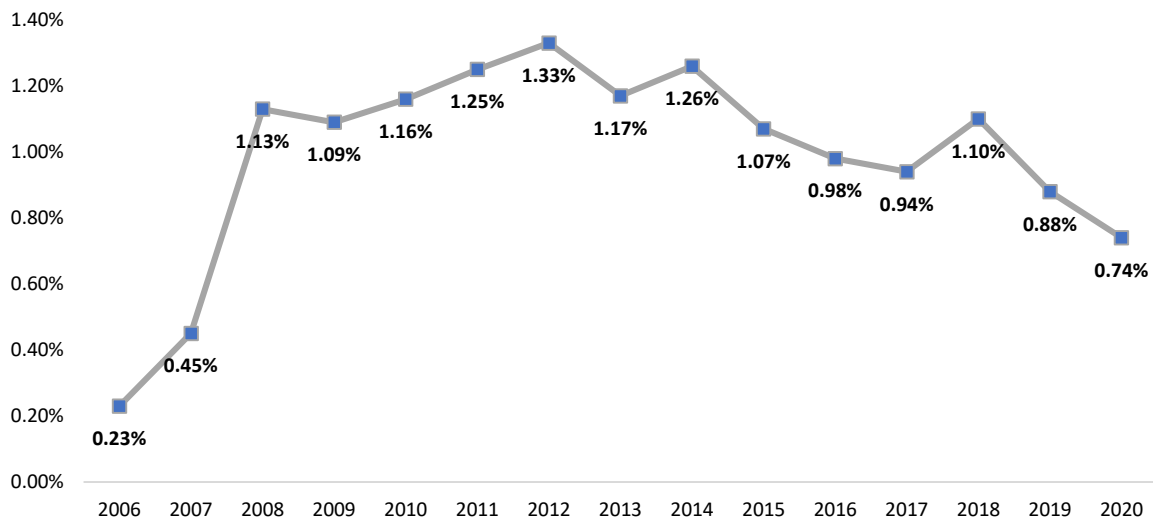
Sursa: Fondul de Compensare a Investitorilor, Raport anual 2020

Pentru monitorizarea permanentă a capacității de compensare, FCI urmărește evoluția următorilor indicatori:

- **Indicele de acoperire a expunerii FCI:** reprezintă raportul dintre resursele administrate (destinate compensării) și suma totală a investițiilor compensabile.

Capacitatea de compensare a Fondului a înregistrat o ușoară diminuare până la nivelul de 0,74% la sfârșitul anului 2020 determinată de creșterea într-o măsură mare a investiției compensabile față de creșterea resurselor destinate compensării.

Figura 105 Evoluția indicelui de acoperire a expunerii Fondului



Sursa: Fondul de Compensare a Investitorilor, Raport anual 2020

- **Gradul de acoperire a investiției compensabile:** determină numărul de membri pe care Fondul îi poate compensa individual și se calculează ca raport între numărul de membri FCI pentru care investiția compensabilă este mai mică sau egală cu resursele destinate compensării și numărul total de membri.

Fondul are capacitatea de a compensa 14 membri cu investiții compensabile mai mici decât resursele administrate, rezultând un grad de acoperire a investițiilor compensabile de 50%, în scădere față de sfârșitul anului 2019 când acest indicator era în valoare de 53,33%.

- **Gradul de acoperire a fondurilor bănești:** evidențiază capacitatea de compensare a fondurilor bănești și se calculează ca raport între numărul de membri pentru care valoarea fondurilor bănești compensabile este mai mică sau egală cu resursele administrate de fond și numărul total de membri.

Luând în considerare doar fondurile bănești ale investitorilor din investiția compensabilă raportată, Fondul poate compensa individual fondurile bănești aflate la un număr de 20 de membri, valoarea individuală a fondurilor bănești raportate de aceștia fiind sub nivelul resurselor FCI. Gradul de acoperire a fondurilor bănești era la sfârșitul anului 2020 de 71,43%, în creștere față de anul precedent, când acest indicator avea valoarea de 70,00%.

Portofoliul mediu al unui investitor compensabil integral a crescut în anul 2020, ajungând pentru prima dată la valoarea de 4.190 euro. Între investitorii din această categorie, portofoliul mediu cel mai mare este deținut de clienți ai instituțiilor de credit, cu o valoare medie de 7.235 euro.

Tabelul 40 Evoluția portofoliului mediu al unui investitor (EUR)

Indicator	2016	2017	2018	2019	2020
Investitori compensabili integral	2.679	3.383	3.458	4.026	4.190
Investitori compensabili în limita plafonului	178.883	177.642	208.121	211.030	228.092
Investitori necompensabili	6.086.753	7.709.144	8.547.907	10.750.749	17.267.055

Sursa: Fondul de Compensare a Investitorilor, Raport anual 2020

Tabelul 41 Evoluția portofoliului mediu al unui investitor compensabil integral (EUR)

Indicator	2016	2017	2018	2019	2020
Societăți de Servicii de Investiții Financiare	2.224	2.989	3.068	3.496	3.426
Instituții de Credit	5.624	5.509	5.825	6.838	7.324
Societăți de Administrare a Investițiilor	15.164	14.972	14.046	15.042	7.235
Portofoliu mediu / investitor compensabil integral	2.679	3.383	3.458	4.026	4.190

Sursa: Fondul de Compensare a Investitorilor, Raport anual 2020

În anul 2020, Fondul a colectat contribuții anuale în valoare de 2.550.930 lei, reprezentând aproximativ 9,82% din totalul contribuțiilor anuale încasate în perioada 2005-2020. În anul 2020 nu au fost încasate contribuții inițiale.

Tabelul 42 Evoluția contribuțiilor inițiale ale membrilor Fondului în perioada 2005 - 2020 (lei)

Categorie membri	Contribuții inițiale 2005 - 2016	Contribuții inițiale 2017	Contribuții inițiale 2018	Contribuții inițiale 2019	Contribuții inițiale 2020	Total
Contribuții SSIF-uri	351.636	-	-	-	-	351.636
Contribuții instituții de credit	183.269	-	-	104.500	-	287.769
Contribuții SAI-uri	114.934	-	-	-	-	114.934
Total contribuții inițiale	649.839	-	-	104.500	-	754.339

Sursa: Fondul de Compensare a Investitorilor. Raport anual 2020

Tabelul 43 Evoluția contribuțiilor membrilor Fondului în perioada 2005 – iun. 2021 (lei)

Categorie membri	Contribuții anuale 2017	Contribuții anuale 2018	Contribuții anuale 2019	Contribuții anuale 2020	Total 2005-2020	Contribuții iun. 2021
Contribuții SSIF-uri	751.007	836.669	900.381	1.507.205	19.250.564	1.861.236
Contribuții instituții de credit	482.278	536.997	412.280	925.394	5.581.060	1.157.989
Contribuții SAI-uri	69.132	65.147	62.252	118.331	1.138.763	148.246
Total contribuții anuale	1.302.417	1.438.813	1.374.913	2.550.930	25.970.388	3.167.498

Sursa: Fondul de Compensare a Investitorilor. Raport anual 2020. Contribuții anuale 2021

Potrivit cadrului legal aplicabil, resursele financiare ale Fondului de Compensare a Investitorilor pot fi investite în:

- obligațiuni ale administrației publice centrale și locale;

- titluri de stat și alte active cu risc scăzut emise de statele membre, titluri emise de băncile centrale ale acestora și titluri emise de Trezoreria Statelor Unite ale Americii;
- depozite la termen la instituții de credit, persoane juridice române sau sucursale ale unor instituții de credit străine autorizate să funcționeze pe teritoriul României, care nu se află în procedură de supraveghere specială ori administrare specială;
- alte instrumente financiare cu grad scăzut de risc, cu aprobarea Consiliului ASF.

În anul 2020, peste 94% din resursele FCI au fost investite în titluri de stat.

Tabelul 44 Resursele medii investite și randamentul mediu anual pe tipuri de instrumente în anul 2020

Tipuri de plasamente	Resurse medii investite (lei)	Randament mediu (%)
Obligațiuni de stat de tip benchmark	18.631.732	3,37%
Depozite la termen negociate	1.085.862	1,89%
Total	19.717.594	3,29%

Sursa: Fondul de Compensare a Investitorilor. Raport anual 2020

Conform Raportului Anual 2020 al FCI, Fondul a continuat să investească cea mai mare parte a resurselor sale în instrumente financiare considerate a fi cele mai sigure de pe piață, și anume titluri de stat, micșorând partea de resurse plasată în depozite la instituțiile de credit. Randamentul mediu obținut din investirea resurselor pe parcursul anului 2020 a fost de 3,29%.

7.2. Fondul de Garantare a Asiguraților

Fondul de Garantare a Asiguraților (FGA) este constituit în baza *Legii nr. 213/2015*²³ și are ca scop protejarea creditorilor de asigurări în situația în care un asigurător intră în procedură de faliment, în limita unui plafon de garantare de 500.000 lei per creditor de asigurare²⁴.

În anul 2020, Fondul a gestionat cereri de plată depuse de către creditorii de asigurări ai următoarelor societăți de asigurare:

- Astra SA;
- Carpatica Asig SA;
- Forte Asigurări Reasigurări SA;
- LIG Insurance SA;
- Certasig SA.

În baza cererilor de plată, au fost deschise 510 dosare care nu au necesitat efectuarea unei constatări (regrese administrative, vătămări corporale, dosare BAAR, asigurări medicale, sentințe etc.). Totodată, în anul 2020, au fost înregistrate la FGA un număr de 1.401 de cereri de plată.

²³ privind Fondul de Garantare a Asiguraților

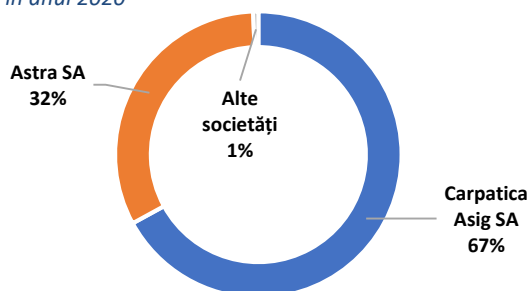
²⁴ Din data de 24 septembrie 2021, Legislația FGA a fost modificată prin Ordonanța de urgență 102/2021 pentru modificarea și completarea Legii nr. 213/2015 privind Fondul de garantare a asiguraților și pentru modificarea altor acte normative. Conform modificărilor legislative, din 24.09.2021, plățile de indemnizații/despăgubiri rezultate din contractele de asigurare facultative și obligatorii, în condițiile legii, în cazul falimentului unui asigurător, se fac cu respectarea plafonului de garantare prevăzut de lege, de 500.000 lei per contract de asigurare al asigurătorului în faliment.

Tabelul 45 Situația dosarelor de daună și a cererilor de plată depuse în 2020 la FGA

Societate	Dosare de daună deschise în 2020 fără constatări	Cereri de plată depuse de creditorii în 2020
Astra SA	193	609
Carpatica Asig SA	276	700
Forte SA	3	1
LIG SA	38	23
Certasig SA	0	68
Total	510	1.401

Sursa: Fondul de Garantare a Asiguraților, Raport anual 2020

Figura 106 Structura plăților de despăgubiri efectuate de către FGA în anul 2020



Pe parcursul anului 2020, Fondul de Garantare a Asiguraților a efectuat plăți de despăgubiri din disponibilitățile sale în valoare totală de 123.208.364 lei, din care 99,43% au fost aferente falimentelor Astra SA și Carpatica Asig SA.

Sursa: Fondul de Garantare a Asiguraților, Raport anual 2020

Resursele financiare ale Fondului de Garantare a Asiguraților sunt gestionate distinct în contabilitate și pot proveni din următoarele surse:

- contribuții de la asigurători calculate separat pe cele două categorii de asigurări, respectiv asigurări generale și asigurări de viață:
 - o 1% din prime brute încasate pentru asigurări generale;
 - o 0,4% din prime brute încasate pentru asigurări de viață.
- dobânzi și penalități de întârziere din plata cu întârziere a contribuțiilor de către asigurători;
- sume din fructificarea disponibilităților;
- sume din recuperarea creanțelor Fondului;
- sume din alte surse, stabilite potrivit legii;
- împrumuturile de la instituțiile de credit sau împrumuturi obligatate.

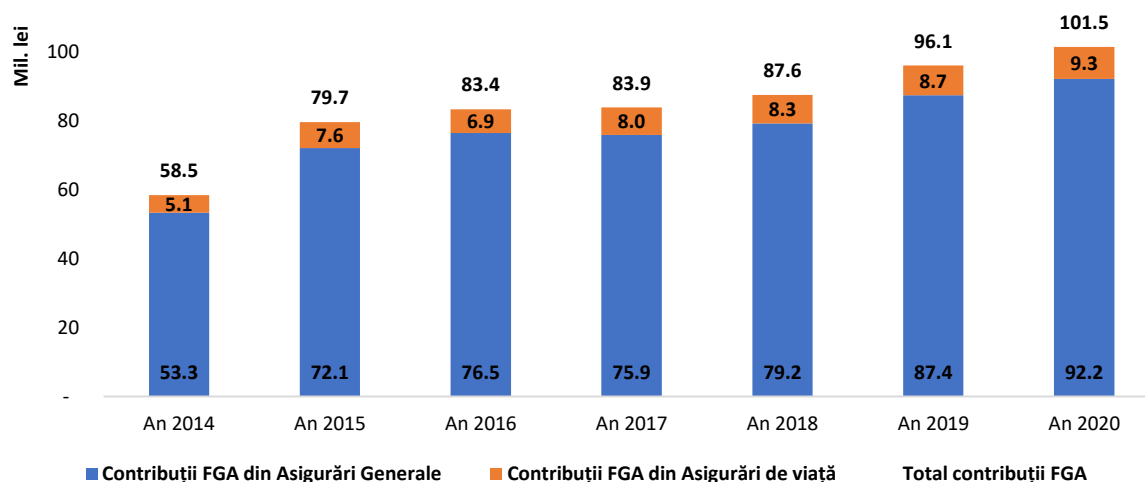
Veniturile specifice și cele financiare ale FGA în anul 2020, în sumă de 275.646.922 lei au fost realizate din mai multe surse prevăzute de legislația aplicabilă.

Tabelul 46 Structura veniturilor FGA în anul 2020

Categorie venit	Valoare	Pondere în total
Venituri specifice fondului, din care:	255.496.510	92,69%
contribuții datorate de asigurători	101.507.301	36,83%
venituri din creanțe aferente procedurii de faliment	153.678.474	55,75%
venituri din închirierea unui imobil	171.414	0,06%
venituri din prestarea activității de administrare temporară	57.824	0,02%
alte venituri	81.497	0,03%
Dobânzi aferente fructificării disponibilităților financiare	20.150.412	7,31%
Total	275.646.922	100,00%

Sursa: Fondul de Garantare a Asiguraților, Raport anual 2020

Figura 107 Evoluția contribuțiilor la FGA în perioada 2014 - 2020



Sursa: Fondul de Garantare a Asiguraților, Raport anual 2020

FGA poate desfășura și activitatea de administrator special, în procedură de redresare financiară a asiguraților, ori de lichidator, în procedura de lichidare voluntară a asiguraților, în condițiile prevăzute de *Legea nr. 503/2004 privind redresarea financiară, falimentul, dizolvarea și lichidarea voluntară în activitatea de asigurări, republicată, cu modificările ulterioare.*

Fondul de Garantare a Asiguraților administrează de asemenea o structură distinctă, specializată, respectiv Fondul de Rezoluție pentru Asigurați. Disponibilitățile acestuia sunt alcătuite din contribuțiile datorate de asigurați începând cu luna februarie 2016 și încasate de FGA și au atins plafonul stabilit de art.1 alin. (2) din *Norma ASF nr. 3/2016*²⁵. Prin urmare, începând cu luna iulie 2017 s-a sistat calculul și plata contribuției la Fondul de Rezoluție de către societățile de asigurări, ultima lună de raportare fiind iunie 2017²⁶.

Resursele financiare ale Fondului de Garantare a Asiguraților și ale Fondului de Rezoluție pentru Asigurați la sfârșitul anului 2020 au fost investite în depozite bancare și titluri de stat.

Tabelul 47 Structura plasamentelor resurselor financiare ale Fondului de Garantare a Asiguraților la sfârșitul anului 2020

Plasamente resurse financiare	Valoare	Pondere
Titluri de stat	472.385.690	78,86 %
Depozite bancare	126.618.199	21,14%
Total	599.003.889	100,00%

Sursa: Fondul de Garantare a Asiguraților, Raport anual 2020

Tabelul 48 Structura plasamentelor resurselor financiare ale Fondului de Rezoluție pentru Asigurați la sfârșitul anului 2020

Plasamente resurse financiare	Valoare	Pondere
Titluri de stat	49.782.596	92,27%
Depozite bancare	4.172.057	7,73%
Total	53.954.653	100,00%

Sursa: Fondul de Garantare a Asiguraților, Raport anual 2020

²⁵ privind cotele de contribuție datorate de asigurați Fondului de Rezoluție pentru Asigurați administrat de Fondul de Garantare a Asiguraților

²⁶ Sursa: Fondul de Garantare a Asiguraților, Raport anual 2020

Fondul de Garantare a Asigurațiilor a demonstrat o abordare prudentă în administrarea resurselor colectate potrivit prevederilor legale aplicabile, precum și dezvoltarea unei capacități operaționale adecvate pentru administrarea solicitărilor de plată în urma falimentelor trecute care au avut loc pe piața asigurărilor.

În anul 2020, au fost constatate deficiențe în cazul societății de asigurare City Insurance SA, în condițiile în care ASF a luat la cunoștință că cea mai mare parte a disponibilităților bănești ale asigurătorului erau raportate de societate într-un cont bancar ce nu există, la o societate bancară cu care asigurătorul nu avea relații contractuale. Astfel, indicatorii de solvabilitate și lichiditate ai societății City Insurance SA au fost grav denaturați începând din anul 2017. Totodată, au fost dispuse, în acest sens, o serie de sancțiuni și măsuri în vederea corectării deficiențelor identificate, inclusiv desemnarea în calitate de administrator temporar a Fondului de Garantare a Asigurațiilor pentru înlocuirea organului de conducere a societății.

Dat fiind faptul că nu a fost făcută dovada documentată a modului în care City Insurance SA va deține permanent fonduri proprii eligibile pentru a acoperi cerința de capital de solvabilitate (SCR) și cerința de capital minim (MCR), precum și lipsa fondurilor proprii de bază eligibile să acopere pragul absolut 4 al MCR, valoarea SCR calculată și valoarea MCR calculată, în conformitate cu prevederile art. 21 alin. (1) lit. d) și lit. e), art. 67 alin. (1) lit. a), art. 72 alin. (1) și art. 95 alin. (1) din Legea nr. 237/2015, cu modificările și completările ulterioare, dată fiind și inexistența vărsământului la capitalul social, în urma analizării modului de îndeplinire a măsurilor dispuse prin Decizia ASF nr. 714/2021, respectiv Decizia ASF nr. 724/2021, a rezultat că Planul de finanțare pe termen scurt și Planul de redresare sunt în mod evident neadecvate și nu asigură restabilirea situației financiare a societății și, pe de o parte, solvabilitatea societății este în continuă deteriorare iar, pe de altă parte, societatea se află în incapacitate vădită de plată.

În consecință, pentru protejarea asiguraților, Consiliul ASF a decis retragerea autorizației de funcționare a societății City Insurance SA, în conformitate cu prevederile art. 110 din Legea nr. 237/2015, constatarea stării de insolvență a Societății Asigurare-Reasigurare City Insurance SA, astfel cum este definită de art. 5 alin. (1) pct. 31 lit. a) și lit. b) din Legea nr. 85/2014 privind procedurile de prevenire a insolvenței și de insolvență, cu modificările și completările ulterioare și promovarea de către ASF a cererii privind deschiderea procedurii falimentului împotriva societății, conform dispozițiilor art. 249 din legea referită.

Începând cu 20 septembrie 2021, FGA poate proceda, la cererea posibililor creditori de asigurări ai Societății de Asigurare Reasigurare City Insurance SA la deschiderea dosarelor de daună. De asemenea, de la data publicării deciziei ASF în Monitorul Oficial al României, creditorii de asigurări ai societății de asigurare pot depune cereri de plată sau cereri de restituire.

7.3. Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private

Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private (FGDSPP) a fost creat prin *Legea nr. 187/2011*²⁷ în scopul compensării eventualelor pierderi ale participanților și/sau beneficiarilor la fondurile de pensii private, atât în perioada de acumulare a contribuțiilor, cât și după deschiderea

²⁷ Privind Fondul de garantare a drepturilor din sistemul de pensii private

dreptului la pensie, provenite din incapacitatea administratorilor sau a furnizorilor de pensii de a onora obligațiile asumate și de a asigura plata drepturilor participanților ori ale beneficiarilor la fondurile de pensii private, în cazul imposibilității asigurării lor de către administratori sau furnizorii de pensii private.

Fondul este destinat în principal acoperirii unor riscuri imprevizibile, care nu sunt acoperite de provizionul tehnic constituit de administratori corespunzător angajamentelor financiare asumate și care acoperă riscuri biometrice: deces, invaliditate, longevitate, etc.

În schema de garantare instituită prin FGDSPP sunt incluse:

- toate fondurile de pensii din Pilonul II autorizate de către ASF care oferă garanția impusă de *Legea nr. 411/2004*²⁸, respectiv valoarea contribuțiilor plătite diminuate cu eventuale penalități de transfer și comisioane legale;
- fondurile de pensii facultative din Pilonul III care oferă o garanție asumată prin prospectul schemei de pensii facultative în baza *Legii nr. 204/2006*²⁹.

Suma rezervelor tehnice aferente fiecărui fond de pensii administrat privat, respectiv fiecărui fond de pensii facultative, reprezintă necesarul Fondului de Garantare iar evidența acestora este ținută distinct pentru fiecare fond de pensii private. Rezervele tehnice sunt rezervele suplimentare provizioanelor tehnice aferente fiecărui fond de pensii private și sunt constituite la FGDSPP din contribuții anuale ale administratorilor.

Primul calcul actuarial a fost efectuat în 2013, iar până în anul 2017 au avut loc derogări de la realizarea acestuia. Începând cu anul 2018, calculul actuarial al necesarului fondului de garantare este efectuat de către o societate specializată, astfel încât la 31.12.2020, fondul de garantare, cumulat cu fructificările obținute din investire era în valoare de 54.811.902 lei.

Pe parcursul anului 2020, resursele financiare ale fondului de garantare s-au constituit din:

- sume plătite cu titlu de contribuții anuale la Fondul de garantare, distinct pentru fondurile de pensii facultative, respectiv fondurile de pensii administrate privat, calculate prin metode actuariale;
- sume plătite Fondului de garantare pentru acoperirea cheltuielilor legate de administrare și funcționare;
- sume rezultate din fructificarea disponibilităților plasate.

Tabelul 49 Evoluția încasărilor fondurilor destinate garantării

Indicatori	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20
Contribuții anuale, din care:							
Pilon II	1.192.332	1.639.457	2.086.582	2.847.181	23.160.755	27.297.915	49.922.205
Pilon III	26.761	36.797	46.437	64.541	867.265	1.029.011	2.128.067

²⁸ Privind fondurile de pensii administrate privat

²⁹ Privind fondurile de pensii facultative

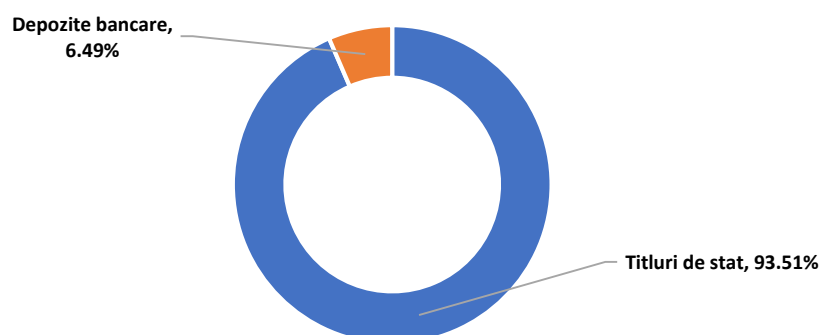
Venituri din fructificarea plasamentelor, din care:	21.945	66.537	152.308	226.039	473.706	1.370.200	2.761.630
Pilon II	21.276	65.592	151.135	223.695	470.110	1.312.614	2.634.462
Pilon III	669	945	1.173	2.344	3.596	57.586	127.168
Total	1.241.038	1.745.791	2.285.326	3.137.760	24.501.726	29.697.126	54.811.902

Sursa: Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private, Raport de activitate 2020

De la lansare și până în prezent, Fondul de garantare a primit în administrare, în vederea protejării drepturilor participanților la sistemul de pensii private, contribuții totale în valoare de 52.050.271 lei și a obținut prin activitatea investițională câștiguri nete în valoare de 2.761.630 lei, generând un randament total la finalul anului 2020 de 5,31%.

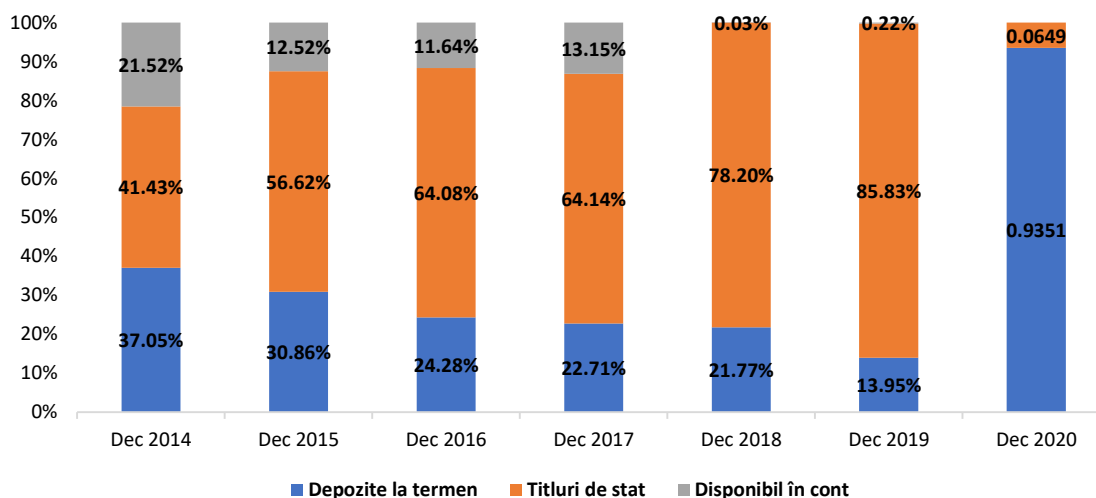
Resursele financiare destinate garantării drepturilor din sistemul de pensii private (contribuții anuale) au fost plasate pe parcursul anului 2020 în instrumentele financiare admise de lege: titluri de stat emise în lei și depozite bancare constituite la instituții de credit autorizate să funcționeze pe teritoriul României, care nu se află în procedură de supraveghere specială ori administrare specială, în condiții optime de diversificare, astfel încât să se evite dependența excesivă de un anumit instrument sau emitent care nu a depășit 45% din activele destinate garantării drepturilor din sistemul de pensii private, cu excepția titlurilor emise de statul român.

Figura 108 Structura portofoliului FGDSPP la sfârșitul anului 2020



Sursa: Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private, Raport de activitate 2020

Figura 109 Evoluția alocării resurselor fondului de garantare în perioada 2014 - 2020



Sursa: Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private, Raport de activitate 2020

8. Politici și supraveghere macroprudențială

Comitetul Național de Supraveghere Macroprudențială a emis două recomandări noi aplicabile Autorității de Supraveghere Financiară:

Recomandarea CNSM nr. R/5/2021 privind modul de implementare a Recomandării ESRB/2020/12 referitoare la identificarea entităților juridice – prin care se recomandă Băncii Naționale a României și Autorității de Supraveghere Financiară, în măsura permisă de lege și sub rezerva principiului proporționalității:

1. să solicite sau, după caz, să continue să solicite tuturor entităților juridice implicate în tranzacții financiare aflate în sfera lor de competență de supraveghere să dețină un cod standardizat de identificare a entității juridice - LEI (*Legal Entity Identifier*³⁰);
2. la redactarea, impunerea sau modificarea obligațiilor de raportare financiară, să includă sau, după caz, să continue să includă o obligație de a identifica prin intermediul unui LEI:
 - entitatea juridică care face obiectul obligației de raportare; și
 - orice altă entitate juridică cu privire la care trebuie raportate informații și care deține un LEI.
3. să identifice sau, după caz, să continue să identifice, prin intermediul LEI, orice entitate juridică despre care fac publice informații și care deține un LEI.

Autoritatea de Supraveghere Financiară a sprijinit încă de la apariția acestor coduri standardizate utilizarea lor pe scară largă de către entitățile supravegheate. Pe **piața de capital**, toate pachetele legislative europene ce impun obligații de raportare (MAR, MiFID II, MiFIR, EMIR, SFTR, MMFR, AIFMD, UCITS etc) entităților solicită din partea acestora, în mod obligatoriu, utilizarea codului LEI ca și identificator. Pe piața asigurărilor, toate **societățile de asigurare** dețin cod LEI. În **sistemul de pensii private**, atât administratorii cât și fondurile de pensii private sunt înregistrați cu coduri LEI.

Entitatea din România care emite coduri LEI este Depozitarul Central.

Recomandarea CNSM nr. R/6/2021 privind sprijinirea finanțării verzi care se adresează Guvernului, Băncii Naționale a României și Autorității de Supraveghere Financiară și care cuprinde mai multe pachete de măsuri propuse, vizează trei domenii:

- a.) creșterea în mod sustenabil a accesului la finanțare pentru proiectele legate de agenda schimbărilor climatice;
- b.) sprijinirea schimbării structurale a economiei înspre una cu valoare adăugată superioară;
- c.) îmbunătățirea transparenței, raportărilor și a disponibilității informațiilor legate de schimbările climatice, precum și pentru creșterea gradului de conștientizare cu privire la impactul schimbărilor climatice în societate și în cadrul sistemului financiar.

Astfel, CNSM s-a adresat ASF și BNR să comunice către entitățile din aria lor de competență unele recomandări privind abordarea prudentă a riscului climatic, care să acopere cel puțin următoarele domenii: guvernarea, strategie, managementul riscului, analiză de scenarii și testare la stres și

³⁰ LEI reprezintă identificatorul entității juridice (Legal Entity Identifier) și constă într-un cod de referință format din 20 de caractere pentru identificarea unică a entităților distincte din punct de vedere juridic care se angajează în tranzacții financiare plus datele de referință asociate și care se bazează pe standardul ISO 17442 elaborat de Organizația Internațională de Standardizare.

transparență (termen de implementare 31 decembrie 2021). De asemenea, ASF și BNR au recomandat de a analiza oportunitatea flexibilizării cerințelor prudențiale privind finanțările verzi, în linie cu preocupări similare la nivel european, din perspectiva stimulării acestui tip de creditare, fără afectarea stabilității financiare (termen de implementare: 30 iunie 2022).

Ca urmare a complexității domeniului de activitate privind finanțarea durabilă, care implică schimbări legislative și modificarea modelelor de afaceri la nivelul tuturor categoriilor de entități reglementate pentru integrarea riscurilor de mediu, sociale și de guvernanță, Autoritatea de Supraveghere Financiară a creat o structură modulară distinctă, organizată sub forma unui grup de lucru permanent privind tranziția verde. De asemenea, ASF a publicat un set de recomandări³¹, al căror obiectiv este de a veni în sprijinul entităților supravegheate prin furnizarea unui prim set de informații ce privesc finanțarea durabilă, în special cu privire la importanța în creștere a riscurilor de sustenabilitate, într-un context global, european și local care depune toate eforturile pentru a sprijini finanțarea activităților sustenabile din punct de vedere al mediului, cu scopul de a transforma economiile reale într-unele durabile pe termen lung. Având în vedere familiaritatea unor sintagme uzuale în spațiul public național și internațional, termenii „durabil” și „sustenabil” au fost utilizați ca sinonime.

Autoritatea de Supraveghere Financiară intenționează ca aceste recomandări să reprezinte principii de bune practici care să fie aplicate de către entitățile supravegheate, în domeniul riscurilor de sustenabilitate, pentru a implementa cerințele legale privind organizarea activității și stabilirea unui sistem adecvat de management al riscurilor. Recomandările se adresează entităților supravegheate de către ASF care sunt cuprinse și în articolul 2 din Regulamentul (UE) 2019/2088 privind informațiile privind durabilitatea în sectorul serviciilor financiare: societăți de asigurare, intermediari în asigurări, administratori de fonduri de pensii, administratori de fonduri de investiții, firme de investiții, emitenți, consultanți financiari.

Recomandarea nr. 1 - Abordarea riscurilor de sustenabilitate ca factori cu potențial de accentuare a celorlalte tipuri de riscuri

Autoritatea de Supraveghere Financiară consideră riscurile de sustenabilitate ca fiind factori ai riscurilor existente deja și luate în calcul în cadrul proceselor interne de management al riscurilor. Această abordare vine în întâmpinarea nenumăratelor dificultăți care ar apărea în cazul unor încercări de segregare a riscurilor de sustenabilitate. În cele din urmă, acestea pot avea un impact semnificativ asupra tuturor celorlalte tipuri de riscuri existente, fiind un factor care ar putea contribui la materializarea acestora. În cele ce urmează dorim să oferim câteva exemple ipotetice în care riscurile de sustenabilitate pot agrava alte riscuri existente:

Riscul de credit sau de contraparte – un partener comercial al cărui model de afaceri este puternic afectat de neimplementarea adecvată a politicilor din zona ESG.

Riscul de piață – fluctuația valorii de piață a unor emitenți care nu demonstrează un management sustenabil sau care nu ia în considerare tranziția către o economie durabilă, reflectată în calculul valorii activelor unui fond de pensii private, a unui contract de investiții, a unui contract de asigurare cu resurse plasate în astfel de companii etc. O schimbare abruptă în percepția investitorilor (care poate fi determinată și de inițiative legislative) ar putea determina o scădere a valorii activelor respective. În plus, sustenabilitatea este sprijinită în primul rând prin accesul la finanțare. Este foarte probabil

³¹ <https://www.asfromania.ro/ro/a/2243/finan%C8%9Be-sustenabile-%C8%99i-tranzi%C8%99ia-verde>

ca pe termen mediu sau lung astfel de entități să nu mai poată să obțină finanțări la costuri rezonabile, acest lucru ducând la deteriorarea modelului de afaceri și a profitabilității și putând determina chiar ieșirea din piața respectivă pentru companiile care nu își adaptează politicile.

Riscul de lichiditate – ipotetic, după materializarea unor fenomene meteo severe, care pot afecta bunurile oamenilor (de ex. inundații, cutremure, secetă severă, furtuni etc.) persoanele afectate, pe lângă apelarea la contractele de asigurare încheiate, își pot lichida deținerile în active financiare, acest lucru putând să determine vânzări de active în lanț și punând presiune asupra lichidității atât a unor investitori instituționali (de tipul fondurilor de investiții, societăților de asigurare), cât și a pieței financiare.

Riscul operațional – fenomene meteo extreme pot afecta din punct de vedere operațional desfășurarea în condiții normale a activității entităților supravegheate.

Riscuri specifice de asigurare – există posibilitatea concentrării unor riscuri de asigurare care să se materializeze simultan, în urma unor incidente climatice, concomitent cu solicitări de despăgubiri pentru întreruperea activității. Aceste riscuri ar trebui reflectate în mod adecvat în rezervele tehnice sau primele de risc, unele societăți de asigurare putând fi afectate de riscurile de sustenabilitate atât pe partea de active, cât și pe cea de pasive.

Riscuri strategice – se pot referi la portofolii de investiții cu expuneri mari pe sectoare economice sau emitenți care nu sunt sustenabili (au activități poluante etc.).

Riscuri reputaționale – asociate cu investiții în emitenți care sunt influențați de ESG și care pot ajunge în atenția publică în mod negativ, ca urmare a unor incidente declanșate din cauza politicilor interne necorespunzătoare din punct de vedere al sustenabilității.

Recomandarea nr. 2 - Revizuirea strategiei cu referire la planurile de afaceri și programele de activități pe termen scurt mediu și lung cu includerea riscurilor de sustenabilitate

Pentru a gestiona riscurile de sustenabilitate (și eventual, acolo unde sunt aplicabile, oportunitățile care apar), entitățile supravegheate ar trebui fie să își dezvolte strategii de sustenabilitate, fie să le adapteze pe cele existente, pentru a lua în considerare tendințele actuale de tranziție către economii durabile din punct de vedere al mediului. În cazul în care entitățile apelează la anumite standarde externe sau aleg să urmeze anumite recomandări, acestea ar trebui să fie reflectate în strategiile proprii și în principiile de organizare internă.

În acest scop, procesele de revizuire a strategiei cu referire la planurile de afaceri și la programele de activități ar trebui să ia în considerare mai multe aspecte relevante, cum ar fi:

- Care sunt domeniile expuse riscului fizic? Este riscul material? Ar trebui ca activitatea expusă acestui risc să continue, să fie diminuată sau adaptată? Este necesar ca riscurile de sustenabilitate să fie analizate în toate zonele de activitate și în toate procesele, din punct de vedere al materialității sau este suficientă concentrarea pe zonele expuse identificate? Sunt necesare analize de impact pe o perioadă medie sau lungă în fundamentarea deciziilor? Exemple ar fi: investiții imobiliare în zone afectate de inundații, investiții în zone afectate de secetă, introducerea sau excluderea unor riscuri din contractele de asigurare etc.
- Care sunt zonele de activitate expuse riscului de tranziție? Este riscul material? Ar trebui ca activitatea expusă acestui risc să continue, să fie diminuată sau adaptată? Există parteneri

comerciali care pot fi afectați de aceste riscuri și acestea se pot răsfrânge și asupra entității?
Se pot identifica metode pentru a diminua aceste riscuri?

- Sunt necesare revizuirile ale modelului de afaceri care să ia în calcul riscurile fizice și de tranziție în contextul creșterii conștientizării și al apetitului investitorilor pentru sustenabilitate? Sunt necesare anumite ținte sau obiective de stabilit în acest sens? Este necesară o paletă mai largă de investiții sustenabile în portofolii care să poată fi prezentată clienților?
- Este necesar personal specializat pentru a îndeplini cerințele legale sau strategia revizuită?

Recomandarea nr. 3 - Revizuirea politicilor privind riscurile pentru includerea riscurilor de sustenabilitate

Politica privind riscurile ar trebui revizuită pentru a include riscurile de sustenabilitate. În acest scop, procesul de revizuire ar trebui să ia în considerare mai multe aspecte relevante, cum ar fi:

- Ar putea exista un impact asupra indicatorilor de solvabilitate, lichiditate sau cerințelor obligatorii în eventualitatea în care s-ar materializa riscurile de sustenabilitate (sub forma tipurilor de riscuri care au fost deja identificate ca fiind materiale)?
- Ce analize de risc sunt adecvate și ce implicații au rezultatele acestora? În funcție de complexitatea activității, sunt preferate abordări cantitative de tipul analizelor de scenarii și testelor de stres.
- Care sunt tipurile de riscuri afectate de riscurile de sustenabilitate la nivelul entității? Au fost acestea incluse în stabilirea apetitului față de risc și a limitelor aferente? Sunt anumite concentrări relevante din punct de vedere al riscurilor de sustenabilitate pe zone geografice, emitenți sau sectoare de activitate?
- Există concentrări semnificative? De exemplu: un portofoliu expus pe aceeași regiune supusă riscului (portofoliu de asigurări, de investiții etc)
- Cum ar trebui gestionat riscul de tranziție în timp? Ar trebui adresate de la început? Se pot adapta pe parcurs? Există modalități de protecție împotriva riscurilor?
- Se pot face îmbunătățiri ale procesului de identificare, evaluare, diminuare, administrare și raportare a riscurilor de sustenabilitate?

În unele segmente ale pieței financiare, astfel de cerințe au fost deja introduse la nivelul legislației europene, a se vedea Regulamentul delegat (UE) 2021/1255 AL COMISIEI din 21 aprilie 2021 de modificare a Regulamentului delegat (UE) nr. 231/2013 în ceea ce privește riscurile legate de durabilitate și factorii de durabilitate de care trebuie să țină seama administratorii fondurilor de investiții alternative și Directiva delegată (UE) 2021/1270 A COMISIEI din 21 aprilie 2021 de modificare a Directivei 2010/43/UE în ceea ce privește riscurile legate de durabilitate și factorii de durabilitate de care trebuie să țină seama organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM).

Riscurile de sustenabilitate ar trebui luate în considerare în mod expres în cadrul funcției de actuarial a societăților de asigurare (și pe viitor a furnizorilor de plată a pensiei private), având un rol în

stabilirea nivelului adecvat de rezerve tehnice și a costurilor de subscriere. Funcția actuarială ar trebui să aibă o înțelegere bună a acestor riscuri, inclusiv a elementelor de noutate care pot apărea.

Ținând cont de principiul proporționalității, modelele interne de management al riscurilor, inclusiv analizele de scenarii și testele de stres utilizate în cadrul entităților supravegheate ar trebui să includă și factori de sustenabilitate. De asemenea, pot fi luate în considerare diverse scenarii de tranziție către o economie verde, având în vedere obiectivele europene în acest sens.

Entitățile supravegheate pot utiliza ratinguri ESG pentru a evalua sustenabilitatea portofoliilor lor de investiții și, acolo unde este posibil, pentru a evalua mai bine riscurile de sustenabilitate. Aceste ratinguri există deja pe piețele financiare și sunt oferite de diverse companii.

Sistemul de management al riscurilor ar trebui să conțină clar și acțiunile necesare pentru gestionarea riscurilor identificate, precum și intervalele de timp la care sunt necesare revizuirii.

Societățile de asigurare ar trebui să ia în considerare în cadrul *Own Risk and Solvency Assessment* (ORSA) și riscurile de sustenabilitate identificate ca fiind materiale.

Recomandarea nr. 4 – Implementarea unei politici de guvernanză climatică

În acest sens, este recomandat conducerii superioare să:

- dezvolte o înțelegere adecvată a tuturor riscurilor de sustenabilitate care pot fi materiale pentru entitatea respectivă, inclusiv riscurile fizice și de tranziție, caracteristicile lor și potențialul impact asupra activității, în funcție de natura, dimensiunea și complexitatea activității sale, precum și de natura și gama serviciilor și activităților desfășurate;
- aloce responsabilitatea gestionării acestor riscuri de sustenabilitate în cadrul entității și să urmărească modalitatea în care sunt diminuate;
- stabilească sisteme de remunerare care să ia în considerare și managementul riscurilor de sustenabilitate, prin care să evalueze expunerea la riscul de piață, la riscul de lichiditate, la riscurile legate de durabilitate, la riscul operațional etc. Exemple ar fi: introducerea unei componente variabile legate de factorii ESG, respectiv a unui acord clawback;
- stabilească sau să includă în politicile de gestionare a conflictelor de interese care pot apărea ca urmare a integrării riscurilor legate de durabilitate în procesele și sistemele lor, precum și în controalele lor interne, inclusiv pe cele generate de remunerațiile sau tranzacțiile personale ale personalului relevant;
- coopteze în organele de conducere executivă și de supraveghere a unor membrii cu expertiză în administrarea riscurilor de sustenabilitate;
- entitățile pot adera la bune practici sau principii internaționale³² privind guvernanză climatică, un exemplu în acest sens fiind Inițiativa de Guvernanză Climatică care se desfășoară în cadrul Forumului Economic Mondial.

Recomandarea nr. 5 – Includerea riscurilor de sustenabilitate în procesele și politicile interne ale entității, în funcție de natura, dimensiunea și complexitatea activității, precum și de natura și gama serviciilor și activităților desfășurate de organizație

³² https://www3.weforum.org/docs/WEF_Creating_effective_climate_governance_on_corporate_boards.pdf

Ar trebui să existe o revizuire a politicilor și proceselor referitoare la calitatea și fiabilitatea datelor utilizate și pentru a determina modalitatea în care riscurile de sustenabilitate sunt integrate în procesele existente pentru: activitatea de analiză, decizii de investiții, administrarea portofoliului, subscriere, managementul și controlul riscurilor, funcția de conformitate, funcția de audit intern etc.

O importanță deosebită ar trebui acordată includerii riscurilor de sustenabilitate în planurile de continuare a activității.

Recomandarea nr. 6 – Asigurarea transparenței și comunicarea publică privind abordarea factorilor de sustenabilitate

Îmbunătățirea transparenței privind factorii de sustenabilitate este promovată la nivel european prin pachetele legislative aplicabile în domeniul durabilității. Ținând cont de principiul proporționalității, entitățile supravegheate ar trebui să dezvolte o bună comunicare publică privind modalitatea în care abordează riscurile de sustenabilitate în activitatea pe care o desfășoară.

9. Analize tematice

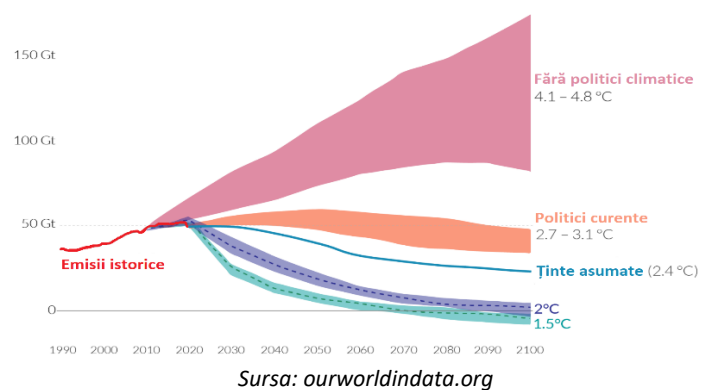
9.1. Schimbări climatice și finanțarea verde

Urgența măsurilor privind reducerea emisiilor de CO2

Schimbările climatice ca urmare a activităților economice reprezintă cea mai mare provocare cu care s-a confruntat omenirea în istorie. Pentru atenuarea schimbărilor climatice, este nevoie de un model economic nou, complet diferit de cel existent. Începând cu Revoluția Industrială, omenirea funcționează pe un model economic bazat pe emisii de gaze cu efect de seră. Aceste gaze sunt eliberate în atmosferă și rețin o parte din energia pe care planeta o emite înapoi în spațiu, ducând la încălzirea planetei. Efectele unei încălziri globale de unul sau două grade Celsius sunt mai severe decât ar putea părea la o primă vedere: o încălzire medie de 1,5 grade Celsius nu înseamnă că fiecare zi din an, din fiecare loc geografic, se va încălzi cu 1,5 grade Celsius, ci înseamnă o creștere semnificativă a valorilor extreme, atât minime, cât și maxime.

Cea mai importantă problemă legată de emisiile de carbon este persistența acestora: odată emise, ele rămân pentru o perioadă lungă de timp în atmosferă. Astfel, impactul asupra climei nu este determinat de cantitatea anuală de emisii, ci de cantitatea totală emisă de la începutul Revoluției Industriale și până în prezent. Ca urmare, cu cât vom amâna mai mult reducerea emisiilor anuale de gaze cu efect de seră, cu atât stocul de gaze emise deja va fi mai mare și ritmul de reducere va trebui să fie mai rapid.

Figura 110 Emisiile anuale de gaze cu efect de seră și posibilele traiectorii la nivel global



Contextul European și național

Un instrument important pentru analiza dinamicii emisiilor totale/locuitor îl reprezintă identitatea Kaya:

$$\frac{F}{P} = \frac{PIB}{P} * \frac{E}{PIB} * \frac{F}{E}$$

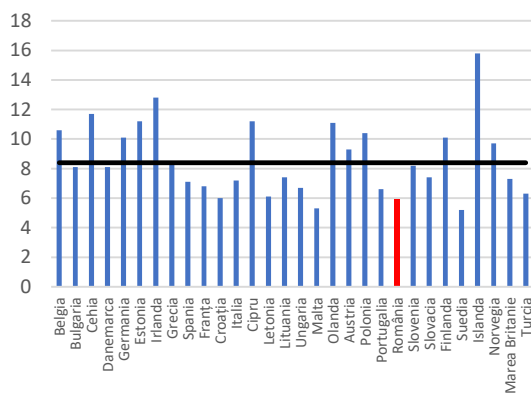
unde:

- F = emisii totale*
- P = populație
- E = consumul total de energie al economiei
- $\frac{F}{P}$ = emisii/locuitor
- $\frac{PIB}{P}$ = PIB/locuitor
- $\frac{E}{PIB}$ = intensitatea energetică a PIB
- $\frac{F}{E}$ = amprenta de carbon a energiei*

Această identitate arată că pentru a reduce emisiile de gaze cu efect de seră fără a afecta creșterea economică, trebuie îmbunătățită *intensitatea energetică a PIB* (cantitatea de valoare adăugată per unitate de energie consumată) și *amprenta de carbon a energiei*. Acești doi indicatori presupun atât investiții în tehnologie, cât și o transformare a economiei către activități cu o valoare adăugată mai mare.

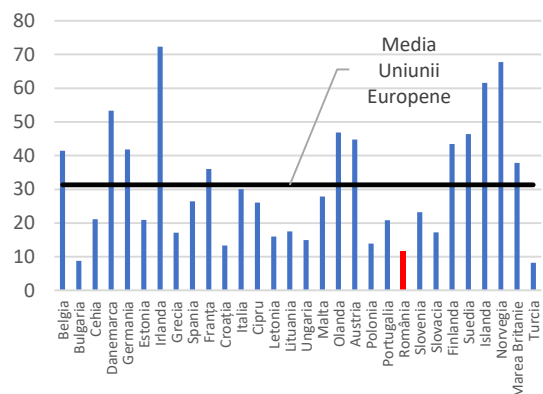
România are una din cele mai mici emisii/locuitor dintre țările UE, însă motivul principal este legat de valoarea scăzută a PIB/locuitor:

Figura 111 Emisiile anuale de gaze cu efect de seră/locuitor



Sursa: Eurostat

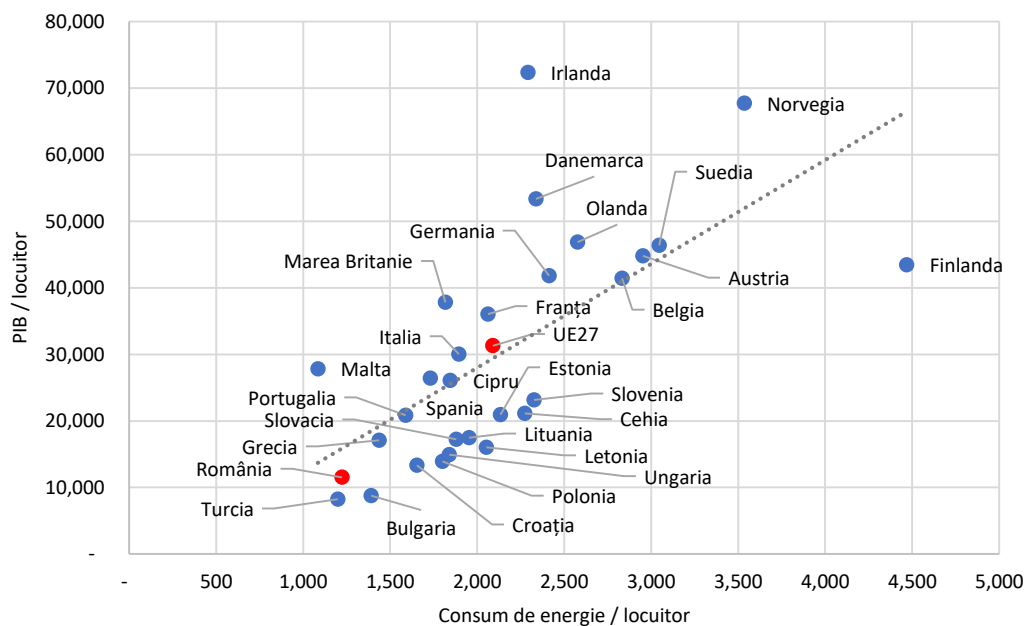
Figura 112 PIB/locuitor (mii Euro)



Sursa: Eurostat

Există o corelație puternică între consumul de energie și PIB. Astfel, odată cu creșterea PIB/locuitor, este de așteptat ca și consumul de energie să crească în România.

Figura 113 Relația dintre consumul de energie/locuitor și PIB/locuitor



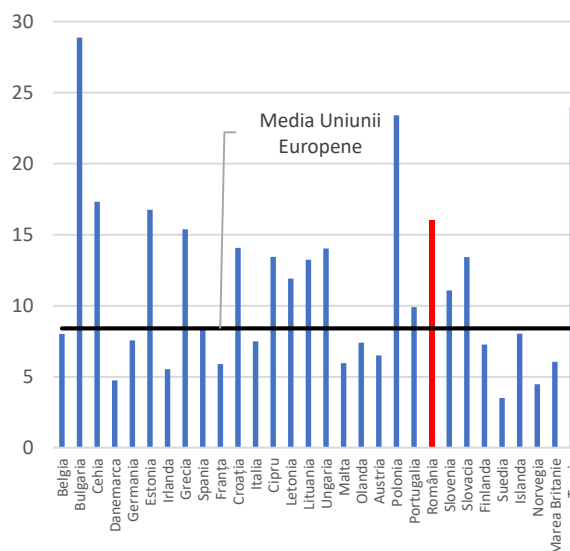
Sursa: Eurostat

Ajustarea emisiilor/locuitor prin aducerea PIB/locuitor al tuturor țărilor UE la media UE ar duce România pe locul 4 din acest punct de vedere, după Bulgaria, Polonia, Cehia și Estonia.

Acest indicator ajustat sugerează că România ar putea avea dificultăți în a scădea sau chiar a menține constant nivelul de emisii de gaze de seră, în contextul unei recuperări a decalajului economic față de media țărilor UE.

Cu toate acestea, deși este probabil ca emisiile României să crească în termeni absoluți odată cu creșterea PIB, există oportunități de investiții pentru creșterea eficienței, atât în ceea ce privește consumul de energie/unitate PIB, cât și în ceea ce privește emisiile/unitate de energie consumată.

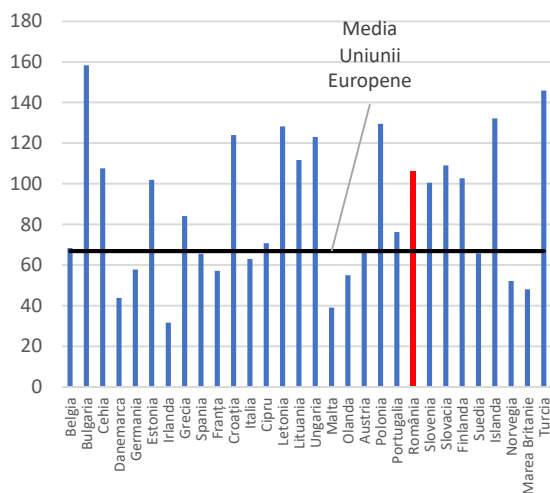
Figura 114 Emisii ajustate cu PIB/locuitor



Sursa: Eurostat

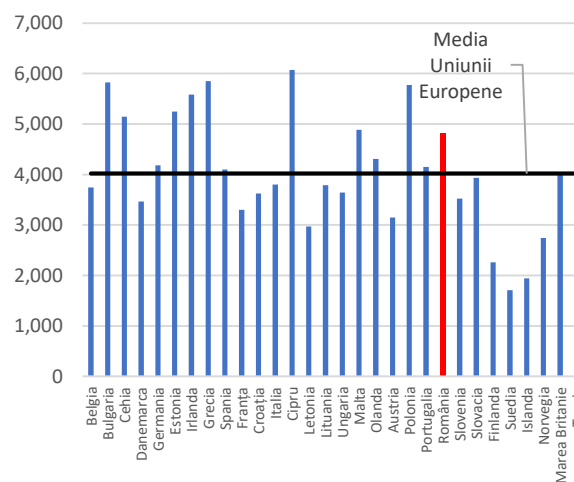
România se află printre țările europene cu cel mai mare consum energetic raportat la PIB, acest indicator fiind influențat și de ponderea mai mică a serviciilor în structura PIB.

Figura 115 Consum energetic raportat la PIB



Sursa: Eurostat

Figura 116 Emisii raportate la consumul energetic



Sursa: Eurostat

Deși România este una din țările cu o pondere mare a energiei regenerabile în mixul energetic, emisiile sunt relativ mari raportate la consumul energetic deoarece acest indicator nu măsoară doar emisiile rezultate în urma producției de energie, ci toate emisiile.

Rezultatele arată că în România există un potențial ridicat de investiții pentru eficientizarea utilizării energiei, în vederea atingerii nivelurilor europene. Din perspectiva piețelor financiare, aceasta se

traduce prin numeroase oportunități de finanțare a unor proiecte sustenabile, piețele financiare bancare și nebankare urmând să capete un rol din ce în ce mai ridicat.

Investiții verzi necesare

Tranziția către o economie verde va necesita, pe lângă inovații tehnologice, și investiții masive. **Conform estimărilor ONU, sunt necesare la nivel global investiții anuale de 830 miliarde USD până în 2050.**

Uniunea Europeană și-a asumat un rol de pionierat în acest domeniu. De exemplu, UE dorește alocarea a 37% din fondurile "Next Generation EU" (750 miliarde EUR) către obiectivele Pactului Verde European. Conform intențiilor UE, **30% din această sumă ar urma să fie finanțată prin obligațiuni suverane verzi (83 miliarde EUR).**

La nivelul României, schimbările climatice reprezintă o provocare importantă pentru economie, **40% din valoarea adăugată fiind produsă, în prezent, de companii din industrii clasificate drept "carbon intensive"**. Pe de altă parte, România are și unele atuuri pentru a deveni un lider regional în finanțarea verde, având **o experiență mai bogată în proiecte din domeniul energiei regenerabile**. Ca urmare a acestora, România a înregistrat cea mai mare reducere a gazelor cu efect de seră din regiune. Conform calculului grupului de lucru CNSM privind finanțarea verde³³, **aproape 60 miliarde EUR ar putea fi investite în proiecte verzi derulate de mediul privat și de autoritățile publice până în 2030 în România**. Impactul asupra PIB-ului României ar putea fi semnificativ: de exemplu, atragerea cu succes a fondurilor "Next Generation EU" ar putea **contribui la creșterea economică din perioada 2021-2026 cu 1 pp până la 2,3 pp** (conform calculului grupului de lucru CNSM privind finanțarea verde).

Instrumente financiare verzi emise în România

În contextul în care criteriile ESG devin tot mai importante, iar atenția investitorilor instituționali pentru instrumentele verzi este în continuă creștere, Bursa de Valori București (BVB) a lansat anul trecut primul proiect ESG ce are ca scop promovarea investițiilor responsabile și evidențierea importanței standardelor ESG în rândul participanților pe piața locală de capital.

Astfel, prima companie care a marcat premiera unei listări a emisiunii obligațiunilor verzi a fost Raiffeisen Bank. În data de 27 mai 2021, a intrat la tranzacționare emisiunea de obligațiuni verzi a **Raiffeisen Bank**. În aprilie 2021, la momentul derulării emisiunii de obligațiuni, au fost atrase peste **400 milioane de lei**. Obligațiunile au o maturitate de 5 ani și un cupon fix de 3,086%. Conform prospectului, obligațiunile băncii sunt listate și la Bursa de Valori din Luxemburg, tot pe Piața Reglementată. Fondurile obținute vor fi direcționate pentru finanțarea proiectelor eligibile ale Raiffeisen Bank care să asigure tranziția către o economie sustenabilă și durabilă.

Cea de a doua emisiune de obligațiuni verzi a **Raiffeisen Bank** a intrat la tranzacționare pe Piața Reglementată a BVB în data de 2 iulie 2021. Aceste obligațiuni sunt listate și la Bursa de Valori din Luxemburg, pe Piața Reglementată. Au fost atrase peste **1,2 miliarde lei**, fiind cea mai mare emisiune de obligațiuni corporative în lei a unui emitent din România și prima emisiune de obligațiuni senior nepreferențiale a băncii. Obligațiunile au o maturitate de 7 ani și un cupon anual fix de 3,793%. Ca și în cazul primei emisiuni de obligațiuni verzi, fondurile obținute vor fi direcționate pentru finanțarea

³³ http://www.cnsmero.ro/res/ups/Raport-CNSM-pentru-sprrijinirea-finantarii-verzi_PUB.pdf

proiectelor eligibile ale Raiffeisen Bank care să asigure tranziția către o economie sustenabilă și durabilă.

Pe data de 19 octombrie 2021, **Banca Comercială Română** a debutat cu primele sale obligațiuni verzi pe Piața Reglementată a BVB, în valoare de **500 milioane de lei**. Instrumentele financiare sunt listate și pe Piața Oficială a Bursei de Valori din Viena. Obligațiunile senior preferențiale BCR au o maturitate de 7 ani, o dobândă anuală de 5% și o valoare nominală de 500.000 de lei. Obligațiunile au primit un rating preconizat pe termen lung de BBB+ din partea Fitch. Potrivit BVB, printre investitori se numără fondurile de pensii, firme de administrare de active, companiile de asigurări și instituții de credit, Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare (BERD) și International Finance Corporation (IFC). Conform prospectului, fondurile obținute vor fi folosite exclusiv pentru finanțarea proiectelor verzi așa cum sunt ele definite la nivelul Grupului Erste. Proiectele eligibile se vor încadra în una din următoarele 3 categorii: Clădiri rezidențiale verzi, clădiri comerciale verzi sau energie regenerabilă.

Fondurile de pensii private dețin obligațiuni verzi emise de Raiffeisen Bank și de BCR în portofoliile sale. Potrivit celor mai recente date, în luna octombrie 2021, un număr de 11 fonduri de pensii private din cele 17 au investit în cel puțin una dintre obligațiunile menționate anterior. Valoarea investițiilor efectuate în acest tip de instrumente verzi reprezintă un procent de 0,69% din totalul activelor fondurilor de pensii private.

Măsuri adoptate la nivel european în privința finanțării durabile

Comisia Europeană a lansat în anul 2018 un Plan de acțiune privind finanțarea dezvoltării durabile și dezvoltarea unei strategii reînnoite privind finanțarea durabilă, care conține 10 inițiative grupate în trei capitole: (I) reorientarea fluxurilor de capital către o economie mai durabilă; (II) Includerea elementelor de durabilitate în managementul riscului; și (III) încurajarea transparenței și a viziunii pe termen lung.

Implementarea Planului de acțiune a condus la aprobarea unui set de acte legislative care să creeze cadru necesar pentru derularea finanțării durabile:

- Definierea activităților economice ce pot fi considerate durabile din punct de vedere ecologic - *Regulamentul (UE) 2020/852 privind instituirea unui cadru care să faciliteze investițiile durabile (Regulamentul privind taxonomia)*. Regulamentul impune și noi obligații de informare participanților la piața financiară care pun la dispoziție produse care investesc în activități eligibile pentru taxonomie.
- Introducerea unor cerințe de transparență prin:
 - ✓ Stabilirea unor cerințe de informare ale furnizorilor și distribuitorilor de produse și servicii financiare către clienți referitoare la impactul riscului de durabilitate asupra profitabilității investițiilor cât și la impactul investițiilor efectuate asupra durabilității – *Regulamentul (UE) 2019/2088 privind informațiile privind durabilitatea în sectorul serviciilor financiare (SFRD)*;
 - ✓ Stabilirea de obligații pentru companii de a raporta informații fiabile și comparabile de durabilitate de care au nevoie investitorii și alte părți interesate - *o propunere de directivă privind raportarea de către întreprinderi de informații privind durabilitatea (CSRD), care înlocuiește în totalitate NFRD (Non-Financial Reporting Directive)*.

- Crearea de noi indici de referință pentru activitățile cu impact scăzut în ceea ce privește emisiile de carbon: un indice de referință pentru activitățile de tranziție climatică și un indice de referință specializat- *Regulamentul UE 2019/2089 de modificare a Regulamentului 2016/1011 privind indicii de referință.*

În iunie 2021, Comisia Europeană a adoptat o nouă *Strategie pentru finanțarea tranziției către o economie durabilă*, prin care își propune mai multe acțiuni pentru atingerea acestui scop, precum: extinderea cadrului taxonomiei UE, cadrul general pentru etichetarea ecologică a instrumentelor financiare, identificarea lacunelor de protecție oferite de asigurători privind dezastrelor naturale, includerea riscurilor ESG în ratingurile de credit, modificări ale directivei Solvabilitate II pentru a integra riscurile de durabilitate în procesul de gestionare a riscurilor ale asigurătorilor, etc.

În contextul noii strategii, Comisia Europeană a propus și stabilirea unui cadru legal pentru obligațiunile verzi europene prin intermediul unui nou regulament. (*European Green Bond Standards – EUGBS*).

Regulamentul UE 2020/852 privind instituirea unui cadru care să faciliteze instituirea unui cadru care să faciliteze investițiile durabile (Regulamentul privind taxonomia) a fost adoptat în anul 2020.

Taxonomia instituie o înțelegere unitară a activităților economice durabile din punct de vedere al mediului în UE, printr-un sistem de clasificare a activităților durabile și stabilirea unor praguri de performanță, reprezentate de criteriile tehnice de examinare pentru șase obiective de mediu: (1) atenuarea schimbărilor climatice; (2) adaptarea la schimbările climatice; (3) utilizarea durabilă și protecția resurselor de apă și a celor marine; (4) tranziția către o economie circulară; (5) prevenirea și controlul poluării; (6) protecția și refacerea biodiversității și a ecosistemelor.

Taxonomia UE oferă companiilor, investitorilor și factorilor de decizie politici definiții adecvate pentru care activitățile economice pot fi considerate durabile din punct de vedere ecologic. În acest fel, se asigură securitate pentru investitori, se protejează investitorii de "dezinformare ecologică" (greenwashig), ajută companiile să devină mai prietenoase climatului, atenuază fragmentarea pieței și contribuie la mutarea investițiilor acolo unde sunt cele mai necesare.

De asemenea, Regulamentul privind taxonomia prevede că entitățile pieței financiare și companiile care intră sub incidența NFRD (Non-Financial Reporting Directive) vor fi obligate să dezvăluie gradul de aliniere a activităților lor și, respectiv, a produselor financiare cu taxonomia UE. Cerințele de informare încep să se aplice la 1 ianuarie 2022 în raport cu obiectivele climatice și la 1 ianuarie 2023 în raport cu celelalte patru obiective de mediu (raportarea acoperă exercițiul financiar anterior). Aceasta înseamnă că prima raportare se efectuează în cursul anului 2022 pentru exercițiul financiar 2021 legat de atenuarea și adaptarea la schimbările climatice, iar setul de obligații de divulgare aferente tuturor obiectivelor de mediu din Regulamentul taxonomiei se efectuează în cursul anului 2023 pentru anul 2022.

În baza Regulamentului privind taxonomia, Comisia Europeană a elaborat o serie de acte delegate prin care a stabilit lista reală a activităților durabile prin definirea criteriilor tehnice de screening pentru fiecare obiectiv de mediu prin acte delegate.

Un prim act delegat privind activitățile durabile pentru adaptarea la schimbările climatice și obiectivele de atenuare a fost aprobat de principiu la 21 aprilie 2021 și adoptat oficial la 4 iunie 2021.

Totodată, în 6 iulie 2021, Comisia Europeană a adoptat actul delegat care completează articolul 8 din Regulamentul privind taxonomia. Acest act delegat specifică conținutul, metodologia și prezentarea

informațiilor care urmează să fie dezvăluite de entitățile financiare și nefinanciare cu privire la proporția activităților economice durabile din punct de vedere ecologic în activitățile lor, investițiile sau activitățile de creditare.

Regulamentul UE 2019/2088 privind informațiile privind durabilitatea în sectorul serviciilor financiare (SFRD) detaliază obligațiile de raportare ale furnizorilor și distribuitorilor de produse și servicii financiare către clienți referitoare la impactul riscului de durabilitate asupra profitabilității investițiilor cât și la impactul investițiilor efectuate asupra durabilității și promovarea caracteristicilor de mediu sau sociale. Acest regulament a devenit aplicabil din martie 2021.

În primul rând, au fost stabilite **obligații de informare legate de durabilitate pentru producătorii de produse financiare și consultanții financiari față de investitorii finali**. Astfel, participanții la piața financiară (de exemplu, administratorii de active, investitorii instituționali, etc.) și consultanții financiari trebuie să integreze riscurile de durabilitate în toate procesele de investiții și pentru instrumentele financiare care urmăresc obiectivul investițiilor durabile.

De asemenea, au fost adăugate obligații de informare în ceea ce privește impactul advers privind aspectele de durabilitate la nivel de entitate și produse financiare, cu alte cuvinte dacă participanții la piața financiară și consultanții financiari iau în considerare externalitățile negative asupra mediului și echitatea socială în cadrul deciziilor/consultanței de investiții și, dacă da, cum se reflectă acest lucru la nivel de produs financiar. Motivul este că deciziile de investiții și consultanța financiară ar putea provoca, contribui sau fi direct legate de efecte materiale negative asupra mediului și societății, indiferent dacă strategia de investiții urmărește sau nu un obiectiv durabil, cum ar fi investițiile în active care poluează apa sau devastează biodiversitate, pentru a asigura durabilitatea investițiilor.

Regulamentul SFDR introduce cerințe suplimentare de informare față de elementele existente ale legislațiilor sectoriale relevante (AIFMD, UCITS, Solvency II, IDD și MiFID II), printr-un text de sine stătător (lex specialis) care asigură o armonizare completă, intersectorială coerentă și neutralitate normativă.

În plus, ESA a elaborat Standarde tehnice de reglementare cu privire la conținutul, metodologiile și prezentarea informațiilor relevante care urmează să fie divulgate în temeiul regulamentului. ESA a prezentat proiectul de standarde tehnice Comisiei Europene în februarie 2021 și a propus ca acestea să se aplice de la 1 iulie 2022.

În data de 21 aprilie 2021, Comisia Europeană a prezentat o **propunere de directivă privind raportarea de către întreprinderi de informații privind durabilitatea (CSRD)**, care înlocuiește în totalitate NFRD (Non-Financial Reporting Directive).

Principalele modificări propuse urmăresc:

- să extindă obligațiile de raportare a informațiilor legate de durabilitate (modul în care problemele de durabilitate afectează afacerea lor și modul în care afacerea lor impactează oamenii și mediul înconjurător) pentru a include toate societățile mari și toate societățile cu valori mobiliare cotate pe piețele reglementate din UE, cu excepția microîntreprinderilor. În vederea reducerii sarcinii de

raportare pentru IMM-urile cotate la bursă, acestea urmează să înceapă raportarea în conformitate cu prezenta directivă după 3 ani de la intrarea sa în vigoare.

- să solicite raportarea cu privire la o gamă completă de informații privind durabilitatea, relevante pentru activitatea companiei, iar raportarea să fie în conformitate cu standardele obligatorii de raportare a durabilității UE care vor fi elaborate de Comisia UE;
- să solicite ca informațiile de durabilitate să fie supuse unui nivel limitat de verificare de către auditori; și
- să solicite companiilor să își întocmească situațiile financiare și rapoartele de management într-un format digital și să eticheteze informațiile de durabilitate.

Propunerea de directivă urmărește să asigure că întreprinderile raportează informații fiabile și comparabile de durabilitate de care au nevoie investitorii și alte părți interesate. Se estimează că aproximativ 50.000 de entități vor fi acoperite în cadrul CSRD, comparativ cu cele 11.700 care sunt supuse NFRD.

Regulamentul UE 2019/2089 de modificare a Regulamentului 2016/1011 privind indicii de referință creează două noi categorii de indici de referință pentru activitățile cu impact scăzut în ceea ce privește emisiile de carbon: un indice de referință pentru activitățile de tranziție climatică și un indice de referință specializat, care permite alinierea portofoliilor de investiții la obiectivul Acordului de la Paris de limitare a creșterii temperaturii mondiale la 1,5° peste nivelurile preindustriale.

Comisia Europeană a înaintat o propunere de **regulament care pune bazele unui cadru comun de norme privind utilizarea denumirii „obligațiune verde europeană” sau „EuGB” pentru obligațiunile care urmăresc obiective durabile din punctul de vedere al mediului în sensul Regulamentului (UE) 2020/852 (Regulamentul privind taxonomia)**. De asemenea, propunerea instituie un sistem de înregistrare și supraveghere a societăților care acționează în calitate de examinatori externi pentru obligațiunile verzi, aliniat la acest cadru. Acesta va facilita dezvoltarea în continuare a pieței de obligațiuni verzi de înaltă calitate, contribuind astfel la Uniunea piețelor de capital, reducând, în același timp, la minimum perturbarea piețelor existente de obligațiuni verzi și reducând riscul de dezinformare ecologică. Denumirea de ”obligațiune verde europeană” este pusă la dispoziția tuturor emitenților, din interiorul sau din afara Uniunii Europene, care îndeplinesc cerințele prezentei propuneri.

Există 4 cerințe-cheie pentru EuGB:

- fondurile strânse prin obligațiune să fie alocate integral proiectelor alinate la taxonomia UE;
- să existe o transparență deplină asupra modului în care sunt alocate încasările din obligațiuni, prin cerințe detaliate de raportare;
- toate obligațiunile verzi din UE trebuie verificate de un evaluator extern pentru a se asigura conformitatea cu regulamentul și faptul că proiectele finanțate sunt alinate la taxonomie;
- evaluatorii externi trebuie să fie înregistrați și supravegheați de ESMA. Acest lucru va asigura calitatea serviciilor lor și fiabilitatea evaluării lor pentru a proteja investitorii și a asigura integritatea pieței.

Un alt demers important al Comisiei Europene constă în lansarea unui proces de **revizuire cuprinzătoare a normelor UE în materie de asigurări (directiva Solvabilitate II)**, pentru a favoriza investițiile pe termen lung ale societăților de asigurări în redresarea Europei în urma pandemiei de COVID-19.

Prin noile amendamente, soliditatea financiară a societăților de asigurări va ține cont de anumite riscuri, inclusiv cele legate de climă, și va fi mai puțin sensibilă la fluctuațiile pe termen scurt ale pieței. Societățile de asigurări vor trebui să identifice orice expunere materială la riscurile schimbărilor climatice și, acolo unde este relevant, să evalueze impactul scenariilor pe termen lung privind schimbările climatice asupra afacerilor lor. Asigurătorii clasificați ca întreprinderi cu profil redus de risc sunt scutiți de la analizele de scenariu.

EIOPA va primi două mandate privind riscurile de durabilitate: (1) va examina investițiile societăților de asigurări cu efecte negative asupra mediului și din punct de vedere social, în scopul unor eventuale modificări ale formulei standard Solvabilitate II, și va întocmi un raport cel târziu până în 2023; și (2) va analiza periodic evoluțiile privind frecvența și severitatea dezastrelor naturale și expunerile (re) asigurătorilor UE la astfel de dezastre, în vederea unor modificări potențiale ale modulelor de risc de catastrofă din formula standard Solvabilitate II.

Măsurile întreprinse de Comisia Europeană privind finanțarea durabilă care au condus la adoptarea unor acte legislative, derularea de negocieri pentru noi propuneri legislative și planificarea de noi acțiuni viitoare au impact atât asupra entităților financiare nebankare supravegheate de ASF cât și asupra responsabilităților de supraveghere ale ASF.

Entități supravegheate de ASF sunt obligate să informeze investitorii și beneficiarii serviciilor financiare nebankare cu privire la impactul riscului de durabilitate asupra profitabilității investițiilor cât și la impactul investițiilor efectuate asupra durabilității. De asemenea, emitenții prin propunerea de directivă privind raportarea de către întreprinderi de informații privind durabilitatea (CSRD), vor fi obligați să disemineze informații legate de durabilitate în atenția investitorilor. Totodată, prin regulamentele europene a fost instituită autorităților naționale competente obligația de a monitoriza modul în care sunt îndeplinite aceste obligații.

9.2. Testarea la stres a Organismelor de Plasament Colectiv în Valori Mobiliare și a Fondurilor de Investiții Alternative

Consiliul Autorității de Supraveghere Financiară a hotărât derularea proiectului *Exercițiu de testare la stres pentru riscul de lichiditate în cadrul organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare și fondurilor de investiții alternative*³⁴, în cadrul căreia a fost testată reziliența la riscul de lichiditate pentru un număr de 76 OPCVM și 19 FIA (fonduri de investiții alternative).

Administrarea riscului de lichiditate reprezintă o prioritate de vârf la nivel european, necesitatea acesteia fiind relevată în special în timpul crizei de pe piețele financiare generată de extinderea pandemiei de COVID-19.

³⁴ În cadrul exercițiului nu au fost incluse FIA tranzacționate pe o piață reglementată și care nu au prevăzută posibilitatea răscumpărării titlurilor de participare la cererea investitorilor, respectiv Fondul Proprietatea și cele cinci societăți de investiții financiare.

Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA) a desfășurat, în cursul anului 2020, un exercițiu comun de supraveghere care a urmărit analiza practicilor de administrare a riscului de lichiditate pentru un eșantion de organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM).

Realizarea de teste de stres este importantă pentru stabilitatea financiară³⁵, dată fiind mărimea sectorului de fonduri de investiții în România și interesul investitorilor de retail, dar și instituționali (ex: fondurile de pensii) pentru acestea.

Testele de stres măsoară reziliența fondurilor de investiții la șocuri extreme dar plauzibile. **Obiectivul principal al testării la stres a fondurilor realizată în 2021 a fost testarea lichidității fondurilor de investiții**, a capacității acestora de a onora cererile de răscumpărare primite în condițiile unor fluxuri negative semnificative.

Structura exercițiului de testare la stres a fondurilor de investiții din România a urmărit indicațiile tehnice descrise în raportul STRESI³⁶, la care au fost adăugate și modalități mai complexe de simulare care au apărut în literatura recentă, precum simulările cu funcții copula și funcții vine-copula.

Figura 117 Structura unui test de stres



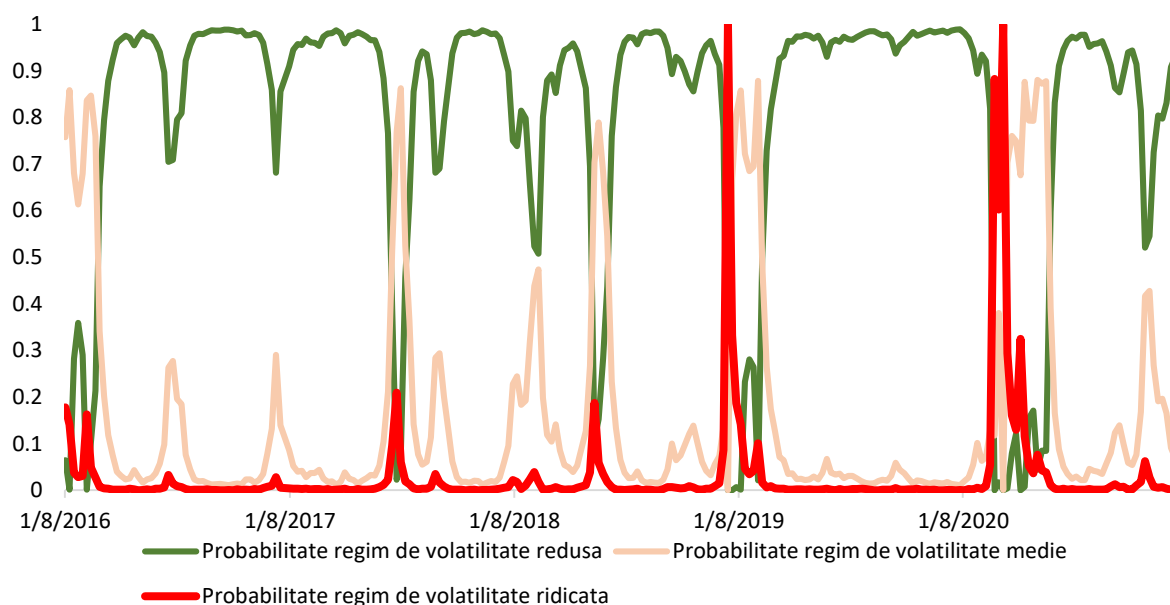
Pentru identificarea perioadelor turbulente de pe piața de capital, volatilitatea pieței de capital a fost descompusă cu ajutorul unui model *Markov-Switching* cu 3 regimuri de probabilitate. Datele utilizate au fost randamentele săptămânale ale indicelui pieței de capital³⁷.

³⁵ Simularea lichidării activelor pentru onorarea cererilor de răscumpărare a fost realizată conform principiilor prevăzute de Ghidului ESMA privind simularea situațiilor de criză de lichiditate în OPCVM și FIA, Raportului ESMA Economic Report on stress simulation for investment funds și a lucrării Fondului Monetar Internațional – *Liquidity Stress Tests for Investment Funds: A Practical Guide*.

³⁶ ESMA: Stress simulation for investment Funds, 2019

³⁷ Indicele pieței de capital din România este calculat de Refinitiv și este similar BET-C. Pentru mai multe informații, vezi simbol TOTMKRM pe platforma Refinitiv.

Figura 118 Descompunerea volatilității pieței de capital din România



Sursa: Refinitiv, ASF

Pe baza descompunerii volatilității indicelui pieței de capital au fost identificate două momente de volatilitate ridicată: prima în decembrie 2018 și a doua în februarie-martie 2020. Perioada din 2020, dintre 28 februarie și 13 martie, a fost cea mai lungă perioadă cu o volatilitate ridicată din intervalul 2016-2020 și a înregistrat randamentele cele mai scăzute ale indicelui pieței de capital.

Clasificarea fondurilor de investiții a fost făcută conform metodologiei EFAMA, aceasta fiind recunoscută la nivel european, categoriile de fonduri fiind:

1. acțiuni: expunere >85% pe acțiuni;
2. obligațiuni: expunere >85% pe instrumente cu venit fix;
3. multi-active:
 - i. defensiv: expunere <35% pe instrumente cu venit variabil;
 - ii. echilibrat: expunere între 35% și 65% pe instrumente cu venit variabil;
 - iii. agresiv: expunere >65% pe instrumente cu venit variabil;
 - iv. flexibil: fără limite pe categorii de active;
4. randament absolut: conform prospectului;
5. alte fonduri: nu se încadrează în nicio categorie de mai sus.

OPCVM au fost grupate în 7 stiluri investiționale: 1) Acțiuni, 2) Alte fonduri, 3) Multi-active defensiv, 4) Multi-active echilibrat, 5) Multi-active flexibil, 6) Obligațiuni și 7) Randament absolut.

Măsurarea lichidității OPCVM

Măsurarea lichidității activelor fondurilor de investiții a fost realizată prin **abordarea High Quality Liquid Assets**. Plecând de la valorile utilizate de către ESMA în cadrul exercițiului STRESI (derivate din cadrul Basel III), au fost utilizate următoarele ponderi pentru active:

Tabelul 50 Măsura HQLA: ponderi de lichiditate în funcție de tipul de activ (în %)

Categoria de activ	CQS1	CQS2	CQS3	<CQS3
Titluri de stat*	100	85	50	0
Obligațiuni corporative	85	50	50	0
Obligațiuni municipale	85	50	50	0
Acțiuni/ETF**	50	50	50	50
Acțiuni***	35	35	35	35
Titluri de participare OPCVM****	85	85	85	85
Titluri de participare FIA****	35	35	35	35
Cash și depozite bancare	100	100	100	100
Alte instrumente	0	0	0	0

Notă: CQS: pasul de calitate a creditului. CQS1 se referă la ratinguri între AAA și AA, CQS2 la ratinguri categoria A, CQS3 la ratinguri categoria BBB și <CQS3 la orice rating mai mic de BBB-

*Titlurile de stat suport pentru contracte REPO vor fi luate în calcul ca sursă de lichiditate, iar valoarea contractelor REPO va fi scăzută din cash și depozite bancare.

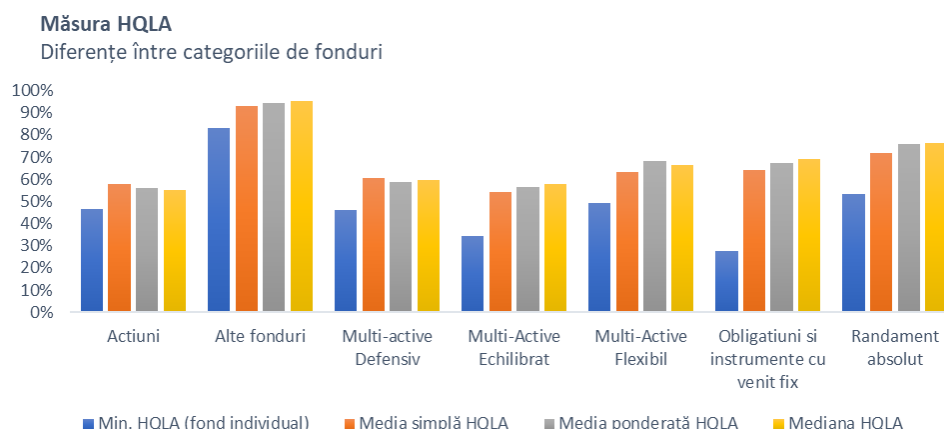
**Acțiuni/ETF tranzacționate pe piețe reglementate și piețe care îndeplinesc condițiile de la art. 82b) din OUG 32/2012

***Acțiuni tranzacționate în afara piețelor reglementate.

****Dacă organismele sunt administrate de același SAI/un SAI din grup se va adăuga un haircut suplimentar de 10%. Dacă fondul deține peste 10% din titlurile de participare ale OPCVM respectiv, pentru deținerile care depășesc 10% (i.e. diferența dintre deținere și 10%) se va aplica o pondere de lichiditate de 50%.

Pentru fiecare fond, a fost calculat un indice de lichiditate (*măsura HQLA*) prin înmulțirea ponderii fiecărui activ în activul total al fondului cu ponderea de lichiditate corespunzătoare acestuia. Cele mai lichide fonduri din perspectiva măsurii HQLA sunt cele incluse în categoria Altele.

Figura 119 Măsura HQLA pentru stilurile investiționale (% din activul total)



Sursa: ASF

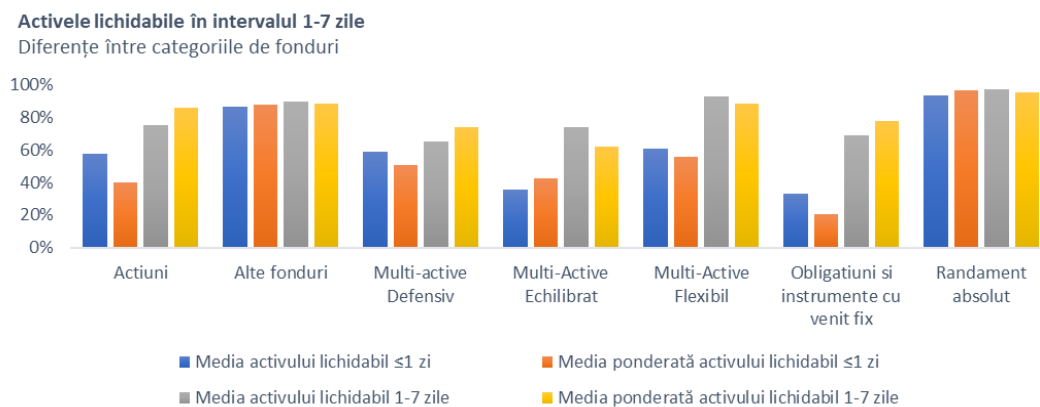
Măsurarea lichidității cu metoda HQLA prezintă anumite neajunsuri, principalele două aspecte fiind:

- titlurile de stat românești beneficiază de o pondere de 75%, însă în anumite situații de piață s-a constatat că lichiditatea acestora poate deveni precară pe intervale scurte;

- acțiunile tranzacționate pe piețe reglementate și piețe care îndeplinesc condițiile de la art. 82 b) din OUG 32/2012 beneficiază de o pondere de 50%, însă există situații în care această pondere: *i) subestimează lichiditatea* (ex. fonduri cu plasamente în blue chip-uri listate pe marile burse din UE/SUA, aceste plasamente fiind ne semnificative comparativ cu volumele zilnice tranzacționate, și pot fi lichiditate în consecință în integralitate într-o zi lucrătoare) și *ii) supraestimează lichiditatea* (ex. fonduri cu plasamente în acțiuni mai puțin lichide sau fonduri în plasamente cu acțiuni lichide, însă a căror deținere nu poate fi lichidată într-un termen scurt).

Pentru o mai bună estimare a lichidității fondurilor, a fost utilizată metoda durată de lichidare a poziției în care fiecare activ din portofoliu este încadrat de către administrator pe una din cele 3 benzi de lichiditate: 1) ≤ 1 zi 2) 2 – 7 zile 3) 8 – 30 zile. În pasul următor, a fost construit un **indicator de lichiditate** care arată procentul de portofoliu lichidabil în intervalele de timp specificate.

Figura 120 Durata de lichidare a poziției (% din activul total)



Sursa: ASF

Fondurile multi-active echilibrat sunt cele mai puțin lichide, cu o medie ponderată a activului lichidabil de 62%, aceasta fiind influențată de **deținerile mai puțin lichide de obligațiuni corporative și municipale**. Aceste dețineri reprezintă 14% din activul total, în timp ce valoarea lichidabilă asociată este de doar 2% din totalul deținerilor lichidabile.

Reziliența OPCVM la șocuri ipotetice extreme dar plauzibile

Informațiile acumulate odată cu declanșarea crizei de pe piețe, ca urmare a extinderii pandemiei COVID-19, începând cu luna februarie a anului 2020, servesc ca un test de stres real, în special în ceea ce privește solicitările semnificative de răscumpărare în condiții excepționale de piață. Valorile cele mai mari ale subscrierilor nete negative³⁸ înregistrate în perioada de criză, într-un interval cumulat de 2 săptămâni, de către un fond individual, în funcție de tipul investițional au fost următoarele:

³⁸ Subscrierile nete sau fluxurile nete sunt calculate ca diferența dintre subscrieri și răscumpărări. Șocul asupra lichidității fondurilor de investiții este cauzat de retragerile investitorilor care în situații de criză sau de instabilitate economică preferă să își retragă banii din Fondurile de Investiții (numit și șoc de răscumpărare).

Tabelul 51 Șocurile minime de răscumpărare înregistrate în perioada de criză

Acțiuni	-18,84%
Alte fonduri	-18,57%
Multi-active Defensiv	-13,31%
Multi-Active Echilibrat	-13,35%
Multi-Active Flexibil	-40,93%
Obligațiuni și instrumente cu venit fix	-32,41%
Randament absolut	-43,77%
Medie	-25,88%

Subliniem faptul că valorile extreme înregistrate la categoria multi-active flexibil și randament absolut sunt de tipul one-off. Dacă facem abstracție de aceste valori de tip outlier, valorile maxime pentru răscumpărări ar fi de -30% pentru fondurile multi-active flexibil și -12% pentru cele de randament absolut).

Plecând de la media valorilor maxime pentru ieșirile nete cumulate pentru un orizont de 2 săptămâni din perioada martie 2020 care a fost de 26%, a fost aplicat **tuturor categoriilor de fonduri un șoc extrem dar plauzibil de 35%**. Prin aplicarea unui șoc de răscumpărare de 35%³⁹, doar două fonduri înregistrează un deficit de lichiditate pe un orizont cumulat de două săptămâni.

Valoarea totală a activelor celor două fonduri reprezintă 0,07% din activele totale ale OPCVM de pe piața locală și prin urmare nu reprezintă nici risc sistemic și nici nu induc risc de contagiune în piața locală a fondurilor.

Reziliența la retragerea simultană a primilor doi investitori

Marea majoritate a OPCVM-urile se dovedesc a fi reziliente și la scenariul retragerii simultane a primilor doi investitori. 64 de fonduri din totalul de 76 pot acoperi ieșirile de lichiditate aferente acestui scenariu. Valoarea totală a activelor celor 64 fonduri reziliente reprezintă 98,88% din activele totale ale OPCVM de pe piața locală.

Reziliența pentru fondurile de investiții alternative

Realizarea unui **test de stres de lichiditate agregat pentru fondurile de investiții alternative** este semnificativ diferit față de cel pentru OPCVM deoarece:

- FIA au un profil al operațiunilor de răscumpărare diferit, putând avea ferestre de răscumpărare lunare, trimestriale, semi-anuale, anuale etc;
- suplimentar, pe lângă frecvența operațiunilor de răscumpărare, în regulile fondurilor acestea pot avea prevederi referitoare la limitarea/taxarea suplimentară a unor solicitări de răscumpărări care depășesc un anumit prag;
- aceste două aspecte fac ca estimarea lichidității unui fond să nu fie la fel de directă precum în cazul OPCVM;
- baza investitorilor este, în mare măsură, una stabilă, multe dintre fonduri neînregistrând operațiuni de subscriere/răscumpărare în intervale lungi de timp, fiind imposibilă modelarea

³⁹ Șoc de răscumpărare „extrem dar plauzibil” asumat în cadrul unui exercițiu de tipul „judecată expert”. O altă abordare a implicat calcularea șocurilor istorice de răscumpărare. Acestea tind să fie mai mici, fiind cuprinse între -2 și -4% pe săptămână. Distribuția șocurilor de răscumpărare istorice au fost calculate cu o metoda semi-parametrică. Cu ajutorul teoriei valorilor extreme s-a estimat o distribuție *Generalized Pareto* pentru cozile distribuției și o altă distribuție pentru corpul distribuției. Cozile distribuției Pareto permit extrapolarea și simularea de reziduuri.

econometrică a unor scenarii plauzibile pentru perioade de stres generate de solicitări de răscumpărare;

Astfel, aceste elemente fac dificilă combinarea unitară a scenariilor de stres pentru activele fondurilor (estimarea lichidității) și celor pentru pasivele fondurilor (estimarea necesarului de lichiditate).

Cele mai lichide fonduri din perspectiva măsurii HQLA sunt cele de randament absolut și acțiuni. Un număr de 5 fonduri (4 de acțiuni și unul multi-active echilibrat) au raportat ca având activele lichidabile în integralitate într-un orizont de 30 de zile, lichiditatea acestora bazându-se pe acțiunile tranzacționate pe piețe reglementate din portofoliu.

Șase din cele 19 FIA analizate pot face față cu activele lichidabile într-un orizont de 30 de zile retragerii simultane a primilor doi investitori. Pe lângă acestea, alte 3 FIA înregistrează un deficit de lichiditate marginal, de până la 4%.

Cu excepția unui fond, primii doi investitori din fondurile de investiții alternative sunt persoane juridice, în special entități de pe piața locală de *asset management* (inclusiv entități din grup), astfel că o retragere bruscă din partea acestora este puțin probabilă.

Rezultatele indică faptul că toate fondurile deschise de investiții (OPCVM) au capacitatea de a rezista la șocurile în lichiditate, deoarece majoritatea administratorilor de fonduri au strategii prudente și conservatoare, lichiditatea deținută fiind suficientă pentru a acoperi răscumpărările investitorilor.

Efectul șocurilor financiare asupra VUAN și asupra fluxurilor nete

În testul de stres realizat asupra industriei fondurilor de investiții au fost luate în considerare două tipuri de șocuri precum și legătura⁴⁰ dintre ele:

1. **Șocul de răscumpărare este un șoc asupra lichidității fondurilor de investiții generat de scăderea prețurilor activelor de pe piața de capital, precum și de așteptările de scădere ale prețurilor activelor⁴¹.**

$$r_t = \frac{VUAN_t - VUAN_{t-1}}{VUAN_{t-1}} \sim \log(VUAN_t) - \log(VUAN_{t-1}), \text{ unde } r_t \text{ sunt randamentele VUAN}$$

$$VUAN_t = VUAN_{t-1} e^{r_t}$$

Deoarece industria fondurilor de investiții din România este supusă unor factori comuni de risc, fluxurile nete și randamentele VUAN vor răspunde șocurilor într-un mod concertat. Ceea ce le va diferenția, va fi doar sensibilitatea față de aceștia, care reflectă compoziția activelor fondurilor, deciziile managerilor de risc precum și așteptările economice ale investitorilor.

⁴⁰ Legătura econometrică dintre cele două tipuri de șocuri a fost estimată cu ajutorul unei regresii pe cuantile. Cu ajutorul regresiei pe cuantile se poate estima și efectele de runda a doua: scăderea VUAN antrenează vânzări de active, care la rândul lor generează o scădere a VUAN.

⁴¹ Regresia pe cuantile modelează impactul scăderii randamentului VUAN asupra fluxurilor nete. Spre deosebire de regresia lineară care analizează **media condiționată** a variabilei dependente, regresia pe cuantile modelează cuantilele variabilei dependente dat fiind un set de regresori (aici folosim un singur regresor și anume randamentele VUAN). Regresia pe cuantile permite o descriere completă a distribuției condiționate și permite analizarea efectelor pe cuantile. În plus regresia pe cuantile nu face presupuziții referitoare la distribuția variabilelor fiind o modalitate robustă de modelare a legăturilor dintre variabile.

2. **Șocul extern asupra VUAN** generat de incertitudinea de pe piețele internaționale de capital cauzată de COVID-19 care a determinat reducerea VUAN. Analiza asupra VUAN estimează răspunsul fondurilor de **investiții** la șocuri de instabilitate financiară.

Modelarea șocului extern asupra VUAN a fost realizat prin patru metode econometrice.

3. Simulări pe baza randamentelor stresate

Matricea de covarianță a randamentelor VUAN a fost descompusă în matricea de corelație și matricea deviațiilor standard.

$V = D * C * D$, unde V este matricea de covarianță, C este matricea de corelații și D este matricea deviațiilor standard. Duffie și Pan (1997) au introdus ideea unei matrici de **covarianță stresate** a datelor istorice pentru a reflectă cum se schimbă dependența dintre factorii de risc, atunci când piețele financiare cunosc o scădere abruptă. O matrice de covarianță stresată reflectă modificarea corelațiilor și a volatilității. Matricea de covarianță se poate descompune Cholesky⁴² în

$V(R) = QQ'$ unde $V(R)$ este matricea de covarianță a randamentelor VUAN, iar matricea Cholesky este matricea Q ⁴³. În mod similar se procedează pentru randamentele din perioada de criza, $V^*(R) = Q^*Q^{*'}$. Randamentele stresate simulate sunt notate cu R^* , iar $R^* = R * (Q^*Q^{-1})'$.

Tabelul 52 VaR (5%) pentru randamentele istorice și pentru randamentele simulate pentru perioada pre-stres (1 ian.2016-1.feb.2020) pentru un orizont de timp de 1 lună

Ațiuni	Alte fonduri	Defensive	Echilibrat	Flexibil	Bond	Randament absolut
-3.3%	0.02%	-0.76%	-1.48%	-1.36%	-0.12%	-1.32%
Ațiuni (randamente stresate; metoda Cholesky)	Alte fonduri (randamente stresate; metoda Cholesky)	Defensive (randamente stresate; metoda Cholesky)	Echilibrat (randamente stresate; metoda Cholesky)	Flexibil (randamente stresate; metoda Cholesky)	Bond (randamente stresate; metoda Cholesky)	Randament absolut (randamente stresate; metoda Cholesky)
-14.2%	0.0%	-3.6%	-6.2%	-3.2%	-0.2%	-4.6%

Sursa: ASF

Tabelul 53 Valorile minime pentru cele 7 stiluri investiționale (date istorice)

Ațiuni	Alte fonduri	Defensive	Echilibrat	Flexibil	Bond	Randament absolut
-10.9%	0.0%	-2.9%	-4.9%	-4.3%	-1.9%	-4.6%

Sursa: ASF

⁴² Descompunerea Cholesky este restricționată la matricile p.s.d.; Q este o matrice triunghiulara inferioara.

⁴³ R sunt randamentele celor 7 stiluri investiționale înainte de perioada 1 februarie-21martie 2020.

Simularea de randamente stresate poate oferi informații importante referitoare la profilul de risc al fondului. Au fost calculate și comparate **randamentele din perioada pre-stres** cu **randamentele simulate stresate** și cu **randamentele minime realizate** în timpul pandemiei pentru a înțelege cum afectează șocurile financiare randamentele VUAN ale fondurilor de investiții.

1. Simulări pe baza unei matrici de covarianță ipotetică

Putem presupune că într-o perioadă de criză **volatilitatea unui factor** este de 3 ori mai mare decât volatilitatea istorică, în timp ce corelațiile dintre prețurile activelor tind să crească foarte mult. Ca și în pasul anterior, se calculează matricea de covarianță, dar nu se poate realiza descompunerea Cholesky⁴⁴, dacă matricea de covarianță ipotetică nu este pozitiv semidefinită (p.s.d.)⁴⁵. În acest scenariu, au fost făcute 100.000 de simulări și rezultatele sunt apropiate de cele realizate mai sus prin descompunerea Cholesky.

2. Scenariu de test de stres prin simularea de randamente stresate cu dependențe impuse cu funcții copula

Odată cu utilizarea unei funcții copula, putem să vorbim de un scenariu de stres test propriu-zis, față de simulări de randamente. Un scenariu folosește dependențele naturale dintre variabile utilizând distribuțiile condiționate dintre acestea, în timp ce analiza de sensibilitate indică impactul unei variabile asupra altele. În timp ce simulările multivariate folosesc doar matricea de covarianță, utilizarea de scenarii cu funcții copula permite utilizarea întregii distribuții.

Prima etapă de modelare a seriilor de timp implică o filtrare pentru cele 7 serii de VUAN. Modelarea cozilor distribuțiilor necesită ca observațiile să fie independente și identic distribuite (i.i.d). Deoarece seriile financiare de timp, așa cum sunt și VUAN-urile, prezintă autocorelație și heteroscedasticitate, este necesară eliminarea acestor efecte din seriile de timp. Pentru media condiționată a acestora, seriile sunt estimate cu un proces AR(1), iar pentru varianța condiționată se estimează un model GARCH cu leveraj, deoarece seriile de VUAN prezintă asimetrie în distribuție (*skewness* negativ). Totodată reziduurile sunt modelate cu o distribuție Student-t deoarece distribuția VUAN prezintă cozi groase (clusterizare în jurul mediei cu valori extreme). Reziduurile obținute pentru cele 7 serii de VUAN sunt standardizate cu deviația standard condiționată.

Pentru estimarea unei funcții copula Student-t reziduurile standardizate datele sunt transformate în scara funcției copula (date cu lungime unitară)⁴⁶ cu ajutorul unui kernel care estimează funcția cumulativă de distribuție. O distribuție kernel produce o estimare neparametrică a funcției de distribuție care se adaptează datelor față de o distribuție parametrică arbitrar impusă.

Pe baza structurii de dependență obținute sunt simulate randamente stresate. Aplicăm matricea de stres ipotetică bazată parțial pe șocul istoric din februarie 2020, descrisă mai sus la punctul doi. Simularea este realizată pentru un interval de 4 săptămâni ori 100.000 de simulări ori 7 serii de VUAN.

⁴⁴ Astfel trebuie să verificăm dacă matricea de corelație ipotetică este semidefinită și apropiată de matricea de covarianță ipotetică (ipotetică în sensul că a fost modificată pentru a fi utilizată în scenariul de stres test). Există mai multe măsuri de apropiere care pot fi aplicate pentru două matrici. Una dintre ele este definită cu ajutorul unei matrici normate care este o generalizare a conceptului de lungime pentru un vector. O normă matriceală populară este Frobenius.

⁴⁵ O matrice este pozitiv semidefinită dacă valorile proprii (*eigenvalues*) nu sunt negative.

⁴⁶ Dacă variabilele uniforme sunt transformate cu funcția c.d.f empirică pentru fiecare distribuție marginală, atunci metoda de calibrare este Canonical maximum likelihood (CML).

Intervalul este de 4 săptămâni pentru a putea studia efectul unui șoc asupra VUAN-urilor timp de o lună.

Randamentele VUAN obținute prin această simulare cu funcții copula vor avea: autocorelație, heteroscedasticitate, dependența istorică detectată și impusă prin funcția copula, dar și volatilitățile crescute impuse artificial prin testul de stres.

Rezultatele simulării indică pragul de 5% pentru VaR și media în cazul depășirii pragului de 5% calculată pentru *Expected Shortfall* pentru o luna.

Tabelul 54 Rezultatele simulării pentru VaR_{5%} și ES_{5%} pentru un orizont de timp de 1 lună

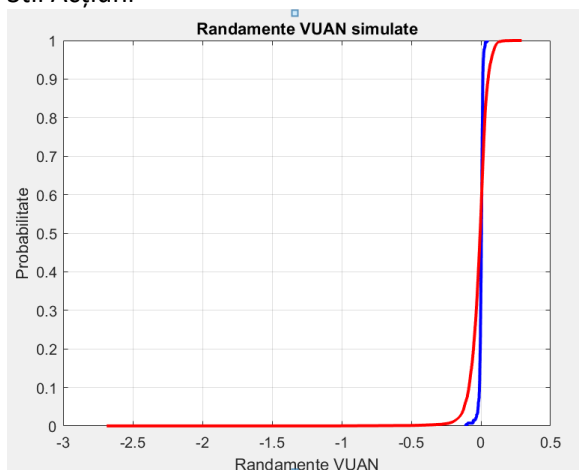
	Acțiuni	Alte fonduri	Defensive	Echilibrat	Flexibil	Bond	Randament absolut
VaR 5%	-12%	0.0%	-2.7%	-5.7%	-5.4%	-2.7%	-4.7%
ES 5%	-19.5%	0.0%	-4.7%	-9.2%	-8.8%	-4.1%	-7.1%

Sursa: ASF

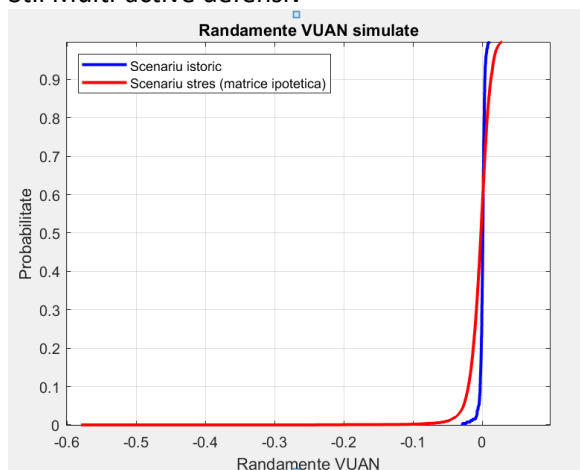
În graficele următoare sunt prezentate simulările obținute cu ajutorul funcției copula și distribuția randamentelor istorice ale VUAN pentru stilurile investiționale studiate în comparație cu randamentele VUAN înregistrate.

Figura 121 Randamente VUAN simulate (roșu) față de randamentele VUAN înregistrate (albastru)

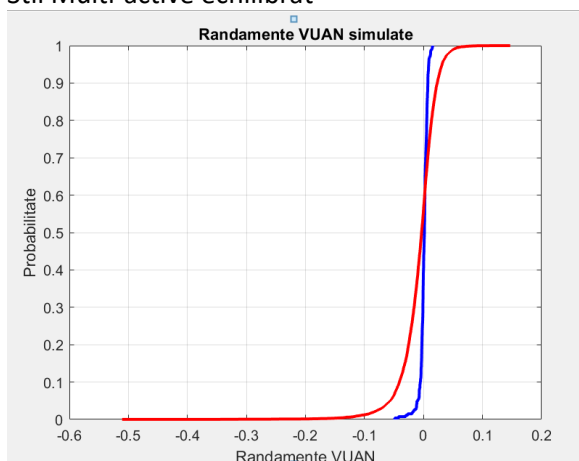
Stil Acțiuni



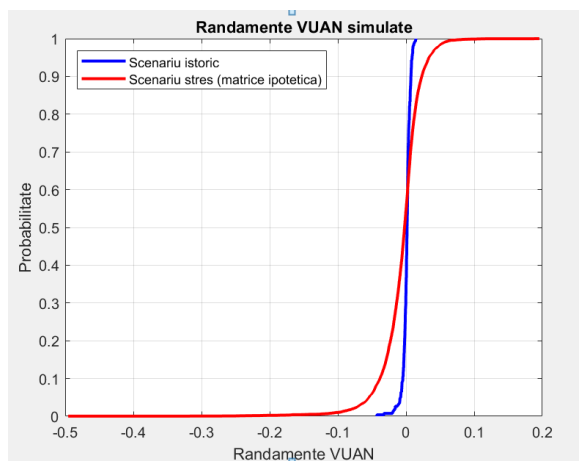
Stil Multi-active defensiv



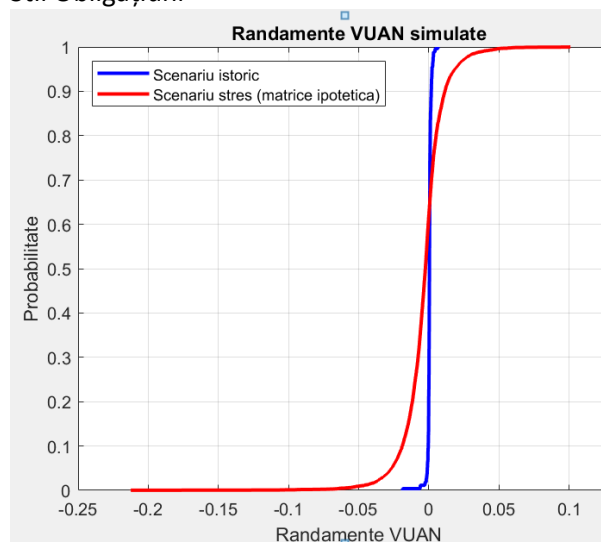
Stil Multi-active echilibrat



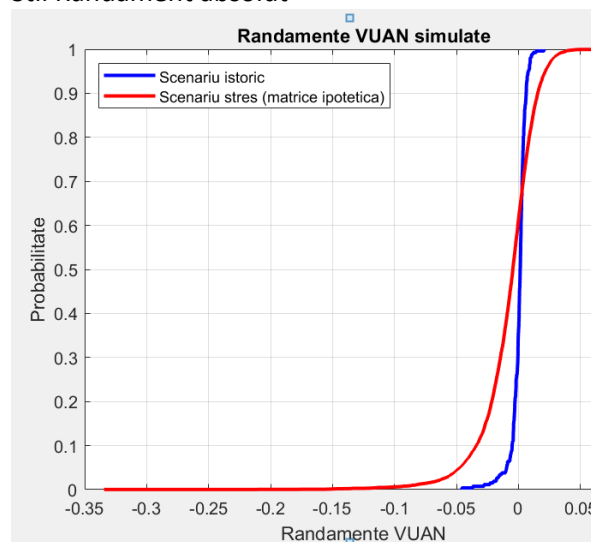
Stil Multi-active flexibil



Stil Obligațiuni



Stil Randament absolut



Sursa: ASF

Dependențele dintre VUAN fondurilor de investiții calculată cu funcții vine-copula

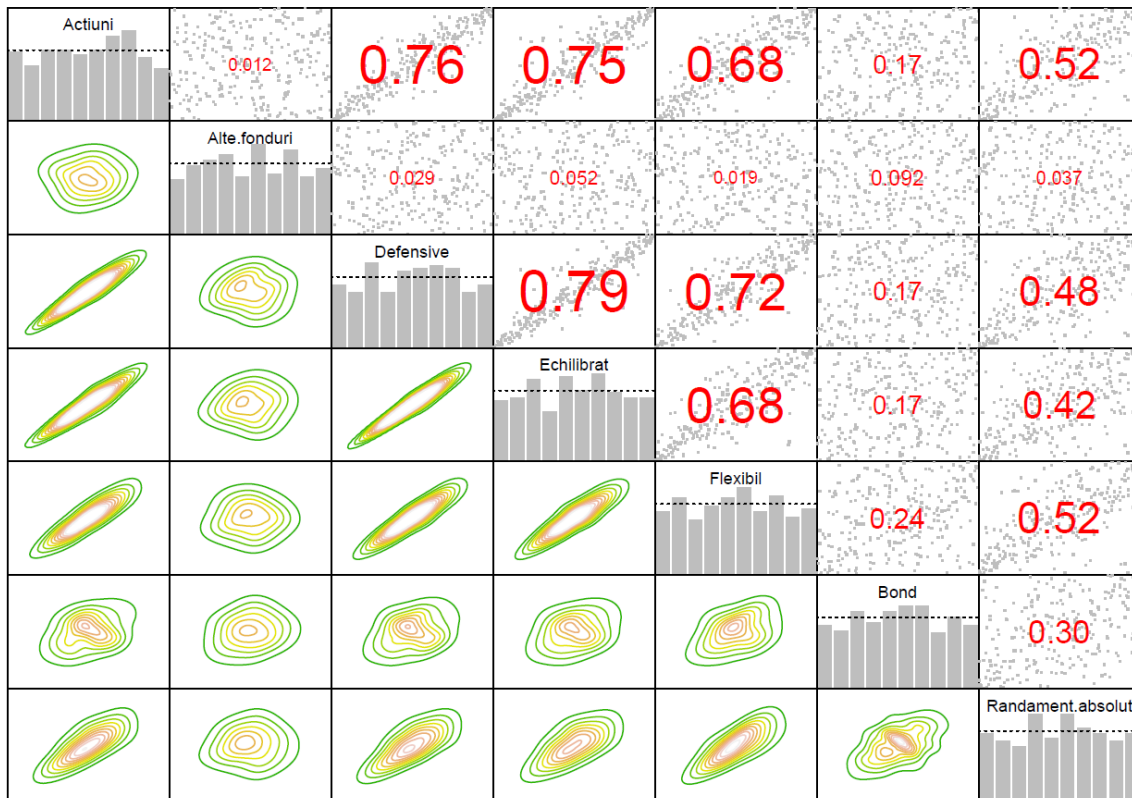
Funcțiile Vine-copula reprezintă o clasă de distribuții speciale construită în dimensiuni arbitrare prin condiționări recursive ale distribuțiilor marginale. Spre deosebire de funcțiile copula multivariate care aplică aceeași structura de dependență, funcțiile **vine copula**⁴⁷ sunt flexibile și pot modela dependențe complexe.

Primii pași sunt similari cu cei de mai sus: modelarea randamentelor VUAN implică eliminarea dependenței de timp și iar ulterior reziduurile standardizate filtrate sunt transformate în intervalul [0 1] cu ajutorul distribuțiilor marginale empirice.

În figura următoare pe diagonala superioară sunt prezentate perechile de date cu valoarea dependenței (Kendall tau) dintre acestea, iar în matricea triunghiulară inferioară sunt contururile empirice ale datelor normalizate în intervalul [0 1]. Conform datelor, condiționările dintre randamente pot fi simulate cu următoarele funcții copula: Tawn2, Tawn2_180= fct copula Tawn 2 rotita 180 grade, Tawn 90=Tawn 2 rotita 90 de grade, SG=Survival Gumbel, t=Student, F=Frank, N=Gaussiană, C=Clayton, G270=Gumbel rotita 270 de grade, I= fct copula independenta, SBB8=survival BB8.

⁴⁷ https://en.wikipedia.org/wiki/Vine_copula

Figura 122 Conturile empirice ale dependențelor Stilurile investiționale



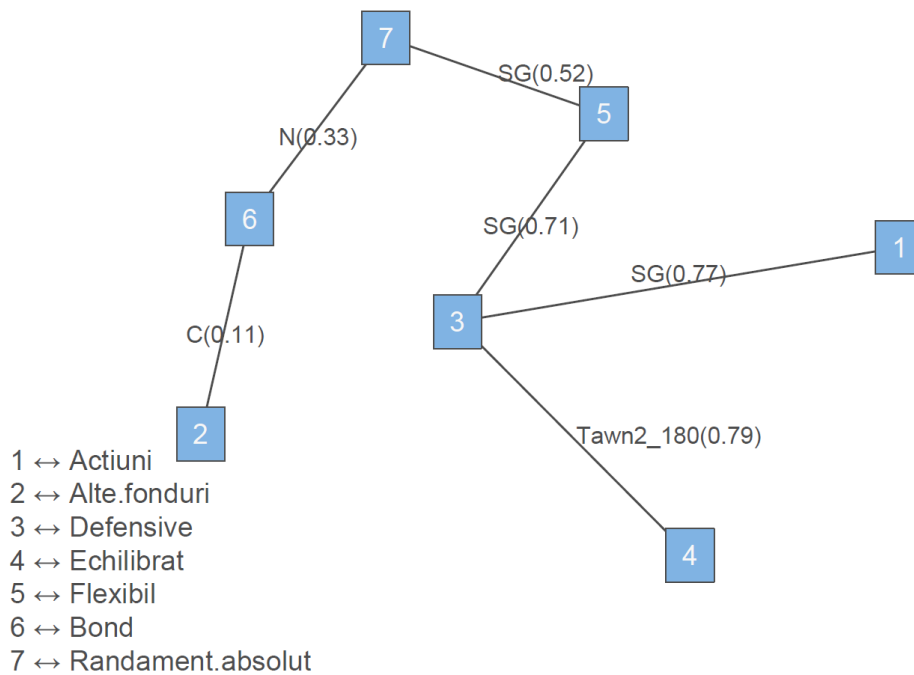
Sursa: ASF

În figura următoare este prezentat un arbore de distribuții⁴⁸: fiecare distribuție marginală este legată de alta distribuție marginală cu ajutorul altei distribuții multivariate care este o funcție copula.

Arborele de distribuție reprezentat mai jos arată că activele deținute de stilul defensiv (3) este influențat de activele deținute de fondurile de investiții tip 1 (Acțiuni) și 4 (Echilibrat) ca urmare a mixului de instrumente deținute de fondurile de investiții care sunt catalogate ca fiind „defensive”. Totodată, se poate observa că nu există un stil investițional central care să transmită șocurile financiare primite la celelalte stiluri.

⁴⁸ Pentru a nu încălca analiza, a fost prezentat doar un arbore de distribuție din cei 6 care au fost calculați pentru exercițiul de stres test.

Figura 123 Arbore de distribuție pentru VUAN fondurilor de investiții



Sursa: ASF

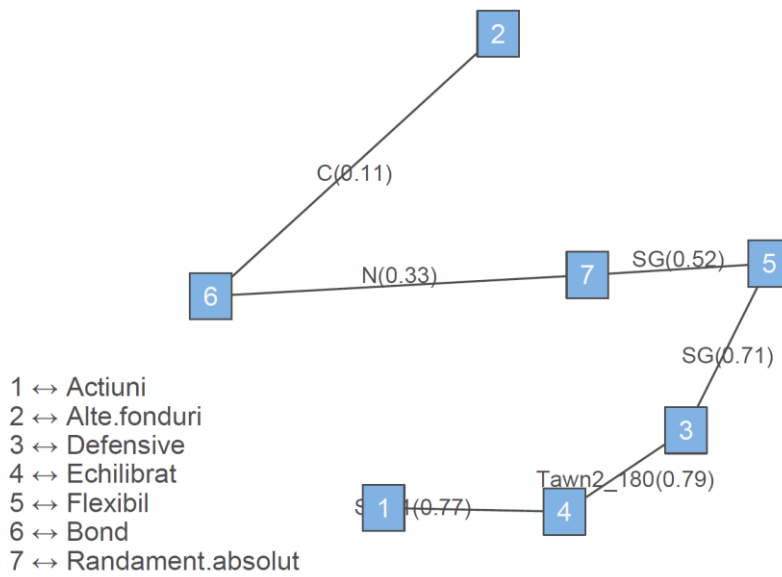
Funcția D-vine⁴⁹ este construită prin alegerea unei ordini specifice a variabilelor. Pentru a găsi ordinea variabilelor, este aplicat un algoritm de tipul TSP⁵⁰ (*traveling salesman*) pentru găsirea celei mai scurte rute.

Ordinea găsită este **2,6,7,5,3,4,1** și se interpretează ca fiind modul în care stilurile investiționale răspund la șocuri financiare și anume de la stilul investițional 2, care răspunde cel mai greu la șocuri până la stilul investițional 1 (Stilul investițional **acțiuni**) care răspunde cel mai rapid și mai puternic la șocuri.

⁴⁹ Kim, D., Kim, J.M., Liao, S.M. and Jung, Y.S., 2013. Mixture of D-vine copulas for modeling dependence. *Computational Statistics & Data Analysis*, 64, pp.1-19.

⁵⁰ <https://www.localsolver.com/docs/last/exampletour/tsp.html>

Figura 124 D-vine: Senzitivitatea fondurilor de investiții la șocuri financiare



Legenda: Tawn2, Tawn2_180= fct copula Tawn 2 rotita 180 grade, Tawn 90=Tawn 2 rotita 90 de grade, SG=Survival Gumbel,t=Student, F=Frank, N=Gaussiană, C=Clayton, G270=Gumbel rotita 270 de grade, I=fct copula independenta, SBB8=survival BB8

Sursa: ASF

Exercițiul de testare la stres a lichidității fondurilor de investiții din România, derulat de către Autoritatea de Supraveghere Financiară prin aplicarea unei metodologii europene, calibrarea și dezvoltarea ei pentru piața locală a reprezentat o etapă importantă pentru adecvarea cadrului de monitorizare a riscurilor în contextul provocărilor existente din punct de vedere al vulnerabilităților și contagiunii pe piețele financiare.

Lista de tabele

Tabelul 1 Stimulente fiscale în țările G20 – economii avansate (stânga) și economii emergente (dreapta)	16
Tabelul 2 Previziuni ale creșterii economice.....	23
Tabelul 3 Randamentele burselor de acțiuni la 30 septembrie 2021	30
Tabelul 4 Indicatori privind sectorul instrumentelor și investițiilor financiare	32
Tabelul 5 Indicatori privind sectorul sistemului de pensii private la 30.09.2021.....	33
Tabelul 6 Descriere variabile	34
Tabelul 7 Tabloul riscurilor pe piețele de valori mobiliare din UE, ESMA.....	42
Tabelul 8 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, octombrie 2021	43
Tabelul 9 Evaluarea riscurilor din perspectiva stabilității financiare	45
Tabelul 10 Contagiunea primită și transmisă în randamentele titlurilor de stat (10 ani)	57
Tabelul 11 Numărul de OPC și SAI	69
Tabelul 12 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei).....	71
Tabelul 13 Structura activelor nete pe categorii de Fonduri Deschise de Investiții	72
Tabelul 14 Evoluția sintetică a celor cinci societăți de investiții financiare	73
Tabelul 15 Evoluția sintetică a Fondului Proprietatea	73
Tabelul 16 Variația anuală a indicilor bursieri locali vs. variația Indicelui Prețurilor de Consum	73
Tabelul 17 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața BVB și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument.....	75
Tabelul 18 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB și SMT.....	77
Tabelul 19 Sinteză activitate de compensare decontare locală netă în monedă națională.....	80
Tabelul 20 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurările generale la 30.06.2021	96
Tabelul 21 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurările de viață la 30.06.2021.....	96
Tabelul 22 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei S1 2017 – S1 2021 pentru AG.....	96
Tabelul 23 Evoluția IBP și a IBP nete de reasigurare aferente perioadei S1 2017 – S1 2021 pentru AG.....	97
Tabelul 24 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei S1 2017 – S1 2021 pentru AV.....	97
Tabelul 25 Evoluția IBP și a IBP nete de reasigurare aferente perioadei S1 2017 – S1 2021 pentru AV	97
Tabelul 26 Coeficientul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 30 iunie 2021, comparativ cu 30 iunie 2020.....	98
Tabelul 27 Evoluția gradului de intermediere	102
Tabelul 28 Venituri din activitatea de intermediere (lei).....	102
Tabelul 29 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în total prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale	103
Tabelul 30 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în total prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață	104
Tabelul 31 Evoluția cotelor de piață aferente societăților de asigurare în funcție de volumul de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale în perioada S1 2015 – S1 2021	105
Tabelul 32 Clasamentul primelor 10 societăți de asigurare în funcție de volumul de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață	106
Tabelul 33 Gradul de penetrare al pensiilor private în anul 2020 (activele totale ale vehiculelor de economisire pentru pensionare % PIB).....	110
Tabelul 34 Investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 30 septembrie 2021	117
Tabelul 35 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 30 septembrie 2021	117
Tabelul 36 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la 6 octombrie 2021	120
Tabelul 37 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la 6 octombrie 2021	121
Tabelul 38 Clasificarea investitorilor pe categorii de membri la sfârșitul anului 2020	127

Tabelul 39 Investiția compensabilă în 2020	127
Tabelul 40 Evoluția portofoliului mediu al unui investitor (EUR).....	129
Tabelul 41 Evoluția portofoliului mediu al unui investitor compensabil integral (EUR)	129
Tabelul 42 Evoluția contribuțiilor inițiale ale membrilor Fondului în perioada 2005 - 2020 (lei).....	129
Tabelul 43 Evoluția contribuțiilor membrilor Fondului în perioada 2005 – iun. 2021 (lei).....	129
Tabelul 44 Resursele medii investite și randamentul mediu anual pe tipuri de instrumente în anul 2020	130
Tabelul 45 Situația dosarelor de daună și a cererilor de plată depuse în 2020 la FGA	131
Tabelul 46 Structura veniturilor FGA în anul 2020	131
Tabelul 47 Structura plasamentelor resurselor financiare ale Fondului de Garantare a Asiguraților la sfârșitul anului 2020.....	132
Tabelul 48 Structura plasamentelor resurselor financiare ale Fondului de Rezoluție pentru Asigurători la sfârșitul anului 2020.....	132
Tabelul 49 Evoluția încasărilor fondurilor destinate garantării	134
Tabelul 50 Măsura HQLA: ponderi de lichiditate în funcție de tipul de activ (în %)	153
Tabelul 51 Șocurile minime de răscumpărare înregistrate în perioada de criză	155
Tabelul 52 VaR (5%) pentru randamentele istorice și pentru randamentele simulate pentru perioada pre-stres (1 ian.2016-1.feb.2020) pentru un orizont de timp de 1 lună	157
Tabelul 53 Valorile minime pentru cele 7 stiluri investiționale (date istorice)	157
Tabelul 54 Rezultatele simulării pentru VaR _{5%} și ES _{5%} pentru un orizont de timp de 1 lună	159

Lista de figuri

Figura 1 Prognozele PIB curente și cele realizate înainte de pandemie	15
Figura 2 Evoluția PIB trimestrial la nivelul UE, variație procentuală anuală, date ajustate sezonier și calendaristic	15
Figura 3 Variația anuală a PIB, 2020 față de 2019 (stânga) și nivelul PIB real (date ajustate sezonier) în T2 2021 față de T4 2019 (T4 2019 = 100) (dreapta)	16
Figura 4 Deficitului bugetar în T2 2021 (% din PIB), axa OX și datoria guvernamentală (% din PIB), axa OY; dimensiunea discurilor reprezintă dimensiunea PIB în S1 2021	17
Figura 5 Evoluția deficitului bugetar (% din PIB) în UE (stânga) și în România (dreapta), date trimestriale ajustate sezonier și calendaristic.....	18
Figura 6 Evoluția stocului datoriei guvernamentale (% din PIB) în UE (stânga) și în România (dreapta)	18
Figura 7 IAPC pe componente pentru Zona Euro și prognoza BCE	19
Figura 8 Rata șomajului (ianuarie 2007 – septembrie 2021), date ajustate sezonier.....	19
Figura 9 Persoane descurajate în a mai căuta un loc de muncă	20
Figura 10 Dinamica PIB trimestrial, serie ajustată sezonier, miliarde lei, prețuri medii ale anului 2000	21
Figura 11 Dinamica PIB pe componente principale (resurse – stânga, utilizări – dreapta), serie ajustată sezonier, miliarde lei, prețuri medii ale anului 2000	22
Figura 12 Contribuția la variația PIB a componentelor sale principale (resurse – stânga, utilizări – dreapta), serie ajustată sezonier, miliarde lei, prețuri medii ale anului 2000	23
Figura 13 Rata șomajului (ianuarie 2007-septembrie 2021).....	24
Figura 14 Numărul de locuri de muncă vacante	24
Figura 15 Persoane descurajate în a mai căuta un loc de muncă	24
Figura 16 Inflația (IPC) și prognoza BNR a IPC	25
Figura 17 Evoluția contului curent, miliarde EUR.....	26
Figura 18 Balanța de plăți.....	26
Figura 19 Structura fluxurilor nete ale contului financiar	26
Figura 20 Dinamica veniturilor guvernamentale, miliarde lei.....	27
Figura 21 Contribuția la dinamica veniturilor guvernamentale	27
Figura 22 Dinamica cheltuielilor guvernamentale, miliarde lei	27
Figura 23 Contribuția la dinamica cheltuielilor guvernamentale.....	27
Figura 24 Evoluția volatilității pe piețele de acțiuni, obligațiuni și mărfuri (2018=100)	28
Figura 25 Evoluția indicilor sectorului bancar și sectorului de asigurări la nivel european (2018 = 100)	29
Figura 26 Evoluția randamentelor obligațiunilor suverane cu maturitatea de 10 ani.....	29
Figura 27 Activele sectorului financiar raportate la PIB.....	31
Figura 28 Activele sectorului financiar nebanca raportate la PIB.....	31
Figura 29 Indicatori privind sectorul asigurări-reasigurări la 30.06.2021.....	33
Figura 30 Indice de incluziune financiară – 2020 pentru piețele financiare bancare & nebanca (piața de asigurări, piața pensiilor private și OPCVM)	35
Figura 31 Indice de incluziune financiară pentru piețele financiare bancare & piața de asigurări 2020.....	37
Figura 32 Indice de incluziune financiară (IIF) – Piețelor financiare bancare & OPCVM 2020.....	37
Figura 33 Indice de incluziune financiară (IIF) – Piețelor financiare bancare & pensii private 2020.....	38
Figura 34 Indicator de stabilitate financiară pentru economia americană (OFR FSI)	50
Figura 35 Indicator de tensiune financiară – România (CLIFS).....	52
Figura 36 Indicator CISS pentru riscul sistemic.....	53
Figura 37 Inflație (y-o-y).....	54
Figura 38 PIB (y-o-y).....	54
Figura 39 Producția industrială (y-o-y).....	54

Figura 40 Șomaj (y-o-y)	54
Figura 41 Indice de sentiment european.....	55
Figura 42 Evoluția pe termen scurt – extinderea contagiunii evoluția indicilor (deviație standard).....	55
Figura 43 Indice de contagiune pentru titlurile de stat (10 ani).....	56
Figura 44 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru	58
Figura 45 Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România.....	59
Figura 46 Influența burselor externe asupra randamentelor pieței de acțiuni domestice (descompunerea istorică a șocurilor primite - model VAR)	60
Figura 47 Gruparea piețelor de capital europene pe termen lung (2006-2021)	61
Figura 48 Gruparea piețelor de capital europene pe termen scurt (2021Q2--2021 Q3).....	62
Figura 49 Indicatori de stabilitate financiară pentru piețele financiare nebancaire.....	64
Figura 50 Indicator de stabilitate financiară pentru piețele financiare nebancaire (model DFM mixt).....	64
Figura 51 Actiunile nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 30 iunie 2021.....	67
Figura 52 Actiunile nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 30 iunie 2020.....	68
Figura 53 Depozitarii activelor OPC.....	69
Figura 54 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 30.06.2021) 70	
Figura 55 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC (milioane lei)	70
Figura 56 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC	71
Figura 57 Evoluția comparativă a indicilor BET și BET-FI	74
Figura 58 Evoluția indicilor BVB în perioada ianuarie 2020-septembrie 2021 (31.12.2019 = 100).....	75
Figura 59 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni)	76
Figura 60 Valoarea tranzacționată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 30 iunie 2021	78
Figura 61 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF	78
Figura 62 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii (stânga), raportată la numărul de conturi active (dreapta).....	79
Figura 63 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor.....	79
Figura 64 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în S1 2021.....	80
Figura 65 Valoare tranzacții (milioane RON) pentru anul 2020 și 2021.....	81
Figura 66 Nivelul de stres în sistemul financiar european.....	82
Figura 67 Indicele de turbulență pe piețele financiare internaționale	82
Figura 68 Evoluția numărului de cazuri noi vs. indicele BET.....	84
Figura 69 Volatilitatea indicilor bursieri locali - GARCH (1,1).....	85
Figura 70 Structura investițională agregată a societăților de asigurare din Europa (Trim. II 2021, 30 de țări) ...	89
Figura 71 Structura investițională agregată a societăților de asigurare din România (Trim. II 2021)	89
Figura 72 Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB.....	90
Figura 73 Densitatea asigurărilor (EUR).....	90
Figura 74 Structura pieței asigurărilor în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață (Trim. II 2021).....	91
Figura 75 Ratele cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței minime de capital (MCR) (Trim. II 2021). 91	
Figura 76 Evoluția ponderii activității de asigurări generale și de asigurări de viață în total prime brute subscrise	92
Figura 77 Ponderele primelor brute subscrise în funcție de clasele de asigurări în total prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale.....	93
Figura 78 Ponderele primelor brute subscrise în funcție de clasele de asigurări în total prime brute subscrise (AV)	94
Figura 79 Dinamica structurii pe clase a indemnizațiilor brute plătite (AG)	95
Figura 80 Evoluția excedentelor activelor față de datorii (miliarde lei) ale societăților de asigurare	99
Figura 81 Evoluția cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței de capital minim (MCR)	100

Figura 82 Evoluția fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital de solvabilitate, respectiv cerința de capital minim	100
Figura 83 Ratele SCR și MCR la nivelul pieței	101
Figura 84 Evoluția ratei daunei și a ratei combinate a daunei pentru principalele clase de asigurări generale în perioada 2019 – 2021	101
Figura 85 Structura investițională a fondurilor de pensii în statele europene în anul 2020 (%)	111
Figura 86 Rata de rentabilitate a investițiilor, dec 2019-dec. 2020, în statele europene (%)	112
Figura 87 Activele sistemului de pensii private (miliarde lei)	113
Figura 88 Cota de piață (% activ total) a fondurilor de pensii din sistemul pensiilor private, septembrie 2021 ..	113
Figura 89 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 septembrie 2021	114
Figura 90 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 septembrie 2021	114
Figura 91 Activele fondurilor de pensii private deținute de depozitari (Pilon II și III, la 30 septembrie 2021) ...	115
Figura 92 Structura activelor fondurilor de pensii private la 30 septembrie 2021	116
Figura 93 Distribuția pe țări a activelor fondurilor de pensii private la 30 septembrie 2021	118
Figura 94 Expunerea valutară a activelor fondurilor de pensii private la 30 septembrie 2021	118
Figura 95 Evoluția ratelor de rentabilitate a fondurilor de pensii administrate privat	119
Figura 96 Evoluția ratelor de rentabilitate a fondurilor de pensii facultative	119
Figura 97 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei)	120
Figura 98 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III	121
Figura 99 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II	124
Figura 100 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (ian. 2018=100%).....	124
Figura 101 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III	125
Figura 102 Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (ian. 2018 =100%).....	125
Figura 103 Evoluția numărului de membri FCI pe categorii	126
Figura 104 Evoluția numărului de investitori	127
Figura 105 Evoluția indicelui de acoperire a expunerii Fondului	128
Figura 106 Structura plăților de despăgubiri efectuate de către FGA în anul 2020	131
Figura 107 Evoluția contribuțiilor la FGA în perioada 2014 - 2020	132
Figura 108 Structura portofoliului FGDSPP la sfârșitul anului 2020	135
Figura 109 Evoluția alocării resurselor fondului de garantare în perioada 2014 - 2020.....	135
Figura 110 Emisiile anuale de gaze cu efect de seră și posibile traiectorii la nivel global.....	142
Figura 111 Emisiile anuale de gaze cu efect de seră/locuitor	143
Figura 112 PIB/locuitor (mii Euro).....	143
Figura 113 Relația dintre consumul de energie/locuitor și PIB/locuitor.....	143
Figura 114 Emisii ajustate cu PIB/locuitor	144
Figura 115 Consum energetic raportat la PIB	144
Figura 116 Emisii raportate la consumul energetic.....	144
Figura 117 Structura unui test de stres	151
Figura 118 Descompunerea volatilității pieței de capital din România	152
Figura 119 Măsura HQLA pentru stilurile investiționale (% din activul total)	153
Figura 120 Durata de lichidare a poziției (% din activul total)	154
Figura 121 Randamente VUAN simulate (roșu) față de randamentele VUAN înregistrate(albastru).....	159
Figura 122 Conturile empirice ale dependențelor Stilurile investiționale.....	161
Figura 123 Arbore de distribuție pentru VUAN fondurilor de investiții	162
Figura 124 D-vine: Sensitivitatea fondurilor de investiții la șocuri financiare	163

Listă abrevieri

AG	=	Asigurări Generale
AIFMD	=	Directiva privind administratorii fondurilor de investiții alternative
AOPC	=	Alte Organisme de Plasament Colectiv
ASF	=	Autoritatea de Supraveghere Financiară
ATM	=	Automated Teller Machine/ bancomat
AV	=	Asigurări de Viață
BERD	=	Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BET	=	Bucharest Exchange Trading
BNR	=	Banca Națională a României
BVB	=	Bursa de Valori București
CASCO	=	Casualty and Collision
CE	=	Comisia Europeană
CDS	=	Credit default swap
CISS	=	Indicator compozit al stresului sistemic
CLIFS	=	Indicele la nivel de țară al stresului financiar
CMR	=	Convenția privind contractul de transport internațional de mărfuri pe șosele
CNSM	=	Comitetul Național de Supraveghere Macroprudențială
CNSP	=	Comisia Națională de Strategie și Prognoză
CNVM	=	Comisia Națională a Valorilor Mobiliare
COVID-19	=	Boala infecțioasă cauzată de coronavirusul cel mai recent descoperit
CSDR	=	Registrul Depozitarilor Centrali
DLT	=	Distributed Ledger Technology
ECB/BCE	=	European Central Bank (Banca Centrală Europeană)
EFAMA	=	European Fund and Asset Management Association
EIOPA	=	Autoritatea Europeană de Asigurări și Pensii Ocupaționale
EMIR	=	Regulamentului (UE) nr. 648/2012 privind infrastructurile europene de piață
ESA	=	European Supervisory Authorities (Autoritățile Europene de Supraveghere)
ESG	=	Environment, Sustainability and Governance
ESMA	=	Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe
ESRB	=	Consiliul European pentru Risc Sistemic
ETF	=	Fonduri tranzacționate la bursă
EUGBS	=	European Green Bond Standards
FCI	=	Fondul de Compensare a Investitorilor
FDI	=	Fonduri Deschise de Investiții
FED	=	Sistemul Federal de Rezerve al Statelor Unite ale Americii
FGA	=	Fondul de Asigurare al Asiguraților
FGDSPP	=	Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private

FIA	=	Fonduri de Investiții Alternative
FÎI	=	Fonduri Închise de Investiții
FinTech	=	Financial technology
FMI	=	Fondul Monetar Internațional
FoE	=	Libertatea de stabilire
FoS	=	Libera circulație a serviciilor
FP	=	Fondul Proprietatea
FPAP	=	Fond de Pensii Administrat Privat
FPF	=	Fondul de Pensii Facultative
G20	=	Grupul celor douăzeci de miniștri ai finanțelor și ai guvernatorilor băncilor centrale
HHI	=	Herfindahl–Hirschman Index
HQLA	=	High Quality Liquid Assets
IAPC	=	Indicele armonizat al prețurilor de consum
IBP	=	Indemnizații Brute Plătite
IFN	=	Instituție Financiară Nebancară
IFC	=	International Finance Corporation
IIF	=	Indicatorul de incluziune financiară
IMM	=	Întreprinderi Mici și Mijlocii
INS	=	Institutul Național de Statistică
InsurTech	=	Insurance technology
IPC	=	Indicele prețurilor de consum
IPO	=	Ofertă publică inițială
IORP II	=	Directiva (UE) 2016/2341 a Parlamentului European și a Consiliului privind activitățile și supravegherea instituțiilor pentru furnizarea de pensii ocupaționale
IT	=	Tehnologia Informației
LEI	=	Legal Entity Identifier
MAR	=	Regulamentul privind Abuzul pe Piață
MCR	=	Cerințe de Capital Minim
MF	=	Ministerul Finanțelor
MiCA	=	Regulamentul privind piețele cripto-activelor
MiFID II	=	Directiva privind Piețele de Instrumente Financiare
MiFIR	=	Regulamentul privind Piețele de Instrumente Financiare
MMFR	=	Regulamentul european privind fondurile din piața monetară
MSCI	=	Morgan Stanley Capital International
NFRD	=	Non-Financial Reporting Directive
OECD	=	Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
OFR	=	Biroul de Studii Financiare
OFR - FSI	=	Indicele de stres financiar
ONU	=	Organizația Națiunilor Unite

OMS	=	Organizația Mondială a Sănătății
OPC/CIS	=	Organisme de Plasament Colectiv/ Collective Investment Schemes
OPCVM/UCITS	=	Organisme de Plasament Colectiv în Valori Mobiliare
OUG	=	Ordonanță de Urgență a Guvernului
PBS	=	Prime brute subscrise
PIB	=	Produsul Intern Brut
RCA	=	Asigurarea Obligatorie de Răspundere Civilă Auto
SAI	=	Societate de Administrare a Investițiilor
SCR	=	Cerințe de capital de solvabilitate
SEE	=	Spațiul Economic European
SFDR	=	Sustainable Finance Disclosure Regulation
SFTR	=	Regulamentul privind tranzacțiile de finanțare a valorilor mobiliare
SIF	=	Societate de Investiții Financiare
SMT	=	Sistem Multilateral de Tranzacționare
Solvency II	=	Solvabilitate II
SSIF	=	Societate de Servicii de Investiții Financiare
STRESI	=	Stress simulation for investment Funds
SUA	=	Statele Unite ale Americii
TVA	=	Taxa pe Valoarea Adăugată
UE	=	Uniunea Europeană
UK	=	Regatul Unit
VTC	=	Valoarea tranzacțiilor după compensare
VTD	=	Valoarea tranzacțiilor decontate
VUAN	=	Valoarea unitară a activului net

Clasele de asigurare

Asigurări generale

A1 – accidente

A2 - sănătate

A3 - vehicule terestre, exclusiv materialul feroviar rulant

A4 - material feroviar rulant

A5 - aeronave

A6 - nave maritime, lacustre și fluviale

A7- bunuri în tranzit

A8 - incendiu și calamități naturale (pentru alte bunuri decât cele asigurabile în clasele A3-A7)

A9 - grindină, îngheț și alte riscuri decât cele prevăzute în clasa A8 (pentru alte bunuri decât cele asigurabile în clasele A3-A7)

A10 - răspundere civilă auto, pentru utilizarea vehiculelor auto terestre, inclusiv răspunderea transportatorului

A11 - răspundere civilă pentru utilizarea aeronavelor, inclusiv răspunderea transportatorului

A12 - răspundere civilă pentru utilizarea vaselor maritime, lacustre și fluviale, inclusiv răspunderea transportatorului

A13 - răspundere civilă generală, exclusiv cea menționată la clasele A10-A12

A14 - credit

A15 - garanții

A16 - pierderi financiare

A17 - protecție juridică

A18 - asistență pentru persoane aflate în dificultate în timpul deplasărilor ori absenței de la domiciliu sau reședința obișnuită

Asigurări de viață

C1 - asigurări de viață, anuități și asigurări de viață suplimentare

C2 - asigurări de căsătorie și de naștere

C3 - asigurări de viață și anuități legate de fondurile de investiții

C4 - tontine

C5 - operațiuni de capitalizare bazate pe calcule actuariale

C6 - administrarea fondurilor colective de pensii

C7 - operațiunile legate de durata vieții umane, conform legislației asigurărilor sociale

A1 – accidente

A2 – sănătate