

# **RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIETELOR FINANCIARE NEBANCARE**



RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIETELOR  
FINANCIARE NEBANCARE  
2/2022

## CUPRINS

<b>Introducere .....</b>	<b>1</b>
<b>1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional .....</b>	<b>4</b>
1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale .....	6
1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale.....	14
<b>2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebankare.....</b>	<b>23</b>
2.1. Stabilitatea financiară pe piețele financiare din UE.....	24
2.2. Piețele europene de capital .....	25
2.3. Piața asigurărilor din UE.....	30
2.4. Principalele vulnerabilități și riscuri la nivel național din perspectiva stabilității financiare	33
<b>3. Interconectarea piețelor financiare nebankare.....</b>	<b>36</b>
3.1. Nivelul de stres în sistemul financiar .....	38
3.2. Indicele de contagiune pentru titlurile suverane.....	43
3.3. Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa .....	44
3.4. Dinamica pe termen scurt și pe termen lung a pieței de capital din România.....	48
<b>4. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare .....</b>	<b>52</b>
4.1. Evoluția piețelor financiare la nivel european și internațional.....	52
4.2. Evoluția indicilor bursieri din Romania .....	53
4.3. Tipare de risc sistemic pe piața de capital din România .....	55
4.4. Metode de evaluare a performanței ajustate la risc pentru fondurile de investiții .....	81
<b>5. Stabilitatea pieței asigurărilor .....</b>	<b>91</b>
5.1. Piața asigurărilor în context european .....	92
5.2. Entități relevante sistemic .....	100
5.3. Solvabilitatea pieței asigurărilor .....	102
5.4. Lichiditatea pieței asigurărilor .....	111
5.5. Profitabilitatea societăților de asigurare .....	115
5.6. Riscuri și vulnerabilități ale sistemului de asigurări din România.....	117
<b>6. Stabilitatea pieței pensiilor private .....</b>	<b>132</b>
6.1. Piața pensiilor private în context european .....	132
6.2. Entități relevante sistemic.....	138
6.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România .....	139
6.4. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private .....	148
<b>7. Cripto-actele și riscurile acestora pentru stabilitatea financiară .....</b>	<b>152</b>
7.1. Falimentul FTX .....	152
7.2 Tendințe, riscuri și vulnerabilități ale criptoactivelor.....	155

7.3. Cripto-acti­vele: fapte stilizate .....	157
7.4. Cripto-acti­vele si generarea de bule speculative .....	158
Listă tabele .....	163
Listă grafice.....	164

## Introducere

La finalul anului 2022, principalele riscuri la adresa piețelor financiare au rezultat din contextul geopolitic și macroeconomic deteriorat, caracterizat printr-o inflație ridicată, ca urmare a creșterii prețurilor energiei, cu impact negativ asupra veniturilor disponibile ale consumatorilor. Noile vulnerabilități la adresa sistemului financiar generate de criza energetică, contextul geopolitic și de mediul inflaționist, s-au suprapus peste o economie slăbită de efectele pandemiei COVID-19, întrerupând cel puțin temporar redresarea economiilor europene. Astfel, înăsprirea condițiilor financiare și incertitudinea sporită au avut efecte puternice asupra activității economice, în sensul unei amânări a proiectelor de investiții de către companii, concomitent cu o reducere a consumului gospodăriilor.

Pe fondul războiului dintre Rusia și Ucraina, a sancțiunilor impuse și al perturbărilor comerțului internațional, condițiile de piață s-au înrăutățit, iar creșterea costurilor energiei și blocajele din partea ofertei au determinat scăderi importante ale prețurilor activelor în semestrul I 2022 și au afectat redresarea piețelor financiare începută în anul 2020.

Probabilitatea ca scenariile extreme de risc să se materializeze a crescut de la începutul anului 2022 și a fost exacerbată de evoluțiile geopolitice recente. Aceste evoluții geopolitice au impact asupra prețurilor și aprovizionării cu energie, iar o inflație mai mare decât cea așteptată înăsprește condițiile financiare, ceea ce poate amplifica stresul în sectorul financiar.

În acest context macrofinanciar vulnerabil, autoritățile europene cu atribuții în domeniul reglementării și supravegherii piețelor financiare au luat o serie de măsuri necesare pentru gestionarea riscurilor la adresa consumatorilor și stabilității piețelor, inclusiv prin emiterea unor avertismente. Astfel, Comitetul European pentru Risc Sistemic (ESRB) a comunicat în a doua parte a anului 2022 îngrijorările cu privire la creșterea incertitudinii și probabilitatea ridicată ca scenariile de riscuri extreme să se materializeze, emițând în acest sens și un avertisment general. ESRB a identificat, de asemenea, o serie de riscuri severe pentru stabilitatea financiară, care se pot materializa simultan, amplificându-și reciproc impactul, în timp ce riscurile pentru stabilitatea financiară care decurg din scăderea bruscă a prețurilor activelor au rămas unele ridicate. În plus, a crescut probabilitatea apariției unor incidente cibernetice la scară largă care să afecteze sistemul financiar.

Pe plan european, creșterea riscului ratei dobânzii a afectat performanța fondurilor de investiții, ceea ce a determinat creșterea cererilor de răscumpărare, în special pentru fondurile de obligațiuni și fondurile monetare. În același timp, corecții masive au fost înregistrate și pe piețele de criptoactive, care au scăzut cu aproximativ 70% în 2022.

Pentru sectorul european de asigurări, principalele riscuri și vulnerabilități identificate de către EIOPA au rămas cele de natură macroeconomică, această categorie menținându-se la un nivel ridicat. De asemenea, EIOPA subliniază faptul că riscurile de profitabilitate și de solvabilitate se află la un nivel mediu, pe fondul unor poziții bune de solvabilitate ale societăților de asigurare. Totodată, pentru a evalua reziliența fondurilor de pensii ocupaționale în contextul tranziției către o economie verde, EIOPA a derulat

primul test de stres al sectorului de pensii, în cadrul unui scenariu privind schimbările climatice care simulează o tranziție bruscă și dezordonată către o economie verde, ca urmare a întârzierii punerii în aplicare a măsurilor politice. Rezultatele au arătat expuneri semnificative ale fondurilor de pensii ocupaționale la riscurile de tranziție, cele mai mari scăderi fiind înregistrate de plasamentele în acțiuni și obligațiuni și au confirmat faptul că există în continuare dificultăți în integrarea factorilor ESG în deciziile investiționale și în alocarea portofoliilor în diferite categorii sensibile față de riscurile climatice.

Anul 2022 a marcat sfârșitul unui ciclu de relaxare cantitativă. Programele de relaxare cantitativă (QE) ale băncilor centrale, au fost concepute ulterior crizei financiare din 2007-2009 pentru a stabiliza piețele financiare. În 2022 cele mai multe bănci centrale au demarat o politică monetară de creștere rapidă a ratelor de politică monetară (QT). Politicile băncilor centrale au fost sprijinite după 2020 și de un mix de politici macroprudențiale care au facilitat creșterea piețelor de capital.

Din perspectiva interconexiunilor pe piețele financiare, în anul 2022 s-au înăsprit considerabil condițiile financiare, pe măsură ce dezechilibrele economice s-au intensificat. Băncile centrale au majorat succesiv ratele dobânzilor, pentru a combate inflația, creșterea ratelor de politică monetară din Europa conducând la un nivel ridicat de contagiune a randamentelor titlurilor de stat pentru toate maturitățile. Cu toate acestea, indicele de contagiune pentru titlurile de stat este în prezent la un nivel mai redus față de anul 2020.

Astfel, riscul macroeconomic, riscul de piață și riscul operațional se mențin la un nivel ridicat. În scenariul apariției unor noi șocuri economice, sunt posibile noi corecții importante pe piețele financiare internaționale și locale. Cu toate că unele riscuri estimate nu s-au materializat, vulnerabilitățile existente cresc sensibilitatea în scenariul unor noi șocuri neanticipate. Dacă se materializează unele scenarii extreme, stabilitatea financiară va fi afectată printr-o scădere bruscă a prețurilor activelor. Riscul operațional s-a intensificat o dată cu creșterea frecvenței atacurilor cibernetice în contextul conflictului militar Rusia Ucraina.

Pe piața locală, analiza măsurilor de risc sistemic aferente companiilor incluse în indicele BET arată o înăsprire a riscului în perioadele decembrie 2018, martie – aprilie 2020, decembrie – martie 2022 și finalul lunii septembrie 2022. Independent de măsura de risc sistemic utilizată, au fost observate momente de creștere a riscului sistemic specific companiilor din indicele BET, manifestându-se tipare simultane pentru companiile incluse, independent de sectorul de activitate, cu potențial consistent de expansiune.

Pe piața asigurărilor din România, volumul subscrierilor a crescut semnificativ în primele 6 luni, în principal în urma majorării valorii primelor brute subscrise pentru asigurarea de răspundere civilă auto și pentru cea de răspundere a transportatorilor. Rata cerinței de capital de solvabilitate pentru societățile de asigurare din România s-a menținut una supraunitară, dar la un nivel mai redus față de poziția de solvabilitate pe plan european, pentru care a avut loc o ușoară îmbunătățire. Pentru activitatea de asigurări generale, riscul de lichiditate s-a menținut la un nivel similar cu cel înregistrat la finalul lunii decembrie 2021, în timp ce pentru activitatea de asigurări de viață, acesta a înregistrat o scădere moderată. Cu toate acestea, societățile dețin un nivel supraunitar al indicatorului de lichiditate, ceea ce

indică un nivel suficient al activelor pentru asigurarea onorării obligațiilor față de asigurați, conform raportărilor societăților de asigurare către ASF.

Pe piața fondurilor de pensii private, vulnerabilitățile persistente din punct de vedere macrofinanciar au contribuit la diminuări ale ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii private, la finalul lunii septembrie 2022, comparativ cu aceeași perioadă a anului trecut. Investițiile fondurilor de pensii private sunt bazate pe principiul administrării prudente, astfel încât să asigure securitatea, diversificarea, calitatea, lichiditatea și profitabilitatea activelor fondului de pensii private, iar cadrul legal presupune limite maxime din portofoliile fondurilor atât pe clase de active, cât și pe dețineri individuale, pentru a permite diversificarea riscurilor și a evita concentrarea portofoliilor. De asemenea, 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. Deși a traversat mai multe perioade turbulente, de la înființarea sa, sistemul de pensii private din România a depășit cu bine atât crizele financiare anterioare, cât și diverse momente de volatilitate și de scăderi pe piețele financiare, acestea revenind pe o traiectorie pozitivă în scurt timp. Cu toate acestea, performanțele anterioare nu constituie garanții privind rezultatele viitoare, cu atât mai mult cu cât evoluțiile curente lansează multe provocări de ordin structural, având în vedere dinamica geopolitică pe plan global și tranziția către economii sustenabile din punct de vedere climatic.

Un alt segment al pieței financiare care a avut o dezvoltare rapidă este cel al crypto-activelor. Un eveniment major în lumea cryptoactivelor, a avut loc pe 11 noiembrie 2022, când FTX, o platformă de tranzacționare de cryptoactive situată pe locul trei la nivel mondial după capitalizare, a intrat în faliment. Valoarea de piață a cryptoactivelor a scăzut de la aproximativ 3 trilioane de dolari în 2021 la 830 de miliarde la sfârșitul anului 2022, iar această prăbușire rapidă arată cât de fragilă este această piață lipsită de fundamente și utilitate economică.

Piața cryptoactivelor continuă să fie afectată de fraude și investigații și la începutul anului 2023. Într-o anchetă penală în derulare, procurorii bulgari susțin că firma *Nexo*, un creditor de cryptoactive, este implicată într-o schemă infracțională internațională pe scară largă care implică activități de spălare de bani și încălcări ale sancțiunilor financiare globale împotriva Rusiei. În acest context riscurile specifice pe care le generează tranzacțiile cu cryptoactive, volatilitatea ridicată și facilitarea unor acte ilicite (spălare de bani, finanțarea unor activități criminale) ca urmare a faptului că verificările de conformitate și de cunoaștere a clientului sunt mai puțin sau deloc aplicate, pot genera bule speculative și conduce la creșterea riscului sistemic.

Cu toate că aceste piețe nu sunt încă reglementate de autoritățile competente, la nivel european a fost inițiat un vast proiect de reglementare a piețelor de cryptoactive. Proiectul MiCA este menit să reglementeze piețele de cryptoactive, ofertele primare de cryptoactive (Initial Coin Offering), furnizorii de servicii cu cryptoactive și serviciile conexe. MiCA face parte dintr-un pachet mai amplu de măsuri privind finanțele digitale, care include și Legea privind reziliența operațională digitală (DORA) și Regulamentul privind regimul pilot DLT (care se va aplica începând cu 23 martie 2023).

## 1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional

Economia globală continuă să se confrunte cu provocările generate de războiul din Ucraina, de creșterea bruscă a ratei inflației, dar și de încetinirea economiei din China. Economiiile europene rămân însă cele mai afectate, datorită apropierii geografice de război și dependenței puternice (deși în scădere) de importurile de combustibili fosili.

În perioada post pandemie și până la începerea războiului, pe măsură ce măsurile de izolare au fost relaxate, cheltuielile au crescut, o dată ce consumatorii au reluat călătoriile, iar restaurantele, hotelurile și alte servicii și-au reluat activitatea, astfel că economiile au început să recupereze din pierderi. Cu toate că rata inflației a afectat o parte din ceea ce s-a recuperat în această perioadă, creșterea reală a PIB-ului în Uniunea Europeană în primele două trimestre ale anului 2022 a depășit așteptările (5,6% în trimestrul I și 4,4% în trimestrul II, comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent). În zona euro, creșterea PIB a fost de 5,6% în T1 2022 și de 4,4% în T2 2022.

În trimestrul III 2022, creșterea economică a încetinit considerabil, comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent aceasta situându-se la 2,5 % în UE și la 2,4% în Zona Euro. Încetinirea din trimestrul III a avut loc în condițiile în care efectele puternice ale redeschiderii economiei post-pandemie și ale reducerii întreruperilor în lanțurile de aprovizionare au fost atenuate de diminuarea încrederii și de intensificarea importurilor, împreună cu încetinirea exporturilor și inflația ridicată.

Conform prognozei interimare de iarnă emisă de Comisia Europeană, perspectivele de creștere economică atât pentru zona euro, cât și pentru UE au fost îmbunătățite față de ultima prognoză din toamnă, ambele zone fiind orientate să evite recesiunea tehnică care a fost anticipată pentru începutul anului.

Pentru anul 2022, creșterea economică a fost estimată la 3,5% atât în UE, cât și în zona euro. Pentru anul 2023, se estimează că PIB-ul va crește cu 0,8% în UE și cu 0,9% în zona euro, iar în anul 2024, PIB-ul va crește cu 1,6% în UE și 1,5% în zona euro.

În prognoza economică de toamnă, Comisia Europeană se aștepta ca UE, zona euro și majoritatea statelor membre să intre în recesiune în iarna 2022/2023.

Inflația a continuat să depășească așteptările și s-a propagat la nivelul componentelor din structura acesteia, în ciuda scăderilor pronunțate ale prețurilor gazelor naturale și ale energiei electrice, a reducerii cererii, a atenuării blocajelor la nivelul ofertei și a măsurilor guvernamentale de limitare a dinamicii prețurilor produselor energetice. Rata anuală a inflației în zona euro (măsurată prin indicele armonizat al prețurilor de consum - IAPC) a fost de 9,2% în decembrie 2022, în scădere comparativ cu valoarea înregistrată în luna noiembrie 2022 (10,1%), conform datelor publicate de Eurostat.

Datoria guvernamentală și deficitele bugetare au început să scadă în 2021 și 2022 pentru UE și Zona Euro, dar au rămas peste nivelurile înregistrate înaintea pandemiei. La sfârșitul trimestrului III 2022, în zona euro, raportul datoriei guvernamentale față de PIB a fost de 93%, comparativ cu 94,2% la sfârșitul

trimestrului II 2022 și cu 97,3% la sfârșitul trimestrului III 2021. De asemenea, în UE, datoria guvernamentală raportată la PIB a scăzut, de la 86,4% în T2 2022 și de la 89,7% în T3 2021, la 85,1%.

Conform proiecțiilor Comisiei Europene, pentru anul 2022 deficitul bugetar este estimat la 3,4% din PIB în UE și la 3,5% în zona euro<sup>1</sup>. În 2023, deficitul bugetar este proiectat la 3,6% în UE și la 3,7% în zona euro. Comisia Europeană prognozează un deficit bugetar pentru România de 6,5% din PIB pentru anul 2022 și de 5% din PIB pentru anul 2023.

Pentru România, creșterea economică este estimată de Comisia Europeană la 4,5% în 2022, 2,5% în 2023 și 3% în 2024. Totodată, FMI prognozează o creștere economică de 4,8% în 2022, nemodificată față de proiecția efectuată în septembrie în conformitate cu articolul IV<sup>2</sup>, iar pentru anul 2023, creșterea economică a fost ajustată la 3,1%, de la 3,4%.

Pe plan intern, Comisia Națională de Strategie și Prognoză (CNSP) prognozează pentru anul 2022 o creștere economică de 4,9%, cu 0,3 pp peste nivelul estimat în scenariul din prognoza de toamnă (4,6%).

Conform INS, Produsul intern brut al României în trimestrul III 2022 a fost, în termeni reali, mai mare cu 1,2% (date ajustate sezonier), comparativ cu trimestrul II 2022. Față de același trimestru din anul 2021, Produsul intern brut a înregistrat o creștere cu 3,8% pe seria brută și cu 4,6% pe seria ajustată sezonier. Din punct de vedere al resurselor, cea mai mare componentă a PIB o reprezintă sectorul serviciilor, cu o pondere de 71% (T3 2022).

În trimestrul III 2022, deficitul bugetar la PIB (serie ajustată sezonier) a fost de 3,3% în zona euro și 3,2% în UE. Raportul deficit/PIB a crescut datorită creșterilor puternice ale cheltuielilor totale.

În cazul României, în trimestrul III 2022, datoria guvernamentală raportată la PIB a fost de 47,8%, iar deficitul bugetar raportat la PIB a fost de 6,3%. Apropierea de pragul de 50% a datoriei guvernamentale și necesitatea reducerii deficitului bugetar sub 3% după finalul anului 2022 pot pune unele probleme de finanțare a cheltuielilor guvernamentale.

În România, rata anuală a inflației (măsurată prin indicele prețurilor de consum - IPC) s-a menținut pe o traiectorie ascendentă, dar și-a încetinit viteza de creștere în a doua jumătate a anului. În decembrie 2022, prețurile de consum au crescut cu 0,4%, comparativ cu luna noiembrie 2022. Rata anuală a inflației în luna decembrie 2022 comparativ cu luna decembrie 2021 a fost de 16,4%.

---

<sup>1</sup> Ultimele estimări ale Comisiei Europene disponibile pentru deficitul bugetar sunt cele din cadrul prognozei de toamnă.

<sup>2</sup> În conformitate cu articolul IV din Statutul FMI, de obicei anual, FMI poartă discuții bilaterale cu membrii acestuia. O delegație vizitează țara, colectează informații economice și financiare și discută cu oficialii țării respective evoluțiile și politicile economice ale țării. La întoarcerea la sediu, personalul întocmește un raport, care constituie baza pentru discuții de către Comitetul executiv.

## 1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale

### Evoluții ale creșterii economice

Perspectivile economice globale s-au deteriorat ca urmare a dezechilibrelor generate de războiul din Ucraina, a crizei privind creșterea prețurilor cauzată de presiunile inflaționiste și a încetinirii creșterii economice în China. În China, blocajele frecvente de tipul Politicii zero COVID au avut efecte negative asupra economiei, în special în al doilea trimestru al anului 2022. În plus, criza sectorului imobiliar s-a adâncit rapid, acesta reprezentând între 20% și 30% din PIB-ul Chinei. Având în vedere dimensiunea economiei Chinei și importanța acesteia pentru lanțurile globale de aprovizionare, acest aspect are impact asupra comerțului și activității globale.

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

Evoluția indicelui indică o descreștere a tensiunilor înregistrate în 2020 și 2021 pe structura lanțurilor de aprovizionare. Cu toate acestea, indicele GSPI se află la nivel ridicat față de perioada de dinainte de pandemie.

Grafic 1 Evoluția indicelui GSCPI



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

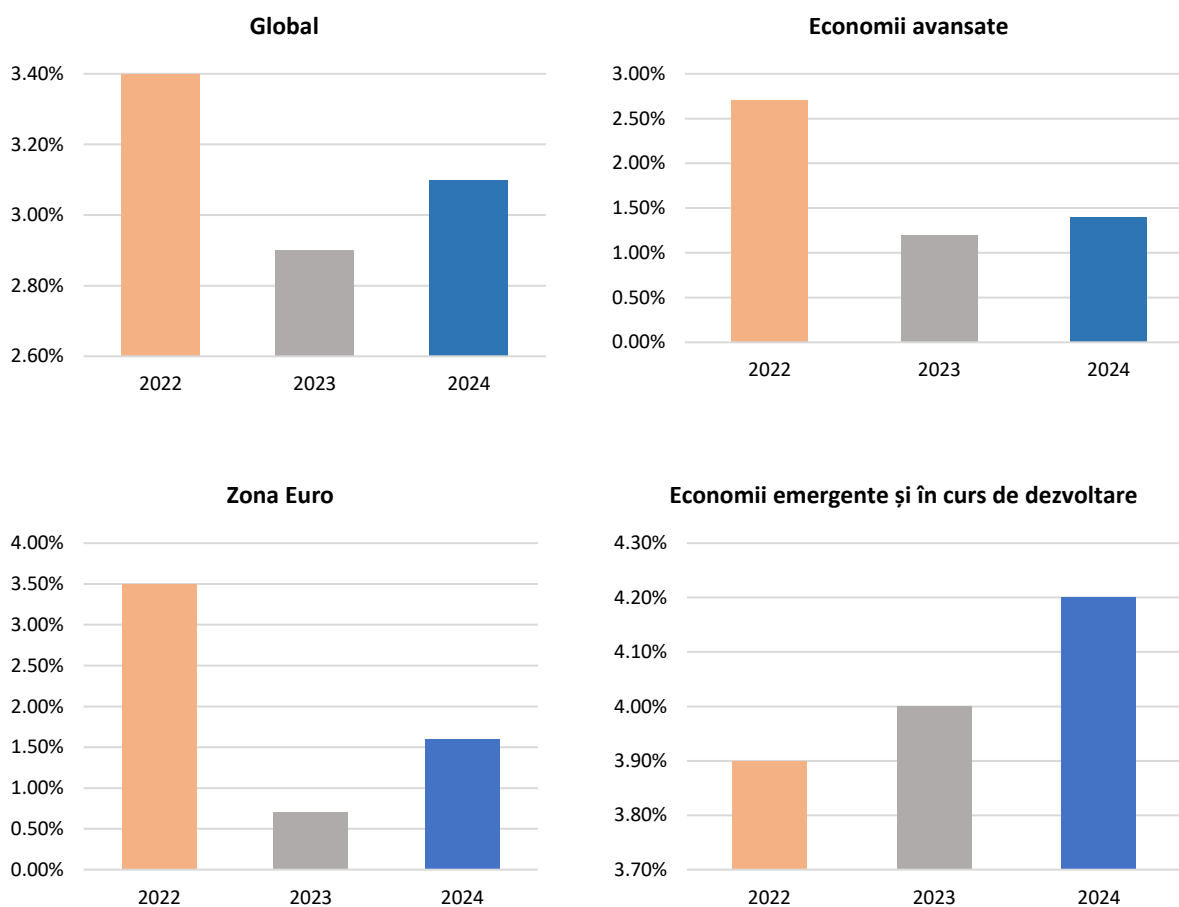
FMI (World Economic Outlook, ianuarie 2023) estimează o creștere globală de 3,4% în 2022, urmând ca în anul 2023 să încetinească la 2,9% și să crească la 3,1% în 2024.

Pentru economiile avansate, creșterea economică este estimată că va scădea brusc de la 2,7% în 2022 la 1,2% în 2023, înainte de a crește la 1,4% în 2024. Totodată, se estimează că aproximativ 90% dintre economiile avansate vor înregistra o scădere a creșterii economice în 2023.

Pentru economiile emergente și în curs de dezvoltare, se estimează o creștere modestă de 3,9% în 2022, 4,0 % în 2023 și 4,2 % în 2024. Aproximativ jumătate economiile emergente și în curs de dezvoltare au o creștere mai mică în 2023 decât în 2022.

Pentru zona euro, creșterea PIB a fost ajustată în creștere pentru anul 2023, la 0,5% (față de estimarea de 0,7% din octombrie). Pentru anul 2024, creșterea economică este estimată la 1,6%.

*Grafic 2 Prognozele FMI ale PIB-ului*



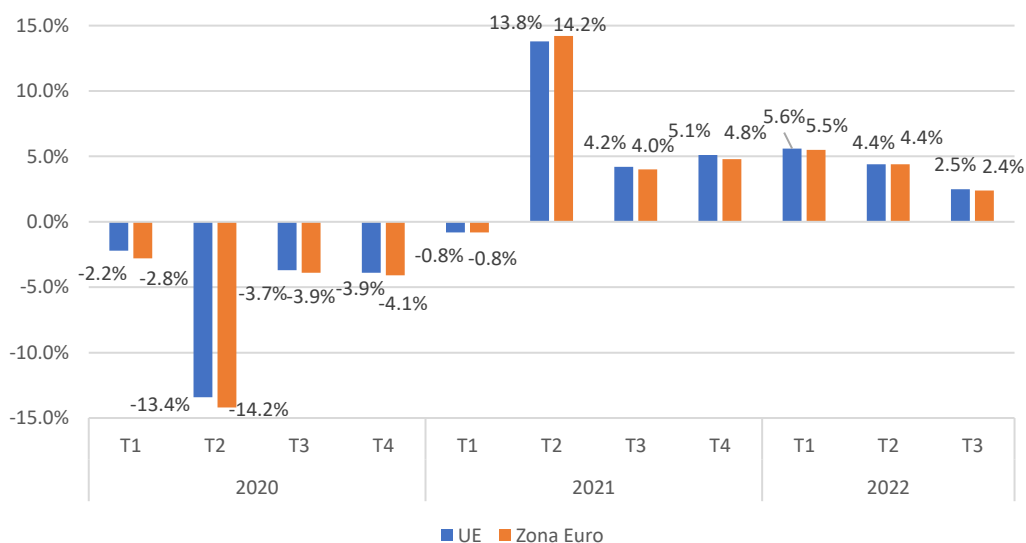
Sursa: FMI -World Economic Outlook, ianuarie 2023, prelucrare ASF

Conform prognozei interimare de iarnă a Comisiei Europene, perspectivele de creștere economică atât pentru zona euro, cât și pentru UE au fost îmbunătățite. Astfel, ambele zone sunt acum orientate să evite recesiunea tehnică care a fost anticipată pentru începutul anului. Pentru anul 2022, creșterea economică a fost estimată la 3,5% atât în UE, cât și în zona euro. Pentru anul 2023, se estimează că PIB-ul va crește cu 0,8% în UE și cu 0,9% în zona euro, iar în anul 2024, PIB-ul va crește cu 1,6% în UE și 1,5% în zona euro.

BCE estimează o încetinire considerabilă a creșterii medii anuale a PIB real, de la 3,4% în 2022 la 0,5% în 2023, urmată de o redresare la 1,9% în 2024 și la 1,8% în 2025. Comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2022, perspectivele creșterii PIB au fost revizuite în sens ascendent cu 0,3 pp pentru 2022 și în sens descendent cu 0,4 pp pentru 2023, rămânând nemodificate pentru 2024.

Conform datelor publicate de Eurostat, comparativ cu trimestrul II 2022, în trimestrul III 2022, PIB-ul (serie ajustată sezonier) a crescut cu 0,3% atât în zona euro, cât și în UE. Comparativ cu același trimestru al anului precedent, PIB-ul a crescut cu 2,4% în euro zonă și cu 2,5% în UE în trimestrul III 2022, după o creștere de 4,4% atât în zona euro, cât și în UE în trimestrul II 2022. În al doilea trimestru al anului 2022, PIB-ul a crescut cu 0,9% în zona euro și cu 0,7% în UE.

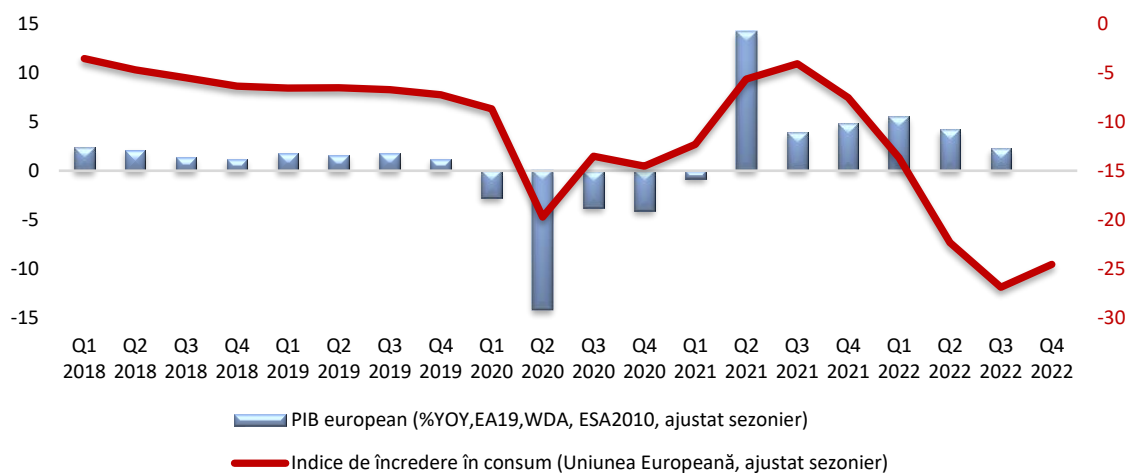
*Grafic 3 Evoluția PIB trimestrial la nivelul Zonei Euro și UE, variație procentuală anuală, date ajustate sezonier și calendaristic*



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

În anul 2022, încrederea consumatorilor în climatul economic la nivelul UE s-a deteriorat semnificativ, indicele scăzând la aproximativ -27 puncte, în trimestrul III. În trimestrul IV, indicele de încredere în consum s-a situat la aproximativ -25 puncte. Scăderea încrederii consumatorilor poate semnala o încetinire a creșterii economice și faptul că economia se poate confrunta cu probleme.

Grafic 4 Creșterea economică și indicele de încredere al populației



Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

## Deficitul bugetar și datoria guvernamentală la nivel european

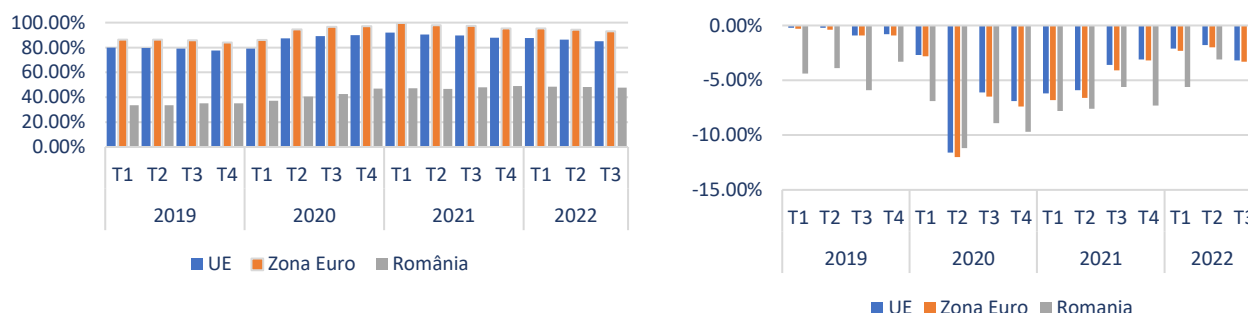
Datoria guvernamentală și deficitul bugetar au început să scadă în 2021 și 2022 pentru UE și zona euro, dar au rămas peste nivelurile înregistrate înainte de pandemie.

La sfârșitul trimestrului III 2022, în zona euro, raportul datoriei guvernamentale față de PIB a fost de 93%, comparativ cu 94,2% la sfârșitul trimestrului II 2022 și cu 97,3% la sfârșitul trimestrului III 2021. De asemenea, în UE, datoria guvernamentală raportată la PIB a scăzut, de la 86,4% în T2 2022 și de la 89,7% în T3 2021, la 85,1%. Atât pentru zona euro, cât și pentru UE, scăderea raportului datoriei publice față de PIB se datorează creșterii PIB-ului care depășește creșterea datoriei publice în termeni absoluți. Cele mai mari rate de datorie guvernamentală raportată la PIB la sfârșitul trimestrului III 2022 au fost înregistrate în Grecia (178,2%), Italia (147,3%), Portugalia (120,1%), Spania (115,6%), Franța (113,4%) și Belgia (106,3%), iar cele mai scăzute în Estonia (15,8%), Bulgaria (23,1%) și Luxemburg (24,6%).

În trimestrul III 2022, deficitul bugetar la PIB (serie ajustată sezonier) a fost de 3,3% în zona euro și 3,2% în UE. Raportul deficit/PIB a crescut datorită creșterilor puternice ale cheltuielilor totale. Veniturile și cheltuielile totale au continuat să fie influențate de răspunsurile politice la pandemia de COVID-19, dar mai puțin decât în trimestrele precedente. În trimestrul III 2022, măsurile pentru atenuarea prețurilor mari ale energiei au început să aibă un impact mai puternic asupra balanței guvernamentale. Majoritatea Statele membre au continuat să înregistreze deficit guvernamental.

În cazul României, în trimestrul III 2022, datoria guvernamentală raportată la PIB a fost de 47,8%, iar deficitul bugetar raportat la PIB a fost de 6,3%. Apropierea de pragul de 50% a datoriei guvernamentale și necesitatea reducerii deficitului bugetar sub 3% după finalul anului 2022 pot pune unele probleme de finanțare a cheltuielilor guvernamentale.

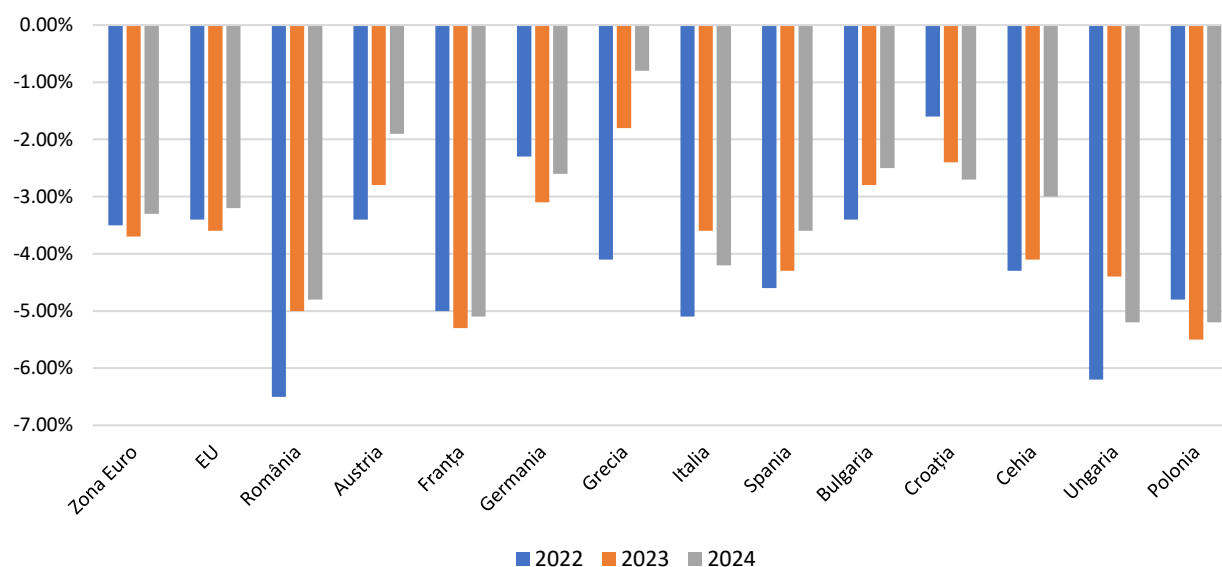
Grafic 5 Evoluția datoriei guvernamentale și a deficitului bugetar (% din PIB), date trimestriale ajustate sezonier– UE, Zona Euro și România



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor Eurostat

Conform ultimelor proiecții Comisiei Europene privind deficitul bugetar, pentru anul 2022 deficitul bugetar este estimat la 3,4% din PIB în UE și la 3,5% în zona euro. În 2023, deficitul bugetar este proiectat la 3,6% în UE și la 3,7% în zona euro. Comisia Europeană prognozează un deficit bugetar pentru România de 6,5% din PIB pentru anul 2022 și de 5% din PIB pentru anul 2023.

Grafic 6 Proiecții ale deficitului bugetar



Sursa: Comisia Europeană, prelucrare ASF

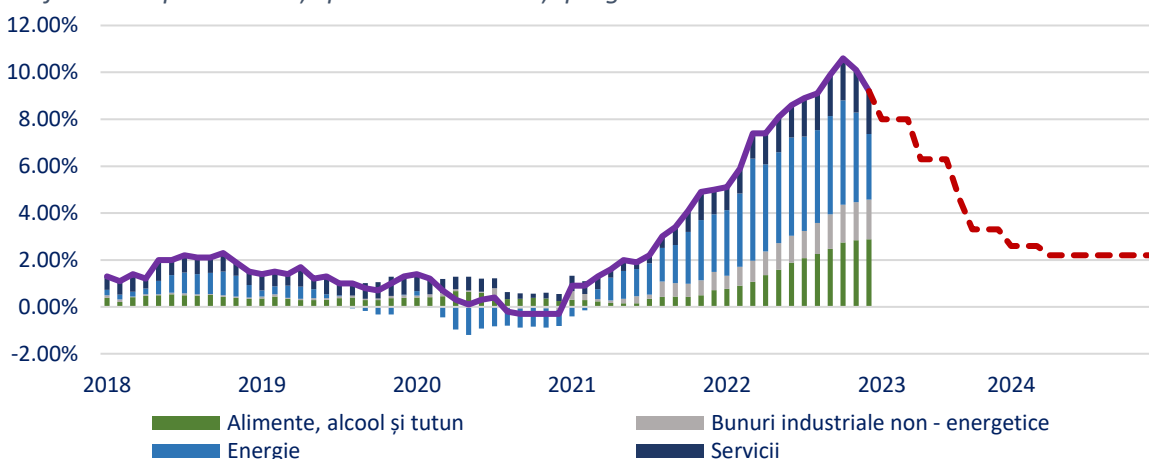
## Inflația la nivel european

FMI estimează că inflația globală va ajunge la 8,8% în 2022, dar va scădea la 6,6% în 2023 și la 4,3% până în 2024. FMI evidențiază faptul că politica monetară ar trebui să mențină traseul pentru a restabili stabilitatea prețurilor, iar politica fiscală ar trebui să urmărească atenuarea presiunilor legate de costul vieții, menținând în același timp o poziție suficient de strictă, aliniată cu politica monetară. Mai mult, reformele structurale pot sprijini în continuare lupta împotriva inflației prin îmbunătățirea productivității și reducerea constrângerilor de aprovizionare, în timp ce cooperarea multilaterală este necesară pentru accelerarea tranziției la energia verde și prevenirea fragmentării.

Proiecțiile Comisiei Europene pentru rata inflației au fost reduse atât pentru 2023, cât și pentru 2024. Se estimează că inflația totală va scădea de la 9,2% în 2022 la 6,4% în 2023 și 2,8% în 2024 în UE. În zona euro, se estimează că aceasta va scădea de la 8,4% în 2022 la 5,6% în 2023 și la 2,5% în 2024.

Rata anuală a inflației în zona euro (măsurată prin indicele armonizat al prețurilor de consum - IAPC) a fost de 9,2% în decembrie 2022, în scădere comparativ cu valoarea înregistrată în luna noiembrie 2022 (10,1%), conform datelor publicate de Eurostat. În ceea ce privește contribuțiile la rata anuală a inflației, componenta de alimente, alcool și tutun (2,88 p.p.) deține cea mai mare pondere, urmată de energie (2,79 p.p.), servicii (1,83 p.p.) și bunuri industriale neenergetice (1,70 p.p.). Conform ultimelor proiecții ale BCE publicate în luna decembrie, inflația IAPC totală se va menține la un nivel extrem de ridicat pe termen scurt. BCE estimează că rata medie a inflației va scădea de la 8,4% în 2022 la 6,3% în 2023, inflația reducându-se de la 10% în trimestrul IV 2022 la 3,6% în trimestrul IV 2023. Ulterior, inflația este așteptată să se diminueze, în medie, la 3,4% în anul 2024 și la 2,3% în 2025. Scăderea inflației pe parcursul orizontului de proiecție reflectă efectele de bază puternice în sensul scăderii asociate produselor energetice pe parcursul anului 2023, impactul gradual al normalizării politicii monetare a BCE, care a început în luna decembrie 2021, perspectivele mai puțin favorabile ale creșterii economice și reducerea estimată a prețurilor produselor energetice și ale materiilor prime alimentare.

Grafic 7 IAPC pe contribuții pentru Zona Euro și prognoza BCE



Sursa: Eurostat, BCE, prelucrare ASF

Tabel 1 Proiecții BCE pentru IAPC (decembrie 2022)

	Scenariu de bază			Scenariul negativ		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
IAPC (%)	6,3	3,4	2,3	7,4	3,6	2,0
IAPC (%) fără energie și alimente	4,2	2,8	2,4	4,3	3,0	2,4

Sursa: BCE

## Politică monetară

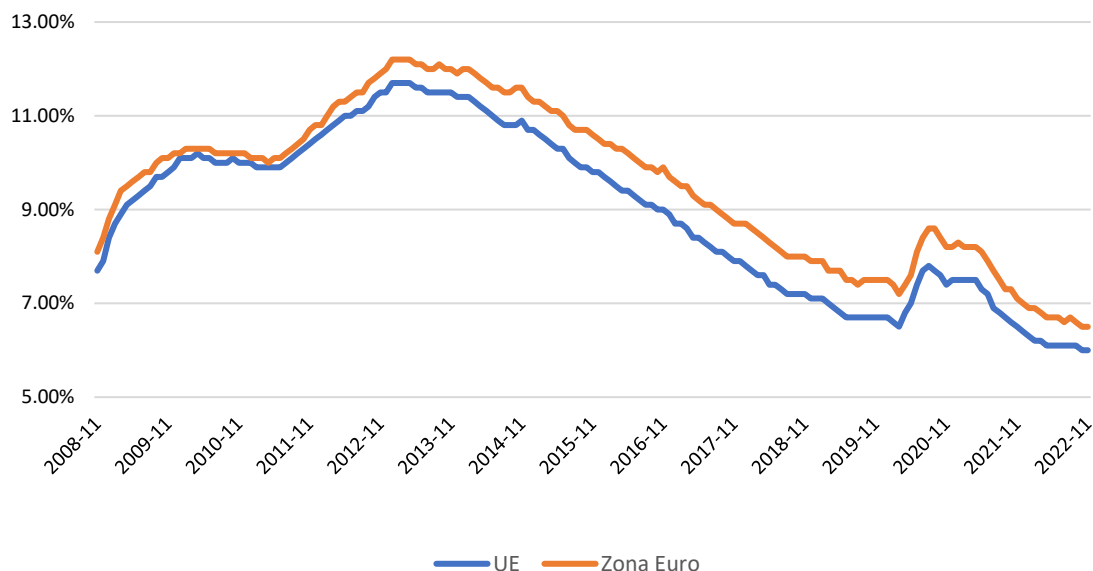
Cu scopul de a atinge un nivel maxim de ocupare a forței de muncă și o rată a inflației de 2%, în ședința din decembrie 2022, Rezerva Federală din SUA (FED) a anunțat majorarea ratei de politică monetară cu 0,5%, situându-se în intervalul 4,25%-4,5%, de la 3,75%-4% anterior (noiembrie 2022). În plus, FED va continua să își reducă deținerile de titluri de trezorerie și datorii ale agenților, precum și deținerile titlurilor garantate cu ipotece ale agenților, așa cum este descris în Planurile de reducere a mărimii bilanțului FED care au fost emise în mai.

Conform celei mai recente decizii de politică monetară de la mijlocul lunii decembrie 2022, Banca Centrală Europeană (BCE) a adoptat noi măsuri cu scopul de a asigura revenirea inflației la nivelul țintei de 2% pe termen mediu, anunțând majorarea cu 50 puncte de bază a celor trei rate de dobânzi reprezentative. Astfel, începând cu data de 21 noiembrie 2022, rata dobânzii de politică monetară a crescut la 2,5% (de la 2% în luna noiembrie). De asemenea, ratele dobânzilor la facilitatea de creditare marginală și la facilitatea de depozit au crescut la 2,75%, respectiv 2%. În luna iulie 2022, Consiliul guvernatorilor BCE a majorat ratele dobânzilor pentru prima oară în ultimii 11 ani.

## Piața muncii

În noiembrie 2022, rata șomajului (serie ajustată sezonier) în zona euro a fost de 6,5%, nemodificându-se față de octombrie 2022 și în scădere de la 7,1% în noiembrie 2021. Rata șomajului în UE a fost de 6,0% în noiembrie 2022, de asemenea nemodificată față de octombrie 2022 și în scădere de la 6,5% în noiembrie 2021.

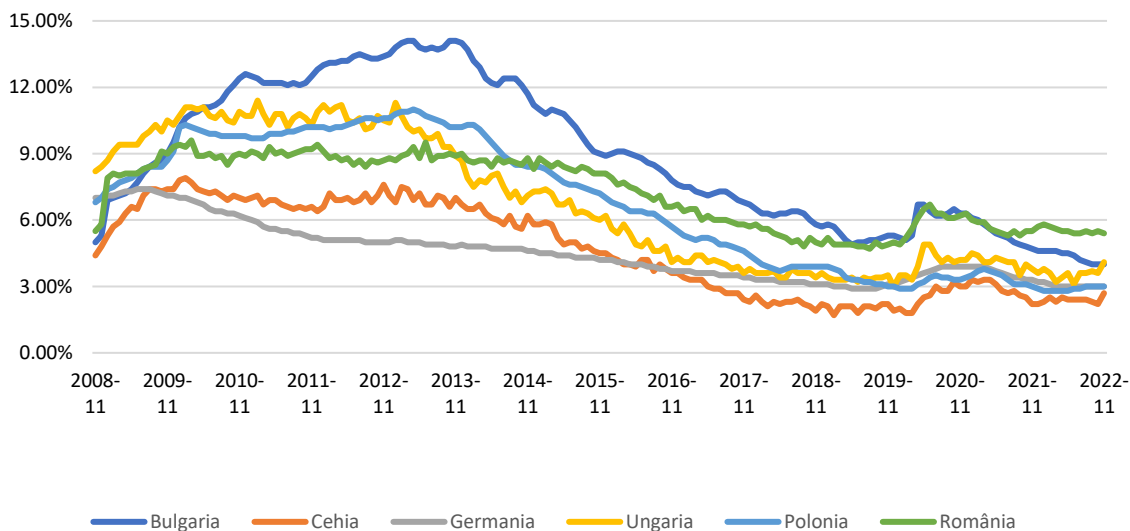
Grafic 8 Rata șomajului (noiembrie 2008 – noiembrie 2022), date ajustate sezonier



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Printre țările cu cele mai mari rate ale șomajului în noiembrie 2022 se numără: Spania – 12,4%, Grecia - 11,4%, Italia – 7,8% și Cipru – 7,5%, iar cele mai mici rate ale șomajului se întâlnesc în Cehia – 2,7%, Germania – 3%, Polonia – 3% și Malta - 3,2%.

Grafic 9 Rata șomajului, comparații între țări



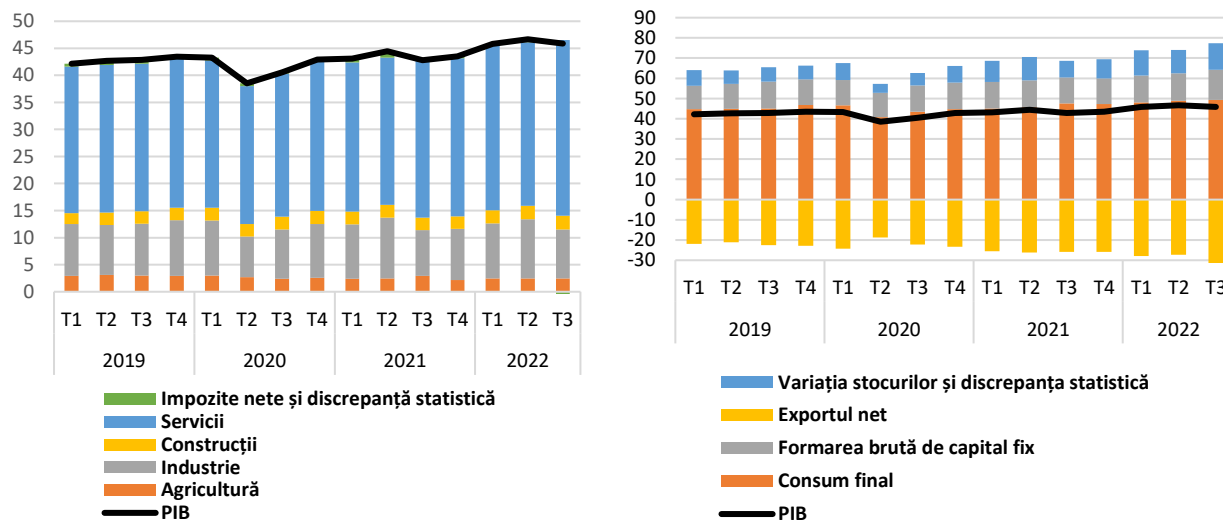
Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

## 1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

### Creșterea economică

Conform INS, **Produsul intern brut al României în trimestrul III 2022** a fost, în termeni reali, mai mare cu 1,2% (date ajustate sezonier), comparativ cu trimestrul II 2022. Față de același trimestru din anul 2021, Produsul intern brut a înregistrat o creștere cu 3,8% pe seria brută și cu 4,6% pe seria ajustată sezonier. Din punct de vedere al resurselor, cea mai mare componentă a PIB o reprezintă sectorul serviciilor, cu o pondere de 71% (T3 2022). Acesta a înregistrat o creștere reală anuală de 10,5% în T1 2022, de 11,3% în T2 2022 și de 11,5% în T3 2022. Față de trimestrele corespunzătoare ale anului 2020, sectorul serviciilor a înregistrat creșteri de 12,2% în T1 2022, de 18,4% în T2 2022 și de 22,8% în T3 2022.

*Grafic 10 Dinamica PIB pe componente principale (resurse – stânga, utilizări – dreapta), serie ajustată sezonier, miliarde lei, prețuri medii ale anului 2000*



Sursa: INSSE, prelucrare ASF

**Sectorul construcțiilor** reprezintă 5% din PIB (T3 2022), iar față de trimestrele corespunzătoare anului 2021, acesta a înregistrat creșteri de 3,4%, 3,6% și de 11,4% în primele trei trimestre ale anului 2022. Față de trimestrele corespunzătoare ale anului 2020, sectorul construcțiilor a înregistrat creșteri de 2,3% în T1 2022, de 6,8% în T2 și T3 2022.

**Industria** reprezintă 20% din PIB (T3 2022) și a înregistrat în T3 2022 o creștere de aproximativ 7 % față de T3 2021. Față de T3 2020, sectorul industrial a scăzut ușor cu 0,2%.

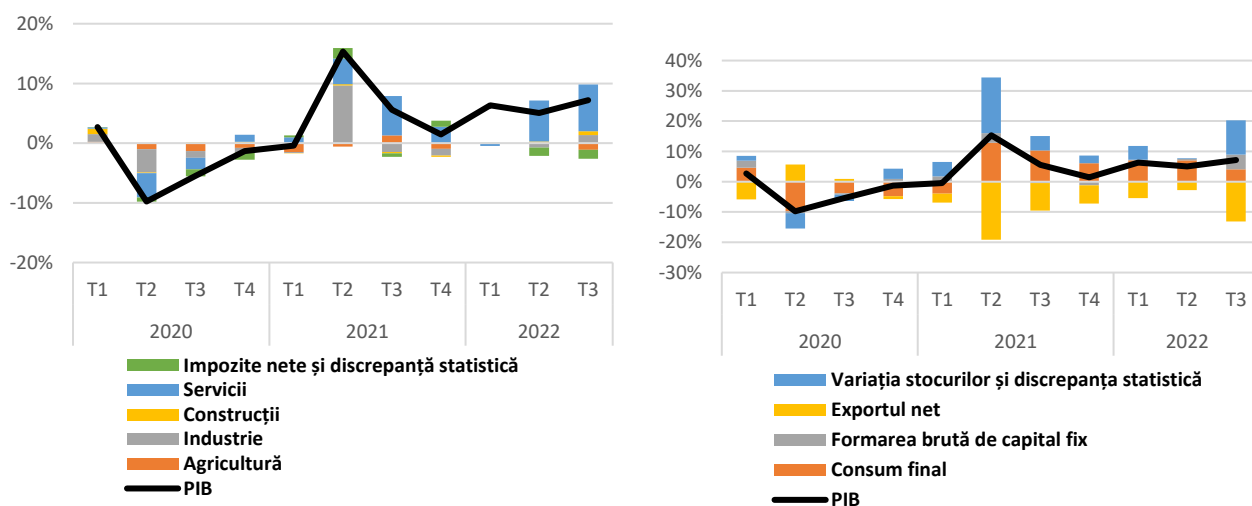
**Agricultura** reprezintă 5% din PIB (T3 2022). Față de trimestrele corespunzătoare anului 2021, agricultura a înregistrat în T1 2022 o creștere de 2,8%, în T2 2022 o creștere de 1,3%, iar în T3 2022 o scădere de 16,7%. Față de trimestrele corespunzătoare anului 2020, sectorul agricol a înregistrat contracții de 19% în T1 2022, de 7% în T2 2022 și o creștere de 1,3% în T3 2022.

Din punct de vedere al **utilizărilor**, consumul final reprezintă 108% (T 2022). Acesta a înregistrat creșteri de 6,7%, 6,9% și de 3,7% în primele trei trimestre ale anului 2022.

**Formarea brută de capital fix** (32% din PIB la T3 2022) a înregistrat creșteri față de trimestrele corespunzătoare anului precedent de 0,6%, 1,8% și de 16% în primele trei trimestre ale anului 2022. Față de primele trei trimestre ale anului 2020, formarea brută de capital a înregistrat o creștere de 6,7%, 12% și de 14,3% în primele trei trimestre ale anului 2022. Exporturile nete (contribuție negativă de -69 % din PIB în T3 2022, sume exprimate în prețuri medii ale anului 2000) au înregistrat o creștere de 9,2%, 4,8% și de 21,7% în primele trei trimestre ale anului 2022, față de trimestrele corespunzătoare ale anului 2021.

Din punct de vedere al **contribuțiilor la variația PIB**, în T3 2022 se remarcă valorile înregistrate de servicii, industrie și construcții (7,8%, 1,4%, respectiv 0,6%). Din punct de vedere al utilizărilor, cea mai mare contribuție a avut-o formarea brută de capital fix (5%), în timp ce exportul net a avut o contribuție negativă de -13%.

*Grafic 11 Contribuția la variația PIB a componentelor sale principale (resurse – stânga, utilizări – dreapta), serie ajustată sezonier, miliarde lei, prețuri medii ale anului 2000*



Sursa: INSSE, prelucrare ASF

## Prognoze privind creșterea economică

Creșterea economică pentru România este estimată de **FMI la 4,8% în 2022** nemodificată față de proiecția efectuată în septembrie în conformitate cu articolul IV<sup>3</sup>, iar pentru anul 2023, creșterea economică a fost ajustată la **3,1%, de la 3,4%**.

**Comisia Europeană a revizuit creșterea PIB-ului în 2022 la 4,5%**, în scădere față de prognoza din toamnă, de 5,8%. Cu toate acestea, în anul 2023, estimarea creșterii economice a fost revizuită în creștere față de prognoza din toamnă, de la 1,8% la 2,5%. Pentru anul 2024, creșterea economică este prognozată la 3%.

**Pe plan intern, Comisia Națională de strategie și Prognoză (CNSP) prognozează pentru anul 2022 o creștere economică de 4,9%**, cu 0,3 pp peste nivelul estimat în scenariul din prognoza de toamnă (4,6%). Pentru anul 2023 și pe termen mediu, se anticipează o decelerare a creșterii economice la 2,8%, nemodificată față de prognoza din toamnă, dar cu 0,9 p.p. sub nivelul prognozei de vară (3,7%), susținută în continuare de un aport semnificativ al sectorului construcțiilor, determinat de o atragere și utilizare mai eficientă a fondurilor europene.

*Tabel 2 Previziuni ale creșterii economice*

	FMI		CE		CNSP	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Prognoza PIB real (%)	4,8	3,1	4,5	2,5	4,9	2,8

*Sursa: FMI - World Economic Outlook – octombrie 2022, CE – prognoza interimară de iarnă 2023, CNSP – Prognoza de iarnă pentru perioada 2022-2026*

## Inflația

În România, rata anuală a inflației (măsurată prin indicele prețurilor de consum - IPC) s-a menținut pe o traiectorie ascendentă, dar și-a încetinit viteza de creștere în a doua jumătate a anului. În decembrie 2022, prețurile de consum au crescut cu 0,4%, comparativ cu luna noiembrie 2022. **Rata anuală a inflației în luna decembrie 2022 comparativ cu luna decembrie 2021 a fost de 16,4%**. Rata medie a modificării prețurilor de consum în ultimele 12 luni (ianuarie 2022 – decembrie 2022) față de precedentele 12 luni (ianuarie 2021 – decembrie 2021) a fost de 13,8%. Se observă, de asemenea, că începând cu luna iulie 2022, IPC aferent componentei de energie a început să scadă. În schimb, IPC pentru mărfuri alimentare și-a continuat creșterea începută în trimestrul IV 2021.

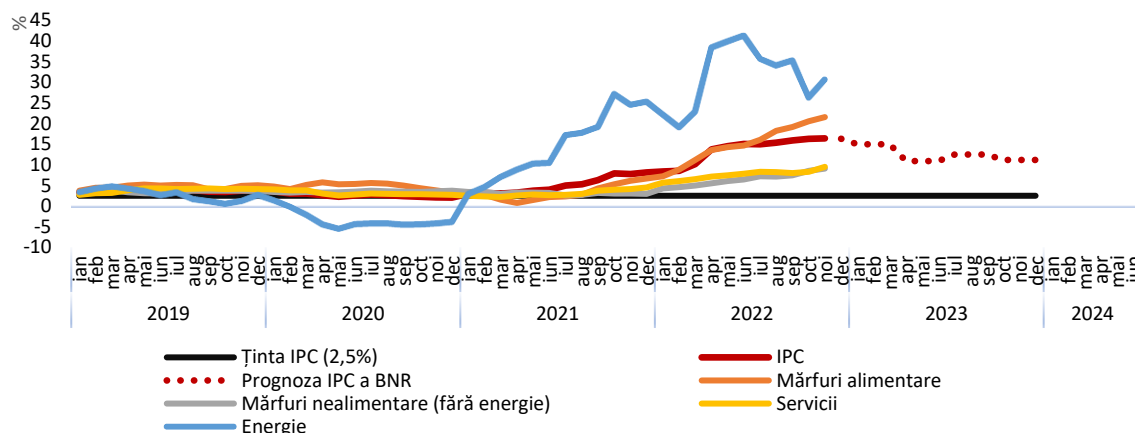
Conform „**Raportului asupra inflației**” publicat în luna noiembrie 2022, Banca Națională a României (BNR) prognozează pentru finalul anului curent o rată a inflației de 16,3%, iar pentru finalul

<sup>3</sup> În conformitate cu articolul IV din Statutul FMI, de obicei anual, FMI poartă discuții bilaterale cu membrii acestuia. O delegație vizitează țara, colectează informații economice și financiare și discută cu oficialii țării respective evoluțiile și politicile economice ale țării. La întoarcerea la sediu, personalul întocmește un raport, care constituie baza pentru discuții de către Comitetul executiv.

anului 2023, o rată a inflației de 11,2% (revizuire în creștere substanțială față de prognozele publicate în Raportul din iunie, de 13,9%, respectiv 7,5%).

Pentru a tempera anticipațiile inflaționiste, BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară la 7,00%/an, de la 6,75%/an, începând cu data de 11 ianuarie 2023. Totodată, BNR a decis majorarea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard) la 8%/an, de la 7,75%/an, și creșterea ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 6,00%/an, de la 5,75%/an.

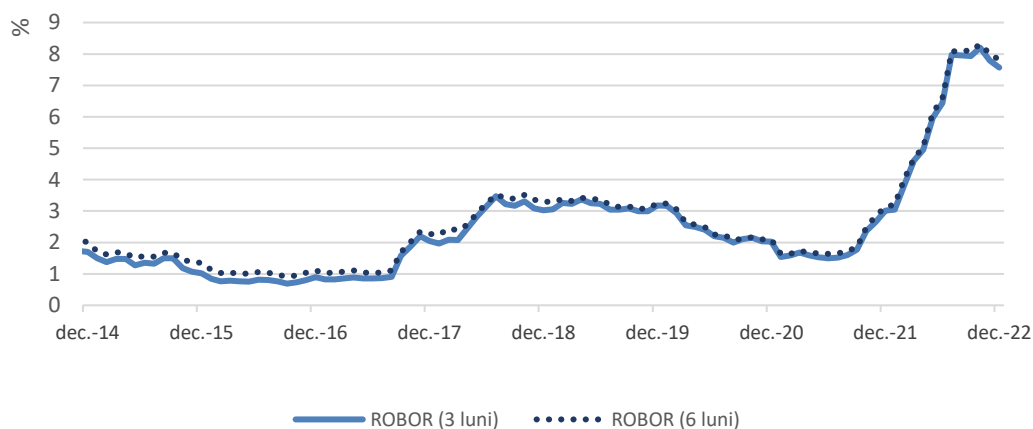
*Grafic 12 Inflația (IPC) și prognoza BNR a IPC*



*Sursa: INS, BNR, prelucrare ASF*

Deciziile BNR de majorări succesive ale ratei dobânzii de politică monetară au avut impact asupra dobânzilor interbancare care și-au continuat creșterea, astfel că, la sfârșitul lunii decembrie 2022, indicele Robor la 3 luni a fost de 7,57%, iar indicele Robor la 6 luni a fost cotelat la 7,81%.

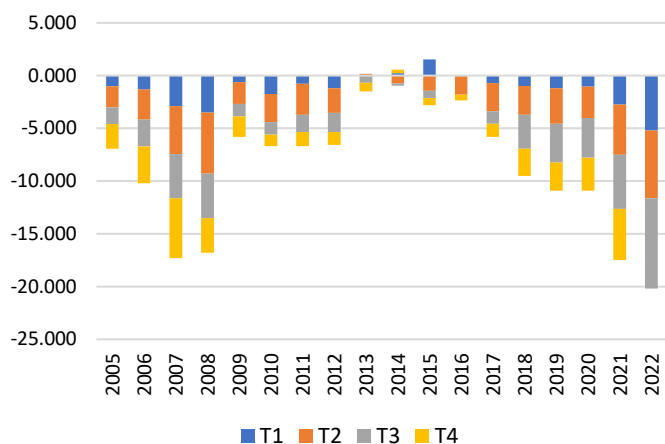
*Grafic 13 Evoluția ratei interbancare (România)*



*Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF*

## Deficitul de cont curent și finanțarea acestuia

Grafic 14 Evoluția contului curent, miliarde EUR

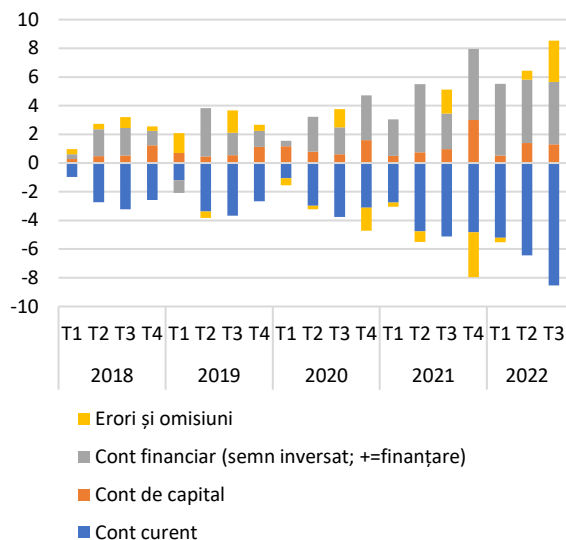


Sursa: BNR, prelucrare ASF

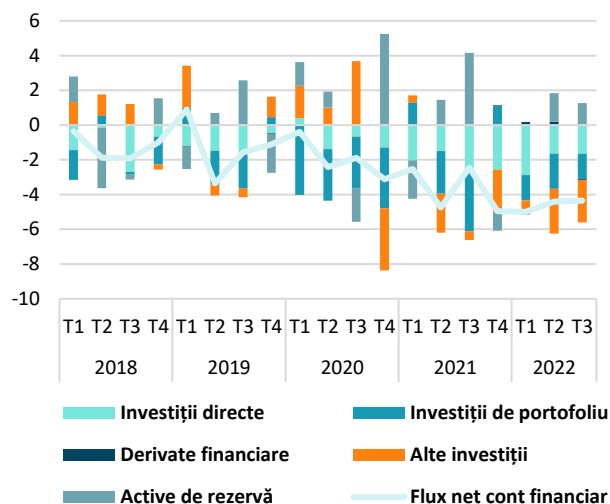
România a înregistrat în primele trei trimestre ale anului 2022 un deficit de cont curent de 20,2 miliarde euro, cu aproximativ 60% mai mult față de valoarea din primele trei trimestre ale anului 2021 (12,65 miliarde EUR). În trimestrul III 2022 se remarcă o creștere substanțială a deficitului de cont curent la aproximativ 8,5 miliarde EUR, cea mai mare valoare trimestrială înregistrată din perioada analizată (2005-2022), depășind-o pe cea înregistrată în trimestrul II, de 6,4 miliarde lei. Creșterea deficitului este cauzată în principal de creșterea volumului de tranzacții cu bunuri și servicii, iar inflația ridicată a condus ca aceste tranzacții să fie încheiate la prețuri ridicate.

Din perspectiva finanțării, transferurile de capital aferente contului de capital au totalizat în primele trei trimestre ale anului 2022 valoarea de 3 miliarde euro, în creștere față de valoarea de 2,1 miliarde EUR din primele trei trimestre din 2021. În ceea ce privește contul financiar, în primele trei trimestre din 2022 investițiile de portofoliu au înregistrat intrări de 4,9 miliarde euro, iar investițiile directe de circa 6 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 7%, respectiv în scădere cu 1% față de primele trei trimestre din 2021.

Grafic 15 Balanța de plăți



Grafic 16 Structura fluxurilor nete ale contului financiar



Sursa: BNR, prelucrare ASF

## Deficitul bugetar și finanțarea acestuia

În primele trei trimestre ale anului 2022, comparativ cu primele trei trimestre ale anului precedent, datele raportate de către Ministerul Finanțelor ne arată o **reducere a deficitului bugetar de aproximativ 6%, de la 44,29 miliarde lei, la 41,7 miliarde lei**. Veniturile totale la bugetul de stat în primele trei trimestre ale anului 2022 au fost de 331,48 miliarde lei în creștere cu aproximativ 23% față de aceeași perioadă a anului 2021, în timp ce cheltuielile totale au fost de 373,18 miliarde, în creștere cu 18,6% față de primele trei trimestre din 2021 (314,65 miliarde lei).

În ceea ce privește **trimestrul III 2022**, conform Ministerului de Finanțe, **deficitul a fost de 18,19 miliarde lei, iar raportat la PIB a înregistrat o creștere față de aceeași perioadă a anului 2021 (de la 0,89% din PIB la 1,33% din PIB)**. În trimestrul III 2022, veniturile au însumat 114,79 miliarde lei (8,4% din PIB), cu 22,1% peste nivelul încasat în perioada similară a anului trecut. Această evoluție favorabilă a fost influențată preponderent de creșterea:

- veniturilor fiscale cu 21,3%, la 57 miliarde lei, de la 47 miliarde lei;
- încasărilor din impozitul pe profit cu 44% (+2,32 miliarde lei), susținută atât de avansul încasărilor din impozitul pe profit de la agenții economici cu 43,6% (+2,2 miliarde lei), cât și de impozitul pe profit virat de băncile comerciale cu 53,5% (+0,1 miliarde lei);
- încasărilor din impozitul pe venit cu 15,3%;
- încasărilor din taxa pe valoarea adăugată cu 14,2% (2,94 miliarde lei);
- veniturilor din accize cu 4,2% (0,39 miliarde lei);
- contribuțiilor sociale cu 9,5% (+3,04 miliarde lei).

Totodată, sumele încasate în trimestrul III de la Uniunea Europeană aferente proiectelor finanțate atât din cadrul financiar 2007-2013, cât și din cadrul financiar 2014-2020, precum și sumele aferente perioadei de programare a Uniunii Europene 2021 – 2027 și sumele aferente asistenței financiare a PNRR, au fost în valoare de 11,77 miliarde lei (0,86% din PIB). Din totalul sumei, 92,6% au reprezentat fonduri externe nerambursabile aferente cadrului financiar 2014-2020. Cheltuielile efectuate pentru aceste proiecte au fost de 12,3 miliarde lei.

Comparativ cu trimestrul III al anului precedent sumele nerambursabile primite de la Uniunea Europeană au înregistrat o creștere cu 5,25 miliarde lei (+80,5%), iar ca pondere în PIB au crescut cu 0,31 puncte procentuale de la 0,55% din PIB cât au fost în trimestrul III 2021 la 0,86% din PIB în trimestrul III 2022.

În trimestrul III 2022, **cheltuielile** au fost în sumă de 132,98 miliarde lei, reprezentând 9,7% din PIB, iar față de nivelul înregistrat în trimestrul III 2021 au crescut cu 27,3%.

**Cheltuielile de personal** au fost în sumă de 28,97 miliarde lei, în creștere cu 7 % față de cheltuielile din trimestrul III 2021. Exprimat ca pondere în PIB, cheltuielile de personal reprezintă un nivel de 2,1% din PIB, cu 0,2 p.p. mai puțin față de aceeași perioadă a anului anterior.

Cheltuielile de personal în perioada analizată au fost influențate de creșterile salariale acordate în sectorul bugetar începând cu luna august 2022 potrivit prevederilor Ordonanței de urgență a Guvernului nr.115/2022 .

**Cheltuielile cu bunuri și servicii** au crescut cu 15,8% comparativ cu trimestrul III 2021 în special ca urmare a evoluției acestora la nivelul bugetelor locale, bugetului instituțiilor publice finanțate integral sau parțial din venituri proprii, bugetului de stat și bugetului Companiei Naționale de Administrare a Infrastructurii Rutiere pe fondul accentuării presiunilor inflaționiste.

**Cheltuielile cu dobânzile** au fost de 7,83 miliarde lei (0,6% din PIB), iar comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, plățile de dobânzi s-au majorat cu 98,6% (+3,89 miliarde lei) ca urmare a creșterii ratelor de dobândă în contextul inflaționist manifestat începând cu a doua parte a anului 2021, atât pe plan intern cât și internațional, cât și ca urmare a incertitudinilor generate de conflictul armat din Ucraina.

**Cheltuielile cu subvențiile** au crescut cu 227,5% (+3,89 miliarde lei) pe fondul acordării compensațiilor la energia electrică și gaze naturale pentru clienții non-casnici.

**Cheltuielile cu asistența socială** au fost în sumă de 44,14 miliarde lei și au reprezentat 3,2% din PIB. Cheltuielile cu asistența socială au crescut comparativ cu trimestrul III 2021 cu 20,6%. Evoluția cheltuielilor cu asistența socială a fost influențată, în principal, de majorarea de la 1 ianuarie 2022, a punctului de pensie cu 10%, respectiv de la 1.442 lei la 1.586 lei, a nivelului indemnizației sociale pentru pensionari (pensia minimă) de la 800 lei la 1.000 lei, de acordarea unui ajutor financiar pentru pensionarii sistemului public de pensii cu pensii mai mici sau egale cu 1.600 de lei, astfel încât toți cei care se încadrează în această categorie să aibă un venit de 2.200 de lei, în luna ianuarie 2022, precum și de acordarea celei de-a 13-a indemnizații pentru persoanele cu dizabilități.

Totodată, se reflectă majorarea alocației de stat pentru copii, astfel, alocația de stat pentru copii a crescut începând cu 1 ianuarie 2022, la 600 de lei pentru copiii în vârstă de până la 2 ani sau până la 3

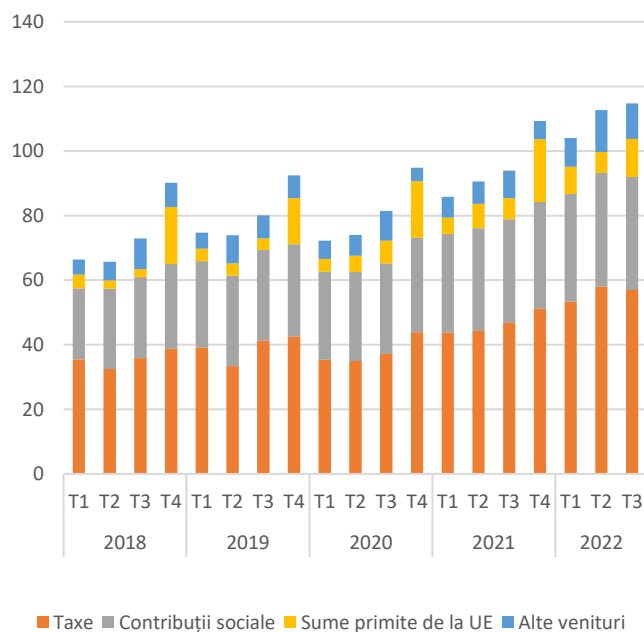
ani, în cazul copilului cu handicap. Totodată, copiii cu handicap beneficiază de această sumă până la împlinirea vârstei de 18 ani. De asemenea, s-a majorat la 243 de lei alocația de stat pentru copiii cu vârsta cuprinsă între 2 ani și 18 ani, dar și pentru tinerii de peste 18 ani care urmează cursurile liceale sau profesionale, până la terminarea acestora, inclusiv pentru cei cu handicap care urmează o formă de învățământ preuniversitar prevăzută de lege, dar nu mai târziu de împlinirea vârstei de 26 de ani. Totodată creșterea cheltuielilor cu asistența socială a fost determinată și de plățile efectuate cu acordarea compensațiilor la energia electrică și gaze naturale pentru clienții casnici.

**Plățile pentru proiectele cu finanțare din fonduri UE inclusiv proiecte finanțate din asistența financiară nerambursabilă a PNRR** au reprezentat 0,9% din PIB și s-au efectuat în proporție de 72,3% din plățile programate pentru perioada analizată.

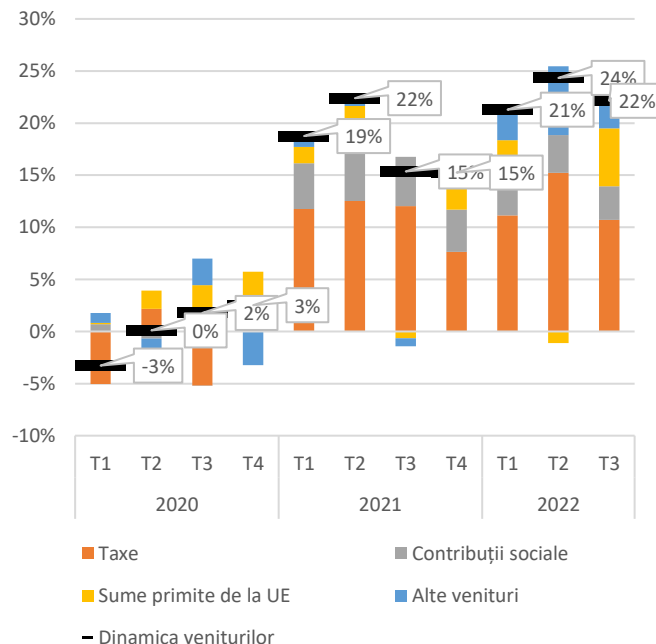
Comparativ cu trimestrul III 2021 plățile pentru proiectele cu finanțare din fonduri externe nerambursabile au crescut cu 35,0%, iar ca procent în PIB cu 0,1 puncte procentuale de la 0,8% în al treilea trimestru al anului 2021 la 0,9% în trimestrul III 2022. Din totalul plăților pentru proiectele cu finanțare din fonduri UE inclusiv proiecte finanțate din asistența financiară nerambursabilă a PNRR 91,9% au reprezentat plățile aferente proiectelor finanțate din cadrul financiar 2014-2020.

**Cheltuielile de capital** au crescut cu 46,7%, iar ca pondere în PIB cu 0,1 puncte procentuale de la 0,5% din PIB în al treilea trimestru al anului 2021 la 0,6% din PIB în trimestrul III 2022.

*Grafic 17 Dinamica veniturilor guvernamentale, miliarde lei*

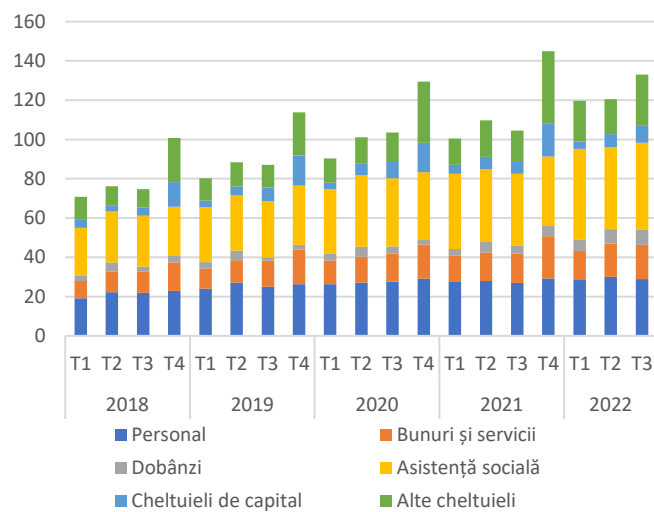


*Grafic 18 Contribuția la dinamica veniturilor guvernamentale*

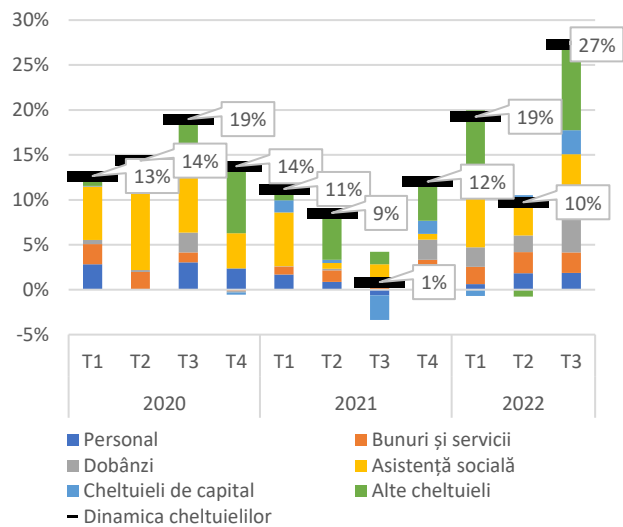


Sursa: Ministerul Finanțelor, prelucrare ASF

Grafic 19 Dinamica cheltuielilor guvernamentale, miliarde lei



Grafic 20 Contribuția la dinamica cheltuielilor guvernamentale



Sursa: Ministerul Finanțelor, prelucrare ASF

## 2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebankare

Principalele riscuri la adresa piețelor financiare au rezultat din **actualul context geopolitic și macroeconomic deteriorat, caracterizat de inflație ridicată**, în principal ca urmare a creșterii prețurilor energiei, cu impact negativ asupra veniturilor disponibile ale consumatorilor.

Astfel, în anul 2022, **a avut loc o deteriorare a condițiilor de piață pe fondul războiului dintre Rusia și Ucraina, sancțiunilor impuse și, implicit, al perturbărilor în lanțurile de aprovizionare**. Astfel, creșterea costurilor energiei și blocajele pe partea ofertei au determinat scăderi semnificative ale prețurilor activelor în semestrul I 2022, întrerupând redresarea piețelor financiare începută în 2020. Deși sectorul fondurilor de investiții s-a caracterizat în general prin stabilitate, **creșterea riscului ratei dobânzii a determinat reducerea performanțelor fondurilor de investiții, conducând la cereri de răscumpărare în special în ceea ce privește fondurile de obligațiuni**. Fondurile monetare au înregistrat, de asemenea, ieșiri semnificative în primele trei luni ale anului 2022, deoarece investitorii au renunțat la fondurile cu venit fix.

După maximul istoric înregistrat în anul 2021, și **piețele criptoactivelor au înregistrat corecții masive**, cu o scădere de peste 60% în primele 6 luni ale anului 2022.

Din perspectiva sectorului european de asigurări, **principalele riscuri și vulnerabilități identificate de EIOPA sunt cele de natură macroeconomică, această categorie de risc menținându-se la un nivel ridicat**. În ceea ce privește profitabilitatea și solvabilitatea societăților de asigurare, EIOPA evaluează aceste riscuri la un nivel mediu, pe fondul **menținerii ratelor de solvabilitate la un nivel ridicat**. Deși asigurătorii de viață au raportat o ușoară scădere a ratei SCR, aceasta se menține încă peste nivelurile raportate în 2020 și 2021, în timp ce pozițiile de solvabilitate a grupurilor și societăților de asigurare care practică asigurări generale s-au îmbunătățit ușor.

Pentru evaluarea rezilienței fondurilor de pensii ocupaționale în contextul tranziției către o economie verde, EIOPA a derulat primul **test de stres climatic al sectorului de pensii**, în cadrul unui scenariu privind schimbările climatice care **simulează o tranziție bruscă și dezordonată către o economie verde**, ca urmare a întârzierii punerii în aplicare a măsurilor politice.

Constatările rezultate în urma testului de stres indică faptul că **IORP au o expunere semnificativă la riscurile de tranziție**. EIOPA a adoptat o abordare integrală a bilanțului pentru a examina impactul asupra portofoliilor de active ale IORP, precum și asupra pasivelor pe termen lung ale acestora.

**Cea mai mare parte a scăderii de valoare a fost înregistrată în investițiile în acțiuni și obligațiuni**. Scenariul, care a inclus mișcări ale ratelor dobânzilor, a afectat, de asemenea, partea de pasive. Testul de stres a fost completat de un sondaj calitativ privind măsurile de atenuare și adaptare, care a arătat că, deși IORP iau din ce în ce mai mult în considerare factorii ESG în deciziile lor de investiții, acestea se confruntă încă cu obstacole notabile în ceea ce privește alocarea investițiilor în categoriile sensibile la riscurile climatice.

În acest context, **autoritățile europene cu atribuții în domeniul reglementării și supravegherii piețelor financiare au luat o serie de măsuri necesare pentru gestionarea riscurilor la adresa consumatorilor și stabilității piețelor**, inclusiv prin emiterea unor avertismente.

Comitetul european pentru risc sistemic (CERS) a comunicat în a doua parte a anului 2022 îngrijorările cu privire la creșterea incertitudinii și probabilitatea ridicată ca scenariile de riscuri extreme să se materializeze, emițând în acest sens și un avertisment general<sup>4</sup>, în conformitate cu mandatul CERS. ESMA a publicat un comunicat pentru a reaminti firmelor cerințele relevante ale Directivei MiFID II, în scopul protecției investitorilor. ESAs (European Supervisory Authorities) au recomandat autorităților naționale de supraveghere, instituțiilor financiare și participanților de pe piață să se pregătească pentru provocările viitoare. De asemenea, au atras atenția asupra riscurilor ridicate pe care le implică tranzacționarea criptoactivelor.

## 2.1. Stabilitatea financiară pe piețele financiare din UE

**ESMA și autoritățile naționale competente au consolidat activitățile de monitorizare și supraveghere a pieței instrumentelor financiare derivate din sectorul energetic.** Cooperarea strânsă a continuat pentru a contracara posibilele amenințări la adresa integrității pieței și pentru a se asigura că orice semnal potențial de manipulare a pieței a fost urmărit și investigat.

În ultimele luni ale anului 2022, ratele inflației au crescut în UE, precum și la nivel global, iar această majorare a inflației a avut un impact asupra gospodăriilor cât și asupra investițiilor și deciziilor de investiții. ESMA a atras atenția faptului că, din perspectiva protecției investitorilor, această tendință reprezintă un risc pentru investitorii de retail, deoarece unii dintre aceștia nu vor înțelege legătura dintre inflație și piețele financiare și s-ar putea să nu înțeleagă complet modul în care ar trebui să țină cont de evoluția inflației atunci când iau decizii de economisire și de investiții. Prin urmare, ESMA a publicat un comunicat pentru a reaminti firmelor cerințele relevante ale Directivei MiFID II, deoarece a considerat că firmele de investiții pot lua în considerare inflația și riscul de inflație, atât la crearea și distribuirea produselor de investiții, cât și la furnizarea de servicii de investiții clienților de retail. Firmele de investiții pot contribui, de asemenea, la creșterea gradului de conștientizare a clienților cu privire la riscul de inflație. ESMA și autoritățile naționale competente vor continua să monitorizeze îndeaproape piețele financiare și participanții la acestea, în interesul menținerii stabilității sistemului financiar al UE prin consolidarea protecției investitorilor și promovarea unor piețe financiare stabile și ordonate.

**Raportul privind riscurile din toamna anului 2022 al Autorităților Europene de Supraveghere (EBA, EIOPA și ESMA - ESAs) a arătat că deteriorarea perspectivelor economice, inflația ridicată și creșterea prețurilor la energie au sporit vulnerabilitățile în toate sectoarele financiare.** ESAs au recomandat autorităților naționale de supraveghere, instituțiilor financiare și participanților de pe piață să se pregătească pentru provocările viitoare. Redresarea economică post-pandemică din Europa s-a diminuat ca urmare a invaziei rusești în Ucraina. Războiul Rusiei împotriva Ucrainei și întreruperile lanțurilor comerciale au provocat o deteriorare rapidă a perspectivelor economice prin creșterea presiunilor inflaționiste preexistente prin creșterea puternică a prețurilor la energie și la produsele de bază, accentuând dezechilibrele dintre cerere și ofertă și slăbind puterea de cumpărare a gospodăriilor.

---

<sup>4</sup> [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/esrb.warning220929\\_on\\_vulnerabilities\\_union\\_financial\\_system~6ae5572939.ro.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/esrb.warning220929_on_vulnerabilities_union_financial_system~6ae5572939.ro.pdf)

**Riscul de inflație persistentă și de stagflație a crescut. Acești factori, împreună cu deteriorarea perspectivelor economice, au avut un impact semnificativ asupra mediului de risc al sectorului financiar.**

Volatilitatea piețelor financiare a crescut pe toate piețele, date fiind incertitudinile ridicate. După o perioadă îndelungată de rate scăzute ale dobânzii, băncile centrale au înăsprit politica monetară. Asocierea dintre costurile de finanțare mai mari și producția economică mai scăzută exercită presiuni asupra refinanțării datoriei publice, a mediului de afaceri și asupra gospodăriilor, având totodată un impact negativ asupra calității creditului din portofoliile de credite ale instituțiilor financiare. Reducerea randamentelor reale prin creșterea inflației ar putea determina investitorii să își asume riscuri mai mari într-un moment în care creșterile de dobândă pun în mișcare o reechilibrare de amploare a portofoliilor.

## **2.2. Piețele europene de capital**

*Raportul ESMA privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile*, (ediția nr. 2/2022) cuprinde evaluarea principalelor riscuri, pe categorii și surse de risc, pentru piețele care intră în competența ESMA de la ultima evaluare, dar și perspective pentru trimestrul III 2022. Perioada de referință pentru acest raport este cuprinsă între 1 ianuarie și 30 iunie 2022.

**Atacul militar rus împotriva Ucrainei, efectele sale politice și economice și creșterea inflației au afectat considerabil mediul de risc al piețelor financiare din UE.** Redresarea piețelor financiare din UE nu a fost îndeplinită, volatilitatea a crescut, iar corecțiile de pe piață s-au accentuat. Prin urmare, riscul global pentru misiunea ESMA (consolidarea protecției investitorilor și promovarea unei piețe financiare stabile și ordonate) rămâne la cel mai ridicat nivel. Riscul de credit se menține ridicat, dar se așteaptă să crească și în 2023. Riscurile rămân foarte mari pe piețele de valori mobiliare și în ceea ce privește gestionarea activelor. Riscul pentru infrastructură și la adresa investitorilor continuă să se situeze la un nivel ridicat, cu o înrăutățire a perspectivei, în timp ce riscul de mediu rămâne ridicat. În plus, întrepătrunderea surselor de risc continuă să ofere un mediu de piață extrem de fragil, iar investitorii ar trebui să fie pregătiți pentru noi corecții de piață.

**Condițiile de piață s-au deteriorat pe măsură ce invazia rusă și sancțiunile au provocat un șoc în ceea ce privește aprovizionarea cu mărfuri, care s-a adăugat la presiunile inflaționiste existente legate de pandemie.** Înăsprirea politicii monetare s-a accelerat la nivel mondial, iar piețele au anticipat din ce în ce mai mult încheierea perioadei de rate scăzute ale dobânzii. Volatilitatea pieței, randamentele și marjele obligațiunilor s-au mărit, evaluările acțiunilor au scăzut, iar valorile mărfurilor afectate de război au crescut. Incertitudinea rămâne foarte mare, în contextul normalizării politicii monetare, al invaziei și al blocajelor COVID-19 din China.

Creșterea costurilor energiei și blocajele din partea ofertei au determinat scăderi semnificative ale prețurilor activelor în semestrul I 2022, oprind redresarea care a început în 2020. Presiunile inflaționiste și politica monetară anticipată au afectat evaluările de pe piețele cu venit fix, unde randamentele și *spread*-urile au atins maxime multianuale. Amploarea diferențelor a semnalat creșterea îngrijorărilor legate de capacitatea de îndatorare.

**Sectorul fondurilor de investiții s-a individualizat prin stabilitate, cu un impact limitat din cauza războiului, dar deteriorarea condițiilor macroeconomice a amplificat vulnerabilitățile, iar riscul ratei dobânzii a crescut odată cu estimările de creștere privind inflația.** Reducerea performanțelor a condus la cereri de răscumpărare în fondurile de obligațiuni în semestrul I din anul 2022. Fondurile monetare au înregistrat, de asemenea, ieșiri semnificative în primele trei luni ale anului 2022, deoarece investitorii au renunțat la fondurile cu venit fix. Pe piețele americane se observă o realocare către active protejate împotriva inflației, ceea ce nu s-a observat încă în UE.

Sentimentul din rândul investitorilor s-a înrăutățit din cauza incertitudinii și a riscurilor geopolitice. Inflația ar putea avea efecte negative asupra multor investitori. Totodată, economiile gospodăriilor au scăzut de la nivelul record atins în timpul pandemiei. Fluxurile nete de investiții cu amănuntul în fondurile de obligațiuni OPCVM s-au diminuat, în contrast cu intrările semnificative înregistrate în 2021.





















Volumul de tranzacționare a acțiunilor a crescut în semestrul I 2022, pe măsură ce investitorii s-au adaptat la modificările pe ratele dobânzilor și la o volatilitate mai mare. Volumele de compensare s-au mărit, deoarece marjele colectate de contrapărțile centrale din UE pentru instrumentele derivate pe rata dobânzii și pe mărfuri au crescut odată cu volatilitatea/creșterile prețurilor în instrumentele suport. Agențiile de rating de credit au reacționat la invazie prin retrogradarea datoriei suverane ale Rusiei și Ucrainei.

**Finanțarea de pe piața de capital a fost caracterizată de un grad ridicat de precauție în semestrul I 2022, pe fondul volatilității ridicate de pe piața secundară și al incertitudinii privind ratele dobânzilor.** Piețele primare de acțiuni au încetinit brusc după nivelurile record din 2021, înregistrându-se cea mai mică emisiune din primul semestru din ultimii 15 ani. Două treimi din ofertele publice inițiale lansate în 2021 au fost tranzacționate sub prețul de emisiune la sfârșitul primului semestru al anului 2022. Emisiunile de obligațiuni corporative au fost, de asemenea, modeste. Cu toate acestea, emisiunile pentru alte tipuri de instrumente au rămas semnificative, în special pentru produsele structurate.

**Invazia Ucrainei a reprezentat o nouă și potențială provocare majoră pentru obiectivele UE în materie de climă, deoarece unele țări s-au orientat către cărbune pentru a compensa scăderea importurilor de combustibili fosili din Rusia. De asemenea, acesta a avut un impact asimetric asupra piețelor ESG.** Emisiunile de obligațiuni ESG din UE au încetinit în semestrul I 2022, iar fondurile de acțiuni ESG din UE au înregistrat ieșiri nete în martie 2022 pentru prima dată în ultimii 2 ani. Cu toate acestea, fondurile ESG au fost în mare parte protejate, iar prețul obligațiunilor verzi pe termen lung s-a dovedit rezistent.

**Piețele cryptoactivelor au scăzut cu peste 60% în semestrul I 2022, de la un maxim istoric înregistrat în 2021, pe fondul creșterii inflației și al deteriorării perspectivelor economice, ceea ce evidențiază din nou riscurile ridicate ale acestor active** (avertisment emis de ESAs - European Supervisory Authorities). Vânzarea bruscă, influențată de prăbușirea monedei stabile Terra în luna mai 2022 și de întreruperea retragerilor consumatorilor de către creditorul Celsius în iunie 2022, falimentul bursei digitale FTX au sporit neîncrederea investitorilor și a confirmat natura speculativă a multor modele de afaceri din acest sector.



Tabel 3 Tabloul riscurilor pe piețele de valori mobiliare <sup>5</sup>

Categorii de risc		Factori de risc		
	Nivel	Perspectivă		Perspectivă
Misiunea generală ESMA (consolidarea protecției investitorilor și promovarea unei piețe financiare stabile și ordonate)			Riscuri geopolitice	
Riscuri de lichiditate			Mediul macroeconomic	
Riscuri de piață			Contextul inflației și al ratelor dobânzilor	
Riscuri de credit <sup>6</sup>			Datoria suverană și privată	
Riscuri de contagiune			Înterruperi ale infrastructurii	
Riscuri operaționale			Alte riscuri politice și evenimente	
Riscuri de mediu				



<sup>5</sup> Evaluarea riscului a fost realizată pe baza clasificării Comitetului comun al autorităților europene de supraveghere. Culoarele indică intensitatea actuală a riscului. Codificare: verde = risc potențial; albastru închis = risc semnificativ; turcoaz = risc ridicat; roșu = risc foarte ridicat. Săgețile orientate în sus = creșterea intensității riscului; săgețile orientate în jos = scăderea intensității riscului; săgeți orizontale = nicio schimbare. Variația este măsurată în raport cu trimestrul precedent; perspectivele se referă la trimestrul următor. Evaluarea riscurilor de către ESMA se bazează pe pe indicatori cantitativi și pe aprecieri ale analiștilor.

<sup>6</sup> Riscul de credit este riscul ca emitentul produsului sau o societate cu care acesta are legături să intre în incapacitate de plată și să nu fie în măsură să își îndeplinească obligațiile contractuale pentru a rambursa investiția.



## Piețe de valori mobiliare

Nivel	Perspectivă	Factori
		<ul style="list-style-type: none"><li>- Incertitudine crescută din cauza invaziei rusești, riscuri de volatilitate a pieței și schimbări de piață.</li><li>- Riscurile de reevaluare a pieței din cauza inflației generale și a celei determinate de mărfurile de bază și creșteri ale ratelor dobânzilor.</li><li>- O creștere economică redusă care sporește îndatorarea deja ridicată din cauza pandemiei, slăbind bilanțurile contabile ale sectorului public și privat.</li><li>- incertitudine reziduală COVID-19 și impacturi continue (de exemplu, din cauza blocajelor din China).</li><li>- Volatilitate ridicată și pierderi masive pe piețele criptoactivelor.</li></ul>

## Gestionarea activelor



Nivel	Perspectivă	Factori
		<ul style="list-style-type: none"><li>- Deteriorarea bruscă a perspectivelor economice pe termen mediu, a presiunilor din partea ofertei și a inflației determină diminuarea randamentelor reale ale portofoliului.</li><li>- Volatilitatea pieței, lichiditatea sau fluxurile fondurilor expuse.</li><li>- Schimbarea apetitului pentru risc ar putea îndepărta fluxurile de la fondurile de obligațiuni mai riscante (corporative, piețe emergente).</li></ul>

## Investitori

Nivel	Perspectivă	Factori
		<ul style="list-style-type: none"><li>- Volatilitatea crescută a pieței și inflația mai mare sporesc riscurile pe termen scurt pentru investitori, în special pierderile cauzate de randamente reale negative, deoarece inflația subminează randamentele.</li><li>- Riscurile unei comercializări agresive, în special a produselor structurate cu risc ridicat și a criptoactivelor.</li><li>- Digitalizarea și lipsa de competență a investitorilor în ceea ce privește tranzacționarea bazată pe social media și tranzacționarea prin copiere<sup>7</sup>.</li><li>- Costuri ridicate; conflicte de interese legate de fluxul de plată pentru comenzi.</li></ul>

<sup>7</sup> Copy trading permite persoanelor de pe piețele financiare să copieze automat pozițiile deschise și gestionate de alte persoane selectate. Spre deosebire de tranzacționarea în oglindă, o metodă care permite traderilor să copieze strategii specifice, tranzacționarea prin copiere leagă o parte din fondurile traderului care copiază de contul investitorului copiat.

## Infrastructuri și servicii

Nivel	Perspectivă	Factori
		<ul style="list-style-type: none"><li>- Riscul operațional crescut pe termen scurt al atacurilor cibernetice, în special din partea Rusiei.</li><li>- Volatilitatea ridicată a pieței crește riscurile pe termen scurt de încălcare a marjelor și de întrerupere a tranzacțiilor.</li><li>- Risc operațional semnificativ și continuu pentru infrastructuri în general, inclusiv expunerea din cauza digitalizării în creștere rapidă și a utilizării serviciilor <i>cloud</i> în procesele principale de producție.</li><li>- Creșterea sarcinii operaționale asupra depozitarilor centrali de valori mobiliare din cauza sancțiunilor împotriva Rusiei și din cauza numărului mare de corecții necesare pentru aplicarea de penalități în numerar în temeiul regulamentului privind depozitarea centrală de valori mobiliare.</li></ul>

*Sursa: ESMA, Raportul ESMA privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile, (ediția nr. 2/2022)*

## 2.3. Piața asigurărilor din UE

În cadrul *Raportului de stabilitate financiară* publicat de EIOPA, ediția din decembrie 2022, au fost prezentate principalele evoluții și riscuri din sectoarele europene ale asigurărilor și pensiilor. În plus, raportul a surprins patru subiecte de actualitate, în special cu privire la impactul **creșterii inflației și a ratelor dobânzilor asupra situației financiare a asigurătorilor, utilizarea de către asigurători a instrumentelor derivate și nevoile de lichiditate aferente, relevanța din ce în ce mai mare a transferurilor de portofolii de asigurări de viață, precum și expunerea asigurătorilor non-viață la riscul fizic al schimbărilor climatice.**

În ultimii trei ani, economiile europene s-au confruntat cu o serie de șocuri excepționale legate de pandemia mondială și de efectele războiului din Ucraina, care au agravat presiunile inflaționiste și au diminuat perspectivele de creștere economică. În ciuda mediului dificil, asigurătorii și fondurile de pensii au prezentat o reziliență crescută la șocuri. Entitățile au încercat să se adapteze la riscurile emergente și și-au redus vulnerabilitățile prin optimizarea proceselor de gestionare a riscurilor prin transferul de portofolii și conceperea produselor. Cu toate acestea, riscurile legate de inflația creanțelor, de posibila mărire a diferențelor dintre ratele de dobândă ale companiilor și ale statelor suverane, de deteriorarea perspectivelor macroeconomice și de gestionarea lichidităților într-o perioadă de creștere rapidă a ratelor dobânzilor se mențin și necesită monitorizare.

*Tabloul riscurilor privind piața asigurărilor din UE*<sup>8</sup>, întocmit de EIOPA în baza datelor aferente trimestrului II al anului 2022 și colectate conform directivei Solvabilitate II, arată că **expunerile asigurătorilor la riscurile macroeconomice și de piață reprezintă în prezent principala preocupare în sectorul asigurărilor.** Toate celelalte categorii de risc, cum ar fi profitabilitatea și solvabilitatea, riscurile climatice, precum și cele legate de digitalizare și riscurile cibernetice rămân la niveluri medii.

În plus, au fost observate următoarele **vulnerabilități pentru sectorul asigurărilor din UE:**





















- Nivelurile de risc pentru sectorul european al asigurărilor au rămas, în linii mari, constante.
- **Riscurile de natură macroeconomică** s-au menținut semnificative pentru sectorul asigurărilor. Previziunile de creștere a PIB-ului la nivel mondial au continuat să scadă, iar previziunile privind inflația s-au situat la un nivel ridicat pentru principalele zone geografice. Rata șomajului pentru principalele zone geografice a rămas la un nivel scăzut. Media ponderată a ratelor swap pe 10 ani a crescut. Băncile centrale au continuat normalizarea politicii monetare.
- **Riscurile de credit** s-au menținut relativ moderate. Spread-urile CDS au înregistrat niveluri scăzute pentru obligațiunile guvernamentale și financiare, pe fondul unei noi creșteri pentru obligațiunile corporative nefinanciare în trimestrul al treilea din 2022. Expunerea relativă a asigurătorilor la diferite categorii de obligațiuni a rămas în general stabilă, în timp ce a scăzut ușor în cazul obligațiunilor guvernamentale în T2 2022. Calitatea medie a creditului pentru investițiile asigurătorilor a rămas stabilă.

---

<sup>8</sup> [Risk dashboard | Eiopa \(europa.eu\)](#)

- **Riscurile de piață** au fost stabile în comparație cu evaluarea anterioară. Volatilitatea pe piața obligațiunilor și a acțiunilor a rămas la un nivel mai ridicat în anul 2022 decât media anului 2021. Prețurile proprietăților imobiliare au rămas la același nivel. Expunerea mediană a asigurătorilor la obligațiuni și acțiuni a rămas relativ neschimbată, în timp ce expunerea mediană la imobiliare a crescut ușor în trimestrul II 2022.
- **Riscurile de profitabilitate și de solvabilitate** s-au situat la un nivel mediu. Având în vedere scăderea randamentelor asigurătorilor în al doilea trimestru al anului 2022, cei trei indicatori de rentabilitate (rentabilitatea excedentului activelor față de pasive, rentabilitatea activelor și rentabilitatea primelor) au scăzut. Creșterea ratelor dobânzilor de la începutul anului 2022 ar putea fi principalul factor care stă la baza ratelor SCR ridicate.
- **Riscurile de interconectare** și dezechilibru au rămas la un nivel mediu. Din cauza creșterii actuale a ratei dobânzii, asigurătorii au înregistrat pierderi pe piețele instrumentelor financiare derivate, deoarece acestea sunt poziționate pentru a acoperi scăderile ratelor dobânzii.
- Percepțiile pieței au fost la un nivel mediu. Raportul mediu preț-beneficiu al grupurilor de asigurări a rămas în jurul aceluiași nivel. Mediana marjelor CDS ale asigurătorilor a crescut în continuare. **Ratingurile externe ale asigurătorilor** au rămas în general stabile de la ultima evaluare.
- **Riscurile climatice** au rămas la un nivel mediu. Asigurătorii și-au menținut expunerea relativă la obligațiuni verzi, în timp ce raportul investițiilor în obligațiuni verzi din totalul obligațiunilor verzi în circulație a scăzut ușor. Creșterea obligațiunilor verzi în portofoliile asigurătorilor a scăzut, în timp ce creșterea obligațiunilor verzi în circulație este stabilă.
- **Riscurile legate de digitalizare și riscurile cibernetice** au fost la un nivel mediu. Importanța acestor riscuri pentru asigurări, evaluată de autoritățile de supraveghere, a scăzut ușor, dar problemele de securitate cibernetică și preocupările legate de un conflict geopolitic hibrid s-au menținut. Sentimentul cibernetic negativ a indicat o creștere a îngrijorării în al treilea trimestru al anului 2022, în timp ce frecvența incidentelor cibernetice a scăzut în comparație cu același trimestru al anului 2021.

Tabel 4 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, octombrie 2022<sup>9</sup>

Riscuri	Nivel	Trend (ultimele 3 luni)	Perspectivă <sup>10</sup> (următoarele 12 luni)
1. Riscuri macroeconomice	<b>ridicat</b>		
2. Riscuri de credit	<b>mediu</b>		
3. Riscuri de piață	<b>ridicat</b>		
4. Riscuri de lichiditate și finanțare <sup>11</sup>	<b>mediu</b>		
5. Profitabilitate și solvabilitate	<b>mediu</b>		
6. Interconexiuni și dezechilibre	<b>mediu</b>		
7. Riscuri de asigurare (subscriere)	<b>mediu</b>		
8. Percepțiile pieței	<b>mediu</b>		
9. Riscuri legate de factorii ESG <sup>12</sup>	<b>mediu</b>		
10. Riscurile cibernetice și de digitalizare <sup>13</sup>	<b>mediu</b>		

Sursa: EIOPA, Tabloul riscurilor pe piața asigurărilor din UE (octombrie 2022)

<sup>9</sup> Data de referință pentru datele societăților comerciale este T2-2022 pentru indicatorii trimestriali și 2021-YE pentru indicatorii anuali. Data limită pentru majoritatea indicatorilor de piață este sfârșitul lunii septembrie 2022.

<sup>10</sup> Perspectivile afișate pentru următoarele 12 luni se bazează pe răspunsurile primite de la 24 de autorități naționale competente și sunt clasificate în funcție de modificarea preconizată a semnificației fiecărui risc (scădere substanțială, scădere, neschimbată, creștere și creștere substanțială).

<sup>11</sup> Din octombrie 2021, o nouă categorie de riscuri legate de ESG și o îmbunătățire a categoriei de riscuri de lichiditate și finanțare sunt incluse în tabloul riscurilor publicat de EIOPA.

<sup>12</sup> Riscuri care includ factorii de mediu, sociali și de guvernanță (ESG)

<sup>13</sup> Din ianuarie 2022, a fost inclusă o nouă categorie de riscuri de digitalizare și riscuri cibernetice.

## 2.4. Principalele vulnerabilități și riscuri la nivel național din perspectiva stabilității financiare

Deși în primele trei trimestre ale anului 2022 economiile europene și cea națională au înregistrat progrese, ESRB a identificat o serie de riscuri severe pentru stabilitatea financiară. Aceste riscuri se pot materializa simultan, interacționând astfel între ele și amplificându-și reciproc impactul.

Probabilitatea ca scenariile extreme de risc să se materializeze a crescut de la începutul anului 2022 și a fost exacerbată de evoluțiile geopolitice recente. Aceste evoluții geopolitice au impact asupra prețurilor și aprovizionării cu energie, implicând tensiuni financiare pentru întreprinderi și gospodării. În plus, o inflație mai mare decât cea așteptată înăsprește condițiile financiare și amplifică stresul în sectorul financiar. O deteriorare pronunțată a activității economice ar putea duce la o nouă creștere a riscului de credit într-un moment în care unele instituții de credit sunt încă în proces de gestionare a problemelor legate de calitatea activelor, în urma pandemiei de COVID-19, probleme care până acum au fost limitate din cauza măsurilor extinse de sprijin public.

Riscurile pentru stabilitatea financiară care decurg din scăderea bruscă a prețurilor activelor rămân severe. Creșterea dobânzilor ipotecare și deteriorarea capacității de serviciu al datoriiilor din cauza scăderii venitului real al gospodăriilor ar putea exercita presiuni de scădere asupra prețurilor locuințelor, ceea ce ar putea declanșa materializarea riscurilor ciclice acumulate pe piețele imobiliare.

În plus, probabilitatea apariției unor incidente cibernetice la scară largă care să afecteze sistemul financiar a crescut. Având în vedere creșterea riscurilor sistemice la adresa stabilității financiare, ESRB consideră că este necesar ca instituțiile din sectorul privat, participanții la piață și autoritățile relevante să continue să se pregătească pentru materializarea scenariilor extreme de risc.

În acest context, mai **multe riscuri se mențin la un nivel ridicat**, noi șocuri putând determina amplificarea tensiunilor și corecții importante pe piețele financiare internaționale și locale:

- **riscul macroeconomic**, în condițiile în care, deși au fost înregistrate progrese, vulnerabilitățile persistă pe fondul mediului geopolitic zbuciumat, care cresc sensibilitatea în fața șocurilor. Tendința riscului a fost evaluată ca fiind una de stagnare.
- **riscul de piață**, fondul creșterii probabilității de materializare a unor scenarii extreme, care pot afecta stabilitatea financiară, a creșterii contagiunii și a menținerii perspectivelor vulnerabile referitoare la evoluțiile macroeconomice, care pot determina erodarea prețurilor activelor.
- **riscul operațional**, cu tendință de creștere, pe fondul intensificării atacurilor cibernetice la scară largă, în contextul conflictului militar Rusia Ucraina.

Celelalte riscuri se mențin în categoria **mediu spre ridicat**: **riscul de credit**, **riscul de lichiditate**, **riscul de solvabilitate** și **riscul de profitabilitate**. Tendințele sunt de creștere, cu excepția riscului de credit, a cărui tendință a fost evaluată ca stagnare.

Tabel 5 Tabloul riscurilor din perspectiva stabilității financiare conform evaluărilor ASF

Descriere risc	Factori determinanți	Nivel risc	Tendință risc (1 an)	Probabilitate materializare risc (1 an)
Riscul macroeconomic	În primele trei trimestre ale anului 2022, economiile europene și cea națională au reușit să înregistreze progrese, astfel încât PIB-ul a depășit nivelul pre-pandemic. Cu toate acestea, riscurile se mențin la un nivel considerabil, probabilitatea de materializare a unor scenarii extreme care pot afecta economiile și stabilitatea financiară fiind în creștere, conform Avertizării emise de către ESRB la finalul lunii septembrie, prin care subliniază de asemenea necesitatea unei mai bune reziliențe în sectorul financiar european, pentru a putea susține economiile, în cazul materializării acestor riscuri.	5 – ridicat	⇒ ●	5 – peste medie
Riscul de piață	Agresiunea militară rusă împotriva Ucrainei precum și efectele ei economice și politice au afectat puternic mediul de risc al piețelor financiare ale UE, potrivit ESMA, crescând volatilitatea și probabilitatea de realizare a unor corecții pe piețe.	5 – Ridicat	⇒ ●	5 – peste medie
Riscul de credit	Depinde de tabloul macroeconomic. Accentuarea inflației poate determina apariția unor dificultăți majore în funcționarea companiilor și materializarea riscului de credit.	4 - Mediu spre ridicat	⇒ ●	4 – sub medie
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	↗	5 – peste 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 creșterii inflației, a ratelor de dobândă și a menținerii vulnerabilităților pe plan macroeconomic.	4 – Mediu spre ridicat	↗	5 – peste medie
Risc operațional	Identificarea riscului operațional ca fiind în creștere pe piețele financiare în contextul apariției la scară largă a atacurilor cibernetice, inclusiv pe fondul tensiunilor conflictului Rusia Ucraina.	5 - Ridicat	↗	6 – Ridicată

Sursa: ASF

\*\*\*

Pentru a evidenția modificările față de raportul anterior, au fost utilizate pentru tabelele de risc semnele ● care arată o îmbunătățire și ● care arată o deteriorare a evaluării cuprinse în coloanele în care se găsesc. Numărul semnelor de aceeași culoare reprezintă cu câte unități a fost modificat indicatorul respectiv favorabil (●●...) sau nefavorabil (●●...).

Scalele de valori ale indicatorilor utilizați în evaluare au fost:

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=ridică, 7=foarte ridicată și 8=sigură.

### 3. Interconectarea piețelor financiare nebancare

În anul 2022, condițiile financiare s-au înăsprit considerabil pe măsură ce dezechilibrele macro-economice s-au intensificat. Noile vulnerabilități la adresa sistemului financiar (nivelul ridicat al inflației susținut în principal de prețurile în creștere ale energiei și incertitudinea imprimată de contextul geopolitic actual) s-au suprapus peste o economie slăbită de efectele pandemiei COVID-19, oprind cel puțin temporar redresarea economiilor europene. Astfel, înăsprirea condițiilor financiare și incertitudinea sporită au avut efecte puternice asupra activității economice, în sensul unei amânări a proiectelor de investiții de către companii, concomitent cu o reducere a consumului gospodăriilor.

Pentru a combate inflația, băncile centrale au procedat la majorări succesive ale ratelor dobânzii pe parcursul anului 2022. Astfel, **creșterea ratelor de politică monetară din Europa a condus la un grad ridicat de contagiune la nivelul randamentelor titlurilor de stat suverane pentru toate maturitățile**. Cu toate acestea, o analiză pe termen mai lung a evoluției indicelui de contagiune pentru titlurile de stat arată că **acesta se situează în prezent la un nivel mai redus comparativ cu anul 2020**.

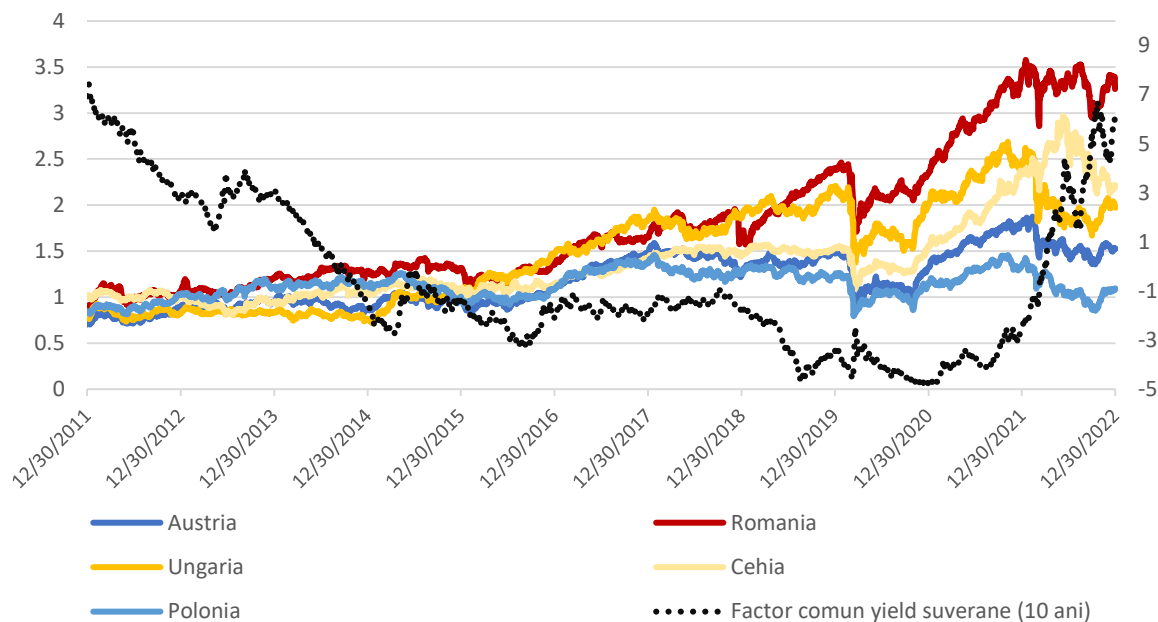
Deși piața locală de capital a înregistrat o dinamică pozitivă pe parcursul anului 2021, pe fondul intensificării listărilor și creșterii atractivității externe, **politica monetară de întărire cantitativă din 2022 a determinat o contracție a ciclului financiar. Aceste rezultate converg cu estimări similare din lucrări de specialitate și indică o contracție a piețelor financiare**, în contextul creșterii inflației, înrăutățirii perspectivelor economice și al unui grad ridicat de incertitudine.

Șocul structural din economia europeană generat de pandemia COVID-19, peste care ulterior s-au suprapus și evenimentele din 2022, au condus la un climat investițional instabil, fragil și sensibil la contagiunea cu piețele externe de capital. Cu toate acestea, din perspectiva valorii la risc condiționate (CoVaR), care cuantifică pierderea așteptată ca urmare a influenței unei variabile asupra alteia, **intensitatea șocurilor economice din perioada 2021 – 2022 asupra pieței locale de capital se situează sub nivelul înregistrat în martie 2020 (debutul pandemiei COVID-19)**.

**Analiza măsurilor de risc sistemic aferente companiilor incluse în indicele BET indică o creștere a riscului în perioadele decembrie 2018, martie – aprilie 2020, decembrie – martie 2022 și finalul lunii septembrie 2022**. Independent de măsura de risc sistemic utilizată se observă momente de creștere a riscului sistemic specific companiilor din indicele BET. De altfel, se remarcă și faptul că aceste momente de creștere tind să manifeste tipare simultane pentru companii, independent de sectorul de activitate. Specific anului 2022 este și faptul că dinamica riscului sistemic prezintă tipare consistente de expansiune.

**Anul 2022 a marcat sfârșitul unui ciclu de relaxare cantitativă. Programele de relaxare cantitativă (QE) ale băncilor centrale, au fost concepute ulterior crizei financiare din 2007-2009 pentru a stabiliza piețele financiare**. În 2022 cele mai multe bănci centrale au demarat o politică monetară de creștere rapidă a ratelor de politică monetară (întărire cantitativă- *Quantitative Tightening*). Politicile băncilor centrale au fost sprijinite după 2020 și de un mix de politici macro prudențiale care au accentuat creșterea piețelor de capital.

Grafic 21 Ciclul de relaxare cantitativă și întărire cantitativă. Dinamica piețelor de capital



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Evoluția indicilor bursieri din Austria, România, Ungaria, Cehia, și Polonia este normalizată la 1 pentru a facilita comparația dintre evoluțiile piețelor de capital în perioada 2011-2022 și este prezentată în graficul 21. Pentru a facilita co-dependența dintre piețele europene de capital și politica monetară, a fost adăugată și tendința comună<sup>14</sup> a randamentelor titlurilor de stat cu maturitate de 10 ani.

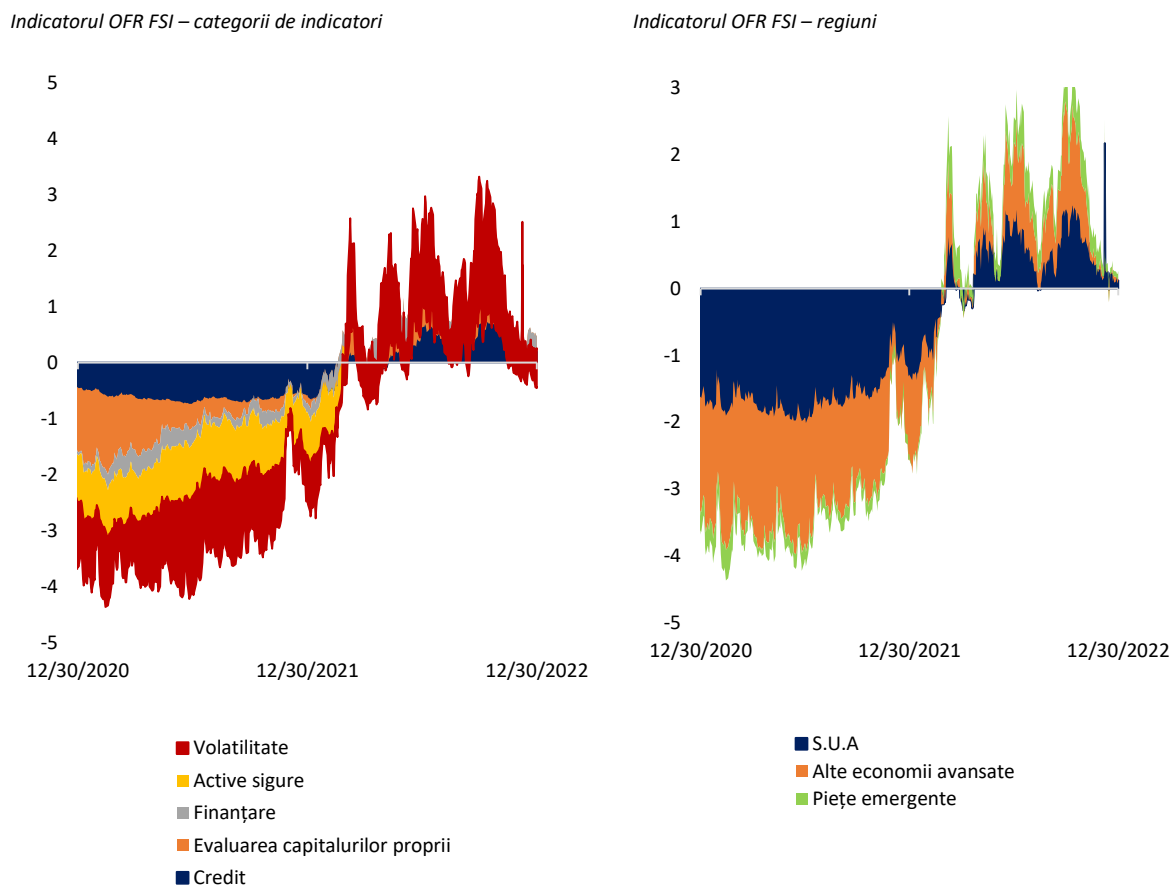
Deși în graficul 21 sunt prezentate doar câteva piețe de capital, toate piețele de capital europene au avut o dinamică similară: ciclul de relaxare cantitativă început după criza financiară din 2007-2009 a facilitat o creștere a piețelor de capital. Începutul ciclului de întărire cantitativă din 2022 a condus la o reajustare a acestora fără a fi înregistrate însă corecții bruște ale acestora.

<sup>14</sup> Factorul comun este prima componentă a randamentelor titlurilor de stat extrasă cu ajutorul analizei Principal Component Analysis (PCA). Factorul comun explică 86% din variația randamentelor titlurilor de stat. Baza de date conține date zilnice pentru aproximativ toate economiile europene.

### 3.1. Nivelul de stres în sistemul financiar

Indicele de stres al sistemului financiar dezvoltat de Biroul de Studii Financiare<sup>15</sup> (OFR) a fost conceput pentru a identifica vulnerabilitățile potențiale ale sistemului financiar global care pot genera, amplifica și transmite tensiuni pe piața financiară americană și/sau internațională. Stresul financiar este modelat ca o rețea de factori macrofinanciare care se potențează reciproc.

Grafic 22 Indicator de stabilitate financiară pentru economia americană (OFR FSI)



Sursa: Office for Financial Research

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 caracteristice pentru piețele financiare care ia valori pozitive atunci când nivelurile de stres sunt peste medie și negativ dacă nu sunt înregistrate tensiuni la nivelul pieței financiare.

<sup>15</sup> <https://www.financialresearch.gov/>

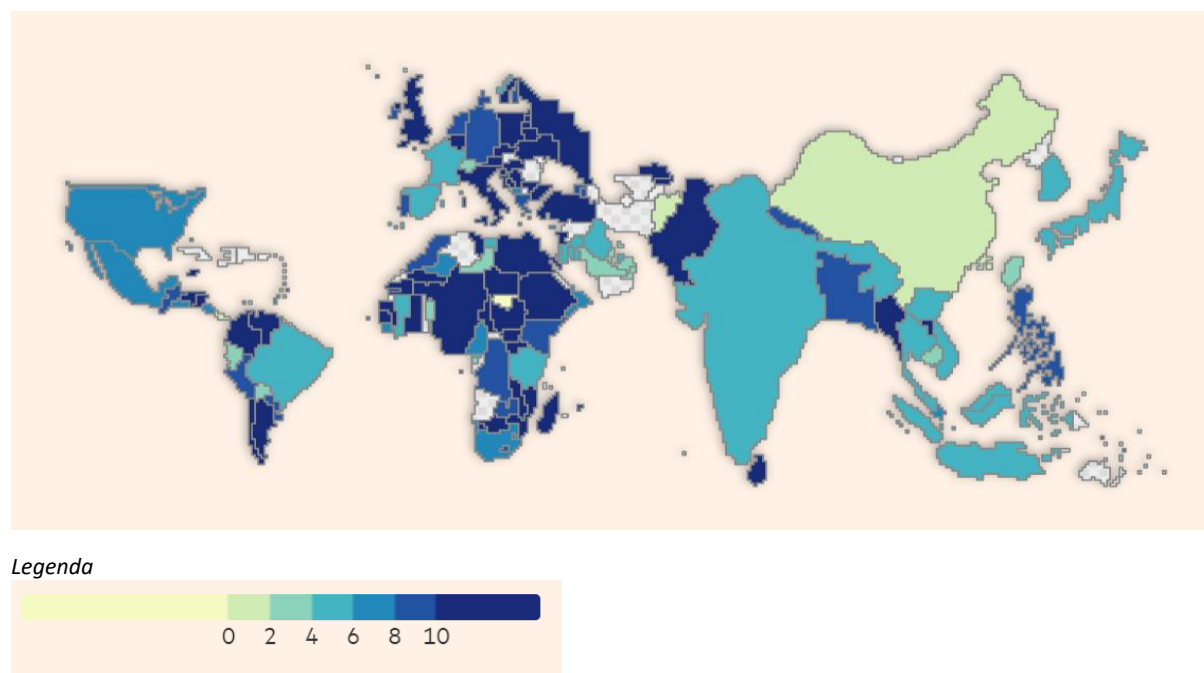
Valoarea OFR FSI este calculat zilnic ca un nivel mediu ponderat al fiecărei variabile observate pe piață în acea zi, în raport cu istoricul acesteia. Indicele este zero atunci când această medie este zero, ceea ce sugerează că stresul este la nivel normal.

Indicele OFR FSI a înregistrat în 2022 valori mai mari decât cele înregistrate în 2020. **Volatilitatea, urmată de riscul de credit<sup>16</sup>, a crescut cel mai mult în 2022**, dar a înregistrat o tendință de scădere în ultimul trimestru. Indicatorul FSI indică că piețele emergente, urmate de economiile avansate sunt regiunile cu cel mai mare potențial de instabilitate economică dintre cele trei grupe de economii. În trimestrul patru, instabilitatea economică s-a diminuat pentru toate regiunile.

**Condițiile financiare s-au înăsprit considerabil pe măsură ce dezechilibrele economice s-au intensificat.** Acest lucru s-a tradus în costuri de finanțare mai mari pentru firme. Înăsprirea condițiilor financiare și incertitudinea sporită au avut efecte puternice asupra activității economice, deoarece companiile și-au amânat proiectele de investiții, iar persoanele fizice și-au redus consumul din precauție sau din constrângeri financiare.

În 2022 băncile centrale au acționat pentru a reduce efectele negative ale inflației și au crescut rapid ratele de politică monetară. În figura următoare se poate observa că inflația a afectat toate economiile în 2022 fiind un fenomen global.

*Grafic 23 Inflația la nivel global în 2022*



Sursa: Financial Times

<sup>16</sup> Riscul de credit calculat de OFR conține măsuri de evaluare pentru creșterea creditului, care reprezintă diferența de costuri de împrumut pentru firme cu o solvabilitate diferită. În perioadele de stres, diferențele de credit pot crește atunci când riscul implicit crește sau funcționarea pieței de credit este perturbată. Diferențele mai mari pot indica faptul că investitorii sunt mai puțin dispuși să ofere împrumuturi, crescând costurile pentru creditorii care caută finanțare.

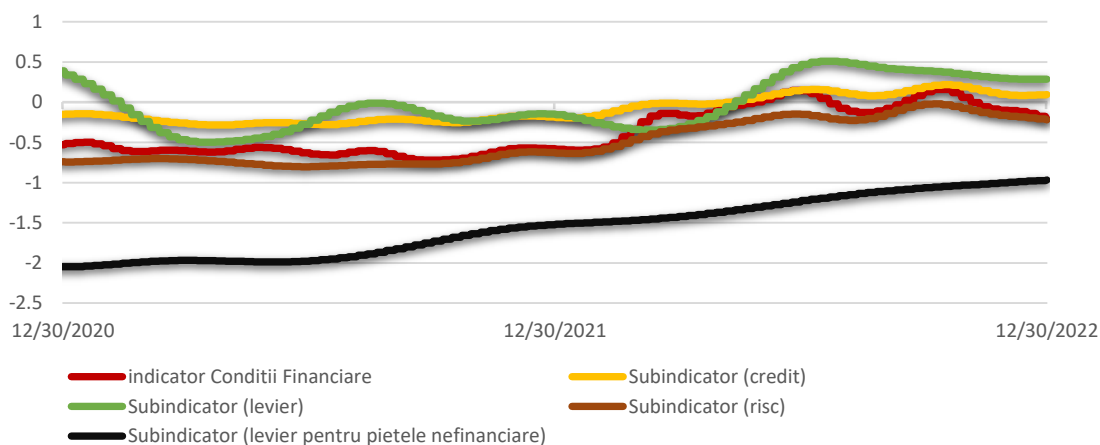
Deoarece șocurile de incertitudine pot afecta firmele pe mai multe piețe diferite, este necesară utilizarea unui indicator mixt pentru a surprinde pe deplin partea financiară a mecanismelor de transmitere a șocurilor financiare. Un indicator similar indicelui de stres financiar este *Indicatorul de Condiții Financiare* realizat de Chicago Fed (ANFCI). Acesta este un indicator compozit extras cu ajutorul analizei dinamice factoriale dintr-un set de 105 de indicatori de risc, credit și levier din sistemul financiar american. Indicatorul este construit pentru a reflecta o reprezentare stilizată cu privire la condițiile financiare din SUA și include piețele monetare, piețele bancare tradiționale și sistemul bancar umbră. Indicatorul este ajustat pentru a ține cont de activitatea economică și inflație. Includerea *Indicatorul de Condiții Financiare* pentru economia americană în analiza curentă este motivată de importanța economiei americane asupra economiei globale.

*Subindicatorul de levier* pentru piețele nefinanciare este un indicator corelat cu indicatorul care măsoară ponderea creditului din PIB, fiind o măsură pentru instabilitatea piețelor financiare și este asociat cu creșterea probabilității de a intra în recesiune.

Indicele ANFCI este construit pentru a avea o valoare medie de zero și o deviație standard de 1 pe un eșantion din 1971 până în prezent. Valorile pozitive ale ANFCI au fost asociate istoric cu condiții financiare mai stricte, în timp ce valorile negative au fost asociate istoric cu condiții financiare mai relaxate decât media. Valorile pozitive ale ANFCI sunt asociate istoric cu condiții financiare mai stricte decât ceea ce ar fi sugerat în mod obișnuit de condițiile macroeconomice predominante, în timp ce valorile negative au fost asociate istoric cu contrariul.

*Subindicatorul de risc* se referă atât la prima inclusă în randamentele activelor riscante încorporate în veniturile lor, cât și la volatilitatea prețurilor activelor. Subindicatorul de credit măsoară cererea de creditare. Subindicatorul de levier este o estimare pentru raportul datoriei cu active. Măsurile de risc tind să primească ponderi pozitive, în timp ce măsurile de creditare și de îndatorare tind să primească ponderi negative, astfel încât condițiile financiare încordate sunt asociate cu riscul peste medie și cu creditul și efectul de levier sub medie.

*Grafic 24 Indicator de Condiții Financiare (ANFCI)*

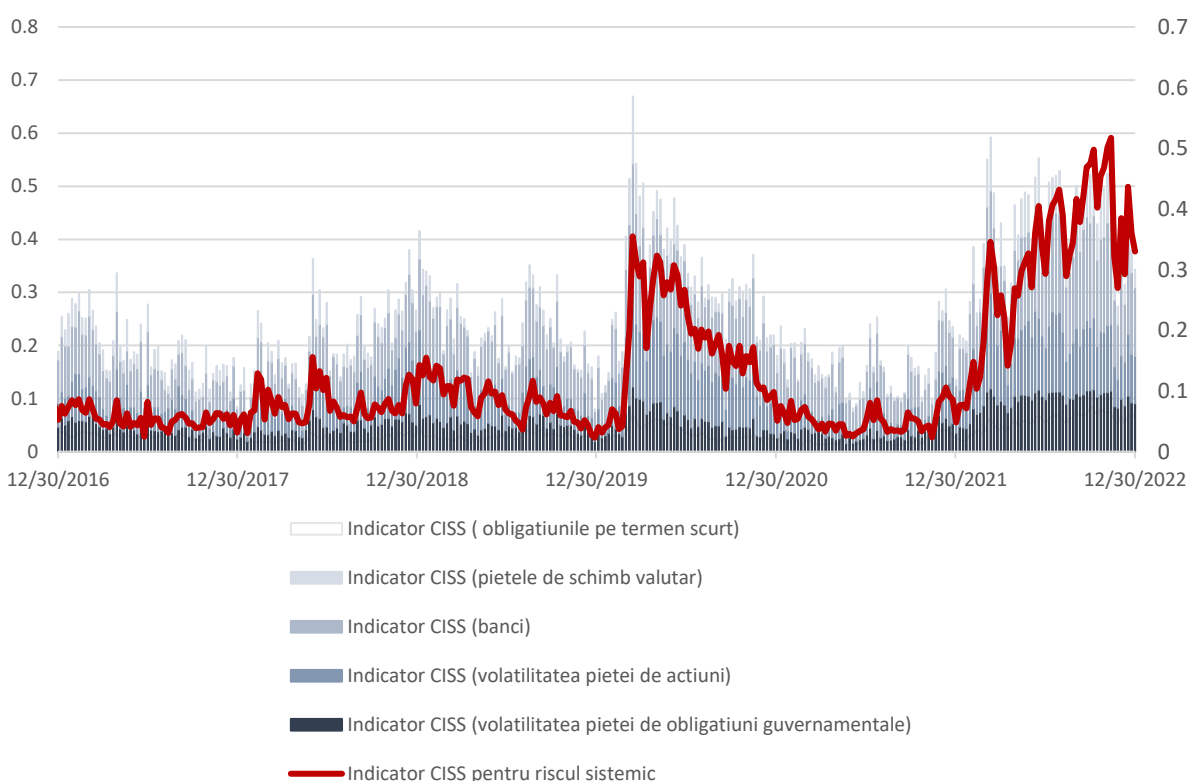


*Sursa: Federal Reserve Bank of Chicago, prelucrare ASF*

Având în vedere corelația necondiționată puternică dintre incertitudinea economică și condițiile financiare este important să se identifice starea generală a piețelor financiare pentru a izola rolul jucat de șocurile de incertitudine.

**Măsurarea riscului sistemic pentru piețele europene este realizată și cu ajutorul indicatorului CISS<sup>17</sup>** care este un indicator compozit pentru riscurile sistemice calculat de Banca Centrală Europeană. Indicatorul CISS este construit pentru a arăta măsura în care stresul financiar sistemic contribuie la instabilitatea financiară a piețelor europene. Indicatorul ia în calcul diferite sectoare ale sistemului financiar european: piețele de acțiuni și obligațiuni, schimb valutar și piețele monetare etc. Valoarea indicatorului este constrânsă să fie în intervalul (0, 1), astfel încât valorile mai mari indică perioadele de stres financiar pentru piețele europene.

*Grafic 25 Indicator compozit de risc sistemic pentru piețele financiare europene*



*Sursa: Banca Centrala Europeana, prelucrare ASF*

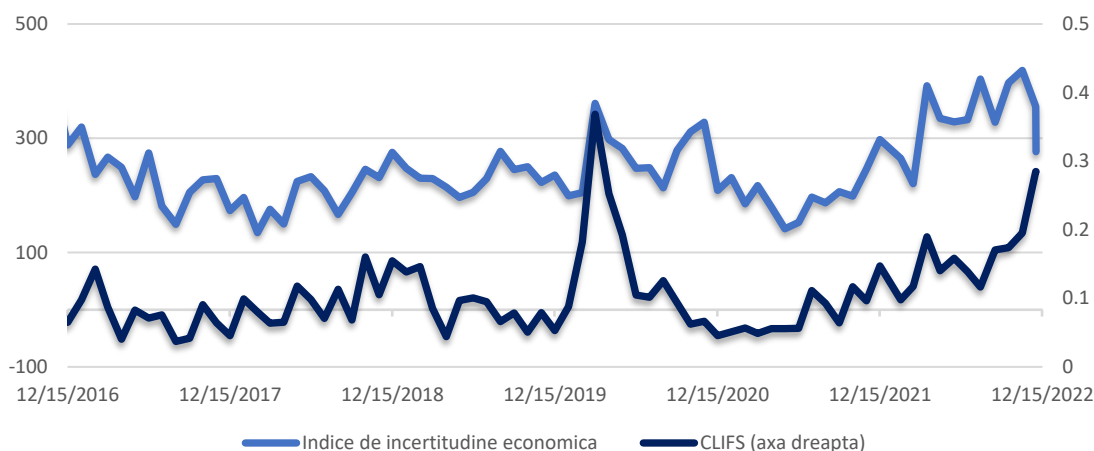
<sup>17</sup> CISS - Composite Indicator of Systemic Stress

Sub-indicatorii CISS care măsoară volatilitatea pieței de acțiuni, obligațiuni și schimb valutar au avut o tendință de creștere în 2022 depășind în magnitudine riscurile sistemice din 2020.

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 2022 pe fondul creșterii incertitudinii economice la nivel internațional.**

**Creșterea riscului sistemic pentru economia românească este explicat într-o mare proporție de șocuri exogene.** În graficul 26 se poate observa gradul ridicat de co-dependență al indicatorului CLIFS de indicele de certitudine economică calculat pentru economia europeană în 2022.

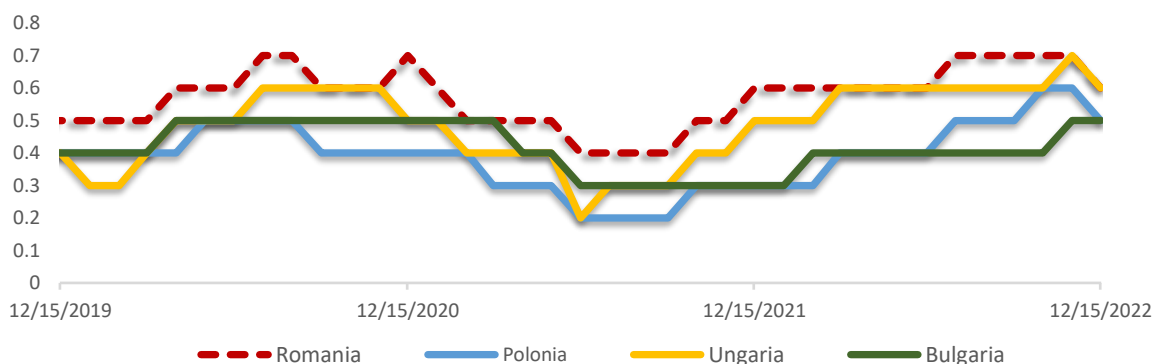
Grafic 26 Indicator de tensiune financiară – România (CLIFS)



Sursa: Banca Centrală Europeană, Economic Policy Uncertainty, prelucrare ASF

Indicatorii de avertizare timpurie sunt construiți pentru a anticipa probabilitatea de apariție a unei crize economice pe fondul dezechilibrelor macro-economice.

Grafic 27 Indicatori de avertizare timpurie



Sursa: Citigroup, prelucrare ASF

Astfel deși în primele trei trimestre din 2022, **indicatorul de avertizare timpurie pentru România s-a situat la un nivel ridicat, acesta a înregistrat în ultimul trimestru o tendință de scădere.**

### 3.2. Indicele de contagiune pentru titlurile suverane

Indicele de contagiune pentru titlurile de stat<sup>18</sup> 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 denuminate 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.

Creșterea ratelor de politică monetară din Europa în 2022 a condus la un grad ridicat de contagiune la nivelul randamentelor titlurilor de stat suverane pentru toate maturitățile, dar mai redus decât în 2020.

*Grafic 28 Indice de contagiune pentru titlurile de stat (10 ani)*



*Sursa: Refinitiv, calcule ASF*

Factorii care influențează prețul obligațiunilor suverane sunt rata de politică monetară, aversiunea globală la risc, riscul specific de țară și contagiunea.

<sup>18</sup> Claey's, P., & Vašíček, B. (2014). Measuring bilateral spillover and testing contagion on sovereign bond markets in Europe. *Journal of Banking & Finance*, 46, 151-165.

Creșterea în contagiune din primele trei trimestre a fost influențată predominant de aceeași factori de risc, respectiv rata inflației și creșterea prețurilor la energie. În ultimul trimestru din 2022 contagiunea dintre randamentele obligațiunilor suverane a scăzut ca urmare a încetinirii ritmului de creștere a ratelor de politică monetară.

*Contagiunea netă* este diferența dintre contagiunea primită și contagiunea transmisă și este un indicator pentru importanța relativă a acestora pentru piața de obligațiuni suverane. Modelul indică că Bulgaria, România, Olanda, Cehia, Austria și Portugalia primesc net contagiune, în timp ce restul țărilor luate în calcul în cadrul eșantionului, transmit contagiune.

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.

*Tabel 6 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	42.1	2.1	2.8	3.6	3.7	3	1.5	2.2	5.1	3.9	0.4	11.3	8.1	10.1
IT	1.3	30.8	14.1	4.1	8.8	3.3	10.3	9.9	4.8	10.3	0.2	1.4	0.1	0.5
SP	1.3	12.9	24.4	4.2	9.7	5.1	12.4	11	5.9	10.7	0.1	1.5	0.1	0.6
AU	2.1	4.5	4.9	30.6	9.6	9.5	3.9	4.8	10.8	13.1	0.1	3.5	0.9	1.8
FR	1.3	8	8.4	7	24.3	8.2	5.3	10.1	8.4	15.5	0.1	2.3	0.3	0.7
NL	1.6	4	6.5	10.3	10.3	28.5	4.8	7.8	9.4	13.7	0.1	2	0	0.9
PT	0.8	10.7	14.2	4.3	6.7	5.1	33.5	10.1	4.1	7.9	0.2	1.3	0.1	0.9
IR	0.8	9.8	11.3	3.1	11	6.4	8.1	29.1	6	11.8	0.1	1.9	0.1	0.7
FN	3.2	5.2	7.2	9.3	8.6	6.9	3.2	6.2	32.2	11.8	0.2	2.8	0.9	2.3
BE	1.3	8	8.4	7.5	14.1	7.5	5.9	10.7	9.7	23.4	0.1	2.2	0.4	0.8
BL	0.1	0.3	1	2.3	0.3	0.3	0.9	0.4	0.9	0.1	91.4	1.7	0.2	0.2
HN	8.7	0.8	1.2	3.3	2.6	2.1	1.1	2.4	1.8	3.1	0	48.8	8.4	15.7
CZ	8	0.2	0.2	0.9	0.6	0	0.2	0.1	1.4	0.5	1.9	12.1	54.4	19.5
PO	6.2	0.1	0.5	1.1	0.3	0.9	0.5	0.4	2.7	0.5	2	17.5	14.2	53.1

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, 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*<sup>19</sup>) estimat cu filtrul Kalman.

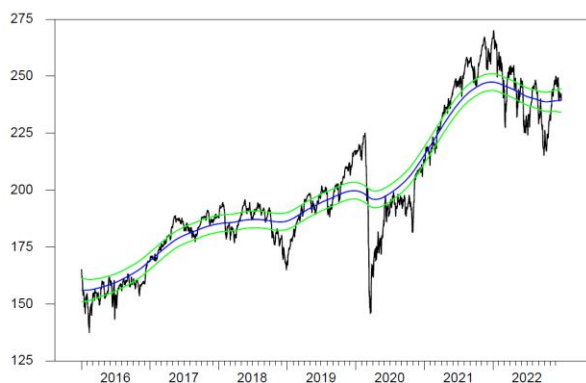
$$Indice_t = medie_t + socuri_t, socuri_t \sim NID(0, \sigma_\varepsilon^2)$$

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

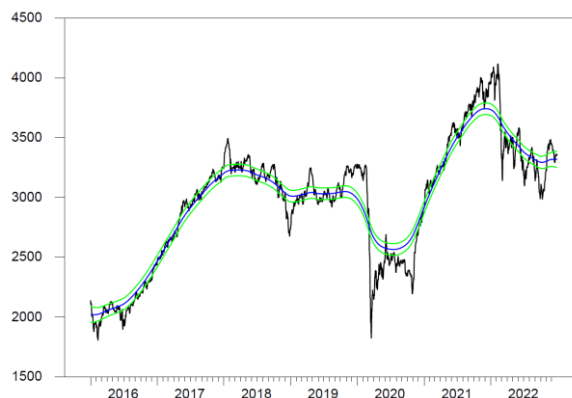
Dinamica mediei este dată de valoarea din ziua anterioară la care se adaugă erorile de măsurare și este modelat ca un proces aleatoriu. Erorile de măsurare sunt datorate modificării compoziției indicelui, a ponderilor companiilor existente etc. Nivelul la echilibru al indicelui pieței de capital este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

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

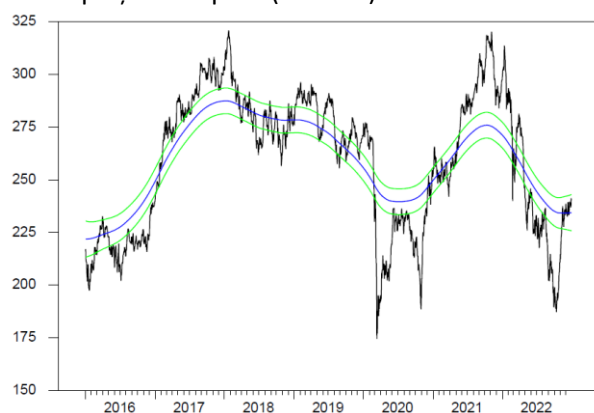
Indicele STOXX 600



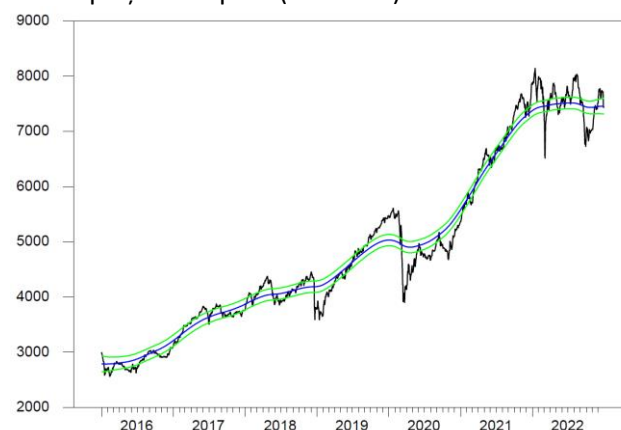
Indice piața de capital (Austria)



Indice piața de capital (Polonia)



Indice piața de capital (Romania)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

<sup>19</sup> Durbin, J. and Koopman, S.J., 2012. *Time series analysis by state space methods*. Oxford University Press.

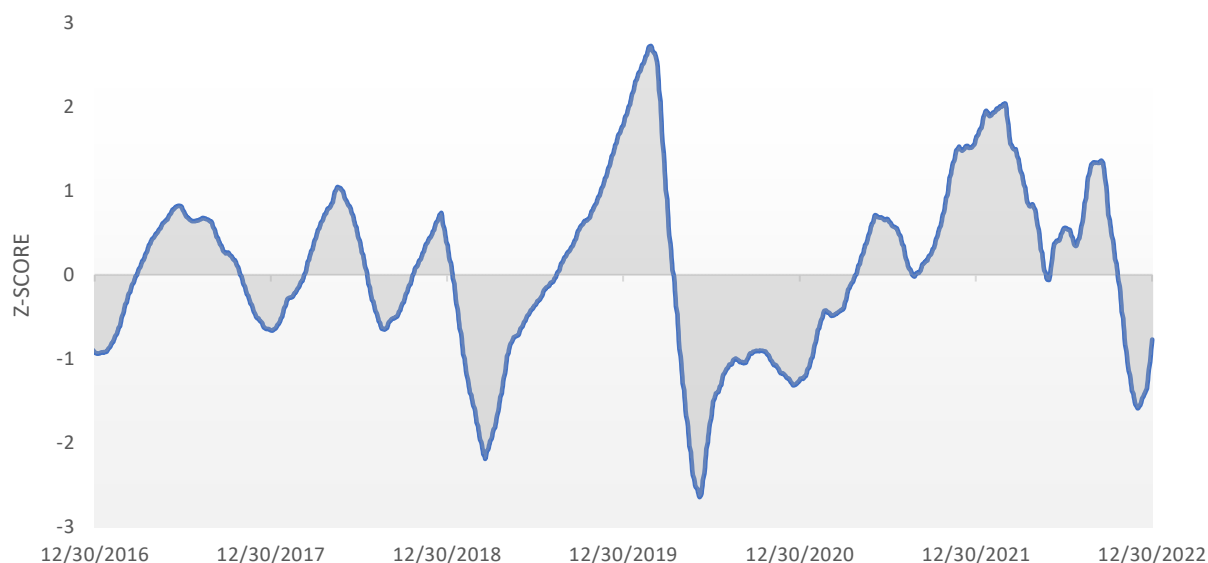
Reprezentarea grafică a nivelului de echilibru și a benzilor de încredere (90%) indică nivelul de echilibru, intervalele de încredere pentru acesta și valorile zilnice de închidere pentru indicii reprezentați.

Începând cu cel de al doilea trimestru din 2021, indicele STOXX600 care este un *proxy* pentru piața de capital europeană precum și indicii pentru piețele financiare europene au înregistrat creșteri rapide peste nivelul de echilibru pe fondul mix-ului politicilor post-Covid de întărire a piețelor economice. În graficul 29 sunt prezentate doar evoluțiile de pe piețele de capital din Austria, România și Polonia, alături de evoluția indicelui STOXX 600.

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.

Deoarece prognozele de creștere macroeconomică pentru economiile europene pentru 2023 sunt reduse cu riscuri înspre recesiune potrivit avertismentului CERS, evoluția indicilor a scăzut sub nivelul de echilibru. În ultimul trimestru din 2022 indicii analizați au revenit înspre nivelul de echilibru.

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



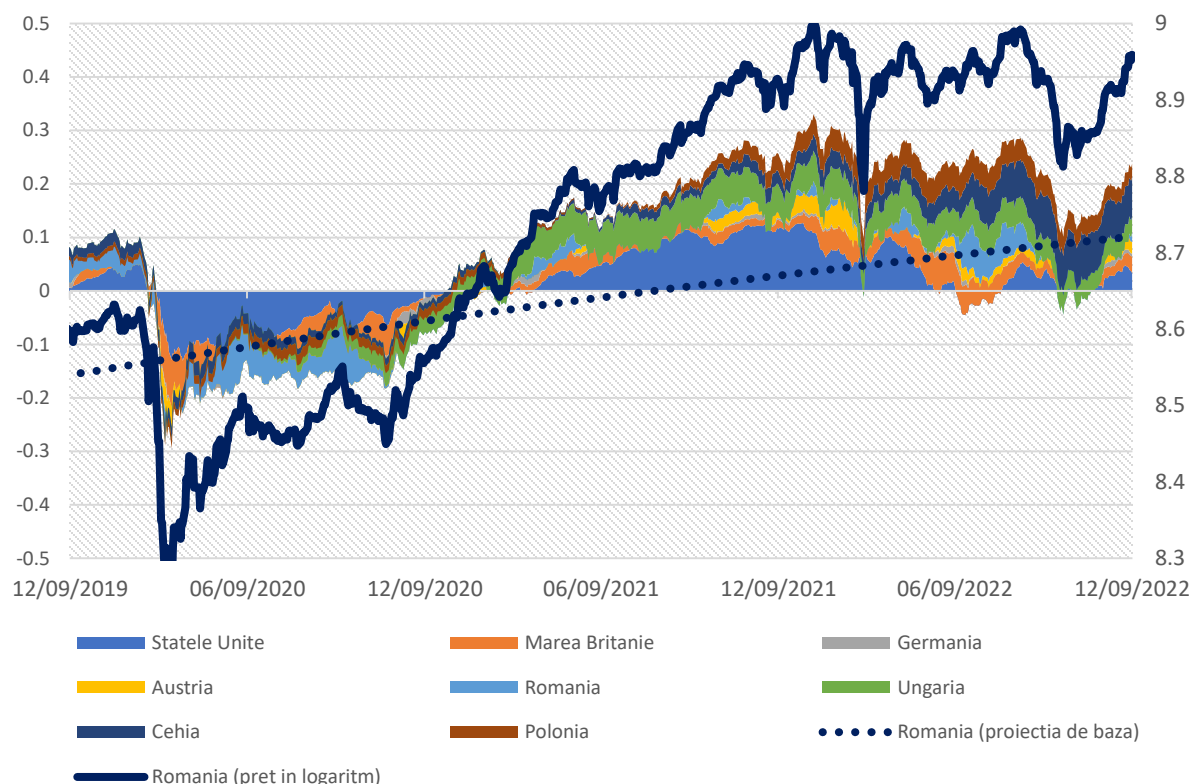
*Sursa: Refinitiv, calcule ASF*

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 o durată de trei luni. Componenta ciclică extrasă a fost calculată ca diferență dintre nivelul indicelui pentru piața de capital din România și nivelul de echilibru estimat.

Cu toate că piața de capital din România în 2021 a crescut rapid ca urmare a dezvoltărilor interne materializate în listări și în creșterea atractivității externe, **politica monetară de întărire cantitativă din 2022 a determinat o contracție a ciclului financiar**, care este în prezent pe scădere.

Rezultatele obținute converg cu estimări similare din lucrări de specialitate și indică o contracție a celor mai multe piețe de capital care este datorată creșterii inflației, perspectivelor reduse de creștere economică și incertitudinii sporite.

Grafic 31 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 permite o reacție instantanee și transmiterea uniformă a șocurilor înspre toate economiile.

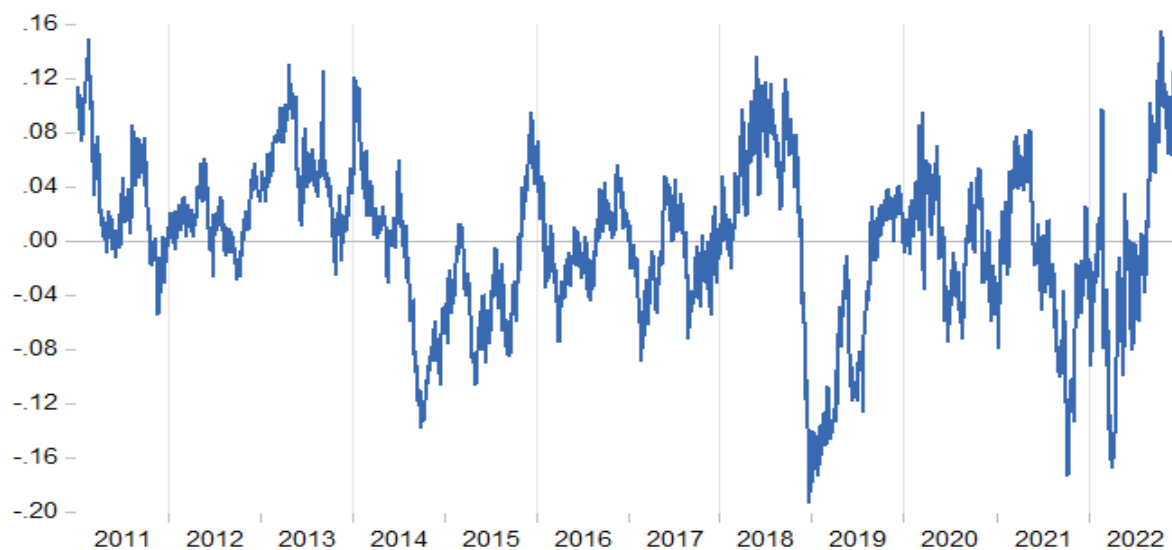
Descompunerea istorică a șocurilor arată cât de mult a fost influențată o bursă în evoluția trecută de pe alte burse. Descompunerea istorică a șocurilor primite de indicele pieței de acțiuni din România (indice calculat de Refinitiv similar indicelui BET-C) arată că în 2022 **bursa locală a fost expusă unui mix de șocuri externe.**

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

Corelația este o măsură a modului în care două variabile evoluează în tandem în timp. Spre deosebire de corelație, cointegrarea nu măsoară cât de bine evoluează împreună două variabile, ci mai degrabă dacă diferența dintre mediile lor rămâne constantă. Astfel gradul de cointegrare măsoară relația dintre nivelurile a mai multor serii de timp, indiferent de cât de stabilă este o corelație sau pe ce perioadă de timp.

Relația dintre corelație și cointegrare nu este una bine definită. Seriile cointegrate pot avea o corelație scăzută, iar seriile foarte corelate pot să nu fie deloc cointegrate. În timp ce corelația descrie o relație pe termen scurt între randamente, cointegrarea descrie o relație pe termen lung între prețuri.

*Grafic 32 Măsură pe termen lung. Cointegrarea piețelor de capital*

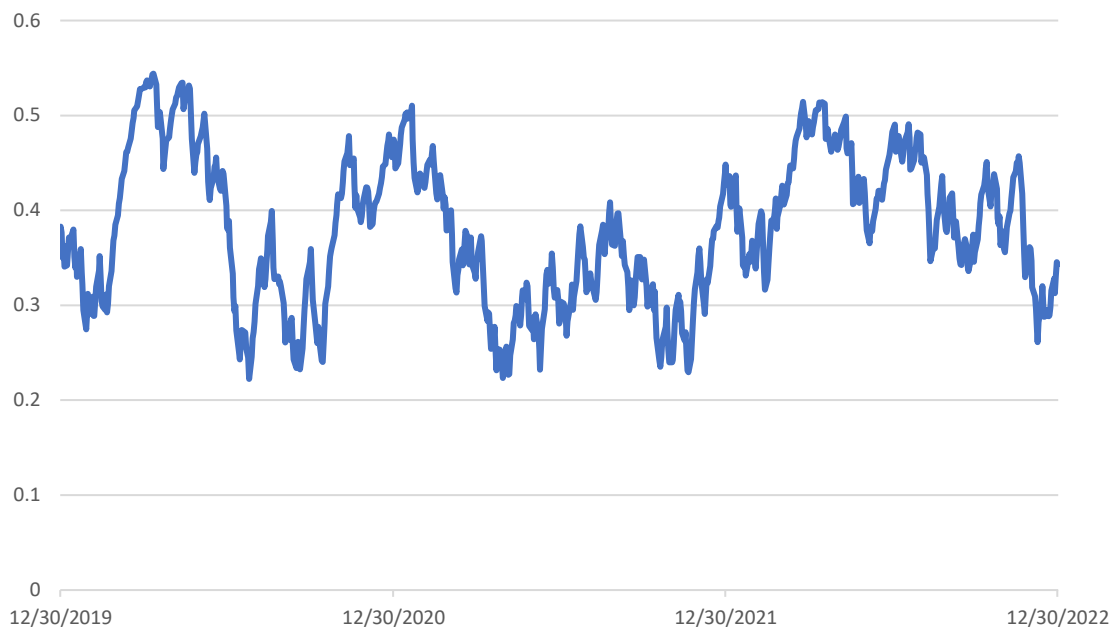


*Sursa: Refinitiv, calcule ASF*

În graficul 32 este prezentată relația de cointegrare dintre indicii de preț ai piețelor de capital din Germania, Austria, Ungaria, Polonia și România.

Pentru scopul analizei curente, se poate observa că **în 2022 piețele de capital studiate au înregistrat aceeași tendință comună de creștere în primele trei trimestre ale anului, pentru ca în ultimul trimestru să descrească rapid deoarece au fost supuse acelorași tipuri de șocuri, în principal unui șoc de politică monetară.**

Grafic 33 Măsură pe termen scurt. Corelație dinamică dintre piața de capital din România și indicele STOXX 600 (model Dynamic Conditional Correlation-GARCH)



Corelația dinamică dintre piața de capital din România și indicele STOXX 600 a fost calculată cu un model de tipul DCC (*Dynamic Conditional Correlation*). Corelațiile dinamice dintre cei doi indici au fost pozitive și au variat în intervalul 0,2-0,55. Atunci când indicele de corelație este redus, corelația nu este semnificativă. Putem vorbi însă de o corelare semnificativă a acestora doar atunci când corelația este mai mare de 0,3. Pentru a înțelege momentele în care corelația este semnificativă, **corelația dintre cei doi indici va fi descompusă în funcție de volatilitatea celor doi indici.**

Deoarece dependența dintre randamentele negative ale indicilor nu pot fi explicată cu măsuri lineare, corelația fiind o măsură de dependență lineară, dependența bivariată dintre indici a fost modelată cu un mix de două distribuții bivariate bazat pe un model Markov-Switching cu două stări de volatilitate: o stare de volatilitate redusă și o stare de volatilitate ridicată.

În lipsa șocurilor de piață, atunci când corelația dintre indici este redusă, dependența dintre indici este modelată cu o funcție de distribuție multivariată Gaussiană.

Dacă volatilitatea indicilor crește, dependența dintre indici crește și este modelată cu o distribuție Clayton. Dependența bivariată modelată cu distribuția Clayton<sup>20</sup> este descrisă de un singur parametru care controlează dependența dintre randamentele negative extreme care apar în cazul unor **șocuri economice severe simultane** care afectează indicii bursieri.

Relația dintre piața de capital din România și piețele de capital europene, reprezentate sintetic în indicele STOXX 600, depinde de industriile incluse în cei doi indici. Eterogenitatea și diferențele structurale dintre cei doi indici sunt reprezentate în figura „Probabilități pentru fiecare regim de volatilitate” în care este vizibilă legătura redusă dintre aceștia.

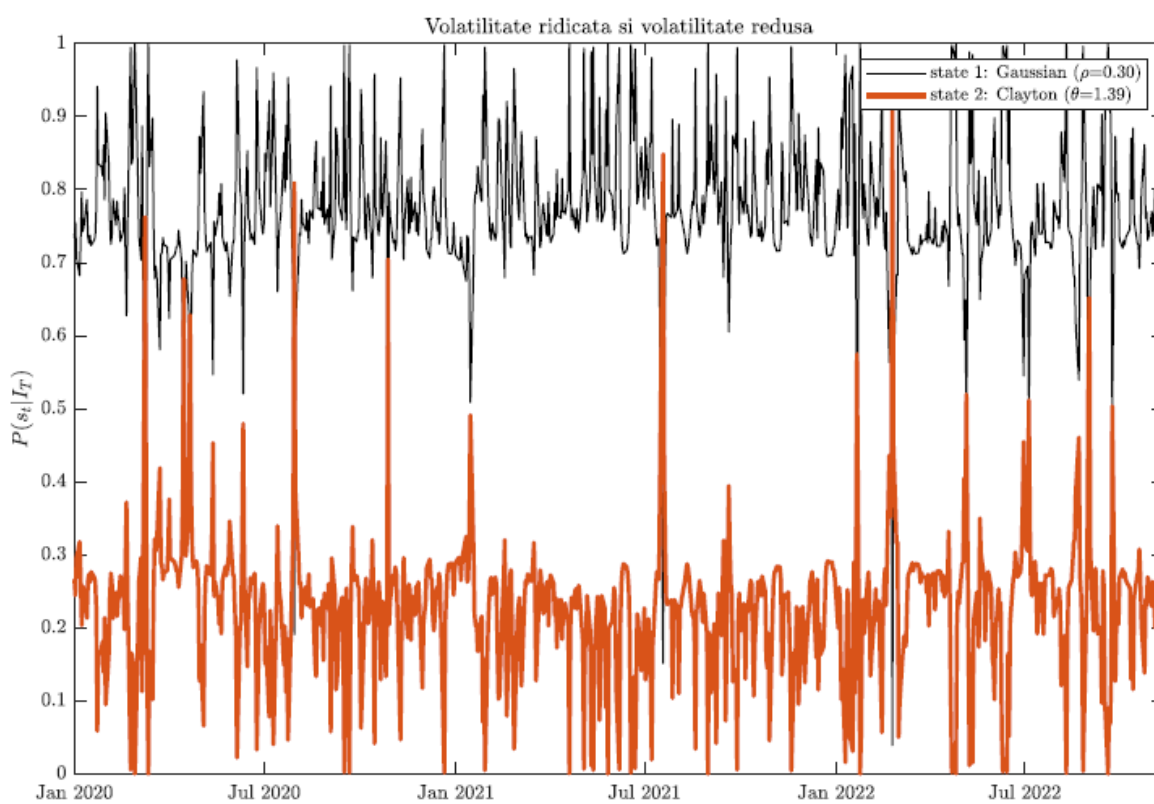
<sup>20</sup> Pentru mai multe detalii vezi <https://reference.wolfram.com/language/ref/CopulaDistribution.html>. Dependența bivariată modelată cu Clayton este descrisă de un singur parametru care controlează dependența din coada stânga a distribuției.

Pentru perioada analizată (2020-2022) corelația dintre cei doi indici este în mare parte nesemnificativă, oscilând în jurul valorii de 0,3. Regimul de piață este unul normal și este guvernat de distribuție Gaussiană reprezentată grafic cu o linie neagră.

**Șocurile economice care au generat scăderi simultane pentru cei doi indici conduc la o creștere a volatilității. În aceste episoade turbulente pe piețele financiare, legătura dintre cei doi indici crește și corelația devine semnificativă.** Scăderile simultane ale celor doi indici sunt reprezentate cu o linie roșie și sunt valide când probabilitatea depășește 50%.

În concluzie, **legătura pe termen scurt dintre piața de capital din România și piața de capital din Europa este una redusă. Ea crește doar în situații de tensiuni economice așa cum s-a întâmplat de mai multe ori pe parcursul ultimilor trei ani.**

*Grafic 34 Probabilități pentru fiecare regim de volatilitate*



*Sursa: Refinitiv; calcule ASF*

Șocul structural din economia europeană generat de Covid-19 și ulterior de evenimentele din 2022 a produs un climat investițional instabil, fragil și sensibil la contagiunea cu piețele externe de capital.

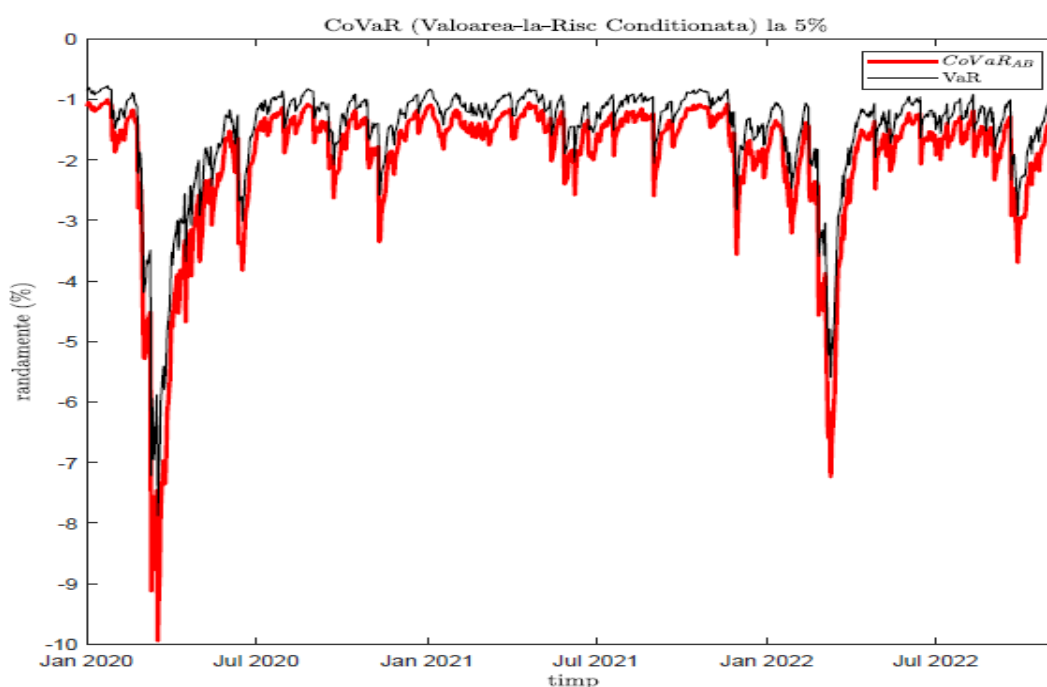
Șocurile negative suferite pe o piață de capital se pot propaga și afecta cu ușurință alte piețe de capital. O modalitate de a măsura influența este cu ajutorul Valorii-la-Risc Condiționate (CoVaR). CoVaR este o măsură a influenței unei variabile asupra unei alte variabile, în cazul în care există o dependență dintre acestea. Spre deosebire de Valoarea-la-Risc (VaR) care măsoară pierderea maximă al unei

activ/portofoliu în funcție de un interval de încredere, CoVaR măsoară pierderea ca este condiționată de riscul sistemic sau de un alt factor<sup>21</sup>.

Graficul următor prezintă CoVaR calculat la o frecvență zilnică pentru piața de capital din România, în scenariul în care șocurile extreme negative de pe piața europeană financiară afectează piața de capital din România. Comparația dintre CoVaR și VaR cuantifică impactul șocurilor negative, respectiv scăderea randamentelor, de pe piețele europene de capital asupra pieței de capital din România.<sup>22</sup>

**Graficul prezintă succint principalele șocuri economice din ultimii trei ani și permite compararea intensității șocurilor asupra pieței domestice de capital.**

*Grafic 35 Valoarea-la-Risc condiționată (CoVaR)*



*Sursa: Refinitiv; calcule ASF*

<sup>21</sup> Adrian, T. and Brunnermeier, M.K., 2011. CoVaR (No. w17454). National Bureau of Economic Research.

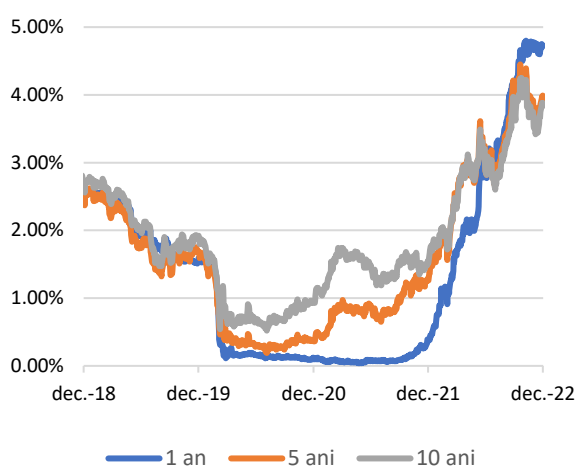
<sup>22</sup> Deoarece legătura dintre randamentele negative extreme nu poate fi explicată cu corelații lineare, dependența bivariată dintre indici a fost modelată cu un mix de distribuții bivariate.

## 4. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare

### 4.1. Evoluția piețelor financiare la nivel european și internațional

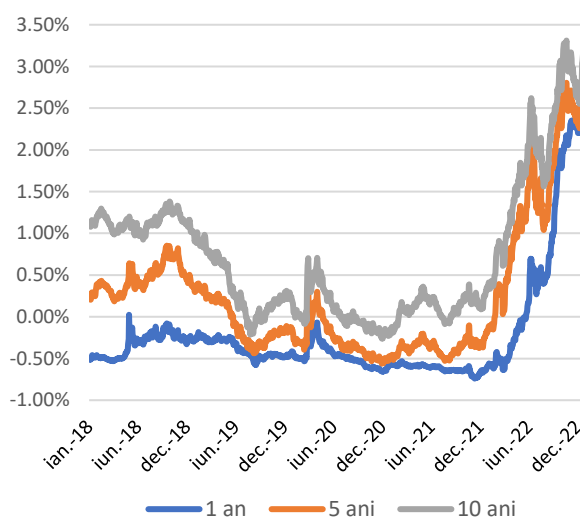
Printre semnalele importante care pot avertiza o eventuală încetinire a activității economice, iar în scenariul cel mai pesimist intrarea în recesiune, se numără evoluția indicatorilor specifici pentru piețele de capital cât și dinamica randamentelor titlurilor de stat. Se constată astfel o tendință de creștere a randamentelor titlurilor de stat din SUA și zona euro începând cu anul 2021.

Grafic 36 Curba randamentele titlurilor de trezorerie din SUA



Sursa: Federal Reserve, prelucrare ASF

Grafic 37 Randamentele obligațiunilor guvernamentale din Zona Euro



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Raportul comun privind riscurile și vulnerabilitățile în sistemul financiar al Uniunii Europene publicat în luna septembrie 2022 de *Joint Committee* indică faptul că sistemul financiar a fost rezistent, în ciuda incertitudinilor ridicate de natură politică și economică.<sup>23</sup>

Avansul economic înregistrat ca urmare a reluării activităților după pandemie a fost încetinit de războiul din Ucraina. Alături de consecințele umanitare, impactul economic și financiar al războiului a fost resimțit la nivel global. Prețurile mărfurilor și a energiei au crescut la maxime record. Costurile de producție și logistică au crescut, iar puterea de cumpărare a gospodăriilor a scăzut. După o perioadă lungă caracterizată prin inflație și rate ale dobânzilor foarte scăzute, ratele de politică monetară au fost majorate ca răspuns la inflația ridicată. Astfel, costurile de finanțare mai mari și încetinirea creșterii economice au pus presiune pe refinanțarea datoriei publice și private.

<sup>23</sup> [Joint Committee Report on risks and vulnerabilities in the EU financial system](#)

Totodată războiul constituie o sursă de risc pentru calitatea portofoliilor de credite ale instituțiilor financiare. În plus, instituțiile financiare se confruntă cu provocări operaționale ridicate asociate cu riscurile cibernetice și cu punerea în aplicare a sancțiunilor împotriva Rusiei. Având în vedere riscurile și incertitudinile menționate mai sus, ESA a recomandat autorităților naționale competente, instituțiilor financiare și participanților la piață să adopte următoarele măsuri politice:

- Instituțiile financiare și autoritățile de supraveghere ar trebui să fie pregătite în continuare pentru o deteriorare a calității activelor din sectorul financiar;
- Impactul pe care creșterile ulterioare ale ratelor de politică monetară și posibilitatea creșterilor bruște ale primelor de risc îl pot avea asupra instituțiilor financiare și a participanților la piață, ar trebui monitorizat îndeaproape;
- Instituțiile financiare și autoritățile de supraveghere ar trebui să cunoască și să monitorizeze îndeaproape impactul riscurilor de inflație;
- Autoritățile de supraveghere ar trebui să continue să monitorizeze riscurile pe care investitorii de retail și le asumă atunci când cumpără active, în special cripto-active și produse conexe, fără a realiza pe deplin riscurile mari la care se expun;
- Instituțiile financiare și autoritățile de supraveghere ar trebui să continue să gestioneze cu atenție riscurile legate de mediu și riscurile cibernetice.

## 4.2. Evoluția indicilor bursieri din Romania

În luna decembrie 2022 comparativ cu luna decembrie 2021, indicii bursieri de pe piețele internaționale au înregistrat scăderi. O evoluție similară au cunoscut și indicii de pe piața domestică de capital.

*Tabel 7 Randamentele burselor de acțiuni la 30 decembrie 2022*

Indici internaționali	3 luni	6 luni	12 luni	Indici BVB	3 luni	6 luni	12 luni
EA (EUROSTOXX)	12,44%	7,18%	-14,38%	BET	9,63%	-5,13%	-10,70%
FR (CAC 40)	12,35%	9,30%	-9,50%	BET-BK	9,90%	-2,13%	-12,40%
DE (DAX)	14,93%	8,92%	-12,35%	BET-FI	6,50%	-0,24%	-3,59%
IT (FTSE MIB)	14,81%	11,33%	-13,31%	BET-NG	3,25%	-8,97%	-4,98%
GR (ASE)	17,26%	14,73%	4,08%	BET-TR	9,67%	-2,66%	-1,85%
IE (ISEQ)	12,63%	13,23%	-15,82%	BET-TRN	9,67%	-2,79%	-2,34%
ES (IBEX)	11,71%	1,61%	-5,56%	BET-XT	8,05%	-5,10%	-10,85%
UK (FTSE 100)	8,09%	3,94%	0,91%	BET-XT-TR	8,12%	-2,58%	-2,59%
US (DJIA)	15,39%	7,71%	-8,78%	BET-XT-TRN	8,12%	-2,71%	-3,04%
IN (NIFTY 50)	5,91%	14,73%	4,33%	BETAeRO	-1,36%	-10,78%	-22,23%
SHG (SSEA)	2,16%	-9,09%	-15,10%	BETPlus	10,06%	-4,73%	-10,25%
JPN (N225)	0,61%	-1,13%	-9,37%	ROTX	7,72%	-5,34%	-7,32%

*Sursa: Refinitiv, calcule ASF*

3M= 30 decembrie 2022/30 septembrie 2022; 6M=30 decembrie 2022/30 iunie 2022; 12M=30 decembrie 2022/31 decembrie 2021

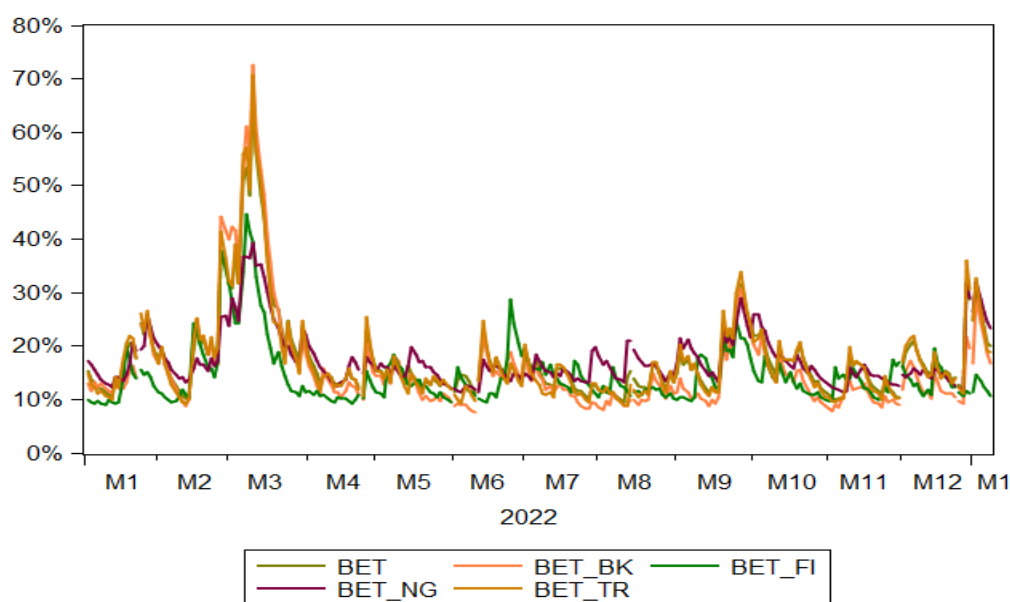
Notă: Max. (verde) și min. (roșu) sunt fixate la  $\pm 4\%$  (3 luni),  $\pm 8\%$  (6 luni) și  $\pm 15\%$  (12 luni)

3M= 31 mai 2022/28 februarie 2022; 6M=31 mai 2022/30 noiembrie 2021; 12M=31 mai 2022/31 mai 2021

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

În contextul tensiunilor dintre Ucraina și Rusia, în luna martie 2022 volatilitatea a înregistrat un salt tranzitoriu în volatilitate, de aproximativ 70%. Șocul a fost tranzitoriu, volatilitatea a revenit ulterior la un nivel de aproximativ 20%. Un alt soc, de aproximativ 40%, a avut loc în luna septembrie 2022. Volatilitatea indicilor a urmat același tipar de dinamică ca urmare a șocurilor comune care au afectat piața locală de capital.

*Grafic 38 Volatilitatea indicilor BVB. Model GJR-GARCH(1,1)*

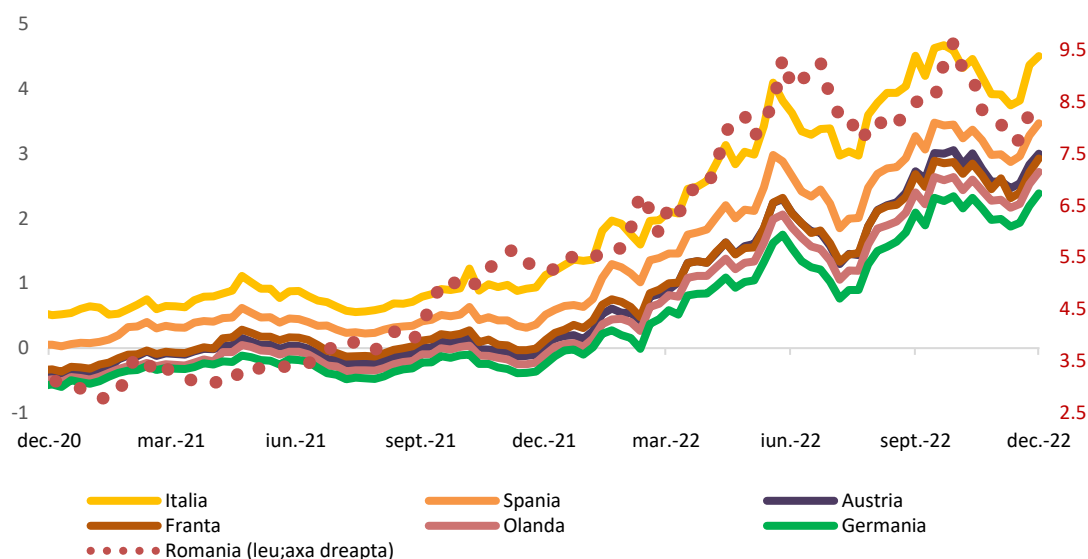


*Sursa: Refinitiv, calcule ASF*

Pe fondul inflației ridicate și a previziunilor de creștere în perioada următoare, piața obligațiunilor suverane și-a continuat tendința de creștere a randamentelor începută în anul 2021, depășind nivelurile înregistrate la debutul pandemiei.

Astfel, dacă la finalul anului 2021 randamentul titlurilor de stat cu maturitate la 10 ani pentru România era de 5,27%, la finalul anului 2022, acesta a fost la un nivel de 8,37%/an. În Austria, creșterea înregistrată a fost de la 0,03% la 3,01%, în Germania, de la -0,24% la 2,39%, iar în Franța de la 0,13% la 2,93%.

Grafic 39 Evoluția randamentelor obligațiunilor suverane cu maturitatea de 10 ani



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

#### 4.3. Tipare de risc sistemic pe piața de capital din România

Stabilitatea financiară a devenit o parte integrantă a cadrului de stabilitate macroeconomică. Episoadele recente de crize financiare au furnizat dovezi empirice a faptului că **stabilitatea financiară este o condiție necesară pentru susținerea creșterii macroeconomice durabile**. Dificultățile sistemului financiar vor perturba fluxul de fonduri către economie sub formă de lichiditate economică mai scăzută, deteriorarea intermedierei financiare, perturbări ale sistemului de plăți și scăderea încrederii pieței (Warjiyo, Juhro 2019).

Criza financiară globală (GFC) din 2007-2009 a fost cauzată de materializarea riscului sistemic declanșat de o problemă a creditului ipotecar în sectorul financiar. Acesta nu numai că a avut un impact negativ asupra performanței sectorului financiar, dar a deraiat în mod semnificativ creșterea economică globală. Interconexiunea și buclele de feedback dintre sectorul financiar și sectorul real au provocat un cost ridicat al crizei, au afectat economia și au indus o redresare economică care a durat mulți ani. Acest eveniment a sporit importanța luării în considerare a legăturilor macrofinanciare în formularea politicii macroeconomice.

Aceste condiții i-au determinat pe liderii G20, în cadrul întâlnirii lor de la Seul din 2010, să solicite Consiliului de Stabilitate Financiară (FSB), Fondului Monetar Internațional (IMF) și Băncii Reglementelor Internaționale (BIS) să elaboreze un cadru de politică macroprudențială pentru a atenua riscurile sistemice în sectorul financiar (FSB et al. 2011). Drept următor pas, băncile centrale și autoritățile financiare din multe țări au participat la dezvoltarea unei abordări macroprudențiale pentru a limita riscul sistemic și a susține stabilitatea sistemului financiar.

Riscul sistemic se află în centrul stabilității financiare și al politicii macroprudențiale. Această politică este definită ca o politică care limitează riscul și costul crizelor sistemice (Galati, Richhild, 2011). Între timp, Comitetul European pentru Risc Sistemic (ESRB), o instituție ale cărei misiuni includ supravegherea sistemului financiar european și evitarea, precum și limitarea apariției riscului sistemic în zona euro, definește politica macroprudențială ca o *politică de menținere a stabilității sistemului financiar ca un întreg, inclusiv consolidarea rezistenței sistemului financiar și reducerea acumulării de risc sistemic, ceea ce duce la garantarea continuității creșterii economice în sectorul financiar* (ESRB, 2013). O definiție similară vine de la Fondul Monetar Internațional, care afirmă că politica macroprudențială este o politică care vizează susținerea stabilității financiare în ansamblu prin limitarea riscului sistemic (IMF, 2011).

Riscul sistemic a devenit o măsură importantă în riscurile macroeconomice, în special în lumina preocupării crescute cu privire la capacitatea sa de a pune economia în dificultăți. Astfel, autoritățile economice trebuie să aibă o înțelegere a riscului sistemic, dat fiind că acesta poate deveni crescut prin exacerbarea vulnerabilităților declanșate de șocuri care decurg din diferite elemente ale sistemului financiar, inclusiv din mediul macroeconomic. Ca atare, înțelegerea sistemului financiar și a elementelor acestuia este la fel de importantă ca și înțelegerea anatomiei riscului sistemic.

*Financial Stability Board* (FSB) definește riscul sistemic drept riscul de incapacitate a fluxului de servicii financiare care:

- este cauzat de probleme la nivelul tuturor componentelor ale sistemului financiar
- are potențialul de a avea consecințe negative semnificative pentru economia reală. (IMF, 2009)

În termeni generali, riscul sistemic se referă la riscul ca instabilitatea financiară să devină atât de generalizată încât să afecteze sistemul financiar până în punctul în care creșterea economică și bunăstarea suferă un impact insurmontabil (ECB, 2009).

Conceptul de risc sistemic a primit recent o doză semnificativă de atenție, teoretică și empirică, ce derivă atât din zona academică, cât și din cea de reglementare. Această preocupare a fost motivată de caracteristicile conceptului și de realitățile observate pe parcursul celei mai recente crize financiare. O idee comună prezentă în literatura de specialitate, gravitează în jurul faptului că sursa riscului sistemic provine din complexitatea relațiilor dintre instituțiile financiare contemporane, ce acționează ca un canal de propagare pentru un anumit șoc (Wang, 2018).

**Aceste realități motivează prezentul studiu ce își propune investigarea dinamicii tiparelor de risc sistemic existente la nivelul companiilor incluse în indicii BET și BET-NG.** Pentru realizarea acestui obiectiv, este utilizată o suită de modele capabile să captureze diferite atribute specifice riscului sistemic, utilizate pe scară largă la nivelul instituțiilor financiare cu preocupări de stabilitate financiară.

Pentru obținerea unei matrici de date cu dimensiuni relevante pentru investigația în curs, datele de intrare au trecut printr-o procedură de pregătire. În acest sens, din rațiuni de indisponibilitate a prețurilor de închidere pentru un interval adecvat și având în vedere momentul de listare al unor companii eliminăm din eșantion compania Sphera Franchise Group. În alte cuvinte, datele de intrare pentru acest studiu încorporează 19 din cele 20 de companii care intră în compoziția indicelui BET. Prezenta analiză

utilizează un set de date zilnice ce descriu dinamica indicelui BET și a componentelor sale în perioada 02.01. 2018 – 21.11.2022. Sursa de proveniență a datelor este platforma Refinitiv.

Având în vedere recente realități observate în contextul economic și geopolitic, ne propunem de asemenea studierea riscului sistemic pentru companiile din sectorul energetic. Astfel, reluăm secvența de modelare pentru companiile incluse în indicele BET-NG. Pentru o mai bună observare a dinamicii riscului, eșantionul de lucru acoperă perioada 03.01.2000 – 21.11.2022 și include toate companiile din compoziția indicelui.

Din punct de vedere metodologic, analiza se bazează pe modelele CoVaR, Delta CoVaR, Marginal Expected Shortfall (MES) și CAViaR. Rezultatele obținute au fost ulterior testate pentru robustețe prin observarea dinamicii beta, Var și Expected Shortfall (ES) și prin determinarea unor valori medii pentru fiecare model.

Măsurile CoVaR și Delta CoVaR provin din investigațiile realizate de Adrian and Brunnermeier (2016)<sup>24</sup> și au la bază valoarea la risc pentru o instituție  $X^i$  și o quantilă specificată  $q$ . Specificațiile formale pentru cele două măsuri sunt:

$$Pr\left(X^j|C(X^i) \leq CoVaR_q^{j|C(X^i)}\right) = q\%$$

și

$$\Delta CoVaR_q^{j|i} = CoVaR_q^{j|X^i=Var_q^i} - CoVaR_q^{j|X^i=Var_{50}^i}$$

Adrian și Brunnermeier (2016) desemnează prin  $CoVaR_q^{j|C(X^i)}$  valoarea Var pentru o instituție  $j$  (sau pentru sistemul financiar) condițională la un anumit eveniment  $C(X^i)$  specific instituției  $i$ .

Engle și Manganelli (2004) introduc modelul Conditional Autoregressive Value at Risk (CaViaR), ce reprezintă în esență o dezvoltare a modelului VaR ce încorporează o procedură de tipul quantile regression. Forma generală a modelului CaViaR este:

$$R_t = f_t(\beta) + \varepsilon_t$$

$$f_t(\beta) = \beta_0 + \sum_{i=1}^q \beta_i f_{t-i}(\beta) + \sum_{j=1}^{\gamma} \beta_j l(x_{t-j})$$

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

$$MES_{5\%}^B = \frac{1}{\text{number of days}} \sum_{\{t: \text{system is in its 5\% tail}\}} R_t^b$$

În secțiunile următoare sunt raportate rezultatele obținute pentru fiecare din indicii BET și BET NG. Deși la prima vedere există o suprapunere ce derivă din faptul că unele companii sunt prezente la

<sup>24</sup> Pentru o discuție exhaustivă asupra construcției măsurilor vezi Adrian T.; Brunnermeier M.K. CoVaR. American Economic Review 2016, 106(7), 1705–1741.

nivelul ambilor indici, rezultatele sunt prezentate pentru fiecare caz având în vedere construcția metodologică a măsurilor de risc ce presupune raportare la indice.

**Literatura specifică acordă o doză importantă de atenție piețelor de energie dat fiind faptul că dinamica prețurilor la energie are un impact asupra eficienței și performanței majorității sectoarelor economice prin diferite canale și la diferite niveluri (Si et al., 2021).**

Având în vedere importanța sa macroeconomică, schimbările climatice și problemele de mediu asociate, sectorul energetic atrage un bloc solid de atenție în ceea ce privește cercetarea și dezvoltarea care vizează optimizarea structurilor sale. Acest interes se traduce în mișcări consistente de capital, care fac din companiile din sectorul energetic sau sectoare conexe o țintă atractivă pentru formarea portofoliului. În consecință, literatura specifică poartă semne ale includerii sectorului într-o gamă largă de aplicații financiare în diverse domenii, cum ar fi consumul de energie și dezvoltarea financiară (*Ozturk, Acaravci, 2013*), contagiunea informațiilor (*Geng et al., 2021*), contagiunea volatilității de la piețele energetice la cele financiare (*Creti et al., 2013*), risc sistemic (*Nevrla, 2020*), șocuri petroliere și efectele acestora (*Qin, 2020*), contagiunea riscului de la petrol la randamentele indicilor bursieri (*Tiwari et al., 2020*) sau bule speculative în sectorul energetic (*Caraiani, Călin, 2019*), fiind menționate aici doar acele domenii care au o legătură directă cu întrebarea noastră de cercetare actuală. În plus, există o literatură bine fundamentată care leagă piețele de energie sau mărfurile cu diverse fațete ale spectrului financiar; de exemplu Olson et al. (2014), Ewing, Malik (2016), Zheng, Su (2017), You et al. (2017), Bouri et al. (2018), Gatzert et al. (2021).

Autorii studiilor Qin, (2020), Tiwari et al., (2020) analizează riscul sistemic prin legătura acestuia cu dinamica sau șocurile petrolului. Primul studiu folosește o abordare structurală VAR (vector autoregresiv) pentru un set de 20 de țări și concluzionează că șocurile structurale ale petrolului au efecte atât asupra piețelor individuale, cât și asupra conexiunilor acestora cu alte piețe. Autorii Tiwari et al., (2020) raportează, de asemenea, rezultate interesante, printre care remarcăm faptul că randamentele bursiere par să fie mai sensibile la dinamica prețului petrolului în perioadele volatile decât în perioadele de liniște.

### **Indicele BET: analiză de risc sistemic asupra companiilor incluse în indice**

Graficele 40, 41, 42, și 43 conțin valorile obținute pentru cele patru modele de risc sistemic utilizate și anume: CaViaR, CoVaR, Delta CoVaR și MES. Acestea au fost aplicate la nivel de companie. Graficul 36 prezintă valorile medii obținute pentru fiecare specificație de modelare calculate pe eșantionul de companii.

Graficele prezente în Graficul 40 prezintă rezultatele modelului CaViaR în termeni de dinamică a riscului sistemic. Companiile sunt identificate printr-o versiune prescurtată a denumirii existente în platforma Refinitiv. După cum notam și la nivelul raportului anterior, remarcăm o dinamică particulară pentru trei companii (AQUILA PART PROD COM, ONE UNITED PROPERTIES și TTS (TRANSPORT TRADE SERVICES)). Aceasta este prezentă la nivelul întregului set de rezultate și provine din dimensiunea seriilor de timp disponibile pentru aceste companii. Remarcăm inițial un grad mare de eterogenitate în termeni de rezultate ale modelului CaViaR pentru companiile din eșantion. Faptul că firmele incluse în indicele BET

aparțin unei diversități de sectoare economice, cu evoluții specifice, motivează această tendință și deci eterogenitatea rezultatelor la nivel de companii.

**În termeni de contribuție la risc este vizibilă evoluția superioară a companiilor din sectorul bancar.** Acest fapt a fost documentat de literatura de specialitate pentru o diversitate de piețe sau spații geografice. Într-un studiu recent, Usman (2022) utilizează două măsuri prezente și în acest studiu (VaR și CoVaR) pentru a observa contribuția băncilor la riscul sistemic prezent în sistemul financiar la nivelul SUA. Autorul oferă o discuție substanțială asupra modului în care băncile cu o contribuție superioară la riscul sistemic returnează în medie randamente viitoare mai scăzute.

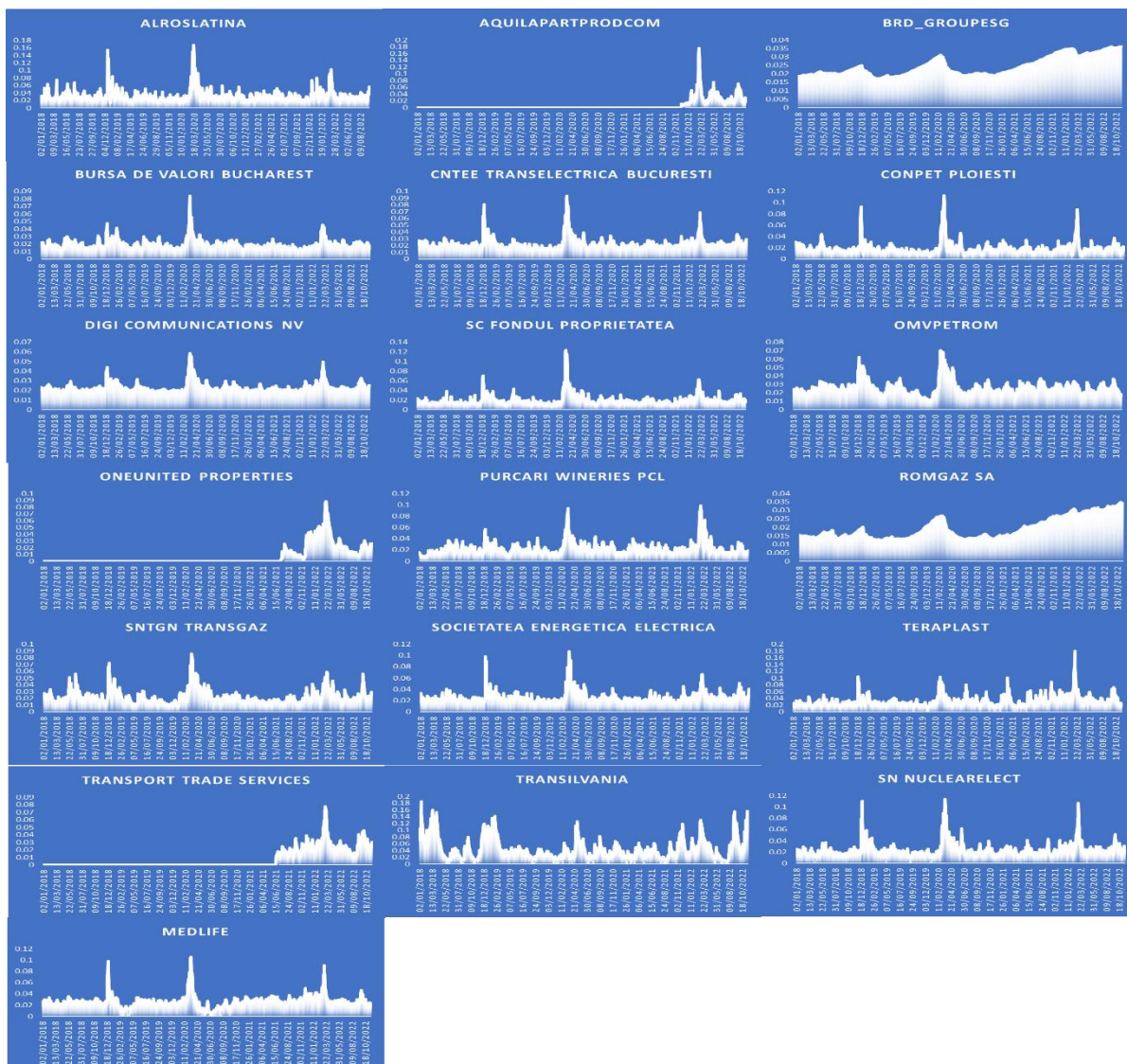
Rezultatele modelului CaViaR manifestă simultaneitate pentru cele mai mari contribuții la risc returnate de companiile din eșantion în anumite perioade ca de exemplu: decembrie 2018, februarie – aprilie 2020, februarie 2022, septembrie 2022, și într-o măsură inferioare octombrie 2022. **Pentru anul 2022, cele mai relevante momente de mișcări dependente pe valori ridicate de risc sunt vizibile pentru lunile februarie și septembrie.**

Graficele prezente în Graficul 41 prezintă dinamica riscului sistemic capturat cu ajutorul măsurii CoVaR. În mod simetric cu situația anterioară, remarcăm episoade în care rezultatele CoVaR manifestă puseuri de creștere pentru mai multe dintre activele incluse în analiză. Cele mai relevante momente de creștere simultană sunt vizibile în jurul perioadelor mai 2018, decembrie 2018 – februarie 2019, mai 2019, februarie – iunie 2020, noiembrie 2021 și februarie 2022, pentru acest moment fiind înregistrate valori în top 10% pentru 16 din cele 17 active financiare incluse în eșantion.

În plus, sesizăm acumulări reprezentative de risc pentru perioada septembrie-octombrie 2022. După cum specificam la nivelul raportului anterior, se remarcă în continuare contribuția adusă de sectorul energetic pentru acest interval, în special la nivelul lunii septembrie 2022. Aceste tendințe se mențin până la finalul lunii noiembrie 2022 pentru 3 companii din sectorul energetic prezente în eșantionul de lucru, fapt ce motivează o viitoare analiză orientată către acest sector economic în particular.

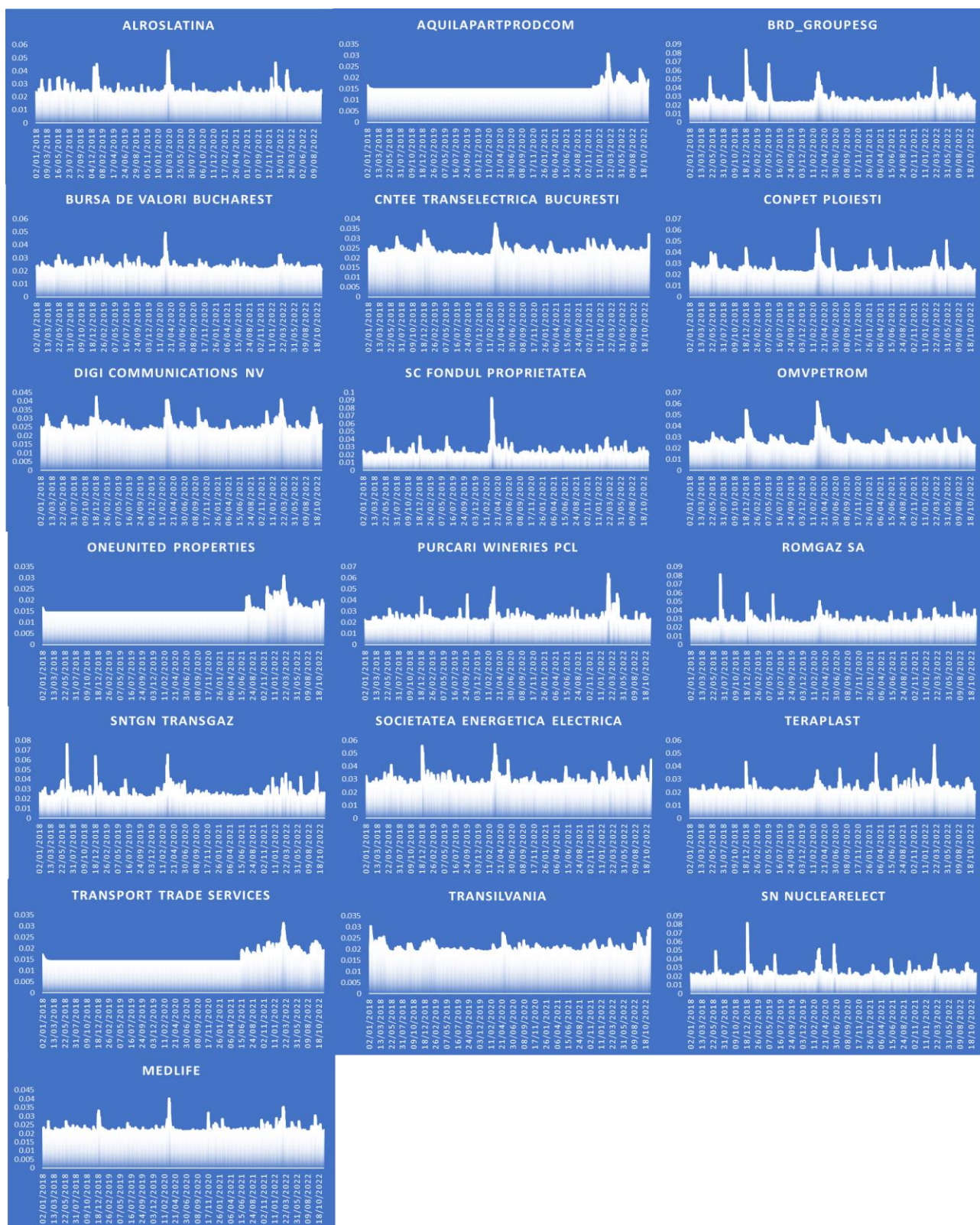
**Cele mai mici contribuții în termeni de risc sunt observate pentru companii care figurează în sectorul imobiliar sau de transport.** Aceste contribuții limitate sunt vizibile aproximativ pe tot parcursul intervalului de analiză.

Grafic 40 Rezultate pentru specificația CaViAr (BET)



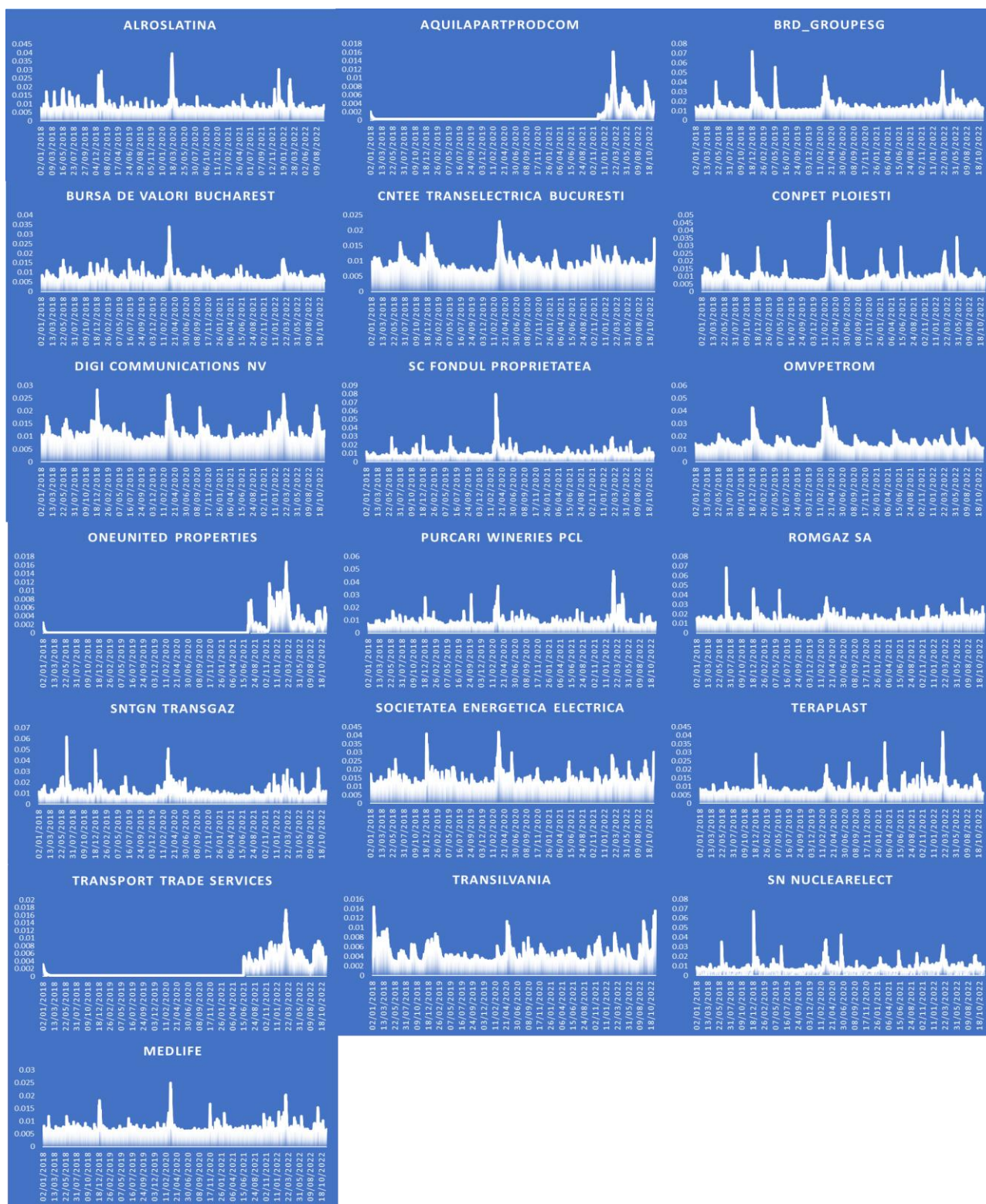
Sursa: Prelucrare ASF

Grafic 41 Rezultate pentru specificația CoVaR (BET)



Sursa: Prelucrare ASF

Grafic 42 Rezultate pentru specificația Delta CoVaR (BET)



Sursa: Prelucrare ASF

Graficele 42 și 43 prezintă rezultatele obținute cu ajutorul modelelor Delta CoVaR și Marginal Expected Shortfall (MES).

Specificația Delta CoVaR conduce la rezultatele pe baza cărora au fost construite graficele din graficul 42. În general, observăm tipare similare cu cele specifice rezultatelor date de modelul CoVaR, în ciuda unei aparente amplitudini superioare pentru evoluția companiilor din eșantion. Și această specificație returnează valori pentru care sesizăm dinamici comune în special în următoarele perioade: mai 2018, decembrie 2018, februarie – mai 2020 și februarie 2022.

**Primul trimestru din 2022 este marcat de acumulări substanțiale de risc în special pentru lunile februarie și martie.** Acestea sunt observabile pentru toate activele incluse în analiză, iar pentru 95% dintre acestea se plasează printre cele mai mari valori obținute cu ajutorul specificației Delta CoVaR. Traectoriile remarcate pentru perioada septembrie-noiembrie 2022 sunt și ele similare celor determinate prin specificațiile anterioare.

Având în vedere modalitatea sa de construcție, măsura Marginal Expected Shortfall (MES) izolează pierderile de capital pentru o companie, în momentul în care evoluția pieței cade sub un anumit prag. Această construcție face ca măsura să fie valoroasă pentru instituțiile cu preocupări de reglementare financiară. Mai mult, deși modelul are o specificație diferită față de cele anterioare, remarcăm o dinamică similară, fapt ce confirmă robustețea rezultatelor obținute cu primele specificații din această analiză.

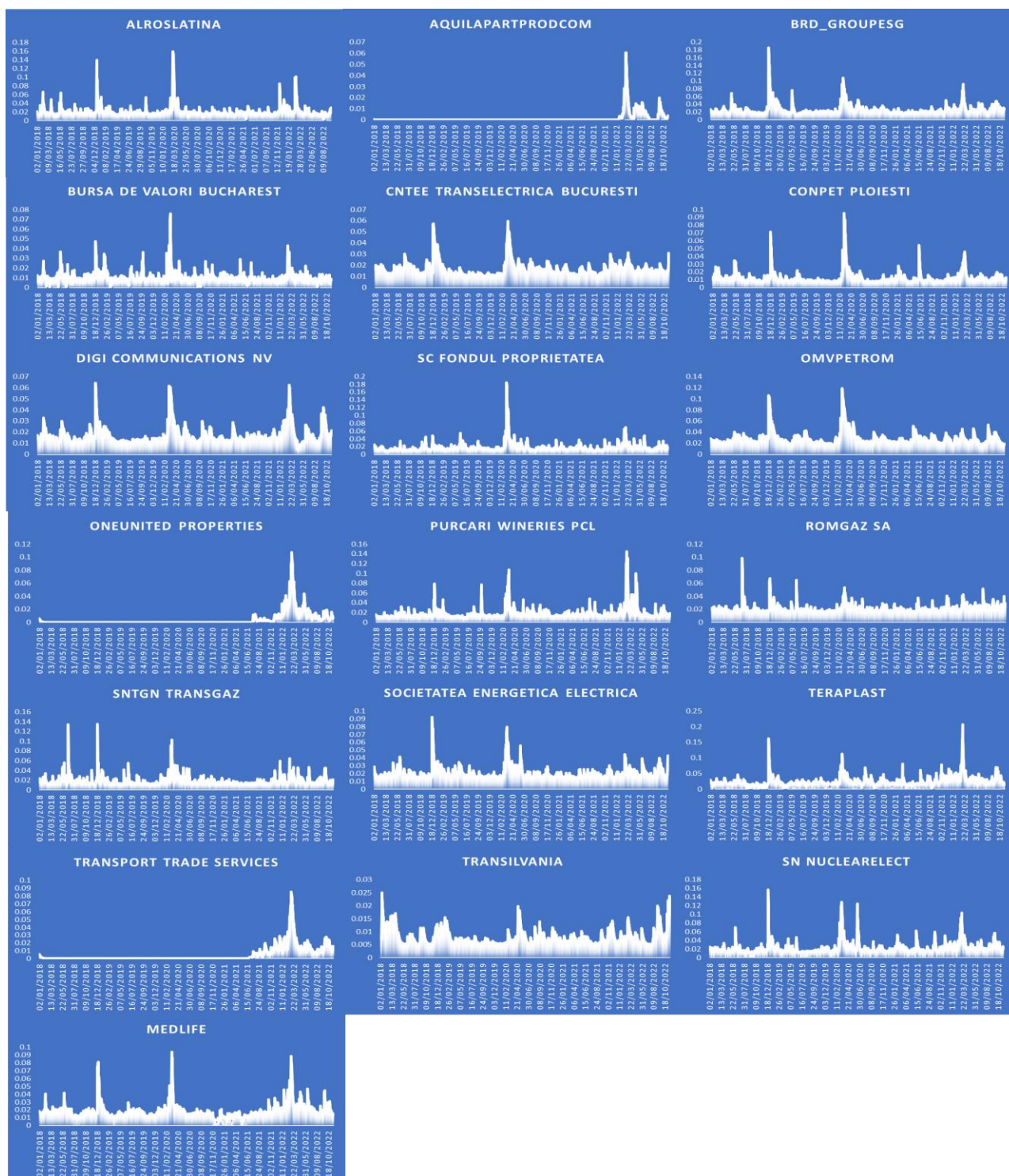
Observăm în continuare (Graficul 43) faptul că cele mai mari valori pentru măsura MES sunt observate în jurul anumitor date, și că activele financiare incluse în eșantion manifestă dinamici comune. Rezultatele prezentate sintetic în Figura 4 arată tipare comune pentru cele mai mari valori returnate de model în următoarele perioade: mai – iulie 2018, decembrie 2018 – martie 2019, februarie – aprilie 2020, februarie – martie 2022, și septembrie 2022. Este de remarcat faptul că la nivel agregat, **primele două trimestre din 2022 au înregistrat valori ridicate (în primele 20%) pentru 94% din companiile analizate.**

Rezultatele obținute pentru intervalul octombrie-noiembrie 2022 sunt inferioare celor obținute pentru luna septembrie 2022 și respectă distribuția sectorială prezentată anterior.

Nu observăm simultaneitate pentru cele mai mici valori ale măsurii de risc pentru companiile din eșantion. Mai mult, așa cum observat în analiza realizată pe baza măsurii CoVaR acestea sunt observate pentru o selecție restrânsă de companii și par specifice acestora.

În plus, merită menționat faptul că în perioadele de sincronitate ale valorilor ridicate ale măsurii de risc, până și aceste companii manifestă o dinamică superioară, comparativ cu traiectoria lor la nivelul setului de date.

Grafic 43 Rezultate pentru specificația MES (BET)



Sursa: Prelucrare ASF

Astfel, rezultatele obținute cu modelul MES confirmă validitatea observațiilor anterioare și în această direcție.

Graficul 40 prezintă sintetic valorile medii obținute pentru fiecare măsură de risc și are rolul de a concluziona rezultatele obținute anterior. Aceasta prezintă atât principalele măsuri de risc sistemic folosite ca specificații de bază, cât și măsurile de risc utilizate ca teste de robustețe a rezultatelor.

În medie, pentru măsura CaViaR obținem cele mai mari valori în perioadele: decembrie 2018, martie – aprilie 2020, decembrie – martie 2022 și finalul lunii septembrie 2022.

Pentru măsura CoVaR, momentele de referință sunt mai 2018, decembrie 2018, martie – aprilie 2020, februarie 2022 și septembrie 2022. Pentru specificația Delta CoVaR, cele mai mari rezultate sunt prezente la nivelul lunilor: mai 2018, decembrie-ianuarie 2018, martie – aprilie 2020, februarie-martie 2022, și septembrie 2022.

În cele din urmă, pentru modelul MES, observăm aceeași dinamică. Astfel, putem concluziona două aspecte principale. În primul rând, independent de măsura de risc sistemic utilizată se observă momente de creștere a riscului sistemic specific companiilor din indicele BET.

În al doilea rând, remarcăm faptul că aceste momente de creștere tind să manifeste tipare simultane pentru companii, independent de sectorul de activitate, aceste tipare fiind capturate cu ajutorul mai multor specificații de modelare.

Concentrându-ne asupra anului 2022, se remarcă faptul că dinamica riscului sistemic prezintă tipare consistente de expansiune.

*Grafic 44 Valori medii pentru măsurile de risc (BET)*



Sursa: Prelucrare ASF

## Indicele BET-NG: analiză de risc sistemic asupra companiilor incluse în indice

Prețurile energiei au un impact consistent asupra costurilor industriale și implicit asupra competitivității. Având în vedere caracterul liberalizat al pieței, monitorizarea prețurilor de piață reprezintă un demers din ce în ce mai important pentru analiști, decidenți politici și entități de afaceri.

Din cauza procesului de revenire al economiei globale după perioada de pandemie, prețurile mai multor mărfuri, inclusive petrol și gaz, au crescut fulminant pe parcursul ultimului an. Având în vedere faptul că cererea pentru energie este inelastică pe termen scurt, creșterile masive de preț presupun scăderi în puterea de cumpărare a menajelor care trebuie absorbite prin:

- Consum diminuat de bunuri și servicii din exteriorul sferei energetice;
- Contracție a procesului de economisire;
- Creștere la nivelul venitului.<sup>25</sup>

Battistini et al. (2022) discută o serie de aspecte conexe impactului dinamicii prețurilor energetice asupra evoluției economiei. În primul rând, autorii observă faptul că prețurile la energie afectează consumul privat prin canale directe și indirecte.

O creștere a prețurilor la energie afectează direct puterea de cumpărare a gospodăriilor prin prețuri mai mari la produsele energetice (electricitate, gaz, benzină, păcură etc.). În zona euro, aproximativ 30% din consumul total de energie ia forma consumului final – adică utilizarea unor astfel de produse de către consumatori (Battistini et al., 2022).

Restul implică utilizarea energiei în producția de bunuri și servicii neenergetice (consumul intermediar). O creștere a prețurilor la energie implică o creștere a costurilor de producție pentru sectoarele non-energetice și – în măsura în care producătorii de bunuri și servicii neenergetice își ajustează prețurile finale – o nouă reducere directă a puterii de cumpărare a gospodăriilor. Dacă aceste costuri nu pot fi transferate asupra prețurilor finale ale bunurilor relevante, va exista un impact indirect asupra puterii de cumpărare a gospodăriilor, deoarece producătorii din sectoarele relevante fie vor reduce salariile, fie vor avea profituri mai mici de distribuit. În plus, în economiile avansate care sunt mari producători de energie (de exemplu, Canada, Norvegia, Regatul Unit și Statele Unite), efectele indirecte prin salariile și profiturile producătorilor de energie sunt, de asemenea, importante.

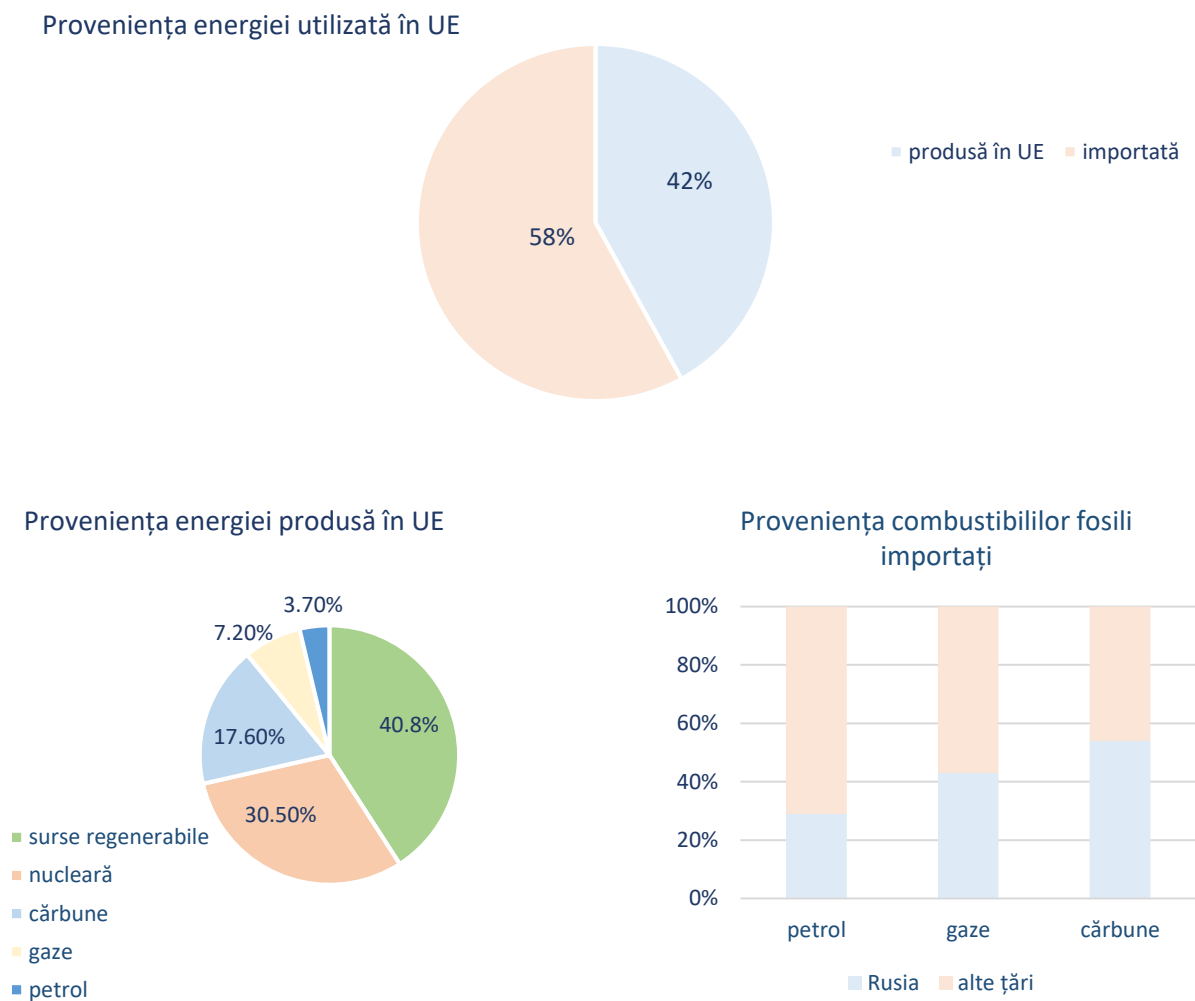
Inviaza Rusiei în Ucraina a dezechilibrat economia globală, în condițiile în care Rusia a redus livrările de gaze naturale, generând o criză energetică severă în Europa ce a condus la creșterea costurilor de trai și la îngreunarea activității economice. Rusia este principalul furnizor al UE de combustibili fosili, ponderea acestora<sup>26</sup> fiind: petrol - 29%, cărbune - 54%, gaze - 43%.

---

<sup>25</sup> Battistini, Di Nino, Dossche, Kolndrekaj (2022) Energy prices and private consumption: what are the channels? ECB Economic Bulletin, Issue 3/2022

<sup>26</sup> conform datelor publicate de Comisia Europeană disponibile pentru anul 2020

Grafic 45 Proveniența energiei și a combustibililor fosili în UE

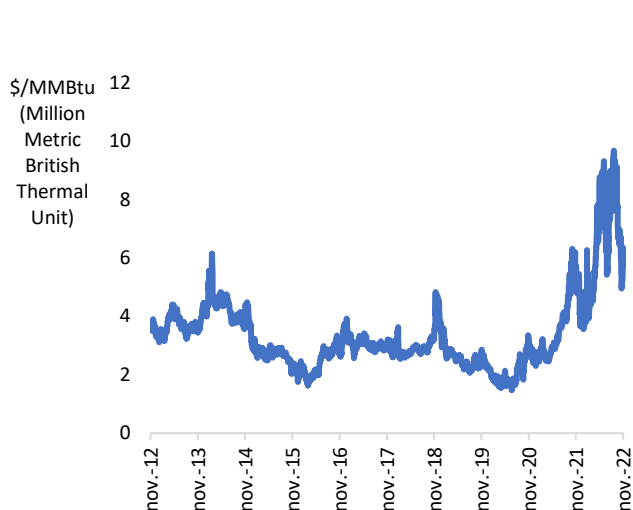


Sursa: Comisia Europeană, prelucrare ASF (date 2020)

În martie 2022 s-a convenit la nivelul Uniunii Europene eliminarea treptată a dependența UE de combustibilii fosili ruși. Totodată, în luna octombrie 2022, Comisia Europeană a propus noi măsuri pentru a combate prețurile mari ale gazelor în UE și pentru a asigura securitatea aprovizionării pentru iarna din 2022, achiziții în comun de gaze, mecanisme de limitare a prețurilor la bursa de gaze TTF<sup>27</sup>, noi măsuri privind utilizarea transparentă a infrastructurii, solidaritate între statele membre și eforturi continue de reducere a cererii de gaze. Din anul 2021, prețul gazului natural a crescut de peste trei ori.

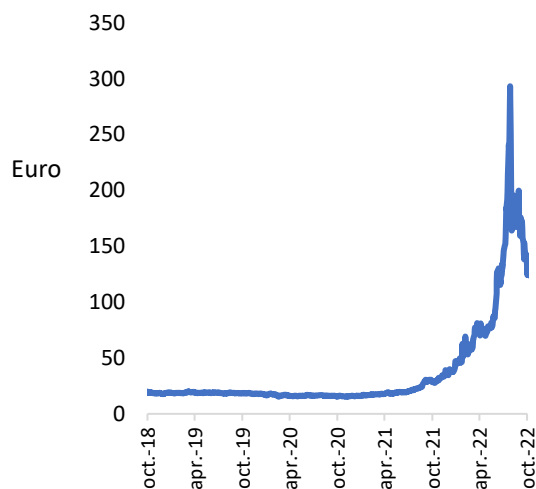
<sup>27</sup> Platformă olandeză reglementată de comercializare a gazelor „Title Transfer Facility” prin contracte futures și opțiuni care oferă piețe de echilibrare a gazelor și servicii de stocare a gazelor ca principală bursă de energie din Europa continentală. Lichiditățile de pe platformă au crescut rapid în ultimii ani, ajutate și de importurile de gaz natural lichefiat, devenind cea mai importantă platformă de referință pentru preț din Europa și având o importanță mondială din ce în ce mai mare.

Grafic 46 Prețul gazului natural (NG:NMX) NYSE



Sursa: Nasdaq.com, prelucrare ASF

Grafic 47 Prețul gazului TTF futures pe contract/megawat -scadență decembrie 2023 la ENDEX Bursa Europeană de Derivate Energetice

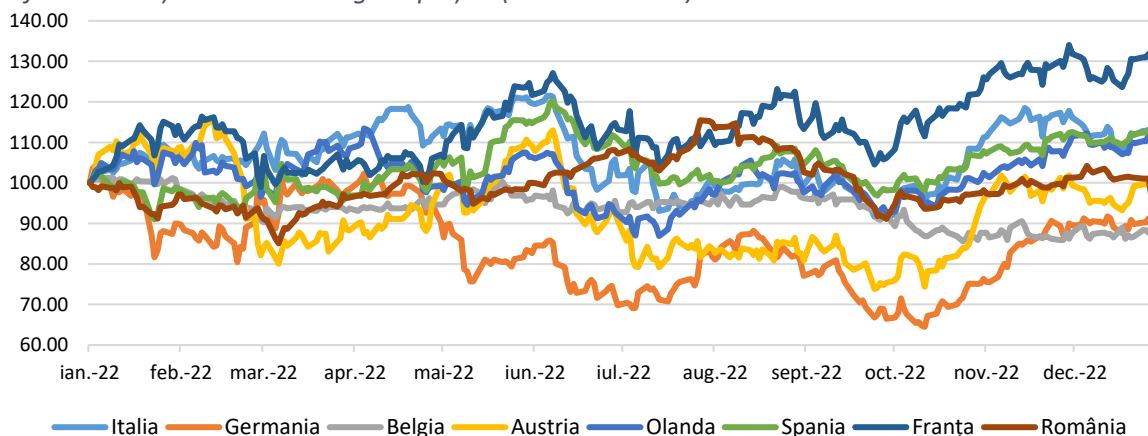


Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

În 2020 au fost înregistrate salturi masive în prețurile gazului natural și energiei electrice. Ca răspuns, Comisia a adoptat o serie de măsuri pentru gestionarea impactului creșterii prețurilor la energie asupra populației și mediului de afaceri, ținând de asemenea potențarea nivelului de reziliență în fața șocurilor.

Prețurile indicilor din sectorul energetic au avut evoluții mixte în 2022. Față de începutul anului, indicii din sectorul energetic care au crescut au fost în Franța (29%), Spania (11%) și Italia (9%). Scăderi ale indicilor au avut loc în Belgia (-13%), Germania (-12%), România (-5%) și Austria (-4%).

Grafic 48 Evoluția sectorul energetic pe țări (ian 2022 =100)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

**La începutul trimestrului doi din 2022, după atingerea unor puncte de maxim istoric în martie, prețurile spot la gaz s-au diminuat și au rămas relativ stabile în aprilie și mai.** La nivelul lunii iunie, pe fondul operațiunilor Gazprom de terminare a ofertei de gaz către o serie de state Europene și de gestionare a fluxurilor Nord Stream 1, prețurile gazului au început să crească iar. Până la finalul sezonului de vară, prețurile au ajuns la noi maxime istorice (315 €/MWh).

Importurile de gaze rusești au scăzut considerabil prin toate rutele de tranzit; fluxurile prin ruta de tranzit din Belarus au scăzut cu 90% față de anul precedent; în luna mai debitele au ajuns practic la zero. Debitele prin Nord Stream au scăzut cu 12%, scăzând la zero până la sfârșitul verii. În perioada ianuarie-august 2022, importurile rusești de gaze ale UE prin conducte au scăzut cu 43 de miliarde de metri cubi, iar importurile totale de gaze din Rusia, inclusiv gaze naturale lichefiate (GNL), au scăzut cu 39 de miliarde de metri cubi. În același timp, importurile de GNL din afara Rusiei au crescut cu 28 de miliarde de metri cubi, iar importurile prin conducte, altele decât cele din Rusia, au crescut cu 17 de miliarde de metri cubi.

Consumul de gaze din UE a scăzut abrupt cu 16% (-13,9 miliarde mc) față de anul precedent, ajungând la 71 miliarde mc. Cererea de gaze în producția de energie electrică a scăzut, de asemenea, cu 7% (-8,1 TWh). Importurile de GNL din UE au crescut cu 49% față de anul precedent, însumând 36 de miliarde de metri cubi, în timp ce importurile totale de gaze din UE au scăzut cu 3%. UE a cheltuit aproximativ 75 de miliarde EUR pe importurile de gaze naturale în T2 2022.

Stocarea gazelor a fost mai rapidă față de aceeași perioadă a anului 2021, deoarece la 30 iunie 2022 rata medie de umplere a depozitelor în UE era de 58%, în creștere cu 32 de puncte procentuale în T2 2022. Până la sfârșitul lunii august, rata de umplere în UE a atins 80% în medie. Prețurile de vânzare cu amănuntul la gaze pentru clienții industriali au înregistrat o creștere semnificativă, la aproximativ 126% în T2 2022 față de T2 2021, pentru consumatorii cu consum mediu anual.

Sectorul energetic are, în general, o mare relevanță macroeconomică. Acest val de interes<sup>28</sup> a propulsat produsele energetice și activele pe energie în centrul unui bloc de cercetare consistent, care se ocupă cu studierea implicațiilor lor asupra piețelor financiare.

Graficele 49, 50, 51, 52 și 53 conțin valorile obținute pentru cele patru modele de risc sistemic utilizate: CaViaR, CoVaR, Delta CoVaR și MES. Acestea au fost aplicate la nivel de companie. Graficul 53 prezintă valorile medii obținute pentru fiecare specificație de modelare calculate pe eșantionul de companii.

Graficul 49 prezintă rezultatele obținute pentru modelul CaViaR, aplicat de această dată pentru companiile din indicele BET-NG. Sesizăm un grad mare de eterogenitate la nivelul rezultatelor obținute și

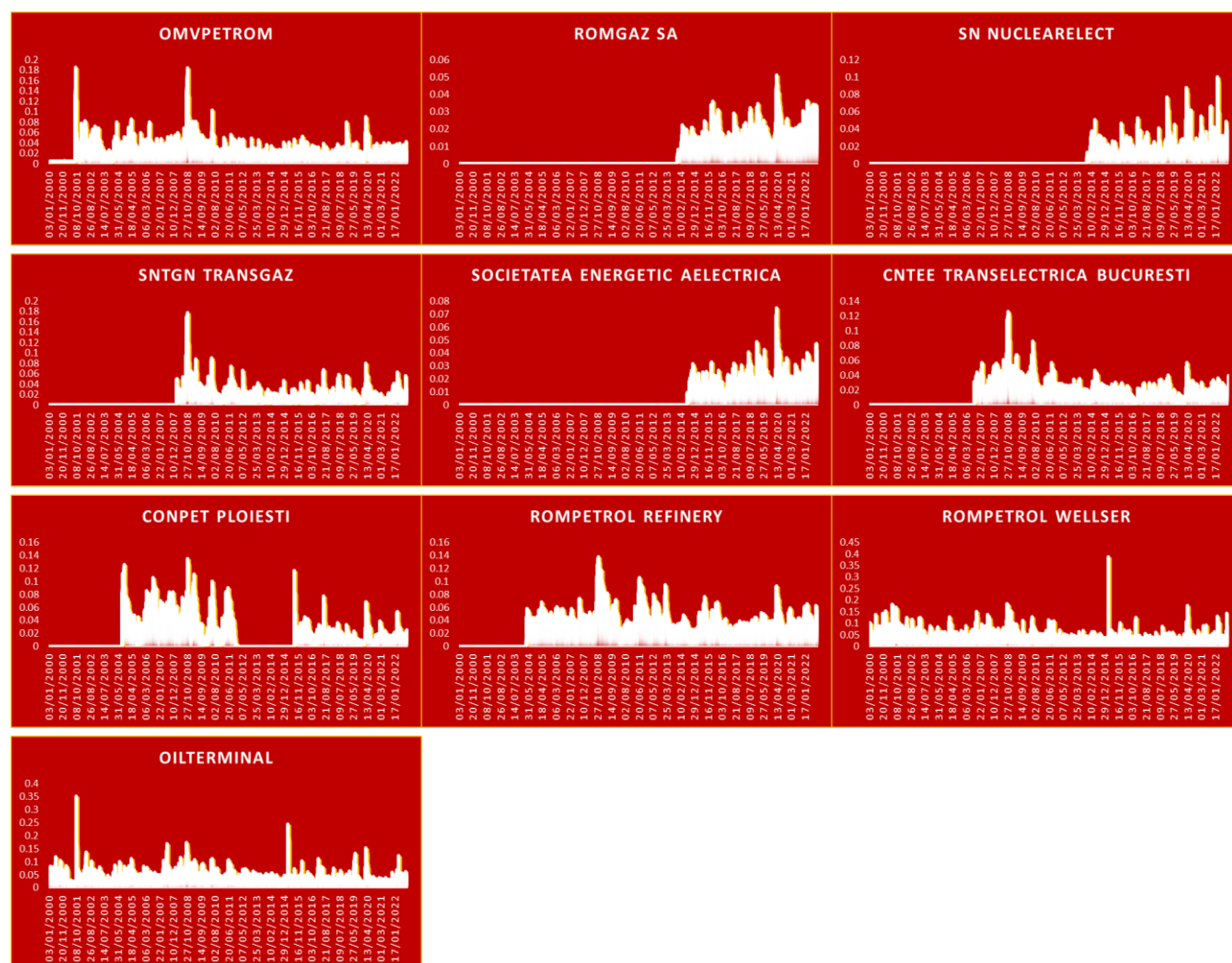
---

<sup>28</sup> Mulți autori abordează riscul activelor pe energie pentru formarea portofoliului (Kösedağlı et al., 2021; González-Pedraz et al., 2014; Umar, 2017). De exemplu, Ahmad, Rais (2018) examinează implicațiile pe care le au acțiunile pe energie curată asupra acoperirii riscului și diversificării portofoliului. Capacitatea de acoperire a riscului a acțiunilor pe energie este, de asemenea, studiată de Hanif et al. (2020) într-un cadru modelare de tipul copula cu factori multivariați.

faptul că o serie de companii tind să fie principalele surse de risc sistemic la nivelul eșantionului. Remarcăm de asemenea tipare de simultaneitate în termeni de valori exacerbate ale riscului ce diferă de cele înregistrate în analiza pentru indicele BET. Tiparele de simultaneitate sunt explicate de: eșantionul mai lung de date și numărul mai mic de companii din același sector economic. Astfel sesizăm expansiunea riscului pentru minim 50% din companiile din eșantion la următoarele momente: februarie 2005, ianuarie 2008, septembrie – decembrie 2008 (70%), martie - mai 2009 (70%), mai 2010, august 2011, martie – aprilie 2020 (100%), martie 2022 și septembrie 2022.

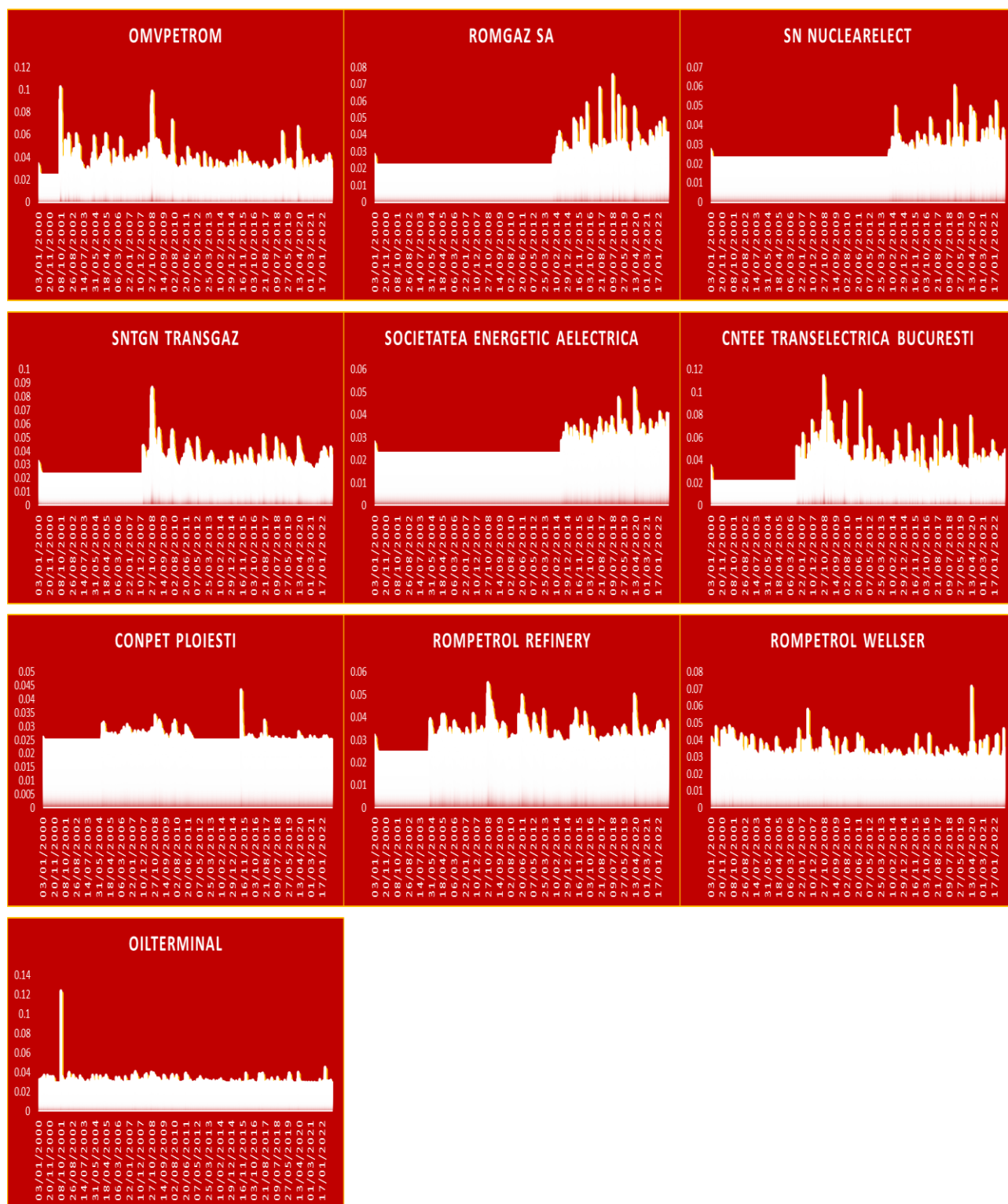
Pentru a returna rezultate comparabile cu analiza anterioară, următorul pas al investigației a constat în izolarea unui eșantion restrâns de lucru, vizând același interval utilizat pentru indicele BET (02.01. 2018 – 21.11.2022). În aceste condiții cele mai relevante momente devin: decembrie 2018, martie – aprilie 2020, martie 2022 și septembrie – octombrie 2022. Acestea sunt extrem de similare cu cele observate în analiza pentru indicele BET prin specificația CaViaR, fapt ce ne conduce la o idee despre condițiile de piață și despre **contribuția sectorului energetic la nivelul agregat al riscului sistemic**.

*Grafic 49 Rezultate pentru specificația CaViaR (BET NG)*



Sursa: Prelucrare ASF

Grafic 50 Rezultate pentru specificația CoVaR (BET NG)



Sursa: Prelucrare ASF

Un rezultat interesant este acela că observăm tipare de simultaneitate și pentru valorile scăzute ale riscului pentru o selecție de companii, atât la nivelul eșantionului principal, cât și la nivelul eșantionului restrâns. Cele mai relevante momente în acest sens sunt: septembrie-decembrie 2019 și aprilie 2021. Acest rezultat poate fi motivat prin specificul sectorului energetic, ale cărui particularități au fost exploatate extensiv în literatura de specialitate <sup>29</sup>.

Graficele 50 și 51 descriu rezultatele pentru modelele CoVaR și Delta CoVaR aplicate pentru companiile din indicele BET NG. În analiza realizată pe indicele BET au fost detectate dinamici similare pentru aceste două modele în ciuda diferențelor de construcție. Pentru specificația de modelare CoVaR ne oprim inițial la nivelul eșantionului extins (începând în 2000) și remarcăm momente de simultaneitate în valori exacerbate de risc în jurul perioadelor: septembrie 2008 – ianuarie 2009, august – septembrie 2011, ianuarie 2016, mai 2018, decembrie 2018 – ianuarie 2019, martie 2020 (90%), martie – aprilie 2022 și septembrie – octombrie 2022 (80%).

Au fost detectate următoarele episoade importante de contribuție la riscul sistemic: mai 2018, decembrie 2018, martie 2020, martie 2022, și septembrie 2022. Rezultate pot fi interpretate în termeni de fenomene de contagiune.

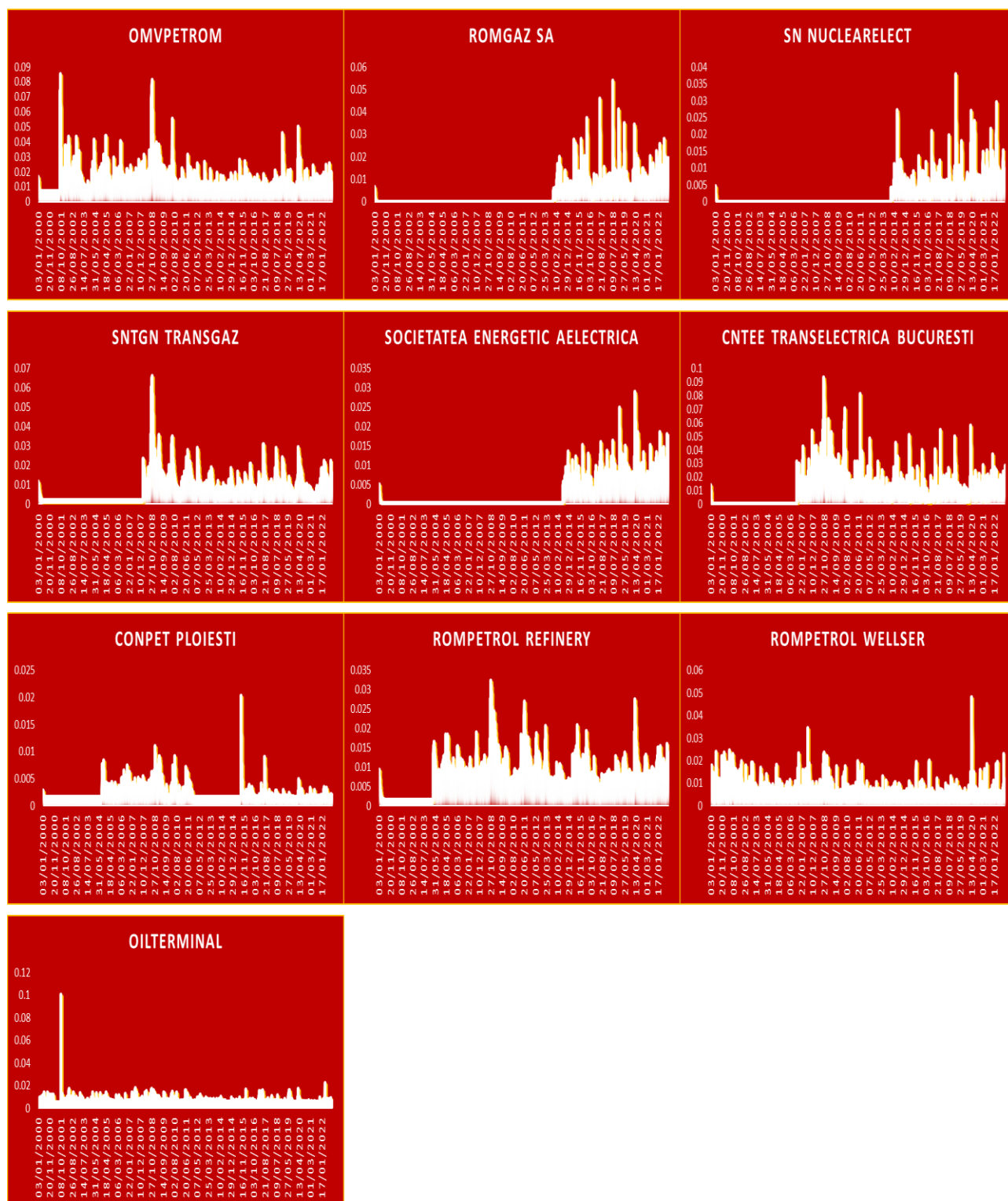
În graficul 50 sunt prezentate rezultatele obținute cu modelul Delta CoVaR. Acestea indică acumulări simultane de pentru riscul sistemic pentru perioadele: mai 2018, decembrie 2018 – ianuarie 2019, martie 2020 (90%), martie 2022 și septembrie – octombrie 2022. Totodată se observă că în termeni de magnitudine luna martie a anului 2020 este caracterizată de cele mai relevante valori pentru riscul sistemic.

Un rezultat interesant din punctul de vedere al dinamicii de piață este faptul că cele mai mici valori ale riscului sunt observate aproape exclusiv pentru două dintre companii, una dintre acestea returnând cel mai mic nivel de risc sistemic.

---

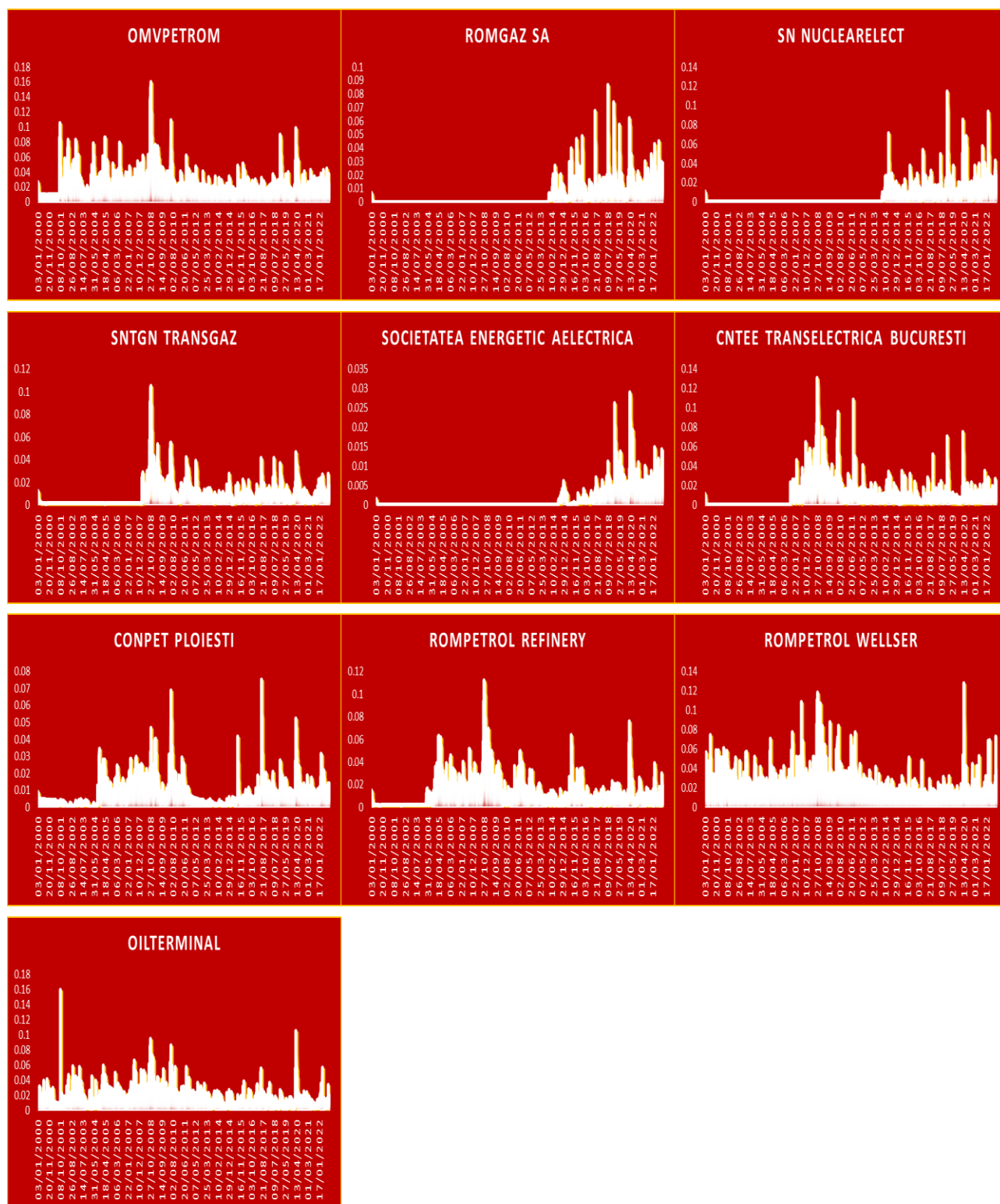
<sup>29</sup> Vezi de exemplu Caraini și Călin (2019).

Grafic 51 Rezultate pentru specificația Delta CoVaR (BET NG)



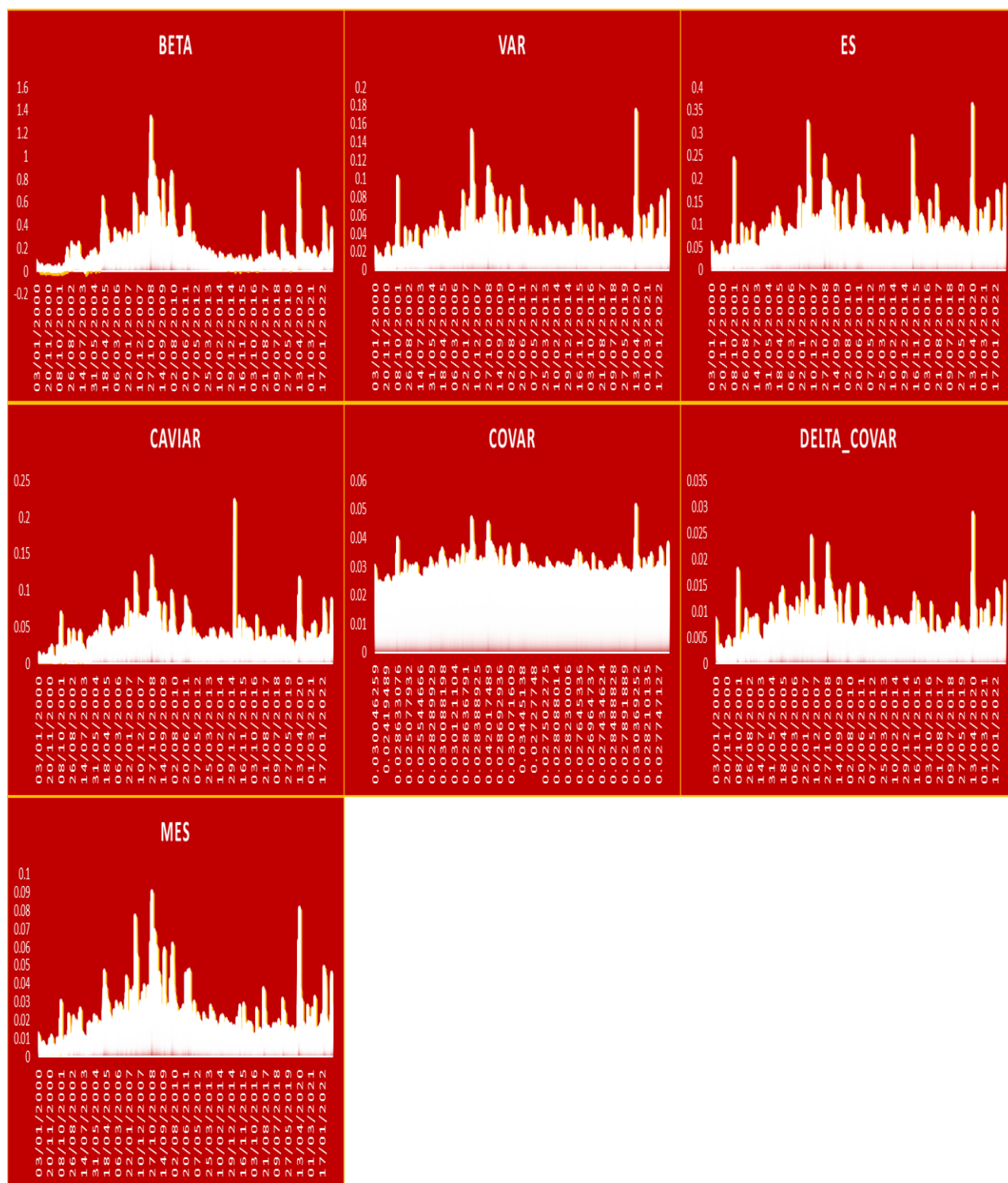
Sursa: Prelucrare ASF

Grafic 52 Rezultate pentru specificația MES (BET NG)



Sursa: Prelucrare ASF

Grafic 53 Valori medii pentru măsurile de risc (BET NG)



Sursa: Prelucrare ASF

În acest sens, cele mai relevante momente izolate cu ajutorul specificației MES sunt: decembrie 2018, martie 2020 (100%), martie 2022 și septembrie 2022. Putem astfel concluziona că nivelul de risc sistemic pentru intervalul actual se află la o poziție semnificativă, ce a fost depășită doar de realitatea prezentă pe piețe la finalul primului trimestru din anul 2020. Faptul că obținem rezultate similare cu măsurile anterioare în ciuda utilizării unui model cu o construcție antinomică oferă o prezumție de validitate și robustețe pentru analiza derulată.

Rezultatele sintetizate în figura 53 au rolul de a concluziona prezenta investigație, dar și de a introduce măsurile de robustețe adiționale utilizate pentru validarea rezultatelor raportate. Spre deosebire de zonele anterioare care ofereau o discuție la nivel de companie, rezultatele din Figura 10 reprezintă o medie realizată pentru fiecare măsură de risc la nivelul eșantionului (pentru ambele eșantioane folosite la nivelul indicelui BET NG).

Pentru măsura CaViaR cele mai mari valori sunt obținute în perioadele: martie - aprilie 2020, iunie 2021, februarie - martie 2022, și septembrie – octombrie 2022. Pentru celelalte măsuri de risc cele mai importante valori aparțin intervalelor: decembrie 2018 - ianuarie 2019, martie - aprilie 2020, iunie 2021, februarie - martie 2022 și septembrie – octombrie 2022.

## Teste statistice pentru depistarea bulelor speculative

O bulă financiară reprezintă o situație în care prețul unui activ, cum ar fi o acțiune sau un activ imobiliar, crește în mod artificial din cauza speculațiilor și cumpărărilor excesive. În cele din urmă, bula se sparge, iar prețul activului scade rapid, ducând adesea la pierderi financiare semnificative pentru cei care au cumpărat la prețuri mari (Zheng (2022)). Bulele pot apărea pe orice piață, dar sunt cel mai frecvent asociate cu piețele bursiere și imobiliare. Acestea pot fi cauzate de o varietate de factori, inclusiv rate scăzute ale dobânzii, condiții lax de credit și exuberanță irațională.

Nu există o definiție universal acceptată a „bulei raționale”, dar unii economiști susțin că anumite bule pot fi rezultatul unui răspuns rațional la modificările fundamentale ale unui activ sau ale pieței. De exemplu, dacă o nouă tehnologie sau inovație duce la o creștere semnificativă a profitabilității potențiale a unui anumit activ, aceasta ar putea justifica o creștere temporară a prețului activului până când noile informații se reflectă pe deplin pe piață.

În acest sens, o **bulă rațională** ar fi o abatere temporară de la valoarea fundamentală a unui activ, până când participanții de pe piață ajung să înțeleagă treptat noile informații și își ajustează evaluările în consecință. Această abatere este de obicei de scurtă durată și, în cele din urmă, piața se va corecta, realiniindu-se la valorile fundamentale.

Cu toate acestea, este important de menționat faptul că termenul de „bulă rațională” este o problemă în dezbatere în rândul economiștilor și mulți susțin că bulele sunt întotdeauna rezultatul comportamentului irațional și al ineficiențelor pieței (Lawal et al (2022)).

În mod simetric, o **bulă irațională**, se referă la o situație în care prețul unui activ crește în mod artificial din cauza speculațiilor și tranzacționării excesive în ciuda modificării reduse sau a unei lipse de modificări a elementelor fundamentale de bază ale activului. În acest caz, bula este condusă de

exuberanța irațională și de o „mentalitate de turmă” în rândul investitorilor, mai degrabă decât de orice răspuns rațional la schimbările în fundamentele de bază ale activului sau pieței. Atunci când investitorii sunt optimiști cu privire la performanța viitoare a unui activ, aceștia pot fi dispuși să plătească prețuri din ce în ce mai mari pentru acesta, indiferent de valoarea intrinsecă. Acest lucru creează un ciclu autonom de tranzacționare și prețuri mai mari, care poate duce la o bulă speculativă. În capitolul 7 vom descrie modul de formare a unei bule iraționale cu exemplificare pe criptoactive.

Când bula se sparge, prețul activului scade și mulți investitori pierd o sumă semnificativă de bani. Explozia bulei poate fi declanșată de o varietate de factori, cum ar fi o creștere a ratelor dobânzilor, o recesiune sau pur și simplu o pierdere a încrederii investitorilor.

Este important de menționat că bulele iraționale sunt adesea dificil de identificat în timp real, deoarece participanții de pe piață tind să fie convinși că prețul actual reflectă valoarea reală a activului.

În concluzie, bulele speculative reprezintă o abatere substanțială a valorii de piață de la valoarea fundamentală (Gil-Alana (2019)). În acest context, intuiția economică a condus la prezumția că ar putea fi identificate prin investigarea diferenței dintre un preț de tranzacționare și valoarea fundamentală pentru un anumit activ.

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

Testul GSADF<sup>30</sup> pentru caracter exploziv aplicat seriei de timp  $\{y_t\}_{t=0}^T$  derivă din statistica ADF pentru un parametru  $\theta$  de forma:

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

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

---

<sup>30</sup> Testul Generalized Supremum ADF (GSADF) este un test statistic utilizat pentru a detecta prezența unei rădăcini unitare într-o serie de timp. Această proprietate indică prezența unei tendințe ce nu poate fi explicată prin procesul stohastic curent. Testul GSADF este o extensie a testului tradițional Augmented Dickey-Fuller (ADF), care este folosit pentru a testa o rădăcină unitară într-o serie de timp univariată. Dacă o serie de timp financiară manifestă o rădăcină unitară, înseamnă că media și varianța seriei se vor schimba în timp și este considerată nestaționară. În alte cuvinte, există o tendință ce nu poate fi explicată pe baza procesului stohastic. În contextul bulelor speculative, acest lucru ar putea indica faptul că prețul actual al unui activ este determinat de anumite tipare de tranzacționare (de natură speculativă sau induse de o anumită percepție), mai degrabă decât de elemente de valoare fundamentală a activului.

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

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

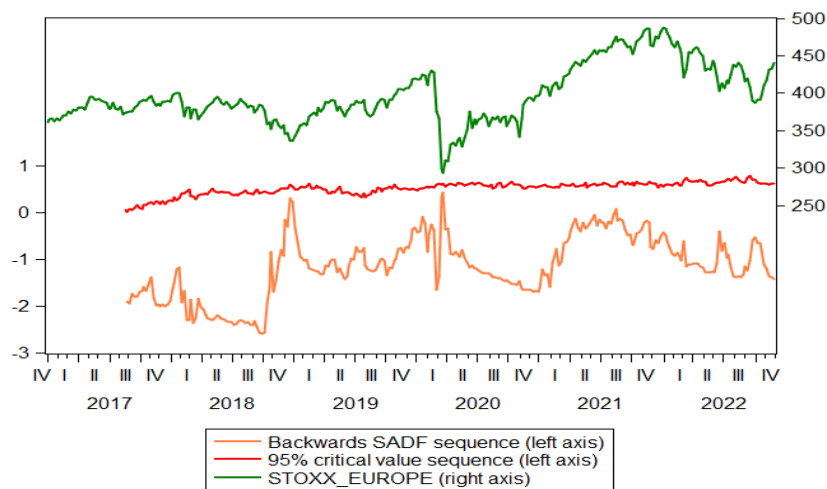
Testul GSADF are la bază aceeași logică ca în cazul de mai sus, însă utilizează mai multe subeșantioane în procesarea regresiei din Ecuația 1. Statistica este definită de tipul:

$$GSADF(r_0) \equiv \sup\{ADF_{r_1}^{r_2}\}$$

Prezenta analiză își propune identificarea tiparelor de tip bule speculative pentru intervalul 2016 – decembrie 2022, investigând indicele european Stoxx 600 și doi indici naționali (BET și BET NG), utilizând serii de date cu frecvență zilnică. Graficele 50, 51 și 52 prezintă rezultatele obținute în urma utilizării metodologiei de mai sus pentru cei trei indici.

La nivelul acestora, curba de culoare verde reprezintă prețul indicelui în perioada de analiză. Curba roșie descrie valorile critice pentru test. A 3-a curbă din fiecare grafic reprezintă dinamica testului GSADF. În momentul în care acesta depășește curba roșie putem concluziona că natura explozivă a prețului poate fi asimilată unei bule speculative.

*Grafic 54 Dinamica testului GSADF pentru indicele STOXX Europe*



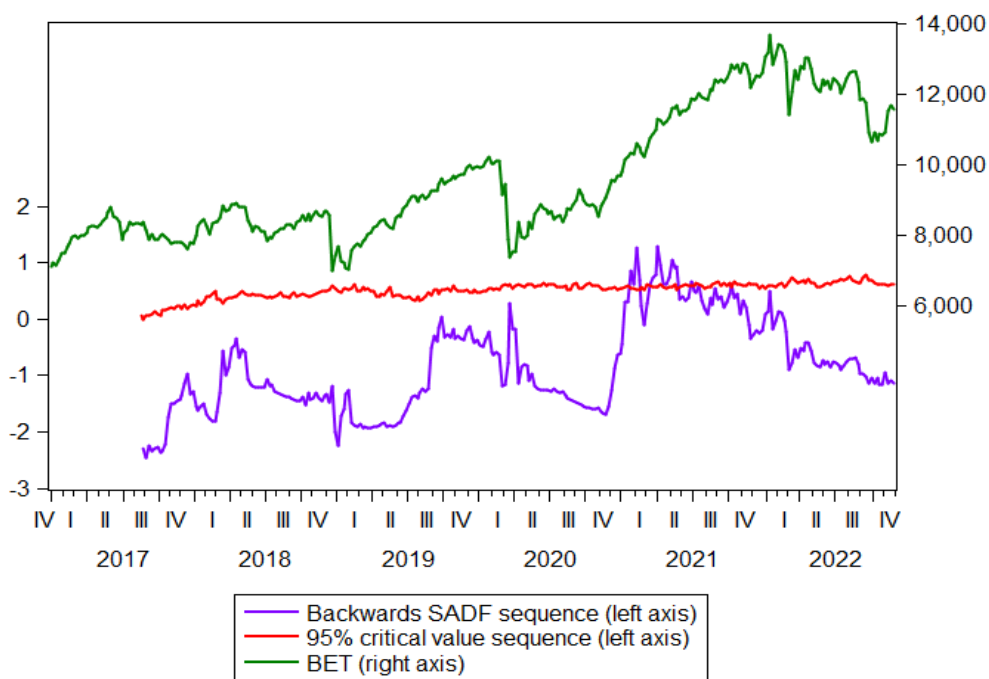
*Sursa: calcule ASF*

Indicele Stoxx 600 reprezintă un reper pentru piața europeană și este utilizat pe scară largă în aplicații econometrice. Acest fapt derivă din acoperirea reprezentativă ce este extinsă la o alocare de state și sectoare ale economiei ce replică aproximativ 90% din piața investițională. Ca orice alt indice bazat pe acțiuni, indicele Stoxx 600 poate fi afectat de o diversitate de factori și poate dezvolta, de asemenea, bule speculative.

**Se observă faptul că pentru perioada analizată, în ciuda unei dinamici efervescente, nu au existat fenomene ce ar putea fi asimilate unei bule speculative pentru indicii BET și BET-NG.**

Cu toate acestea se remarcă o exuberanță exacerbată pentru primele două trimestre din anul 2021 și o evoluție volatilă în primul trimestru din 2022. Acest rezultat este relevant având în vedere realitățile observate pe piață pe măsură ce externalitățile negative specifice perioadei pandemice au cunoscut un fenomen de netezire. Testele au identificat un început de creștere explozivă care nu a fost susținută și continuată de dinamica indicilor.

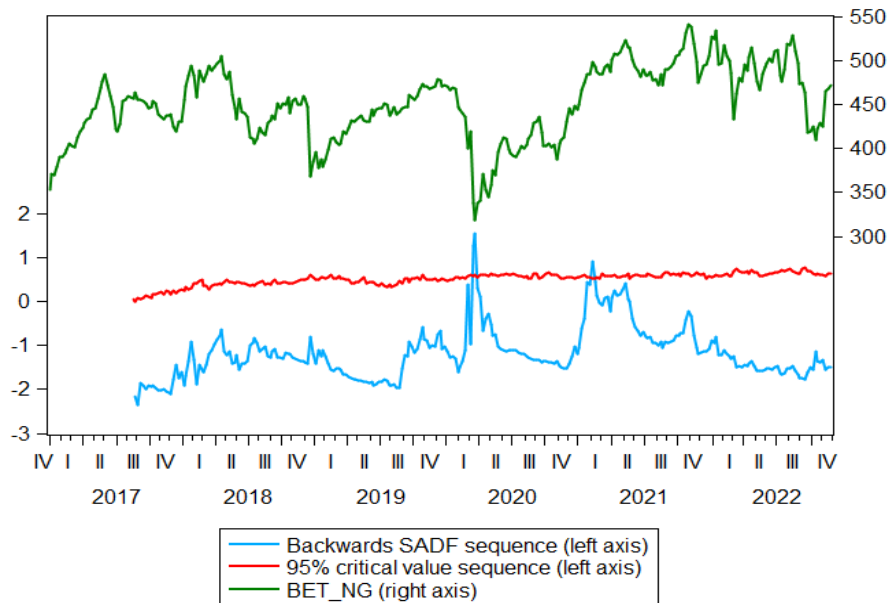
*Grafic 55 Dinamica testului GSADF pentru indicele BET*



*Sursa: calcule ASF*

Piețele și activele energetice au reprezentat un punct special de interes pentru literatura financiară dedicată bulelor speculative (Caraiani și Călin (2019)). Figura 56 prezintă dinamica testului GSADF pentru indicele BET NG. Remarcăm două episoade distincte ce pot fi asociate unor fenomene de tip bule speculative în primul trimestru din anul 2020 și în primul semestru din anul 2021. Rezultate similare au fost observate la nivelul literaturii de specialitate. De exemplu, Khan et al. (2022) identifică bule de preț în diferite prețuri specifice sectorului energetic pentru perioada cuprinsă între ianuarie 2000 și septembrie 2021. Autorii notează faptul că elementele de comportament exploziv sunt specifice în general pentru gaz.

Grafic 56 Dinamica testului GSADF pentru indicele BET NG



Sursa: calcule ASF

În 2020, piețele energetice din România au fost afectate de un cumul de factori precum pandemia de COVID-19, schimbările în politicile guvernamentale și schimbările pe piețele globale de energie.

Pandemia de COVID-19 a avut un impact semnificativ asupra piețelor energetice din România, deoarece a provocat o scădere a consumului de energie din cauza măsurilor de *lockdown* și a altor măsuri puse în aplicare pentru a controla răspândirea virusului. Acest lucru a dus la o scădere a cererii de energie, care, la rândul său, a dus la o scădere a prețurilor la energie.

Din punctul de vedere al piețelor globale de energie, scăderea prețului petrolului în 2020 din cauza pandemiei de COVID-19 a avut un impact semnificativ asupra piețelor energetice din România, țara fiind importator net de petrol. Scăderea prețului petrolului a dus la o scădere a prețului gazelor naturale, care este folosit drept combustibil alternativ în multe aplicații.

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

Performanța cuprinde două componente: riscul și rentabilitatea. Cu toate că reușita maximizării rentabilității reprezintă un obiectiv valoros pentru administratori, compararea doar a rentabilității unui portofoliu cu cea a pieței nu este suficientă. Deoarece investitorii au aversiune față de risc, aceștia vor solicita compensații pentru riscuri mai mari sub formă de randamente mai mari.

Printre măsurile utilizate frecvent pentru evaluarea performanței se numără **indicatorii Sharpe, Sortino și Treynor**. Astfel, cu scopul de a evalua în ansamblu performanța ajustată la risc a pieței fondurilor de investiții din România, pentru fiecare strategie de investiții din care fac parte fondurile de investiții respective, au fost calculați trimestrial indicatorii mai sus menționați. Frecvența datelor utilizate a fost zilnică (VUAN zilnic), iar perioada analizată a fost ianuarie 2020 – septembrie 2022.

În funcție de lungimea seriei de date disponibilă, au fost selectate **84 de fonduri de investiții din România** (OPCVM și FIA), clasificate în funcție de categoria de strategie de investiții<sup>31</sup> din care fac parte, astfel:

Număr fonduri de investiții parte din strategia investițională		
Titluri de credit (Fond Obligațiuni) <sup>32</sup>	FO	21
Titluri de capital (Fond Acțiuni) <sup>33</sup>	FA	16
Absolute return <sup>34</sup>	AR	1
Multi-active defensive <sup>35</sup>	MAD	3
Multi-active echilibrate <sup>36</sup>	MAE	7
Multi-active agresive <sup>37</sup>	MAA	4
Multi-active flexible <sup>38</sup>	MAF	23
Alte fonduri <sup>39</sup>	AF	9

<sup>31</sup> Conform clasificării EFC (European Fund Classification), sistem paneuropean de clasificare a fondurilor de investiții dezvoltat de EFCA (European Fund Categorization Forum) - grup de lucru al EFAMA

<sup>32</sup> Expunere >80% pe obligațiuni. Maximum 20% expunere în numerar în casierie, iar investițiile în alte active nu trebuie să depășească 10%

<sup>33</sup> Expunere >85% pe acțiuni

<sup>34</sup> Fondurile care sunt astfel clasificate conform prospectului

<sup>35</sup> Expunere <35% pe instrumente cu venit variabil

<sup>36</sup> Expunere între 35% și 65% pe instrumente cu venit variabil

<sup>37</sup> Expunere >65% pe instrumente cu venit variabil

<sup>38</sup> Fără limite pe categorii de active

<sup>39</sup> Nu se încadrează în nicio categorie de mai sus

### ❖ Indicatorul Sharpe

**Indicatorul Sharpe** este definit ca prima de risc<sup>40</sup> a activului/portofoliului împărțită la riscul acestuia. Mai exact, Sharpe măsoară performanța netă la riscul total asumat. Cu cât este mai mare valoarea Sharpe, cu atât este mai atractiv randamentul ajustat la risc.

Formula de calcul:

$$\text{Indicatorul Sharpe} = \frac{(R_x - R_f)}{\text{StdDev } R_x}$$

unde **R<sub>x</sub>** reprezintă rentabilitatea portofoliului, **R<sub>f</sub>** reprezintă rata de rentabilitate a activului fără risc și **StdDev R<sub>x</sub>** este abaterea standard a randamentului portofoliului.

### ❖ Indicatorul Sortino

**Indicatorul Sortino** stabilește o relație între performanța unui fond și DSR (DownSide Risk – riscul de scădere) al acestuia. DSR este o estimare a potențialei pierderi de valoare a unui titlu, în cazul în care condițiile de piață anticipează o scădere a prețului titlului respectiv.

Pentru investitori, un indicator Sortino ridicat evidențiază fondurile care au avut performanțe bune, rămânând în același timp reziliente în timpul scăderilor pieței.

Formula de calcul:

$$\text{Indicatorul Sortino} = ((R_p - R_f)) / \sigma_d$$

unde **R<sub>p</sub>** reprezintă randamentul portofoliului, **R<sub>f</sub>** reprezintă rata fără risc și **σ<sub>d</sub>** este deviația standard negativă.

Spre deosebire de indicatorul Sharpe, **indicatorul Sortino** ține cont doar de volatilitatea negativă a unei investiții, în timp ce Sharpe ia în considerare volatilitatea totală.

### ❖ Indicatorul Treynor

**Indicatorul Treynor** este utilizat pentru a evalua randamentul unui portofoliu în raport cu randamentul unui indice de referință. Indicatorul de referință utilizat în analiza noastră a fost indicele **BET**. Treynor este o extensie a raportului Sharpe și modifică indicatorul Sharpe prin înlocuirea riscului total cu sensibilitatea față de evoluția indicelui de referință beta.

Formula de calcul:

$$\text{Indicatorul Treynor} = \frac{(R_p - R_f)}{\beta_p}$$

---

<sup>40</sup> Prima de risc reprezintă o compensație pentru riscul sistematic, care nu poate fi eliminat prin diversificare.

unde **R<sub>p</sub>** reprezintă randamentul portofoliului, **R<sub>f</sub>** reprezintă rata fără risc și **β<sub>p</sub>** este beta portofoliu.

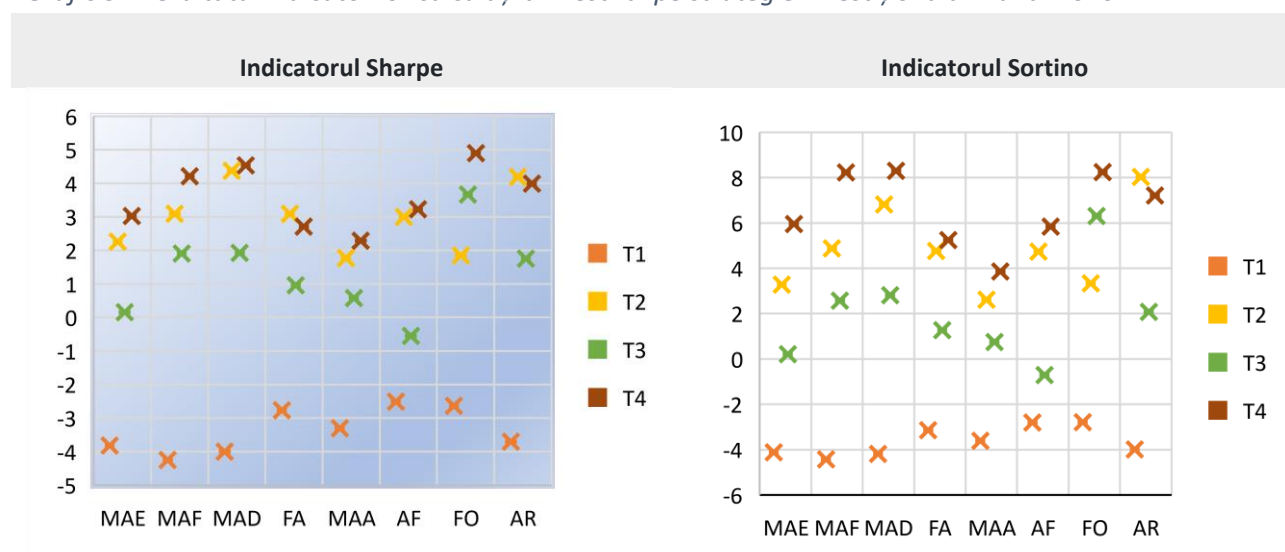
Indicatorul Treynor este utilizat pentru a normaliza prima de risc, sau randamentul așteptat minus rata fără risc, care se face prin împărțirea primei cu beta portofoliului. Aceasta înseamnă că prima de risc este independentă de riscul portofoliului, ceea ce face posibilă comparare performanței a două portofolii, chiar dacă acestea au beta diferite. Acest lucru este important deoarece unele portofolii pot oferi o rentabilitate suplimentară mai mare, dar în același timp ar putea avea mai mult risc și beta mai mare.

Pragurile care vor fi urmărite pentru măsurarea indicatorilor Sharpe și Sortino:

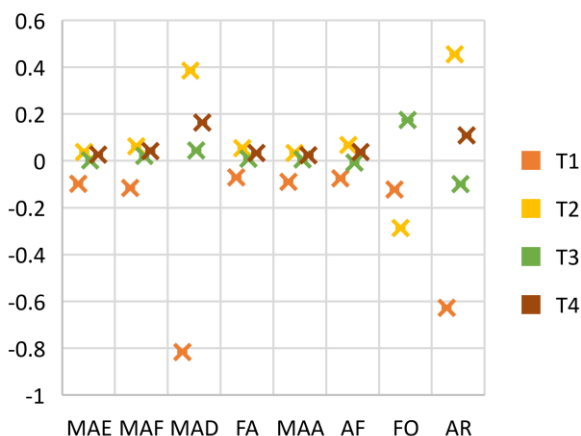
- Între 0 – 1 - investiția este considerată slabă;
- Între 1 – 1,99 - investiția este considerată acceptabilă spre bună;
- Între 2 – 2,99 - investiția este considerată foarte bună;
- Mai mare de 3 - investiția este considerată excelent.

Pentru indicatorul **Treynor**, o rată mai mare indică randamente mai mari pentru fiecare unitate de risc și totodată faptul că activul sau portofoliul de active a generat randamente mai bune decât s-ar fi așteptat având în vedere nivelul de risc asumat.

*Grafic 57 Rezultatul indicatorilor calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2020*



### Indicatorul Treynor



În trimestrul I 2020, riscul asumat pentru oricare dintre cele opt categorii de strategii investiționale nu a fost compensat suficient de rentabilitatea acestora, cei trei indicatori analizați fiind negativi. Astfel, rentabilitatea fondurilor a fost mai mică decât rata fără risc (media primului trimestru din 2020 fiind de 3,31%/an pentru obligațiunile guvernamentale din România cu scadență la 1 an).

În trimestrele II și IV s-au realizat cele mai bune randamente în raport cu riscul asumat, indicatorii Sharpe și Sortino având valori pozitive pentru toate categoriile de strategii investiționale. De asemenea, indicatorul Treynor a avut rezultate pozitive pentru toate categoriile de strategii investiționale, cu excepția categoriei Titluri de credit (fonduri de obligațiuni - FO) a cărei rezultat a fost negativ.

În trimestrul II, cea mai mare valoare a *indicatorului Sharpe* a fost înregistrată de fondurile de investiții din categoria **MAD** (4,37), urmată de categoria **AR** (4,19), iar cea mai mică valoare a fost înregistrată de categoria **MAA** (1,76). Valoarea cea mai mare a *indicatorului Sortino* a fost înregistrată de categoria **AR** (8,03), urmată de categoria **MAD** (6,81), iar categoria **MAA** a avut cea mai mică valoare (2,61).

În trimestrul IV, valorile indicatorului Sharpe au variat între 2,29 (**MAA**) și 4,89 (**FO**), iar cele ale indicatorului Sortino între 3,85 (**MAA**) și 8,29 (**MAD**).

În trimestrul III, categoria **AF** a fost singura categorie pentru care cei trei indicatori au fost negativi. Categoria care a performat cel mai bine raportat la riscul asumat a fost **FO**, având cele mai mari valori ale indicatorilor (3,66 – Sharpe, 6,29 – Sortino, 0,17-Treynor). Pentru celelalte categorii, valorile indicatorilor au fost mai mici în comparație cu trimestrele II și IV, situându-se pentru Sharpe între 0,15 și 1,9, pentru Sortino între 0,20 și 2,57 și Treynor între 0 și 0,17.

Sursa: Calcule ASF

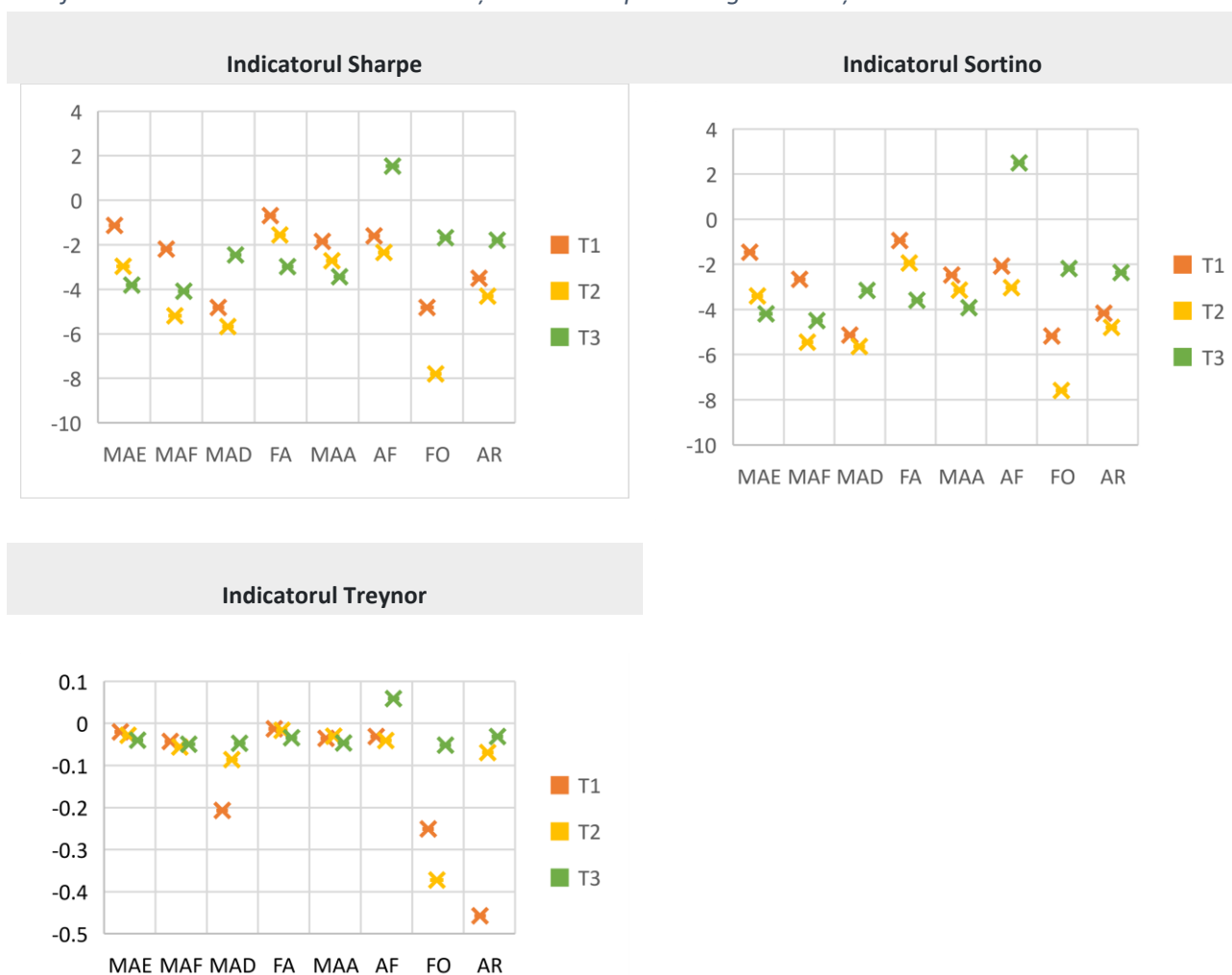
Grafic 58 Rezultatul indicatorilor calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2021



Dintre toate trimestrele din perioada 2020 - T3 2022, cea mai bună rentabilitate la riscul asumat s-a înregistrat în **trimestrul I 2021**, indicatorii analizați având cele mai mari valori. În schimb, dintre trimestrele anului 2021, **trimestrul IV** a fost cel mai slab din punct de vedere al rentabilității raportat la riscul asumat, doar categoriile **MAD, FA și MAA** având indicatorii pozitivi.

Sursa: Calcule ASF

Grafic 59 Rezultatul indicatorilor calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2022



**În trimestrele I și II din 2022**, valoarea indicatorilor a fost negativă pentru toate categoriile de strategii investiționale. Mai exact rentabilitatea fondurilor a fost mai mică decât rata fără risc (media primului trimestru din 2022 a fost de 4,10%/an pentru obligațiunile guvernamentale cu scadență la 1 an din România, iar pentru al doilea trimestru aceasta a fost de 5,96%/an). Astfel, în cele două trimestre din 2022, riscul asumat pentru oricare dintre cele opt strategii investiționale nu a fost compensat suficient de rentabilitatea acestora.

**În trimestrul III din 2022**, media randamentelor obligațiunilor guvernamentale cu scadență la 1 an din România a fost de 8,03%/an. Cu excepția categoriei alte fonduri (AF) pentru care indicatorii au fost pozitivi (1,53 – Sharpe, 2,49 – Sortino și 0,05 Treynor), indicatorii calculați pentru celelalte categorii investiționale au fost negativ, rezultând faptul că riscul asumat nu a fost suficient compensat de rentabilitatea fondurilor din categoria investițională.

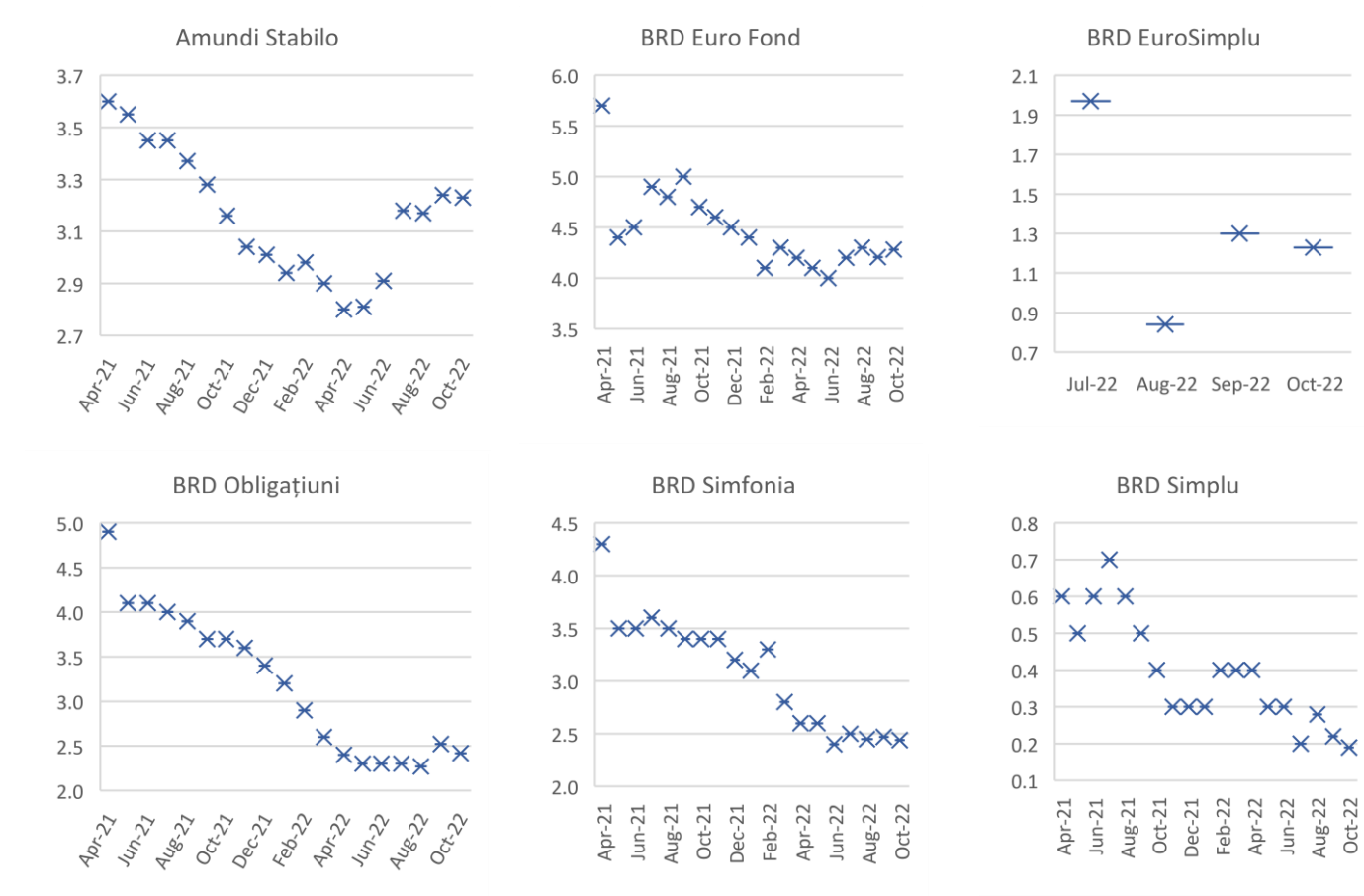
Sursa: Calcule ASF

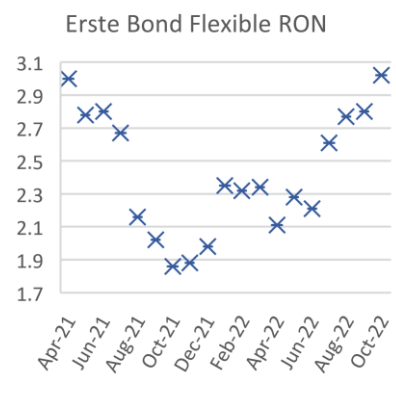
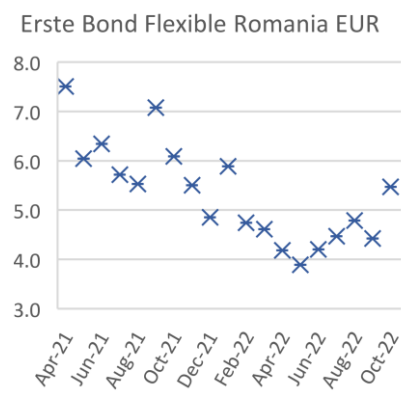
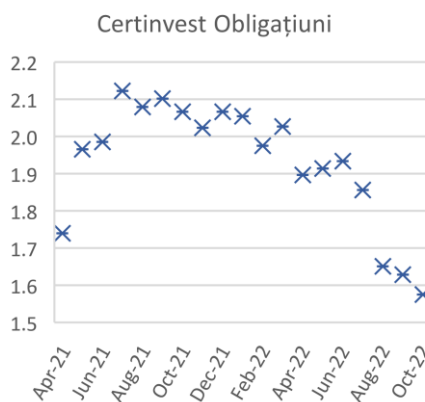
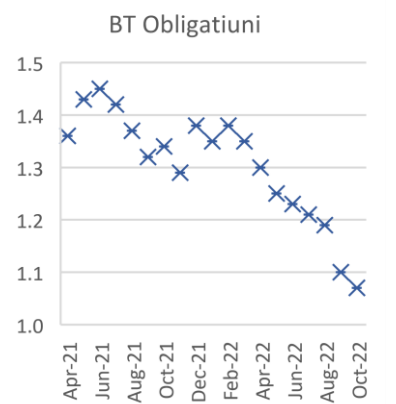
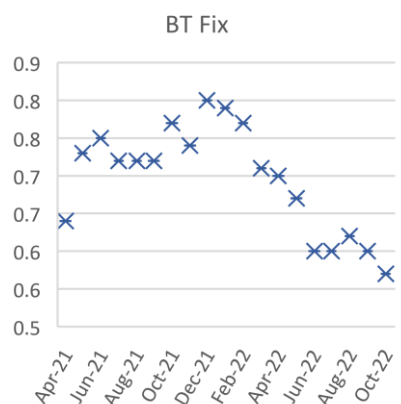
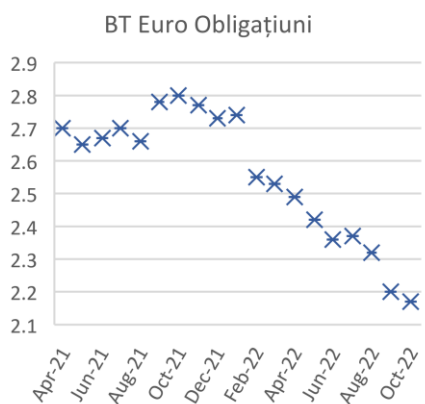
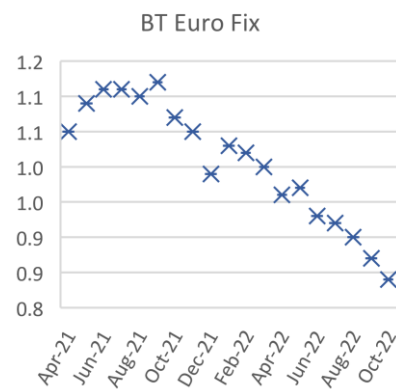
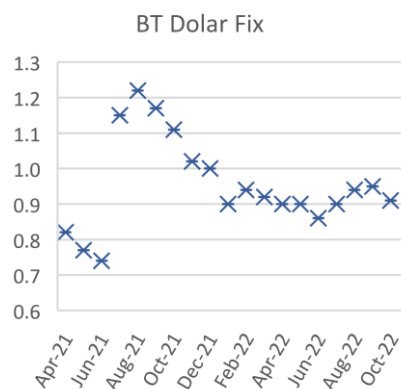
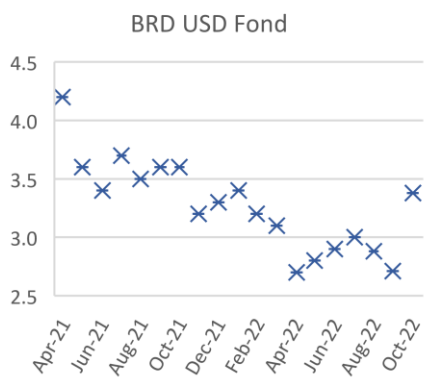
## Durata modificată

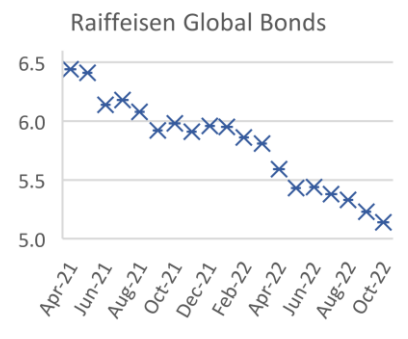
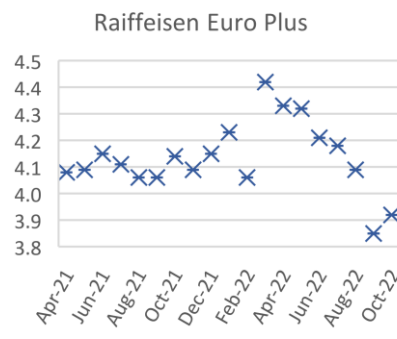
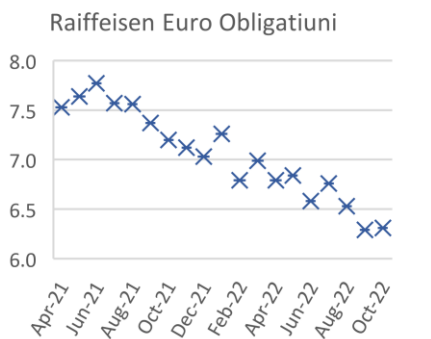
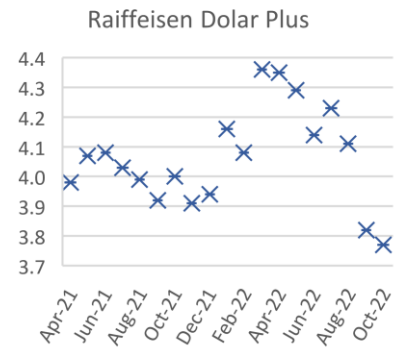
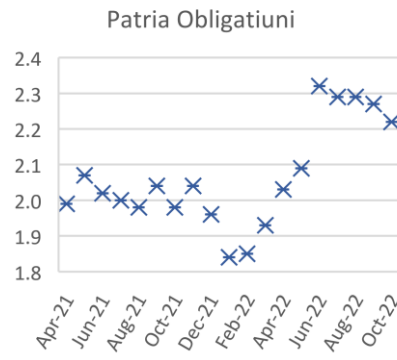
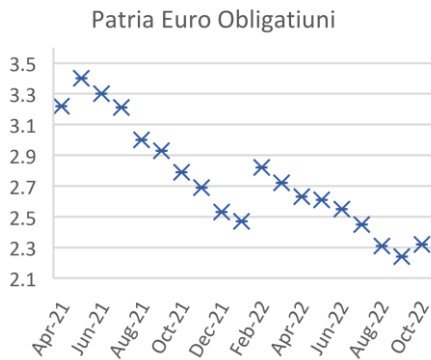
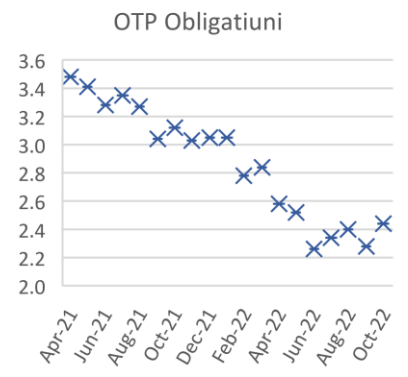
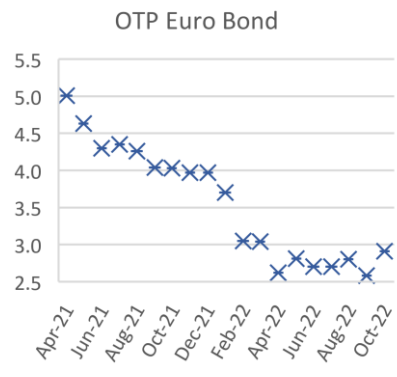
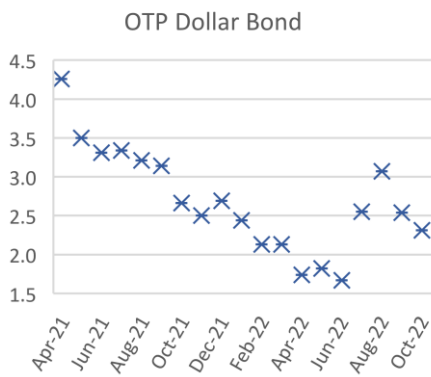
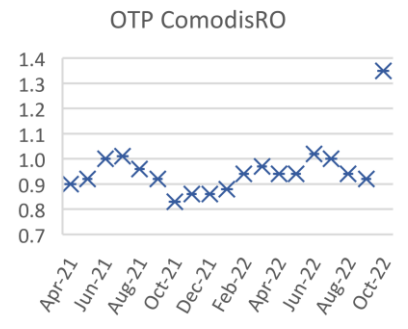
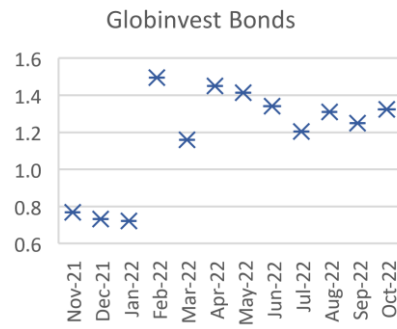
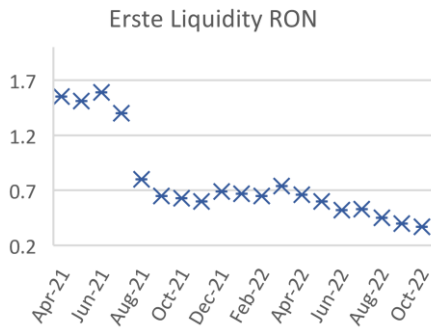
Durata modificată (*Modified duration*) oferă o estimare a modificării procentuale a prețului unei obligațiuni având în vedere o modificare a randamentului până la scadență.

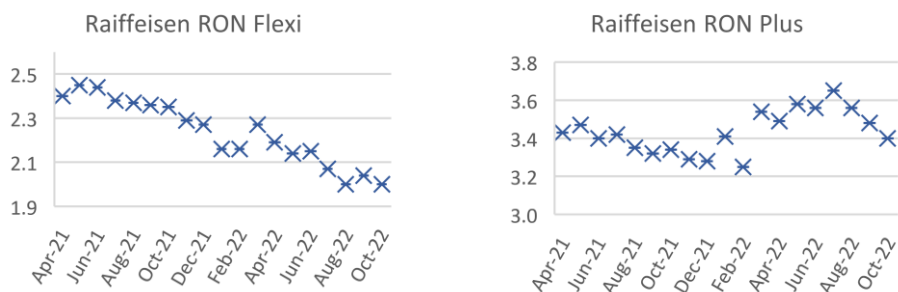
Durata modificată este un indicator important pentru investitori deoarece îi poate ajuta să înțeleagă cum vor reacționa deținerile lor de obligațiuni la modificările ratelor dobânzilor. De exemplu, dacă un investitor deține o obligațiune cu o valoare a duratei modificate de 2, se poate aștepta ca prețul obligațiunii să scadă cu 2%, dacă ratele dobânzilor cresc cu 1%.

Grafic 60 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni



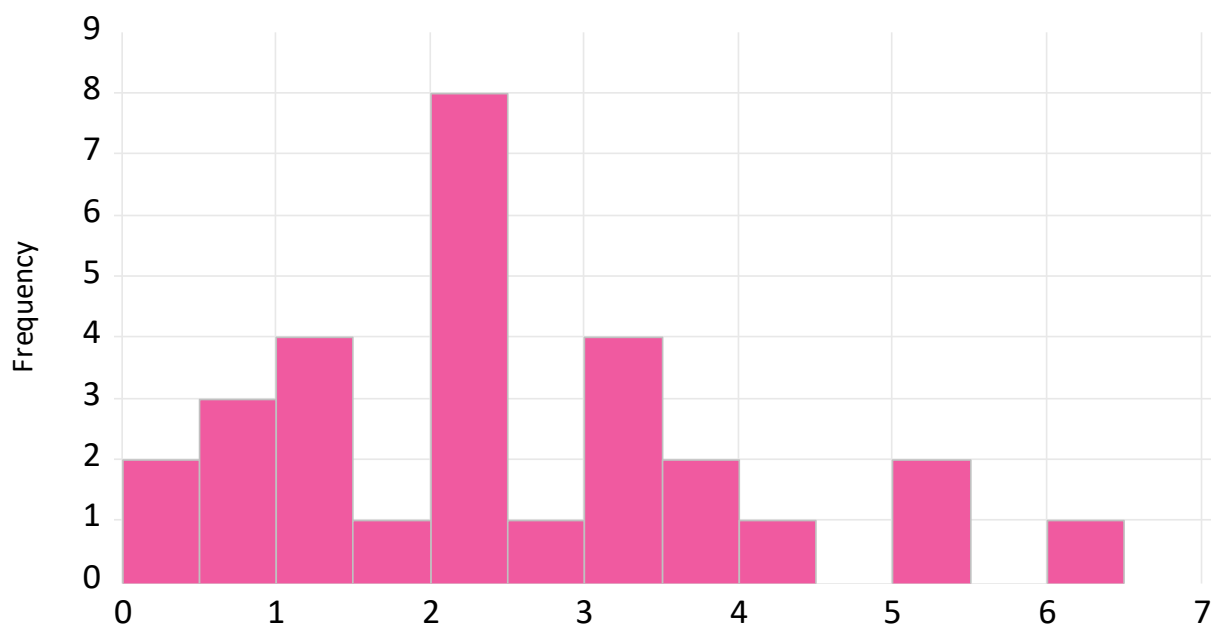






Sursa: Calcule ASF

Grafic 61 Durata modificată (histogramă) pentru fondurile de obligațiuni (octombrie 2022)



Sursa: Calcule ASF

Histograma duratei modificate pentru fondurile de obligațiuni în luna octombrie 2022 arată că doar 4 din cele 29 fonduri de obligațiuni au o durată modificată de peste 4 ani, acestea fiind expuse semnificativ riscului de rată a dobânzii.

## 5. Stabilitatea pieței asigurărilor

Piața asigurărilor din România a înregistrat în primele 9 luni ale anului 2022 o creștere a volumului subscrierilor, în principal ca urmare a majorării valorii primelor brute subscrise pentru clasa A10 (RCA – asigurarea obligatorie de răspundere civilă auto și CMR). Se observă, astfel, că volumul primelor brute subscrise de societățile autorizate și reglementate de ASF (excl. sucursale) pentru segmentul asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto (inclusiv CMR) a crescut cu 1,8 miliarde lei (+49%), de la 3,7 miliarde lei (ianuarie - septembrie 2021) la 5,5 miliarde lei (ianuarie - septembrie 2022). În schimb, pe partea de cheltuieli ale societăților autorizate și reglementate de ASF (fără a lua în calcul plățile efectuate de Fondul de Garantare a Asiguraților pentru societățile aflate în faliment), despăgubirile brute plătite pentru clasa A10 s-au situat la 2,26 miliarde lei în primele 9 luni ale anului 2022. Separat de plățile efectuate de societățile de asigurare autorizate și reglementate de ASF, pe fondul intrării societății City Insurance în faliment, Fondul de Garantare a Asiguraților (FGA) a efectuat plăți în valoare totală de aproximativ 583 milioane lei în anul 2022 creditorilor de asigurări ai societății.

În ceea ce privește **rata cerinței de capital de solvabilitate** (rata SCR), aceasta se situează la un nivel mai scăzut (159%) cu cel de la finalul trimestrului III 2021 (185%). Comparativ cu media europeană (268% în T2 2022 pentru Spațiul Economic European), rata SCR aferentă pieței asigurărilor din România continuă să se afle la un nivel inferior, înregistrând o tendință de scădere în perioada T3 2021 (188%) – T3 2022 (159%). Pe plan european, se observă, în schimb, o ușoară îmbunătățire a poziției de solvabilitate pentru întreaga piață a asigurărilor.

**Riscul de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale se menține la un nivel similar cu cel înregistrat la finalul lunii decembrie 2021.** Dintre cele 19 societăți care derulau activitate de asigurări generale la finalul lunii septembrie 2022, 6 asigurători au înregistrat scăderi ale indicatorului de lichiditate comparativ cu finele anului precedent. Cu toate acestea, deși o societate deținea un indicator foarte apropiat de valoarea 1, ceilalți asigurători depășesc acest nivel, conform raportărilor asigurătorilor către ASF.

**Pentru activitatea de asigurări de viață,** indicatorul de lichiditate s-a situat la o valoare de 3,40 în septembrie 2022, observându-se o deteriorare comparativ cu nivelul înregistrat în decembrie 2021 (3,94). De asemenea, 10 dintre cele 13 societăți care au derulat activitate de asigurări de viață au înregistrat deprecieri în ceea ce privește indicatorul de lichiditate. Cu toate acestea, toate societățile dețin un nivel supraunitar al indicatorului de lichiditate, ceea ce indică un nivel suficient al activelor pentru asigurarea onorării obligațiilor față de asigurați, conform raportărilor asigurătorilor către ASF. O singură societate avea la finalul lunii septembrie 2022 un indicator de lichiditate foarte apropiat de valoarea 1.

### 5.1. Piața asigurărilor în context european

Inflația ridicată înregistrată în anul 2022 a amplificat stresul în întreg sistemul financiar, având efecte asupra societăților de asigurare atât pe partea de active, prin prisma portofoliilor de investiții ale căror prețuri de piață sunt sensibile la inflație, cât și pe partea de pasive, inflația generând costuri mai ridicate ale despăgubirilor.

#### *Risc de lichiditate*

**Asigurătorii din UE utilizează instrumente financiare derivate pentru a acoperi riscul ratei dobânzii care rezultă din scadențele lungi ale pasivelor lor.** În acest scop, ei încheie contracte swap pe rata dobânzii (IRS). Conform *Raportului de Stabilitate Financiară* publicat de EIOPA (decembrie 2021), în cadrul acestor contracte, asigurătorii plătesc predominant rata variabilă și primesc rata fixă. Acest lucru îi expune la plăți în numerar atunci când ratele fără risc cresc. În trimestrul I și trimestrul II 2022, rata fără risc, așa cum este aproximată de rata fără risc EIOPA pe 10 ani (10Y), a crescut cu aproape 200 puncte de bază, ceea ce reprezintă cea mai semnificativă modificare de la introducerea regimului Solvabilitate II. Recentele evoluții ale pieței din Regatul Unit, care au forțat și fondurile de pensii din Marea Britanie să vândă titluri de tezaur britanice (gilts) pe o piață în scădere, ilustrează relevanța subiectului.

Conform *Raportului de Stabilitate Financiară* publicat de EIOPA (decembrie 2022), deși acoperirea riscului de rată a dobânzii îi face pe asigurători mai siguri la nivel individual, există și o serie de riscuri cu care societățile se pot confrunta:

- asigurătorii s-ar putea să nu fie întotdeauna capabili să lichideze investițiile atunci când mulți alți investitori vor fi obligați să facă acest lucru; consecința ar fi o pierdere a acoperirii și o creștere bruscă a cerințelor de capital sau necesitatea restabilirii hedging-ului în condiții mult mai puțin favorabile;
- asigurătorii care sunt utilizatori de instrumente financiare derivate trebuie să vândă atunci când prețul ar scădea, împingând un mecanism de feedback negativ. Acest lucru ar putea amenința stabilitatea financiară la nivelul întregii piețe, întrucât asigurătorii, care sunt de obicei investitori pe termen lung și ar putea acționa ca amortizoare de șocuri prin păstrarea pozițiilor lor sau chiar cumpărarea de obligațiuni, ar contribui, în schimb, la alimentarea presiunii de vânzare.

#### *Creșterea valorii daunelor*

Impactul inflației asupra sectorului de asigurări se reflectă, în principal, în creșterea costului daunelor (inflația daunelor) ca urmare a creșterii prețurilor serviciilor, bunurilor și cheltuielilor suportate de asigurători în vederea onorării obligațiilor.

#### *Subevaluarea rezervelor tehnice*

Tendința actuală de creștere a ratei inflației poate conduce la riscul de subestimare a rezervelor tehnice. Asigurătorii fac estimări privind evoluțiile viitoare ale prețurilor, pe care le înglobează în calculul

rezervelor tehnice pe care trebuie să le constituie în vederea asigurării plăților viitoare ale daunelor. Așadar, un nivel ridicat al inflației, ce se situează peste cel anticipat, poate fi o sursă de risc la adresa asigurătorilor, ca urmare a creșterii valorii daunelor peste nivelul planificat de societate în calculul rezervelor tehnice.

Impactul inflației poate fi, de obicei, luat în considerare mai precis și flexibil atunci când este modelat sau ajustat în mod explicit. Conform EIOPA, *este posibil să existe o lipsă de date istorice pentru scenariile cu inflație ridicată și este posibil ca impactul inflației să nu se reflecte imediat asupra despăgubirilor plătite de societățile de asigurare pentru anumite clase de asigurare.*

Conform EIOPA (*Supervisory Statement on Inflation – decembrie 2022*), pe măsură ce inflația crește, pot fi necesare considerații mai granulare, cum ar fi defalcarea tipurilor de costuri (de exemplu, costul pieselor auto, bunurilor materiale pentru construcții, tranzacții judiciare, costuri medicale etc) sau considerații geografice pentru a asigura constituirea unui nivel adecvat de rezerve tehnice. Nivelul actual al inflației poate avea, de asemenea, un impact indirect asupra celei mai bune estimări (*best estimate*) prin alte ipoteze relevante, cum ar fi acțiunile viitoare de management și comportamentul asiguraților, care pot fi afectate de creșterea costului vieții. De exemplu, costul crescut al vieții poate fi un declanșator pentru răscumpărarea și rezilierea polițelor de asigurare de viață.

#### *Impactul asupra investițiilor*

Inflația poate avea, de asemenea, un impact asupra valorii unor active, în special a celor evaluate folosind metode alternative de evaluare<sup>41</sup>. Tendința actuală a inflației poate duce la un risc de supraestimare a valorii activelor dacă se aplică aceleași metodologii, în special cele care nu iau în considerare inflația în mod explicit.

Conform EIOPA (*Supervisory Statement on Inflation – decembrie 2022*), societățile de asigurare care utilizează metode alternative de evaluare pentru investițiile expuse la inflație ar trebui să evalueze dacă metodele de evaluare și/sau parametrii acestora ar trebui ajustate ținând cont de nivelul actual al inflației pentru a se asigura că activele sunt evaluate la valoarea la care ar putea fi schimbate între părți.

În derularea procesului de supraveghere, atunci când se realizează evaluarea activelor, în urma unei abordări bazate pe risc, autoritățile competente trebuie să monitorizeze evaluarea impactului inflației și orice măsuri luate de către societățile de asigurare și reasigurare.

#### *Impactul asupra cerințelor de capital*

Inflația poate avea, de asemenea, un impact asupra cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și pot fi necesare unele ajustări. Astfel, potrivit EIOPA (*Supervisory Statement on Inflation – decembrie 2022*), societățile care utilizează modele interne pentru a calcula cerința de capital de solvabilitate (SCR) ar trebui să evalueze necesitatea de a ajusta orice parametri legați de inflație ai modelului lor intern pentru a se asigura că acesta oferă în continuare nivelul de protecție cerut de articolul 101 alineatul (3) din Solvabilitate II.

---

<sup>41</sup> conform articolului 10 alin. (5) – (7) din Regulamentul delegat (UE) 2015/35 al Comisiei

Societățile care utilizează formula standard și au un profil de risc expus inflației ar trebui să evalueze în special dacă valoarea calculată a SCR nu se abate semnificativ de la profilul lor de risc.

#### *Diminuarea interesului consumatorilor pentru produsele de asigurare*

Creșterea generalizată a prețurilor conduce la deteriorarea puterii de cumpărare a consumatorilor, ceea ce determină un interes mai scăzut pentru produsele de asigurări de viață și pentru alte produse de economisire pe termen lung, în special pentru cele cu componentă investițională (unit-linked).

Conform Tabloului riscurilor publicat de EIOPA (T2 2022), **riscurile de profitabilitate și solvabilitate** rămân relativ neschimbate, randamentele asigurătorilor scăzând în al doilea trimestru al anului 2022. Creșterea ratelor dobânzilor de la începutul anului 2022 poate fi principalul factor care stă la baza ratelor SCR ridicate ale asigurătorilor.

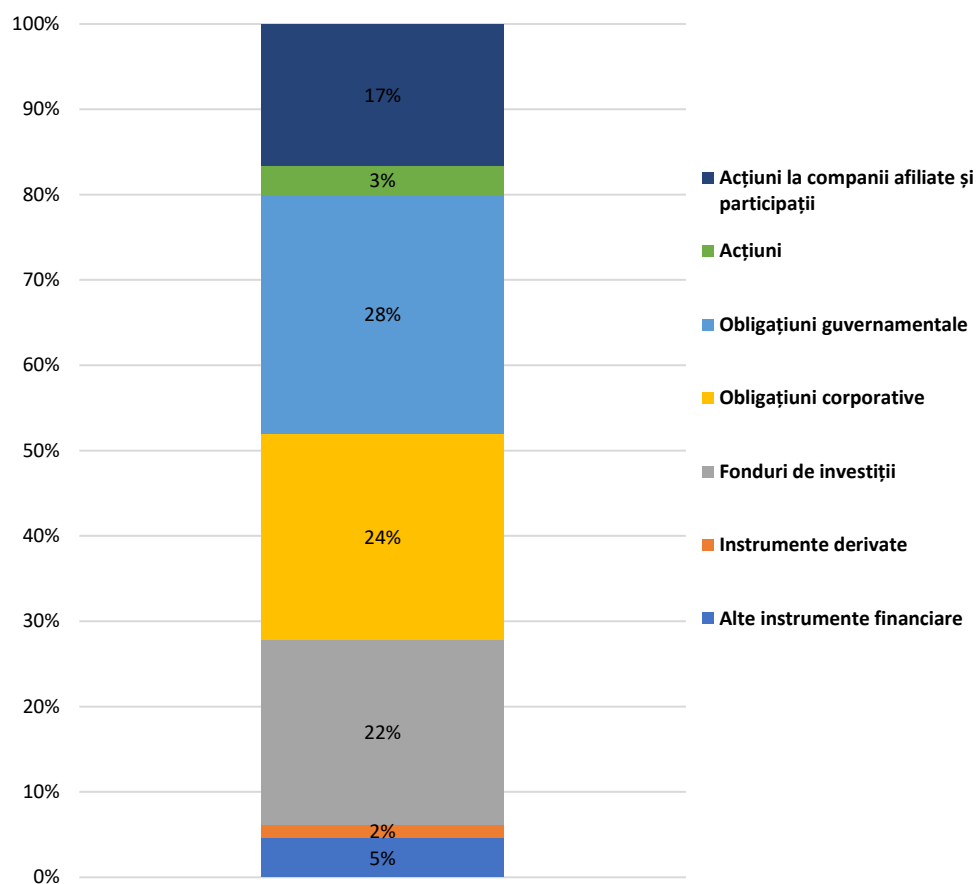
În ceea ce privește **riscurile climatice**, asigurătorii și-au menținut expunerea relativă față de obligațiunile verzi, în timp ce raportul dintre investițiile asigurătorilor în obligațiuni verzi și valoarea totală a obligațiunilor verzi în circulație a scăzut ușor în trimestrul II 2022 față de trimestrul precedent.

Pe plan local, din analiza raportărilor transmise de către societățile de asigurare în ceea ce privește riscul climatic, a rezultat faptul că acestea au inițiat diferite procese de implementare a unei înțelegeri adecvate a riscurilor de sustenabilitate, în funcție de dimensiunea și complexitatea activității. În piața asigurărilor, majoritatea societăților și a intermediarilor nu tratează riscul climatic ca pe un risc separat, ci ca factor care influențează riscurile deja identificate și gestionate (riscul de piață, de credit, de subscriere, de afaceri, riscul operațional, riscul reputațional, riscul de lichiditate, riscul strategic). Cele mai multe societăți de asigurare iau în calcul revizuirea politicilor interne și au inclus deja aspecte de sustenabilitate în planurile de afaceri, precum și riscurile de sustenabilitate în politicile curente de risc. Șase societăți susțin că au implementat politici de guvernare climatică, iar restul au în vedere pe viitor. O singură societate a raportat că urmează să facă analize de impact privind riscurile climatice în cadrul funcției actuariale.

**Riscurile cibernetice și cele referitoare la digitalizare**, astfel cum au fost evaluate de autoritățile de supraveghere, au scăzut ușor. Cu toate acestea, rămân de actualitate problemele de securitate cibernetică și preocupările legate de un conflict geopolitic hibrid.

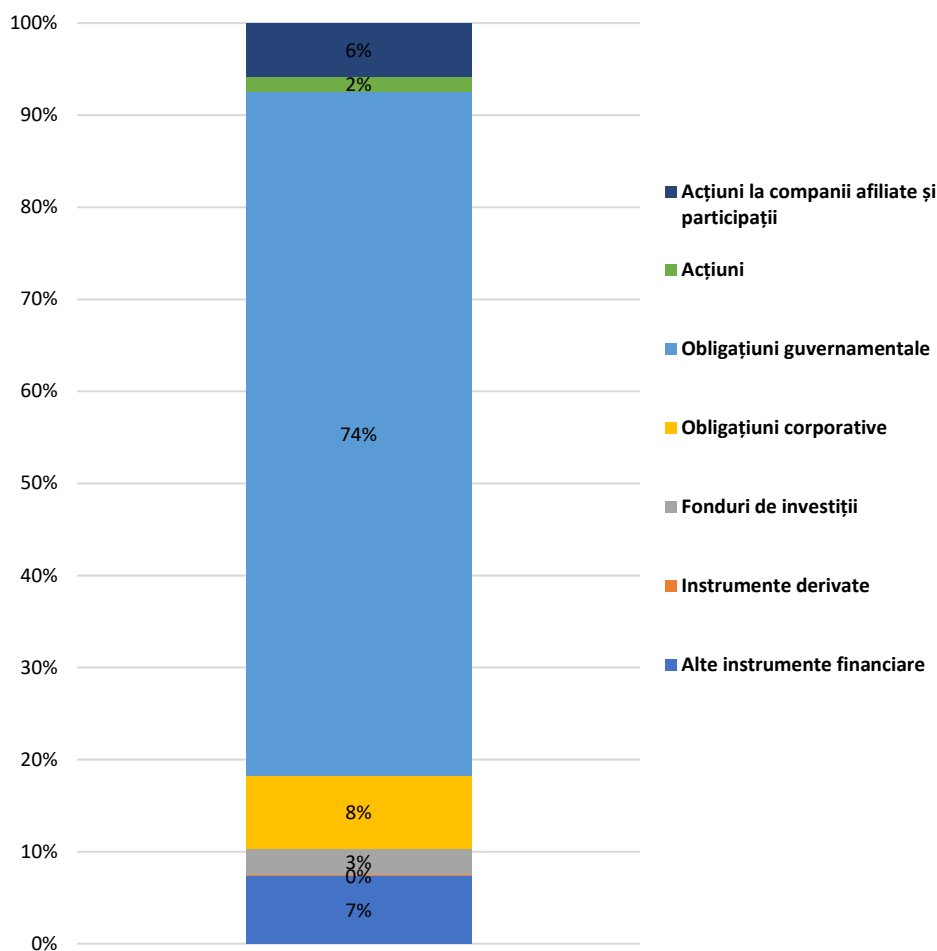
**Din perspectiva structurii investiționale agregate a societăților de asigurare**, se observă că atât la nivel european, cât și la nivel local, ponderea cea mai semnificativă este deținută de obligațiuni. Așadar, în trimestrul II 2022, societățile de asigurare din Europa au orientat circa 54% din plasamente către investițiile în obligațiuni, în timp ce asigurătorii din România dețin o pondere de 82% a investițiilor în obligațiuni.

Grafic 62 Structura investițională agregată a societăților de asigurare din Europa (Trim. II 2022, 30 de țări)



Sursa: EIOPA, calcule ASF

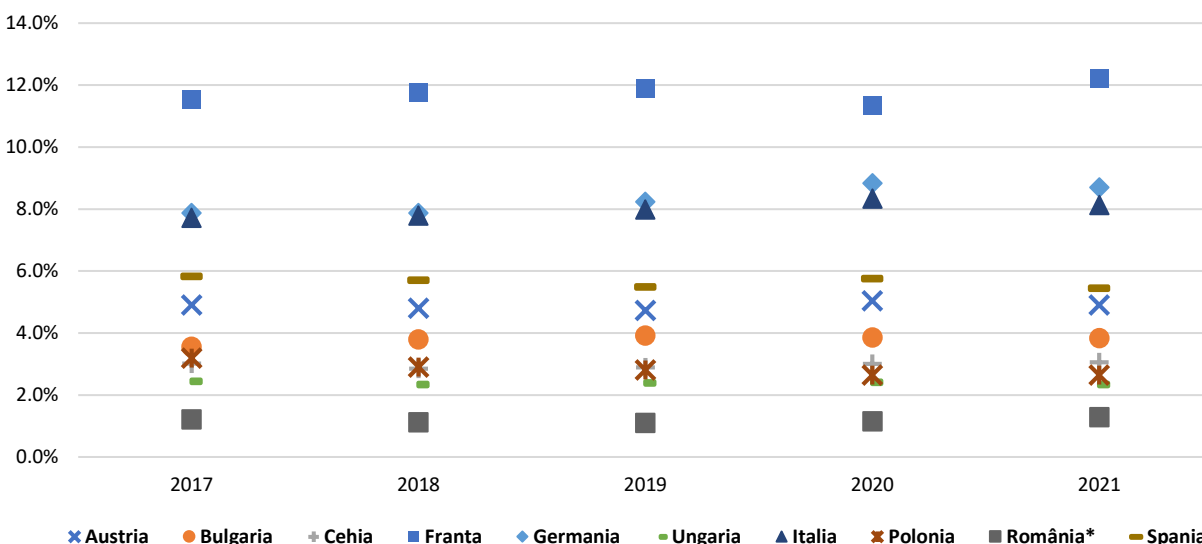
Grafic 63 Structura investițională agregată a societăților de asigurare din România (Trim. II 2022)



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 2021, Franța (12,2%) a înregistrat cea mai mare valoare, fiind urmată de Germania (8,7%), Italia (8,1%) și Spania (5,4%). În cazul României se observă un trend crescător cu privire la gradul de penetrare a asigurărilor în PIB în anul 2021, acesta prezentând o valoare de circa 1,29% comparativ cu nivelul de 1,15% din PIB în 2020. Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB a crescut în România pe fondul creșterii semnificative a volumului de prime brute subscrise.

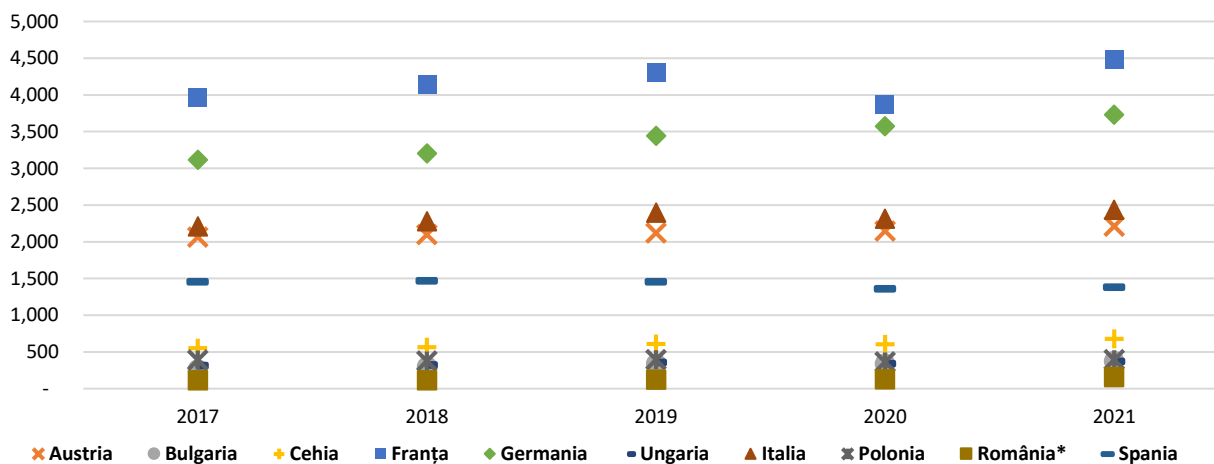
Grafic 64 Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB



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

Densitatea asigurărilor este un indicator care arată cât cheltuiește, în medie, locuitorul unei țări pentru produse de asigurare. În anul 2021, Franța a ocupat prima poziție și în ceea ce privește acest indicator (4.478 euro/locuitor), fiind urmată de Germania (3.733 euro/locuitor), Italia (2.436 euro/locuitor) și Austria (2.213 euro/locuitor). În cazul României, în anul 2021, densitatea asigurărilor se afla la o valoare de 161 euro/locuitor, în creștere cu circa 24% comparativ cu anul anterior.

Grafic 65 Densitatea asigurărilor (EUR)

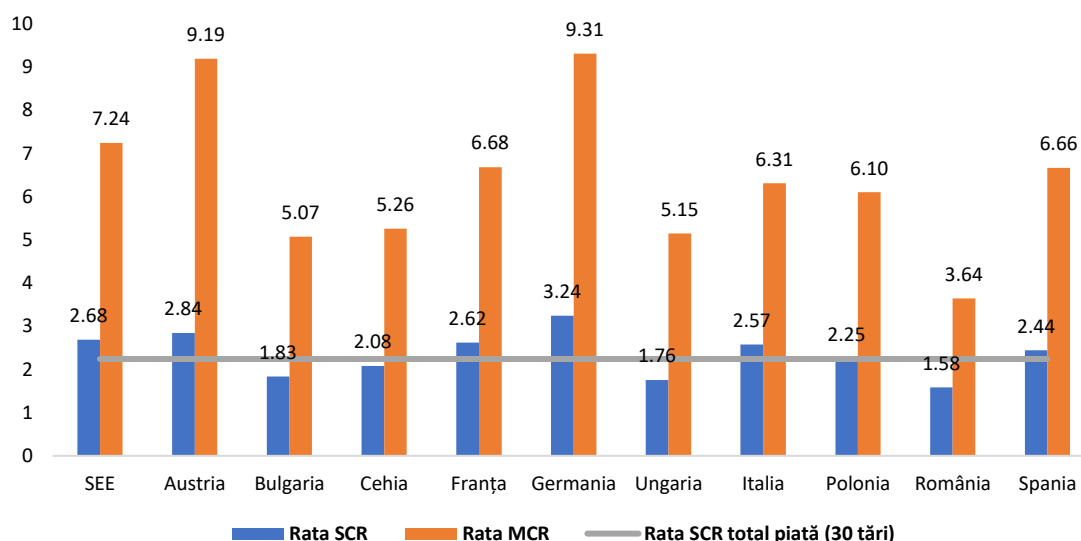


Sursa: EIOPA, Eurostat, INS, \*date ASF, calcule ASF

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 pe plan local comparativ cu celelalte state analizate ale UE. În trimestrul II al anului 2022, ponderea segmentului de asigurări de viață s-a situat la 17% în totalul subscrierilor, pe când ponderea segmentului de asigurări generale a atins nivelul de 83% în totalul subscrierilor.

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 la un nivel de 224%. Rata SCR la nivelul SEE s-a situat la un nivel de 268%, în creștere față de trimestrele anterioare, ceea ce arată consolidarea solvabilității pieței asigurărilor din SEE. În România, rata SCR se situează sub nivelul SEE (158%: T2 2022, respectiv 159% în T3 2022).

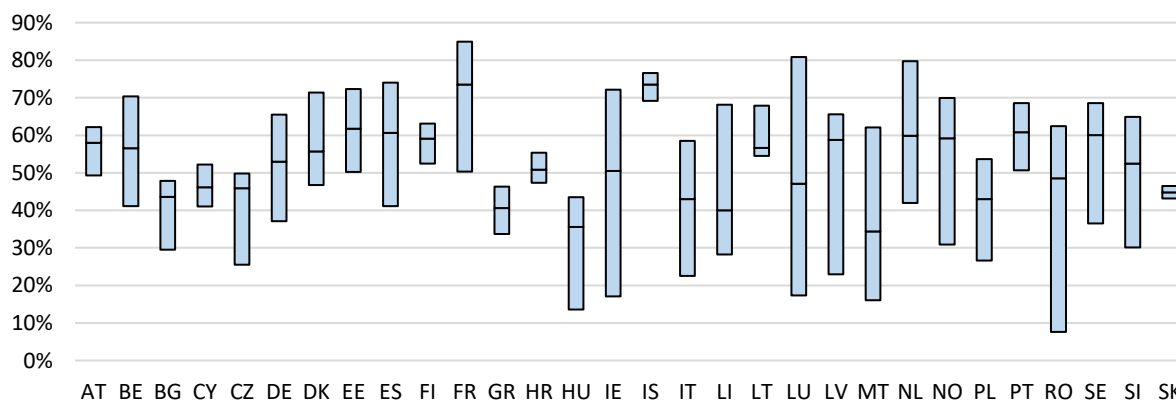
*Grafic 66 Ratele cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței minime de capital (MCR) (Trim. II 2022)*



Sursa: EIOPA

Conform raportului *European Insurance Overview – 2022* publicat de EIOPA (septembrie 2022), **cea mai mare valoare mediană a ratei daunei**, calculată ca raportul dintre daunele plătite și primele câștigate, aferentă activității de asigurări generale, a fost înregistrată în **Franța și Islanda (74%)**, în timp ce **mediana ratei daunei în Malta** s-a situat la cea mai scăzută valoare (**34%**). **România a înregistrat o valoare mediană a ratei daunei de 48,5%.**

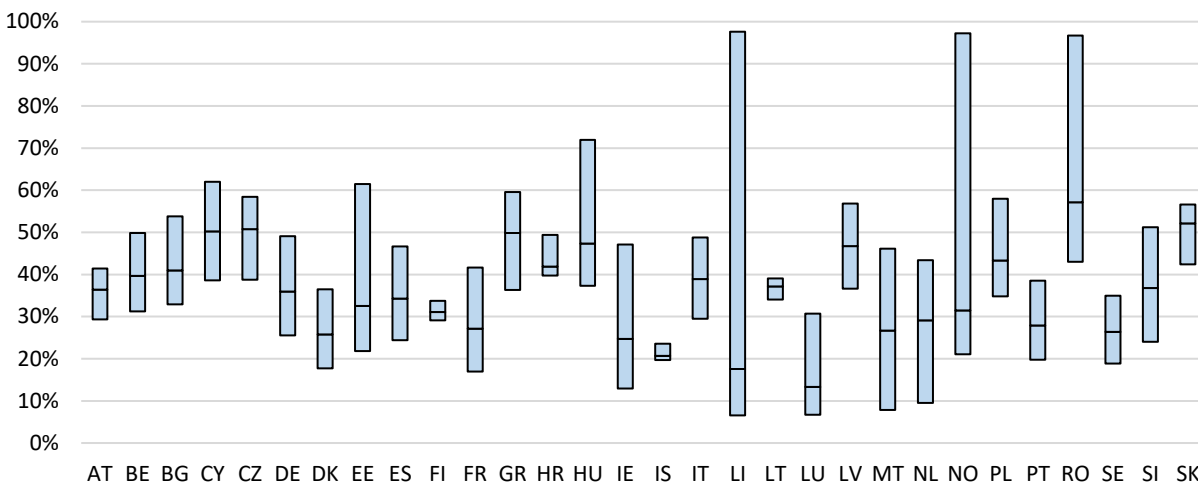
*Grafic 67 Rata daunei pe țări*



Sursa: EIOPA, rata daunei este definită ca raportul dintre daunele plătite și primele câștigate, graficul prezintă intervalul intercuartilic și valoarea mediană

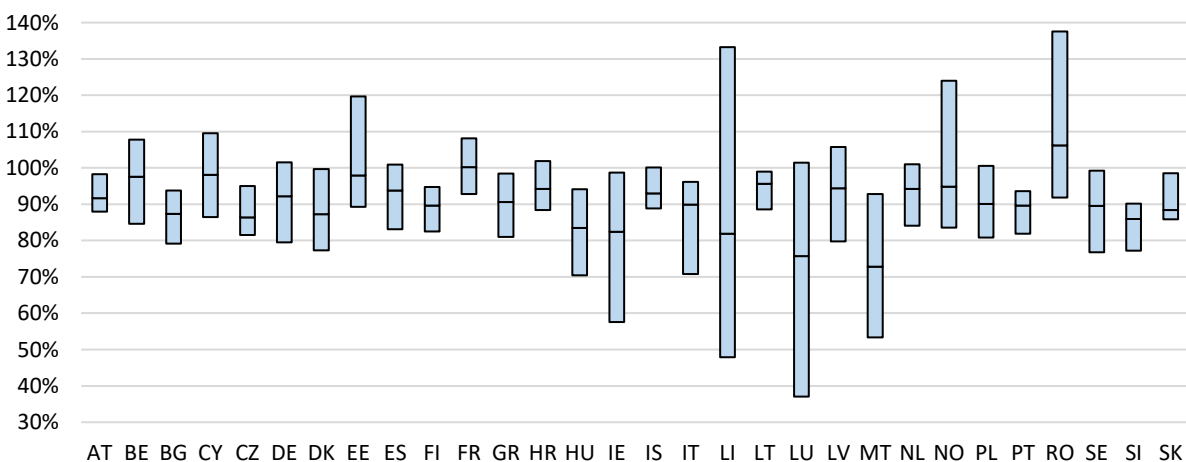
În schimb, în ceea ce privește rata cheltuielilor, **România a înregistrat cea mai mare valoare mediană (57%)** în anul 2021 comparativ cu țările analizate, urmată de Slovacia (SK: 52%) și Cehia (CZ: 51%). La polul opus, se situa **Luxemburg (LU)** cu o mediană a ratei cheltuielilor de doar 13%.

*Grafic 68 Rata cheltuielilor pe țări*



Sursa: EIOPA, rata cheltuielilor reprezintă raportul dintre cheltuieli și primele câștigate, graficul prezintă intervalul intercuartilic și valoarea mediană

*Grafic 69 Rata combinată a daunei pe țări*



Sursa: EIOPA, rata combinată este definită ca suma daunelor și cheltuielilor împărțită la primele câștigate, graficul prezintă intervalul intercuartilic și valoarea mediană

**România (106%) și Franța (100%)** au înregistrat cele mai mari valori mediane ale ratei combinate a daunei, fiind și singurele țări care au înregistrat valori supraunitare ale mediane acestui indicator, conform raportului *European Insurance Overview, 2021* (EIOPA, septembrie 2022). **Cele mai mici valori mediane ale ratei combinate a daunei** au fost înregistrate în **Malta (73%) și Luxemburg (76%)**.

## 5.2. Entități relevante sistemic

Valoarea cumulată a activelor companiilor de asigurare<sup>42</sup> la 30 septembrie 2022 pentru toată piața de asigurări era de aproximativ 1,9% din PIB, în scădere față de perioadele anterioare, ca urmare a dinamicii superioare a produsului intern brut (calculat ca suma ultimelor 4 trimestre) comparativ cu ritmul de creștere a activelor totale aferente asigurătorilor autorizați și reglementați de ASF.

### Dimensiunea societăților de asigurare

Dimensiunea activității de asigurare din România a fost evaluată prin prisma a doi indicatori:

- primele brute subscrise;
- activele.

Din datele disponibile observăm că primele 10 societăți de asigurări însumează 92,3% (semestrul I 2022) din totalul primelor brute subscrise, în creștere cu peste 4 puncte procentuale față de perioada similară din anul precedent (88,2%).

*Tabel 8 Clasamentul primelor 10 societăți de asigurare în funcție de cota de piață și ponderea activelor totale în PIB*

Societate	PBS (mil. lei)	Cotă piață	Active totale (mil. lei)	% AT în PIB
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	1.557	17.8%	3.285	0,25%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	1.554	17.7%	3.577	0,28%
EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	1.529	17.5%	2.798	0,22%
OMNIASIG VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	1.060	12.1%	2.396	0,19%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	634	7.2%	1.888	0,15%
NN ASIGURARI DE VIATA SA	483	5.5%	3.987	0,31%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	407	4.6%	1.357	0,11%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	346	4.0%	1.645	0,13%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	320	3.7%	852	0,07%
UNIQA ASIGURARI S.A.	191	2.2%	734	0,06%
<b>Total 1 – 10</b>	<b>8.080</b>	<b>92.3%</b>	<b>22.519</b>	<b>1,75%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>8.758</b>	<b>100.0%</b>	<b>25.310</b>	<b>1,96%</b>

Sursa: ASF

La 30 septembrie 2022, piața asigurărilor din România rămâne caracterizată de un grad mediu spre ridicat de concentrare. În primele 9 luni ale anului 2022, aproximativ 92% din volumul total de prime brute subscrise a fost realizat de 10 societăți de asigurare din cele 26 de societăți autorizate și reglementate de ASF, care desfășurau activitate de asigurare/reasigurare la 30 septembrie 2022.

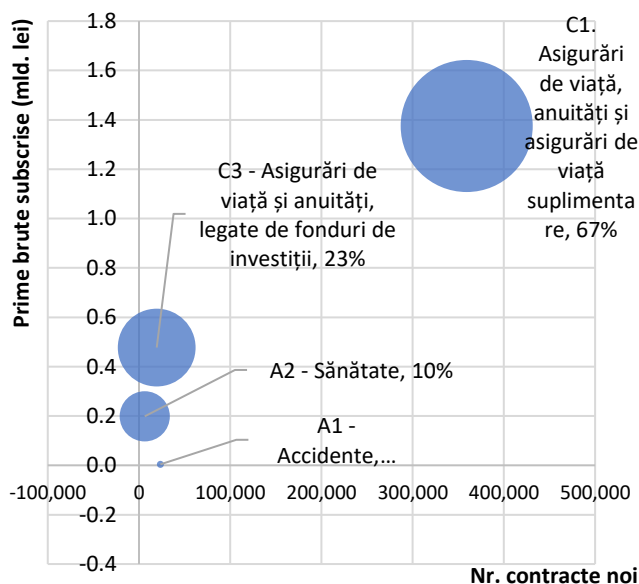
**Din perspectiva dimensiunii** (indiferent de modalitatea de măsurare - prime brute subscrise sau active totale), **nicio societate de asigurare nu depășește 1% din PIB**, deci nu ar exista argumente pentru a fi considerată sistemică potrivit acestui criteriu.

<sup>42</sup> Inclusiv German Romanian Assurance S.A.

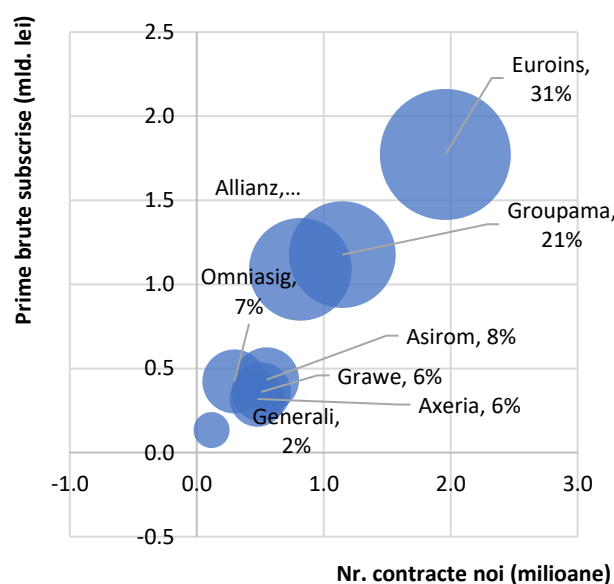
Din perspectiva analizei gradului de substituire pe piața asigurărilor din România, ASF a identificat 3 segmente, din punctul de vedere al gradului ridicat de concentrare și volumului semnificativ de prime brute subscrise pentru aceste segmente, dar și a existenței unui număr relativ redus de asigurători autorizați de ASF pentru a desfășura aceste activități:

- piața asigurărilor de viață;
- piața RCA;
- piața asigurărilor de garanții.

Grafic 70 Dimensiunile pieței asigurărilor de viață în funcție de clasele de asigurare la 30 septembrie 2022



Grafic 71 Dimensiunile pieței asigurărilor de răspundere civilă auto (RCA) la 30 septembrie 2022

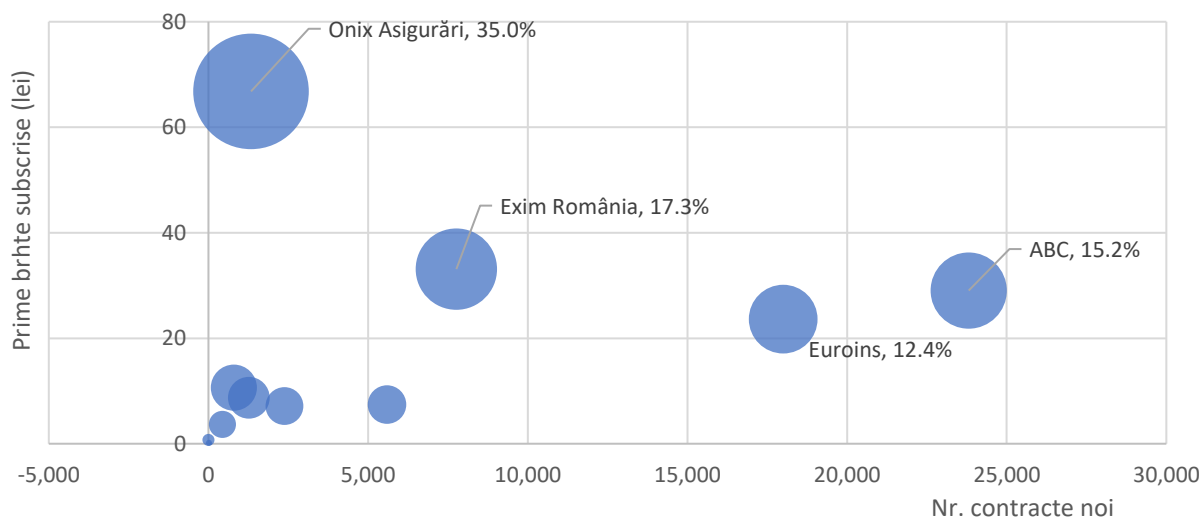


Sursa: ASF

În mod particular, analiza caracteristicilor **pieței RCA** și a indicatorilor companiilor prezente pe această piață evidențiază **poziția semnificativă pe piață și relevanța ridicată, cel puțin din perspectivă sectorială, a societății Euroins România.**

În ceea ce privește piața asigurărilor de garanții, societatea Onix Asigurări deține o pondere de circa 35% din primele brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF, însă subscrie preponderent pe teritoriul altor state. La 30 septembrie 2022, 12 societăți de asigurare desfășurau activități pe piața asigurărilor de garanții.

Grafic 72 Dimensiunile pieței asigurărilor de garanții (clasa A15) la 30 septembrie 2022



Sursa: ASF

### 5.3. Solvabilitatea pieței asigurărilor

#### Nr. asigurători autorizați și supravegheați de ASF

La 30 septembrie 2022 activau pe piața asigurărilor **26 de societăți de asigurare**, autorizate și reglementate de ASF, dintre care 13 au practicat numai activitate de asigurări generale („AG”), 7 au practicat numai activitate de asigurări de viață („AV”) și 6 au practicat activitate compozită.

În primele 9 luni ale anului 2022, societățile de asigurare autorizate și reglementate de ASF au subscris **prime brute în valoare de aproximativ 12,1 miliarde lei**, în creștere cu circa 23% față de valoarea înregistrată în perioada similară a anului anterior. Pe de altă parte, societățile de asigurare au plătit **despăgubiri brute (inclusiv răscumpărări și maturități) în valoare totală de circa 5,5 miliarde lei** în primele 9 luni ale anului 2022, fără a include plățile efectuate de Fondul de Garantare a Asiguraților pentru societățile aflate în faliment, **reprezentând aproximativ 46% din volumul total al primelor brute subscrise pe parcursul perioadei de referință.**

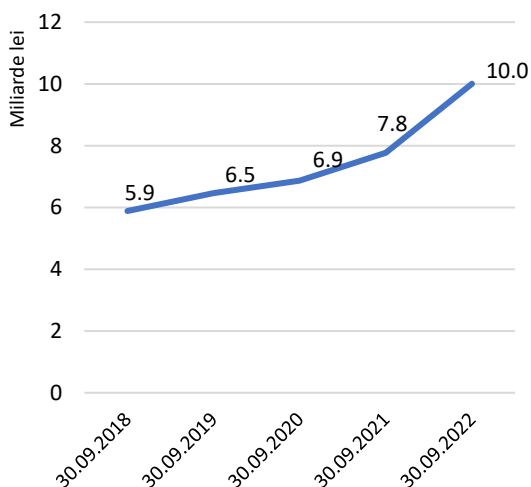
Conform Fondului de Garantare a Asiguraților (FGA), în cursul anului 2022, FGA a avizat un număr de 68.791 cereri de plată în cadrul Comisiei Speciale, pentru toate societățile de asigurare aflate în faliment. **Valoarea totală a plăților efectuate în 2022 a fost de 665,6 milioane lei.** Din totalul cererilor analizate în 2022, **60.686 de cereri sunt aferente creditorilor de asigurări ai Societății de Asigurare-Reasigurare City Insurance SA, cu o valoare achitată de 583,2 milioane lei.**

## Prime brute subscrise – asigurări generale

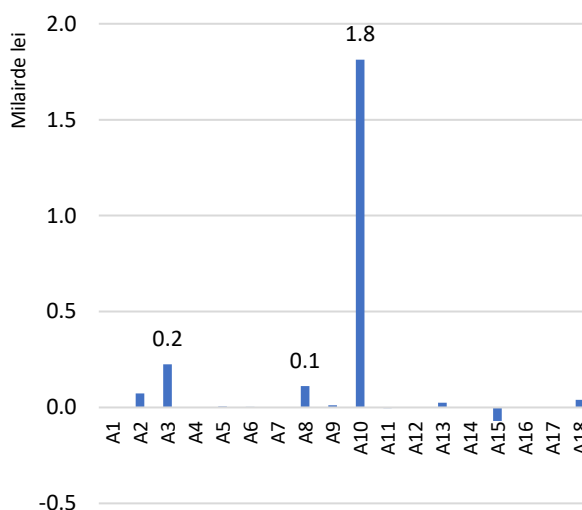
Primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale s-au situat la un volum de 10 miliarde lei în primele 9 luni ale anului 2022, ceea ce indică un avans semnificativ, de 1,8 miliarde lei (+29%), comparativ cu valoarea subscrierilor înregistrate în perioada similară a anului anterior.

O analiză mai detaliată pe clase de asigurare arată că **această dinamică a fost influențată în principal de creșterea semnificativă a primelor brute subscrise pentru clasa A10** (RCA și CMR), ținând cont de cele mai recente evoluții de pe piața asigurărilor din România. Se observă, astfel, că volumul primelor brute subscrise pentru segmentul asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto (inclusiv CMR) a crescut cu 1,8 miliarde lei, de la 3,7 miliarde lei la 5,5 miliarde lei, **ceea ce reflectă creșterea prețurilor polițelor RCA practicate de societățile de asigurare.**

*Grafic 73 Valoarea primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale (mld. lei)*



*Grafic 74 Modificări ale volumului de prime brute subscrise în primele 9 luni ale anului 2022 comparativ cu perioada similară din 2021 pe clase de asigurări generale (mld. lei)*



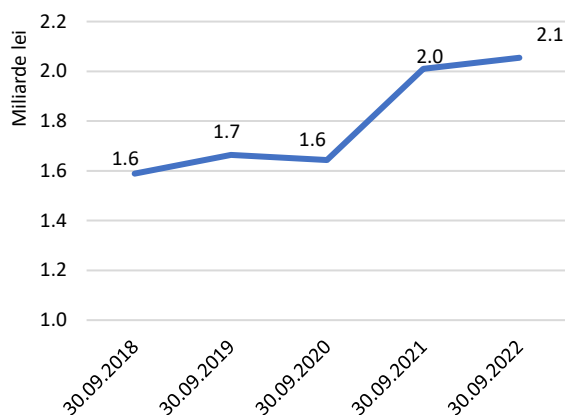
Sursa: ASF

## Prime brute subscrise – asigurări de viață

**Segmentul asigurărilor de viață a înregistrat o dinamică pozitivă în primele 9 luni ale anului 2022 comparativ cu perioadele similare analizate.**

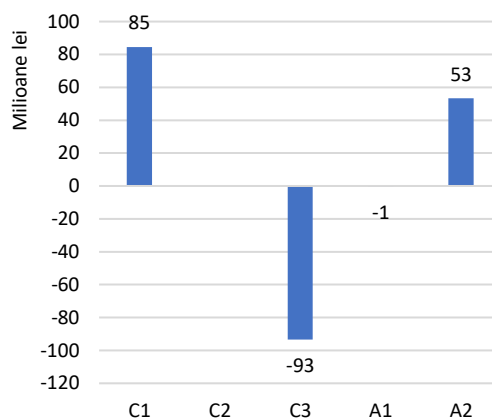
Primele brute subscrise la nivelul întregii piețe de asigurări de viață s-au situat la o valoare de circa 2,1 miliarde lei în primele 9 luni ale anului 2022, creșterea (+2% față de primele 9 luni ale anului 2021) fiind susținută în principal de avansul înregistrat de volumul subscrierilor pentru asigurările de viață tradiționale (clasa C1, în creștere cu 85 milioane lei față de perioada similară din anul 2021). Primele brute subscrise pentru asigurările de viață cu componentă investițională (clasa C3) au scăzut cu aproximativ 93 milioane lei comparativ cu primele 9 luni din anul 2021.

Grafic 75 Valoarea primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață (mld. lei)



Sursa: ASF

Grafic 76 Modificări ale volumului de prime brute subscrise în primele 9 luni ale anului 2022 comparativ cu perioada similară din 2021 pe clase de asigurări de viață (mil. lei)

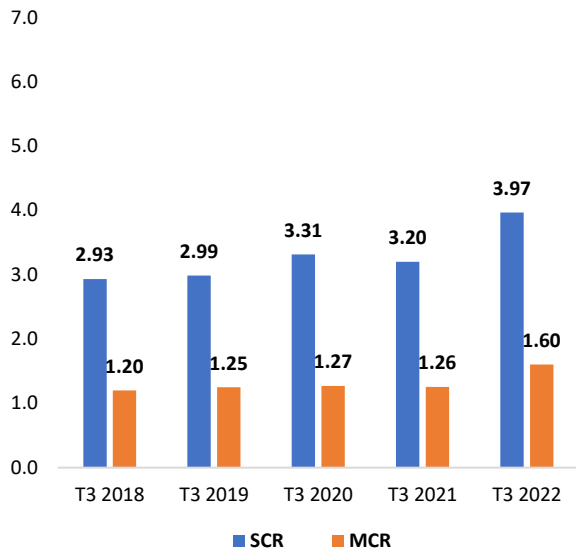


### Fonduri proprii eligibile să acopere cerințele de capital

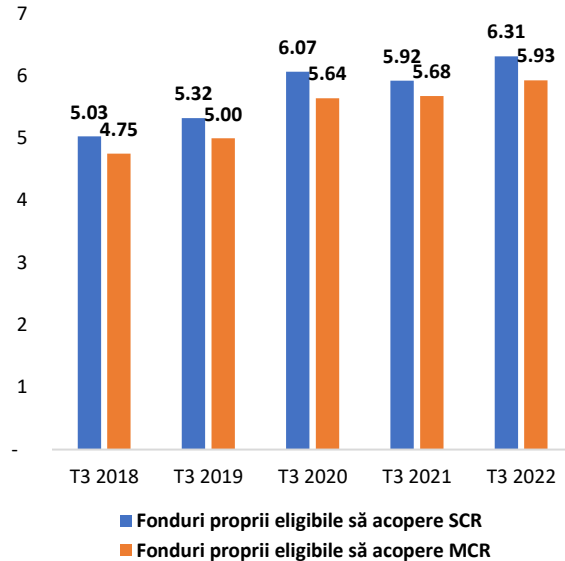
**Excedentul activelor față de obligații și nivelul fondurilor proprii** arată valoarea capitalului pe care societățile de asigurare îl au la dispoziție pentru acoperirea cerințelor de capital, existența unui nivel suficient al fondurilor proprii fiind un indicator al stabilității financiare a societăților de asigurare.

La finalul trimestrului III 2022, excedentul activelor față de obligații la nivelul întregii piețe a asigurărilor se situa la circa 6 miliarde lei, în creștere cu 3% comparativ cu 30 septembrie 2021. De asemenea, se observă că în trimestrul III 2022 s-a înregistrat cel mai mare nivel al capitalizării din perioada analizată (T3 2018 – T3 2022).

Grafic 77 Evoluția cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței de capital minim (MCR) (mld. lei)



Grafic 78 Valoarea fondurilor proprii eligibile care acoperă cerințele de capital (mld. Lei)

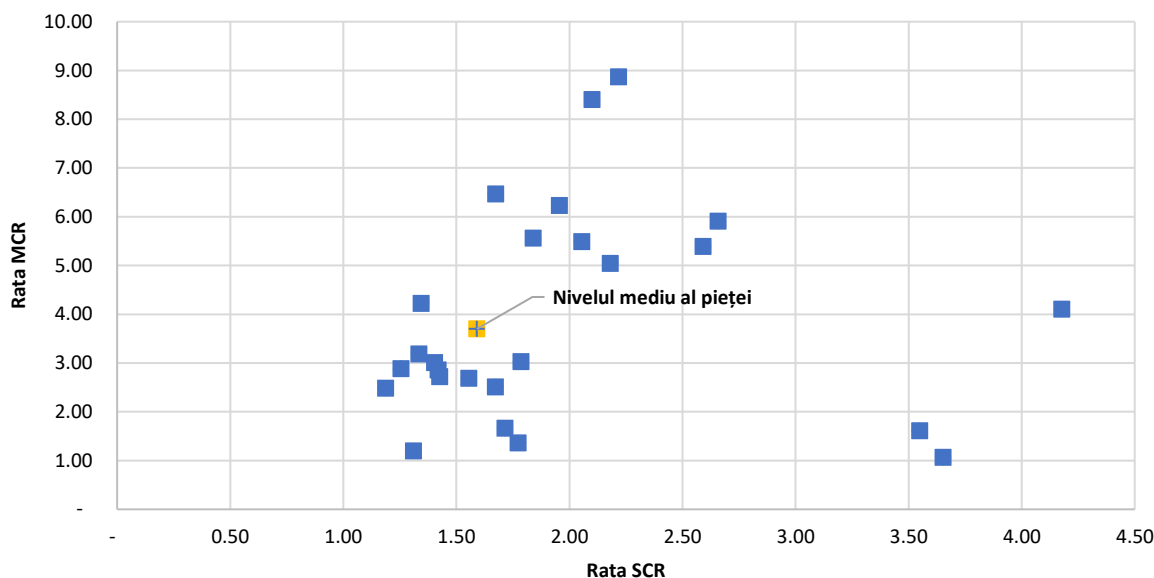


Sursa: ASF

O analiză comparativă între situația de la sfârșitul lunii septembrie a anului 2022 și cea existentă la finalul aceleași perioade a anului 2021 indică o creștere a cerinței de capital de solvabilitate (SCR) cu aproximativ 24%, respectiv o creștere de circa 28% în cazul cerinței de capital minim (MCR).

În ceea ce privește **valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerințele de capital**, acestea se situează la niveluri superioare comparativ cu celelalte perioade analizate. Astfel, fondurile proprii eligibile să acopere cerința de capital de solvabilitate (SCR) au crescut cu 7%, de la 5,9 miliarde lei (trimestrul III 2021) la circa 6,3 miliarde lei (trimestrul III 2022).

Grafic 79 Ratele de acoperire a cerințelor de capital (rata SCR și rata MCR) pe societăți de asigurare (Trimestrul III 2022)



Sursa: ASF

## Rezerve tehnice

Constituirea rezervelor tehnice de către societățile de asigurare reprezintă unul dintre cele mai importante mecanisme ce stau la baza funcționării eficiente a pieței asigurărilor, având scopul de a garanta onorarea obligațiilor acestora față de asigurați, în cazul în care au loc evenimentele asigurate. Astfel, constituirea unui nivel suficient al rezervelor tehnice, de natură să susțină plata tuturor obligațiilor față de asigurați, reprezintă un pilon important al managementului riscului aferent societăților de asigurare, contribuind la asigurarea stabilității financiare a companiilor.

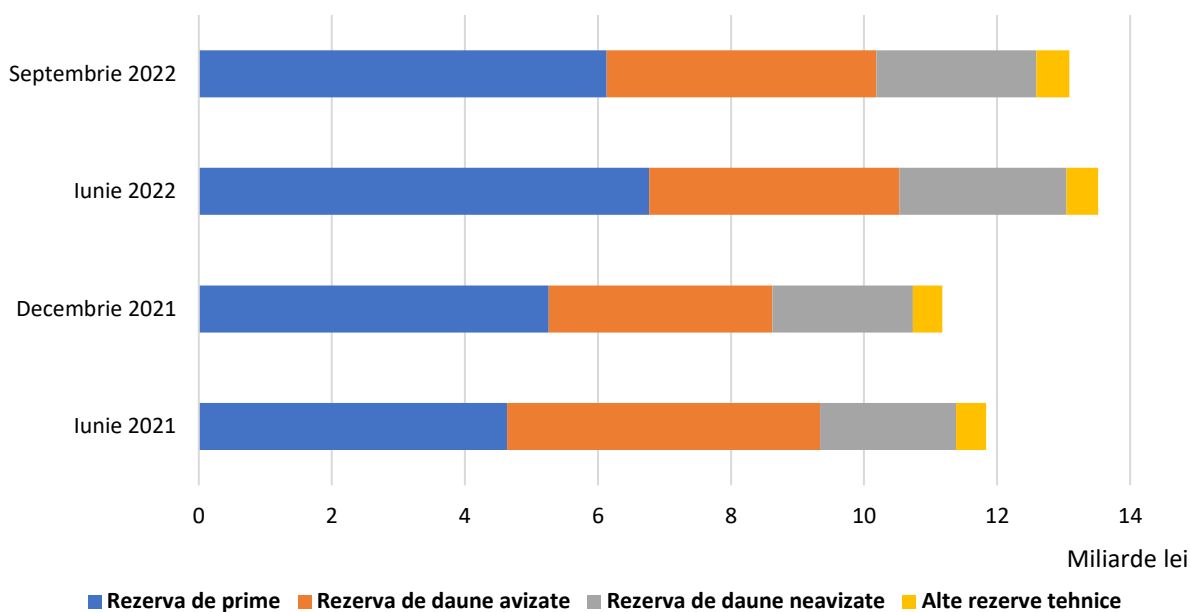
La finalul trimestrului III 2022, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare totală de circa 22,1 miliarde lei, în creștere cu circa 1,5 miliarde lei (+7,4%) față de finalul anului 2021 (20,5 miliarde lei), repartizate pe cele două categorii de asigurare, după cum urmează:

- rezervele tehnice brute constituite pentru asigurările generale au înregistrat un volum de aproximativ 13,1 miliarde lei, reprezentând 59% din totalul rezervelor tehnice;
- pentru asigurări de viață, societățile au constituit rezerve în valoare de 9 miliarde lei, nivel aferent unei ponderi de 41% din totalul rezervelor tehnice.

## Rezerve tehnice constituite pentru asigurări generale

Pentru activitatea de asigurări generale, la data de 30 septembrie 2022, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare de 13,1 miliarde lei, în creștere cu 1,9 miliarde lei (+17%) comparativ cu finalul anului 2021.

Grafic 80 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF

Tabel 9 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurărilor generale la 30.09.2022

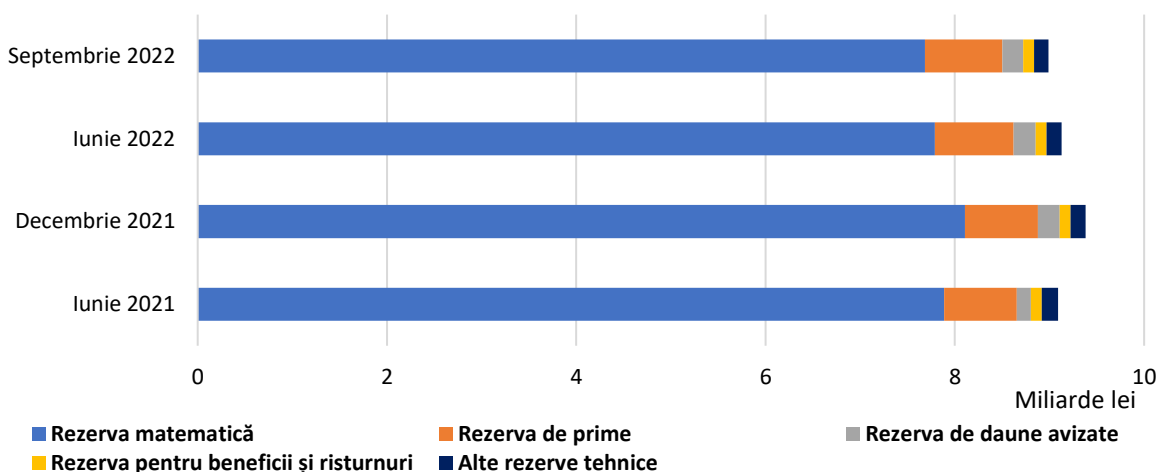
	30.09.2022	Pondere în total	A10	A3	A8	Pondere clase semnificative
	Mil. lei	(%)	Mil. lei	Mil. lei	Mil. lei	(%)
Rezerva de prime	6.129	46,8%	3.175	1.509	722	88,2%
Rezerva de daune avizate	4.057	31,0%	2.245	797	404	85,0%
Rezerva de daune neavizate	2.405	18,4%	2.071	117	67	93,8%
Alte rezerve tehnice	495	3,8%	9	110	264	77,4%
<b>Total rezerve</b>	<b>13.086</b>	<b>100%</b>	<b>7.501</b>	<b>2.533</b>	<b>1.458</b>	<b>87,8%</b>

Sursa: ASF

## Rezerve tehnice constituite pentru asigurări de viață

Pentru activitatea de asigurări de viață, la data de 30 septembrie 2022, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare de circa 9 miliarde lei.

Grafic 81 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

Tabel 10 Structura rezervelor tehnice brute pentru categoria asigurărilor de viață la data de 30.09.2022

	30.09.2022 (mil. lei)	Pondere în total (%)
Rezerva de prime	819	9,1%
Rezerva matematică	7.683	85,5%
Rezerva de beneficii și risturnuri	115	1,3%
Alte rezerve tehnice	374	4,2%
<b>Total rezerve tehnice aferente asigurărilor de viață</b>	<b>8.990</b>	<b>100,0%</b>

Sursa: ASF

## Reasigurare

### Asigurări generale

Pentru o parte importantă de produse de asigurări generale (ex. asigurările de catastrofă, asigurările de răspundere civilă), ca parte a strategiei proprii de management 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.

La finalul lunii iunie 2022, aproximativ 34,5% din primele brute subscrise au fost cedate în reasigurare, nivelul fiind în scădere comparativ cu aceeași perioadă a anului 2021.

Tabel 11 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei S1 2016 - S1 2022 pentru AG

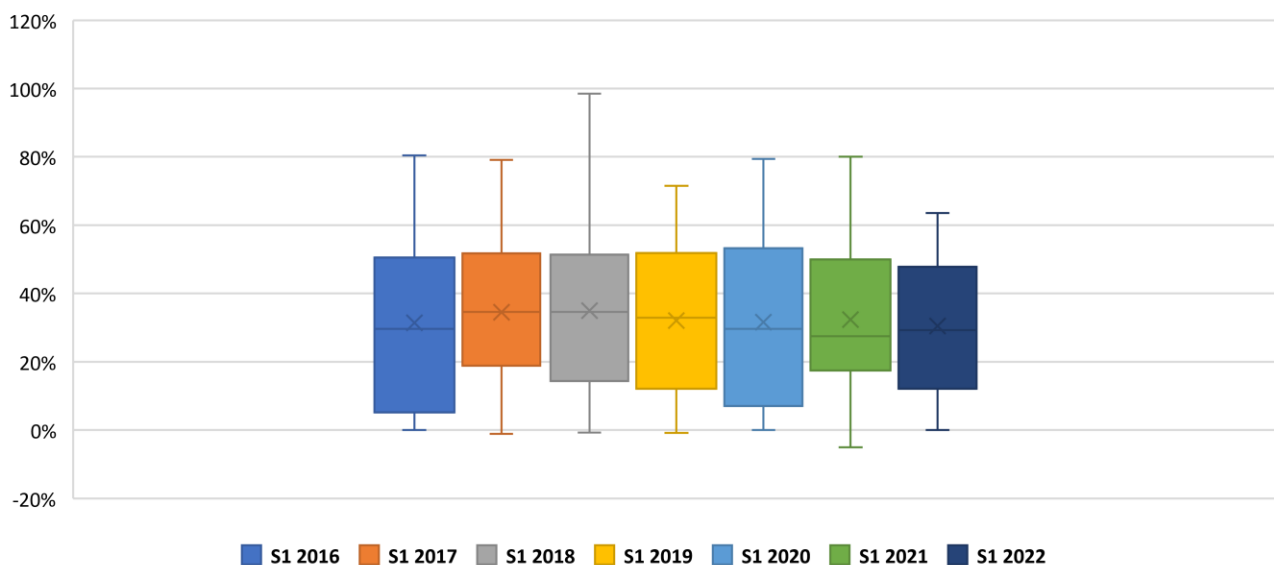
Perioada	PBS (lei)	Prime nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere (%)	Gradul de cedare în reasigurare (%)
<b>S1 2016</b>	3,881,504,594	2,648,488,098	68.2%	31.8%
<b>S1 2017</b>	3,972,468,843	2,438,845,472	61.4%	38.6%
<b>S1 2018</b>	3,969,664,621	2,514,401,879	63.3%	36.7%
<b>S1 2019</b>	4,313,973,719	2,689,109,186	62.3%	37.7%
<b>S1 2020</b>	4,548,799,278	2,731,534,219	60.0%	40.0%

<b>S1 2021</b>	5,052,001,010	3,016,677,824	59.7%	40.3%
<b>S1 2022</b>	7,274,408,649	4,768,370,619	65.5%	34.5%

Sursa: ASF

La finalul lunii septembrie 2022, aproximativ 34% din primele brute subscrise erau aferente contractelor de reasigurare, nivelul fiind în scădere comparativ cu aceeași perioadă a anului 2021 (36,9%).

*Grafic 82 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada S1 2016 – S1 2022 pentru activitatea de asigurări generale*



Sursa: ASF

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

Indicator al dimensiunii programelor de reasigurare derulate de societăți și, implicit, al transferului riscurilor, gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări generale a variat între 0% (valoarea minimă înregistrată în cazul unei societăți) și 64% (valoarea maximă) în semestrul I 2022. Din perspectiva indicatorilor statistici ce arată tendința centrală a seriei, se observă că în perioada 2016 – 2022, media și mediana gradului de cedare în reasigurare nu au variat semnificativ, menținându-se la valori relativ similare pe tot parcursul intervalului menționat. Astfel, media a variat între 31% și 35%, în timp ce mediana a luat valori între 27% și 35%.

### Asigurări de viață

În mod tradițional, există diferențe importante în ceea ce privește politica de reasigurare între activitățile de asigurări de viață și cele de asigurări generale. În cazul asigurărilor de viață, în general societățile de asigurare 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.

*Tabel 12 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei S1 2016 - S1 2022 pentru AV*

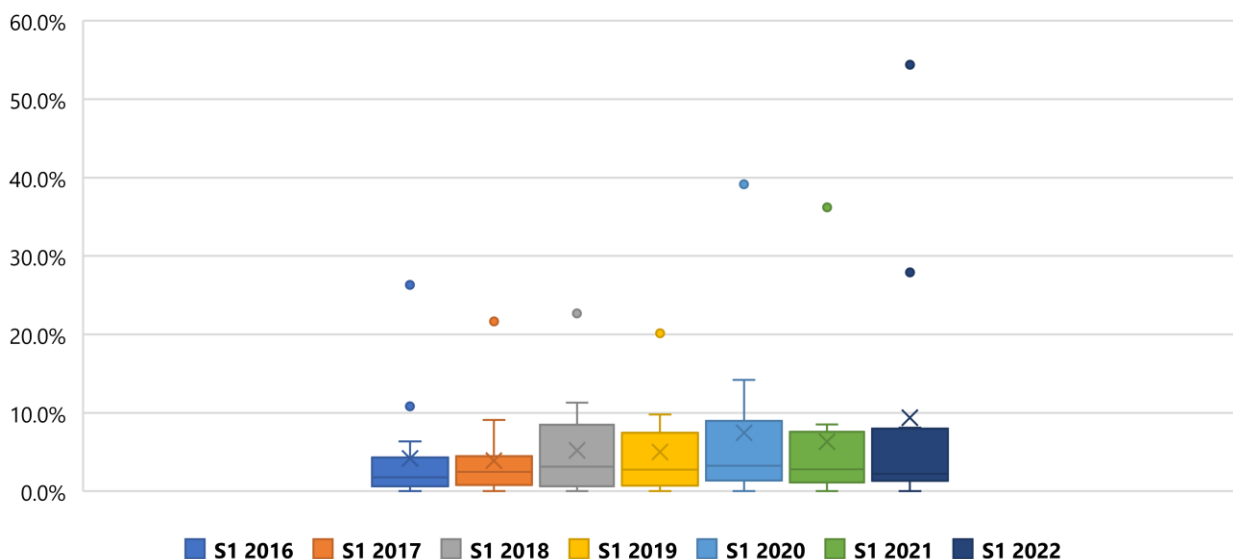
Perioada	Prime brute subscrise (lei)	Prime nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare
<b>S1 2016</b>	784,920,172	753,582,222	96,0%	4,0%
<b>S1 2017</b>	1,071,185,386	1,026,519,499	95,8%	4,2%
<b>S1 2018</b>	1.074.855.170	1.063.225.582	98,9%	1,1%
<b>S1 2019</b>	1,124,790,989	1,052,918,739	93,6%	6,4%
<b>S1 2020</b>	1,077,379,258	990,576,101	91,9%	8,1%
<b>S1 2021</b>	1,339,735,088	1,246,152,882	93,0%	7,0%
<b>S1 2022</b>	1,483,546,749	1,302,377,569	87,8%	12,2%

*Sursa: ASF*

La finalul lunii iunie 2022, aproximativ 12% din primele brute subscrise erau aferente contractelor de reasigurare, nivelul fiind în creștere comparativ cu aceeași perioadă a anului 2021 (7%). Situația la finalul lunii septembrie 2022 se menține relativ similară, cu un grad de cedare în reasigurare ce se situează la 11,7%.

Gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări de viață a variat între 0% (pentru o societate care nu a transferat riscurile prin reasigurare) și 54% (valoarea maximă înregistrată) în semestrul I 2022.

*Grafic 83 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada S1 2016 – S1 2022 pentru activitatea de asigurări de viață*



*Sursa: ASF*

Gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări de viață a variat între 0% (pentru o societate care nu a transferat riscurile prin reasigurare) și 61% (valoarea maximă înregistrată) în primele 9 luni ale anului 2022.

#### 5.4. Lichiditatea pieței asigurărilor

Indicatorul de lichiditate este o măsură a capacității societăților de asigurare de a își onora obligațiile pe termen scurt față de asigurați, prin deținerea unor active de calitate ridicată, ce au o piață lichidă și transparentă și care permit mobilizarea eficientă și în timp util a resurselor financiare pentru plata daunelor asiguraților.

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

La 30 septembrie 2022, indicatorul de lichiditate pentru fiecare dintre categoriile de asigurări, precum și elementele care contribuie la formarea acestuia au înregistrat următoarele valori:

*Tabel 13 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 30 septembrie 2022*

	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
<b>AG</b>	6.778	33	633	1.246	652	4.056	2,30
<b>AV</b>	3.962	49	1.385	174	163	1.687	3,40

*Sursa: ASF*

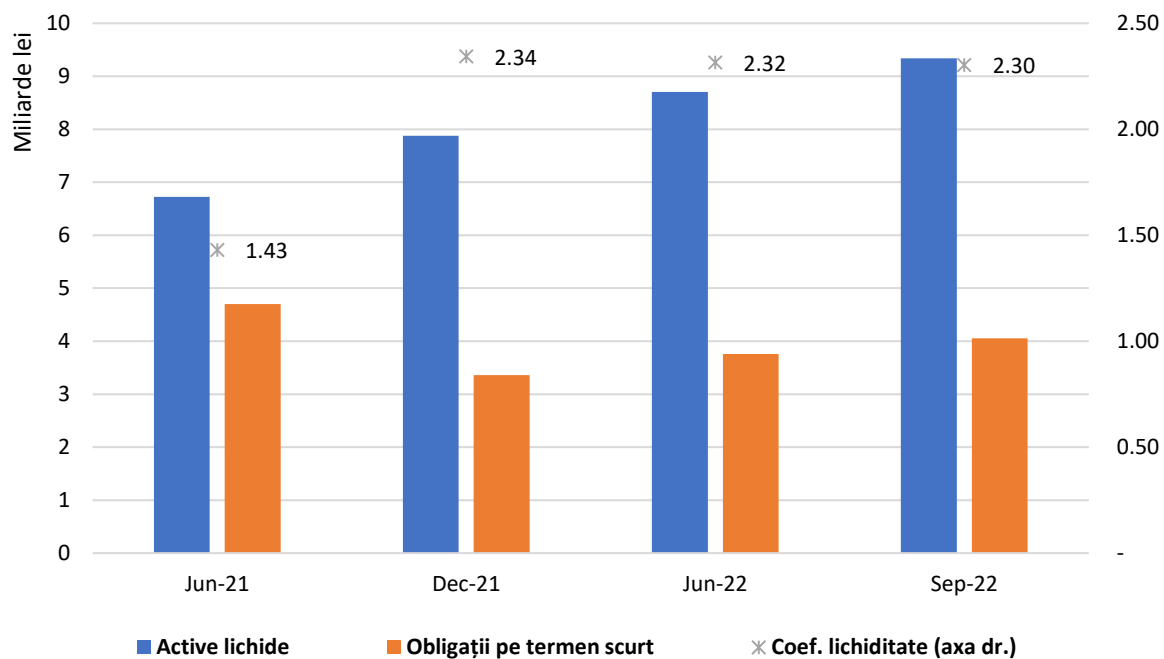
#### Asigurări generale

La nivelul pieței asigurărilor, **se observă menținerea la un nivel similar al indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale (2,3) în luna septembrie 2022 comparativ cu iunie 2022 (2,32), respectiv decembrie 2021 (2,34).** Indicatorul de lichiditate se află la valori mai ridicate comparativ cu situația înregistrată la finalul lunii iunie 2021.

**Valoarea activelor lichide** s-a situat la un nivel de 9,3 miliarde lei, în creștere cu 7% față de iunie 2022, respectiv cu 19% față de situația înregistrată la finalul anului 2021.

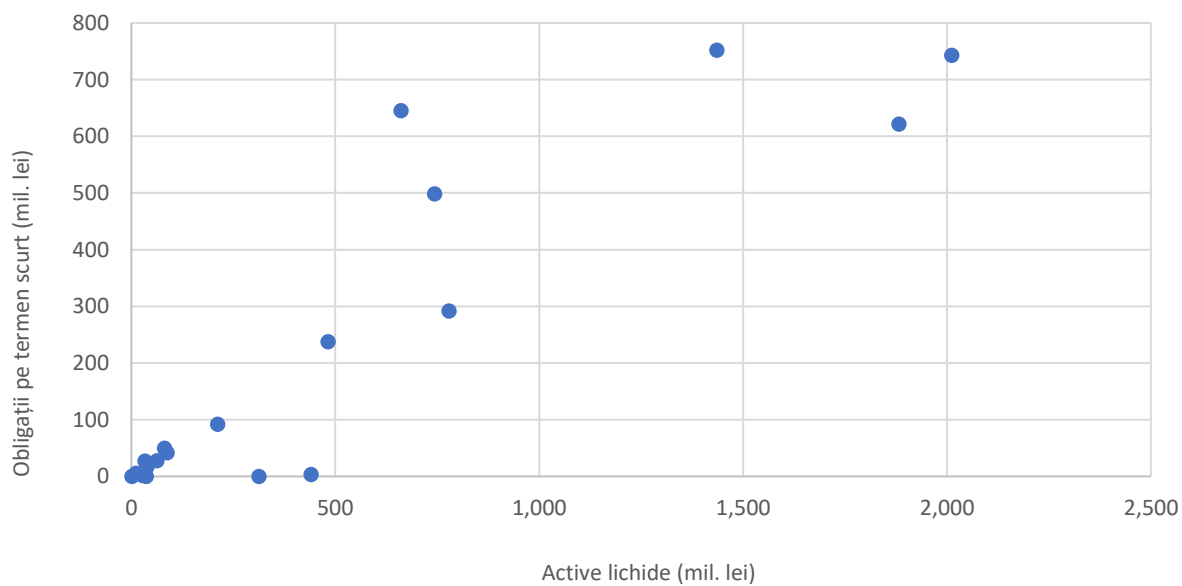
Pe de altă parte, **obligațiile pe termen scurt ale asigurătorilor**, reprezentate de rezerva brută de daună avizată, au crescut cu 8%, de la 3,8 miliarde lei (iunie 2022) la 4,05 miliarde lei (septembrie 2022). Față de decembrie 2021, obligațiile pe termen scurt au crescut cu 21%, de la 3,4 miliarde lei.

*Grafic 84 Evoluția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale*



Sursa: ASF

Grafic 85 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări generale - septembrie 2022



Sursa: ASF

Scatter plot showing the number of COVID-19 cases per 100,000 people for four countries (Japan, South Korea, Italy, Spain) across four time points (Jun-21, Dec-21, Jun-22, Sep-22). The y-axis ranges from 0.00 to 30.00. A blue horizontal line is drawn at y=0.00. Data points are colored by country: Japan (blue), South Korea (orange), Italy (grey), and Spain (yellow).

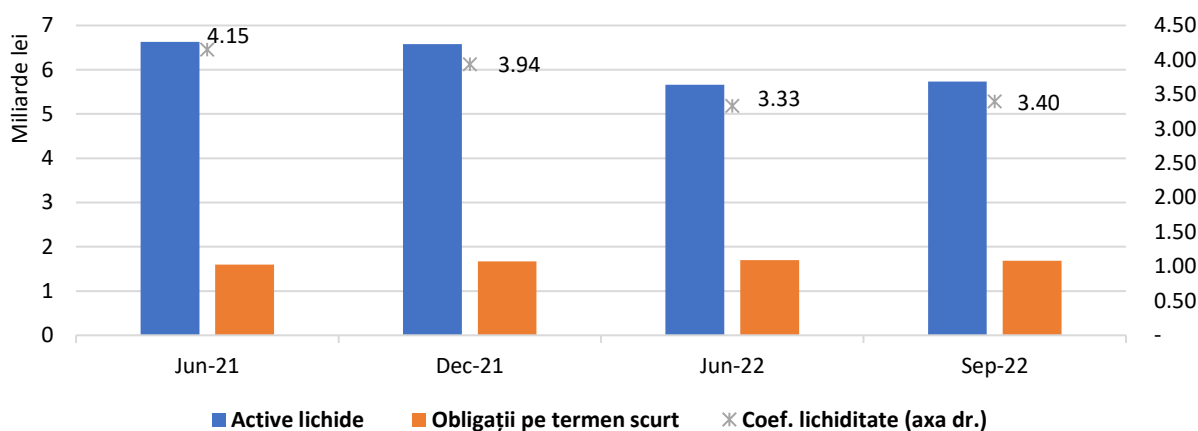
Country	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Sep-22
Japan	4.0	0.0	0.0	0.0
South Korea	3.0	24.0	0.0	0.0
Italy	0.0	0.0	25.0	0.0
Spain	2.0	17.0	19.0	2.0

*Sursa: ASF*

În ceea ce privește indicatorul de lichiditate aferent pieței de asigurări de viață, se constată o reducere a acestuia, de la un nivel de 3,94 (decembrie 2021) la 3,40 (septembrie 2022). De asemenea, comparativ cu iunie 2021 scăderea a fost una semnificativă, întrucât indicatorul se situa la o valoare de 4,15.

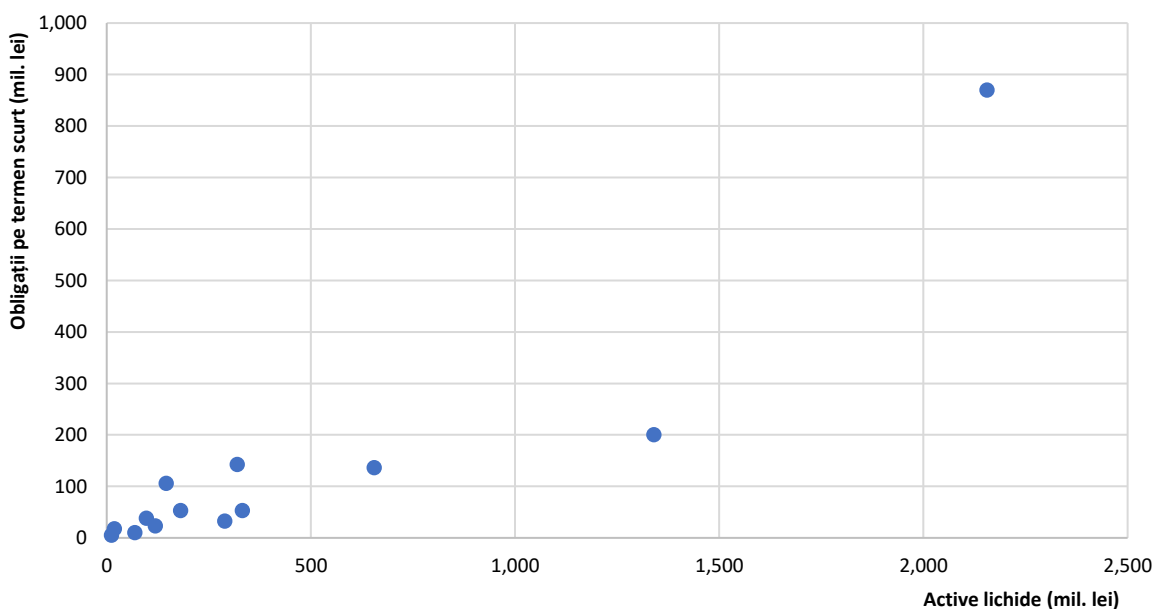
113

Grafic 87 Evoluția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

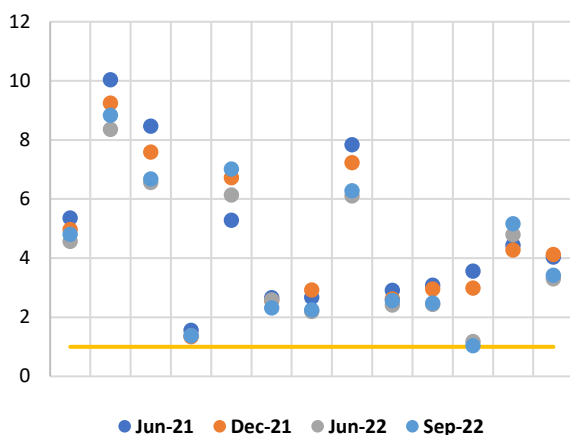
Grafic 88 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări de viață – septembrie 2022



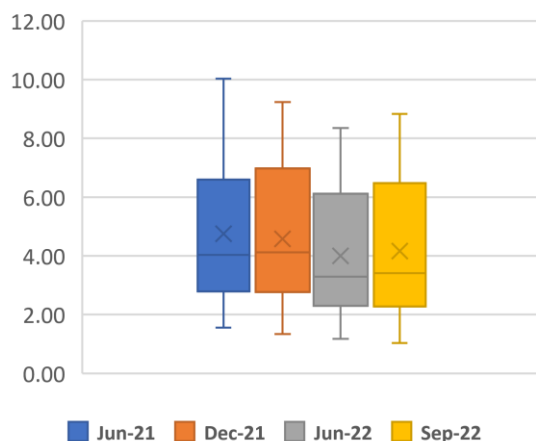
Sursa: ASF

Dintre cele 13 societăți care au derulat activitate de asigurare de viață, 10 societăți au înregistrat deprecieri în ceea ce privește indicatorul de lichiditate în septembrie 2022 comparativ cu decembrie 2021. Cu toate acestea, toate societățile dețin un nivel supraunitar al indicatorului de lichiditate, ceea ce indică un nivel suficient al activelor pentru asigurarea onorării obligațiilor față de asigurați, conform raportărilor asigurătorilor către ASF. O singură societate avea la finalul lunii septembrie 2022 un indicator de lichiditate foarte apropiat de valoarea 1.

Grafic 89 Indicatorul de lichiditate aferent societăților de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață



Grafic 90 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

## 5.5. Profitabilitatea societăților de asigurare

Un indicator util care arată o dimensiune a profitabilității societăților de asigurare este **raportul dintre cheltuielile efectuate de societățile de asigurare cu daunele plătite și veniturile societăților din derularea activității de asigurare**, măsurate prin primele brute subscrise.

Indicatorul arată cât din primele brute subscrise de către societățile de asigurare sunt folosite pentru a plăti despăgubiri asiguraților, respectiv cât reprezintă sume pe care asiguratorii le au la dispoziție, după plata daunelor, pentru acoperirea altor categorii de cheltuieli și obținerea de profit.

Astfel, conform acestui indicator, societățile de asigurare autorizate și reglementate de ASF au plătit, în medie, în perioada S1 2016 – S1 2022, **despăgubiri pentru activitatea de asigurări generale ce reprezintă circa 54% din primele brute subscrise. Astfel, asiguratorii au avut la dispoziție, în medie, 46% din încasările pe care le obțin de la asigurați sub formă de prime brute subscrise pentru a acoperi alte categorii de cheltuieli și a obține profit.**

De altfel, în semestrul I 2022, despăgubirile brute plătite de asiguratorii au reprezentat doar 40% din primele brute subscrise, restul de 60% (adică peste 4,3 miliarde lei) fiind sume disponibile pentru alte categorii de cheltuieli (inclusiv de administrare și achiziție) și obținerea de profit, în funcție de modul de administrare a resurselor financiare de către societățile de asigurare.

Mai mult, sunt luate în calcul doar veniturile obținute ca urmare a desfășurării activității de asigurare, însă societățile de asigurare dețin portofolii de investiții ce pot genera venituri suplimentare.

*Tabel 14 Evoluția ponderii cheltuielilor asigurătorilor cu daunele (despăgubiri brute plătite) în total venituri încasate de la asigurați (prime brute subscrise) pentru activitatea de asigurări generale*

Perioada	Prime brute subscrise AG (PBS, lei)	Despăgubiri brute plătite AG (lei)	Despăgubiri brute plătite/ PBS
<b>S1 2016</b>	3.881.504.594	1.802.052.199	46%
<b>S1 2017</b>	3.972.468.843	1.958.217.305	49%
<b>S1 2018</b>	3.969.664.621	2.346.346.150	59%
<b>S1 2019</b>	4.313.973.719	2.775.706.367	64%
<b>S1 2020</b>	4.548.799.278	2.844.208.291	63%
<b>S1 2021</b>	5.052.001.010	3.121.136.469	62%
<b>S1 2022</b>	7.274.408.649	2.945.540.743	40%
<b>Medie S1 2016 – S1 2022</b>			<b>54%</b>

Sursa: ASF

Pentru a determina profitabilitatea societăților de asigurare pentru activitatea de asigurări generale, au fost luate în calcul și celelalte categorii de cheltuieli, separat de cheltuielile efectuate cu daunele (despăgubirile brute plătite), ce reprezintă principala obligație a asigurătorilor în cazul producerii evenimentului asigurat.

Astfel, în medie, în perioada **S1 2016 – S1 2022**, celelalte categorii de cheltuieli ale societăților de asigurare (altele decât cele cu despăgubirile brute plătite) pentru activitatea de asigurări generale au o pondere ridicată, reprezentând **34% din primele brute subscrise**.

Din punct de vedere al dimensiunii, cele mai semnificative cheltuieli ale asigurătorilor, după plata despăgubirilor brute, sunt **cheltuielile de achiziție**, care cuprind inclusiv **cheltuielile privind comisioanele pentru primele intermediare de companiile de brokeraj**.

Astfel, în semestrul I 2022, cheltuielile asigurătorilor, altele decât cele cu despăgubirile brute plătite, au totalizat circa 2,1 miliarde lei, în creștere cu 16% față de perioada similară din anul anterior și reprezentând 29% din primele brute subscrise.

*Tabel 15 Evoluția ponderii cheltuielilor asigurătorilor, altele decât cele cu despăgubirile brute plătite, în total prime brute subscrise de asigurători (venituri pentru activitatea de asigurări generale)*

Perioada	Prime brute subscrise AG (PBS, lei)	Cheltuieli cu solutionarea daunelor	Cheltuieli cu managementul investitiilor	Cheltuieli administrative	Cheltuieli de achiziție	Total cheltuieli, altele decât cele cu despăgubirile brute plătite	Total cheltuieli, altele decât cele cu despăgubirile brute plătite /PBS
<b>S1 2016</b>	3.881.504.594	116.680.657	5.261.843	496.292.913	808.542.231	1.426.777.644	37%
<b>S1 2017</b>	3.972.468.843	92.783.386	6.349.191	440.631.939	762.993.995	1.302.758.511	33%
<b>S1 2018</b>	3.969.664.621	115.836.502	6.953.470	431.434.722	815.921.137	1.370.145.831	35%
<b>S1 2019</b>	4.313.973.719	127.126.439	5.636.060	481.316.222	953.255.088	1.567.333.809	36%
<b>S1 2020</b>	4.548.799.278	133.307.545	6.176.391	499.996.617	977.806.530	1.617.287.083	36%
<b>S1 2021</b>	5.052.001.010	151.891.706	6.569.689	540.909.887	1.125.663.893	1.825.035.176	36%
<b>S1 2022</b>	7.274.408.649	137.396.313	13.228.650	619.725.061	1.355.386.412	2.125.736.436	29%

Perioada	Prime brute subscrise AG (PBS, lei)	Cheltuieli cu solutionarea daunelor	Cheltuieli cu managementul investitiilor	Cheltuieli administrative	Cheltuieli de achiziție	Total cheltuieli, altele decât cele cu despăgubirile brute plătite	Total cheltuieli, altele decât cele cu despăgubirile brute plătite /PBS
Medie S1 2016 – S1 2022							34%
Sursa: ASF							

**Cheltuielile de achiziție** aferente societăților de asigurare s-au situat la aproximativ 1,35 miliarde lei în semestrul I 2022, în creștere cu 20% față de perioada similară din anul anterior, deținând o pondere de 19% din primele brute subscrise. Dintre cheltuielile de achiziție, cele mai mari sume au fost alocate comisioanelor pentru primele intermediare de companiile de brokeraj (peste 837 milioane lei, adică 12% din primele brute subscrise în semestrul I 2022 pentru activitatea de asigurări generale).

*Tabel 16 Evoluția ponderii cheltuielilor de achiziție în primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale*

Indicatori	S1 2016	S1 2017	S1 2018	S1 2019	S1 2020	S1 2021	S1 2022
<b>Cheltuieli de achiziție (mil. lei), din care:</b>	<b>809</b>	<b>763</b>	<b>816</b>	<b>953</b>	<b>978</b>	<b>1,126</b>	<b>1,355</b>
Cheltuieli privind comisioanele pentru primele intermediare de companii de brokeraj (mil. lei)	520	433	490	567	620	716	837
<b>Pondere cheltuieli de achiziție în PBS</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>19%</b>
Pondere cheltuieli cu comisioanele în PBS	13%	11%	12%	13%	14%	14%	12%

Sursa: ASF

## 5.6. Riscuri și vulnerabilități ale sistemului de asigurări din România

### Identificare entități relevante sistemic

Autoritatea de Supraveghere desfășoară periodic analize interne pentru identificarea entităților relevante sistemic, precum și din perspectivă sectorială, în vederea consolidării monitorizării și supravegherii acestora, pentru asigurarea obiectivelor strategice ale Autorității: stabilitatea pieței asigurărilor și protecția consumatorilor.

În urma celei mai recente analize derulate în cadrul ASF, nu au fost identificate entități relevante sistemic din perspectiva dimensiunii, având în vedere ponderea redusă pe care activele totale, respectiv primele brute subscrise ale societăților de asigurare autorizate și supravegheate de Autoritate o au în PIB.

Cu toate acestea, **gradul ridicat de concentrare** (în special pe anumite segmente), inclusiv în ceea ce privește piața asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto (RCA), **indică relevanța sistemică a societății Euroins din perspectiva stabilității pieței de asigurări.**

Astfel, având în vedere numărul redus de asigurători autorizați și reglementați de ASF pe piața RCA<sup>43</sup>, cota de piață ridicată deținută de societatea Euroins pe segmentul RCA (32% dacă luăm în considerare și subscrierile sucursalei Axeria Iard), expunerea semnificativă a societății față de produsul obligatoriu RCA<sup>44</sup>, precum și portofoliul acesteia, considerăm că societatea Euroins este entitate cu relevanță sistemică pe piața asigurărilor.

## Euroins Romania

Societatea Euroins Romania se menține (conform celei mai recente evaluări) în categoria de supraveghere intensă, pe baza criteriilor prevăzute în cadrul intern de evaluare a riscurilor care ia în calcul riscurile aferente activității și impactul la nivel de piață. În consecință, intensitatea acțiunilor de supraveghere a societății a fost specifică acestei categorii de supraveghere.

În anul 2022 s-au efectuat 3 acțiuni de control permanent (supraveghere) și 3 acțiuni de control inopinat. De asemenea, o acțiune de control periodic a fost efectuată, conform planului anual de control aprobat pentru anul 2022.

În urma acțiunilor desfășurate în anul 2022, ASF a aplicat sancțiuni și a impus o serie de măsuri. Amenzile în sarcina societății ca urmare a **acțiunilor de control inopinat au cumulat 2.428.573 lei**, respectiv **2.821.300 lei** ca urmare a **acțiunilor de control permanent**. De asemenea, **directorului general al societății i s-au aplicat sancțiuni cu amendă în sumă totală de 310.000 lei**.

Printre **măsurile impuse societății**, în urma acțiunilor de mai sus, se numără:

- transmiterea săptămânală a situației tuturor încasărilor și plăților zilnice, inclusiv a transferurilor intra și interbancare, pentru tranzacțiile care depășesc valoarea de 100.000 lei sau echivalentul în valută;
- raportarea modului de implementare a măsurilor luate privind guvernanta activității investiționale, precum și modul în care societatea a ținut cont de recomandările echipei de control cuprinse în procesul verbal de control;
- inventarierea până la data de 31.12.2022 a dosarelor de daună aflate pe rolul instanțelor de judecată având ca obiect pretențiile formulate de terți împotriva asigurătorului și transmiterea la ASF a situației inventarierii și a măsurilor luate.

**La acestea se adaugă măsurile aprobate în anul 2021, care sunt în vigoare la această dată și care vizează monitorizarea rezervelor tehnice și activitatea de soluționare a daunelor:**

- transmiterea situației trimestriale a analizei *run-off* pentru RBNS<sup>45</sup> și a analizei *run-off* pentru IBNR<sup>46</sup> pe grupuri de risc omogen;

---

<sup>43</sup> La 30 iunie 2022, doar 7 societăți autorizate și reglementate de ASF activează pe piața RCA, la care se adaugă și activitatea derulată de o sucursală (Axeria Iard) în baza libertății de stabilire (*Freedom of Establishment – FoE*)

<sup>44</sup> PBS de EUROINS pentru RCA dețin o pondere de 94% în volumul total de prime subscrise de societate în semestrul I 2022

<sup>45</sup> Rezerva de daună avizată

<sup>46</sup> Rezerva de daună neavizată

- transmiterea lunară a situației daunelor aflate în soldul rezervei RBNS, a dosarelor de daună plătite, a dosarelor de daună avizate în luna de raportare, a dosarelor de daună respinse/prescrise în luna de raportare.

În prezent se desfășoară alte verificări conform prevederilor Legii nr. 237/2015 privind autorizarea și supravegherea activității de asigurare și reasigurare și a Regulamentului de control nr. 4/2021 privind activitatea de control desfășurată de către Autoritatea de Supraveghere Financiară.

În ceea ce privește **societatea Euroins, în primele 9 luni ale anului 2022**, s-au înregistrat în total **3.149 petiții și informări de neconformitate unice**.

De asemenea, se constată existența unui **grad ridicat de concentrare și pe piața asigurărilor de garanții**, în cadrul căreia societatea Onix Asigurări deține o pondere de circa 35% în primele brute subscrise de toate societățile autorizate și reglementate de ASF pentru acest segment de asigurare. Valoarea subscrisorilor societății Onix Asigurări a scăzut în semestrul I 2022 comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent.

*Tabel 17 Evoluția cotelor de piață aferente societăților autorizate și reglementate de ASF care desfășoară activități pe segmentul asigurărilor de garanții (clasa A15)*

Clasa A15	Cote piață S1 2021	Cote piață S1 2022	Modificare cotă piață S1 2022 vs S1 2021
ONIX ASIGURARI S.A.	41.7%	34.6%	-7.1%
EXIM ROMANIA S.A.	4.2%	19.4%	15.2%
ABC ASIGURARI - REASIGURARI S.A.	9.7%	14.7%	4.9%
EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	1.1%	13.2%	12.1%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	1.0%	5.5%	4.5%
OMNIASIG VIG	1.9%	4.4%	2.4%
ASITO KAPITAL S.A.	1.4%	3.4%	2.0%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	1.3%	3.0%	1.7%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	1.0%	1.5%	0.5%
ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	-0.1%	0.3%	0.4%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	0.1%	0.1%	0.0%
GARANTA ASIGURARI S.A.	0.0%	0.0%	0.0%
CITY INSURANCE S.A.	36.7%	0.0%	
<b>TOTAL</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	-

Sursa: ASF

În contextul actual, considerăm că este importantă intensificarea procesului de supraveghere în cazul societăților de asigurare autorizate și reglementate de ASF, cu atât mai mult în cazul societăților de asigurare ce dețin cote de piață semnificative pe segmente strategice, cu grad ridicat de concentrare.

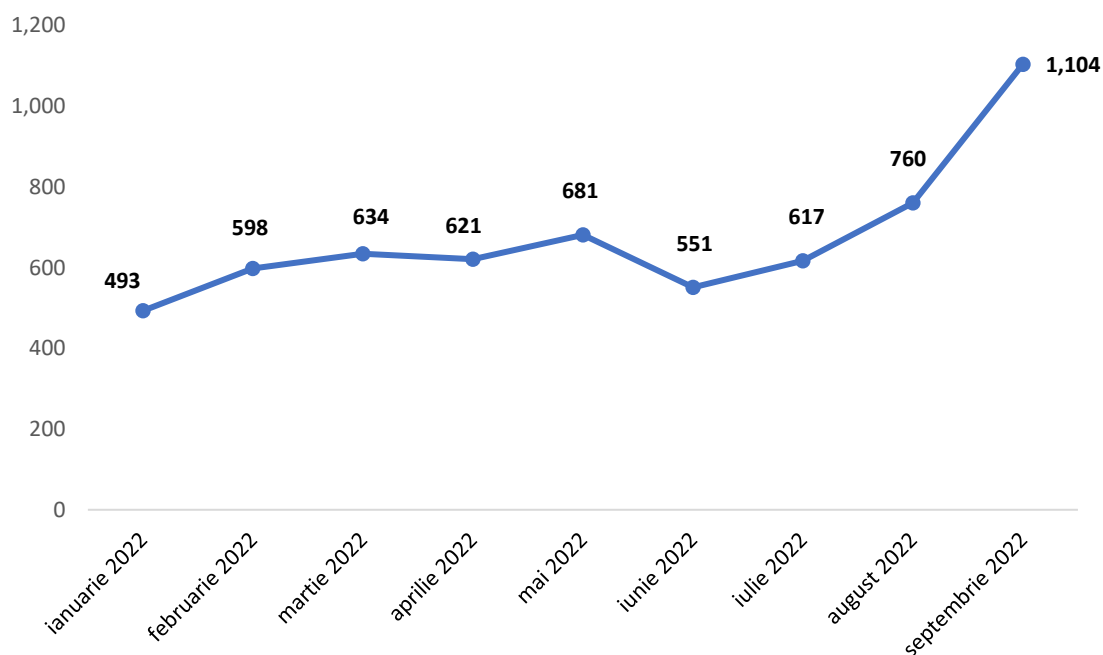
Din acest punct de vedere, sunt necesare monitorizarea și supravegherea intensă inclusiv a riscurilor din perspectiva conduitei societăților de asigurare, și anume existența unor condiții contractuale ambigue sau abuzive, de natură să conducă la refuzul societăților de a plăti despăgubirile în cazul producerii riscurilor asigurate.

ASF a desfășurat o serie de acțiuni de supraveghere, orientate pe etapele principale ale procesului de subscriere a asigurărilor de garanții, în urma cărora a identificat anumite riscuri și vulnerabilități. În acest sens, ASF a emis o serie de recomandări cu privire la procesul de subscriere și monitorizare a asigurărilor de garanții, publicate pe pagina de internet a Autorității și transmise societăților de asigurare autorizate să subscrie *Clasa 15 – Asigurări de Garanții*, împreună cu solicitarea comunicării conformării precum și a modalităților de implementare.

## Riscul de conduită

În primele nouă luni ale anului 2022 au fost analizate **în mod unic 6.059 petiții și informări de neconformitate**<sup>47</sup> (date preliminare), **care au vizat piața asigurărilor din România**. Comparativ cu aceeași perioadă a anului trecut, când s-au înregistrat 39.811 petiții și informări de neconformitate, în perioada analizată din anul 2022 **se constată o scădere cu 85%** a numărului petițiilor și informărilor de neconformitate analizate unic. O analiză detaliată cu privire la aspectele cel mai des reclamate arată că petițiile și informările de neconformitate transmise de către consumatori au vizat, în principal, **neplata sau plata parțială a valorii despăgubirilor sau răscumpărilor**, aspect regăsit în 42% din cazuri. Pe de altă parte, 44% dintre petițiile și informările de neconformitate au vizat **nerespectarea prevederilor legislației în domeniu și a normelor ASF/condițiilor contractuale**.

*Grafic 91 Evoluția lunară a numărului de petiții și informări de neconformitate unice analizat în perioada ianuarie – septembrie 2022*



Sursa: ASF

<sup>47</sup> Nu sunt cuprinse în acest număr petițiile înregistrate pentru Fondul de Garantare a Asiguraților, deoarece acestea se referă la creanțe de asigurări înregistrate pentru Societatea de Asigurare-Reasigurare City Insurance S.A.

*Tabel 18 Evoluția lunară a numărului de petiții și informări de neconformitate unice analizat în perioada ianuarie – septembrie 2022*

Societate	Ian 22	Feb 22	Mar 22	April 22	Mai 22	Iunie 22	Iulie 22	August 22	Septembrie 22	Număr total petiții și informări unice	Pondere numărului petițiilor și informărilor de neconformitate înregistrate pentru o societate în numărul total unic (%)
EUROINS S.A.	260	311	280	331	324	256	248	417	722	3,149	51.97%
ALLIANZ - ȚIRIAC S.A.	40	43	64	67	104	78	87	88	95	666	10.99%
GROUPAMA Asigurări S.A.	30	36	47	28	51	65	93	73	74	497	8.20%
OMNIASIG VIG SA	51	34	66	53	49	41	59	41	62	456	7.53%
ASIROM VIG S.A.	28	39	49	26	37	39	33	39	24	314	5.18%
GENERALI România S.A.	16	15	25	19	36	17	18	33	26	205	3.38%
GRAWE România S.A.	20	29	23	26	17	17	15	19	15	181	2.99%
AXERIA IARD S.A. LYON	0	3	2	7	4	10	16	14	26	82	1.35%
UNIQA Asigurări S.A.	6	13	9	7	9	5	7	7	14	77	1.27%
*Alte entități	42	75	69	57	50	23	41	29	46	432	7.13%
Total	493	598	634	621	681	551	617	760	1,104	6,059	100.00%

Sursa: ASF

Din punct de vedere al claselor de asigurare pentru care au fost înregistrate petiții și informări de neconformitate se constată că 85% au vizat clasa asigurărilor de răspundere civilă auto RCA.

Din activitatea de instrumentare și soluționare a petițiilor desfășurată în perioada 01.01.2022 - 30.09.2022 au fost identificate **3.209** aspecte neconforme **cu privire la instrumentarea dosarelor de daună RCA de către asiguratorii autorizați să practice acest tip de asigurare. Principalele aspecte neconforme identificate au vizat:**

- o plata cu întârziere a despăgubirilor aferente dosarelor de daună;
- o nerespectarea termenului legal de soluționare a cererilor de despăgubire;
- o nerespectarea termenelor de efectuare a constatărilor și, după caz, a constatărilor suplimentare;
- o neachitarea penalităților odată cu plata despăgubirii.

**În cadrul procesului de supraveghere aceste aspecte au făcut obiectul unor acțiuni de control finalizate prin aplicarea de sancțiuni și/sau dispunerea de măsuri.**

În urma activităților de supraveghere pe aria de conduită a societăților de asigurare, s-au identificat riscuri și vulnerabilități referitoare la anumite produse de asigurare, din perspectiva corelării

acestora cu cerințele, nevoile și obiectivele clienților, în diferite etape ale ciclului de viață al produselor: creare, distribuție, asistență post-vânzare.

O atenție deosebită a fost acordată analizei produselor de asigurare distribuite prin canalul *bancassurance* (asigurări de bunuri, asigurări de viață). Autoritățile de supraveghere din statele membre împreună cu EIOPA au lansat o acțiune de supraveghere tematică referitoare la aceste produse de asigurare, care a cuprins și societăți de asigurare relevante din România, în urma căreia s-au identificat următoarele riscuri:

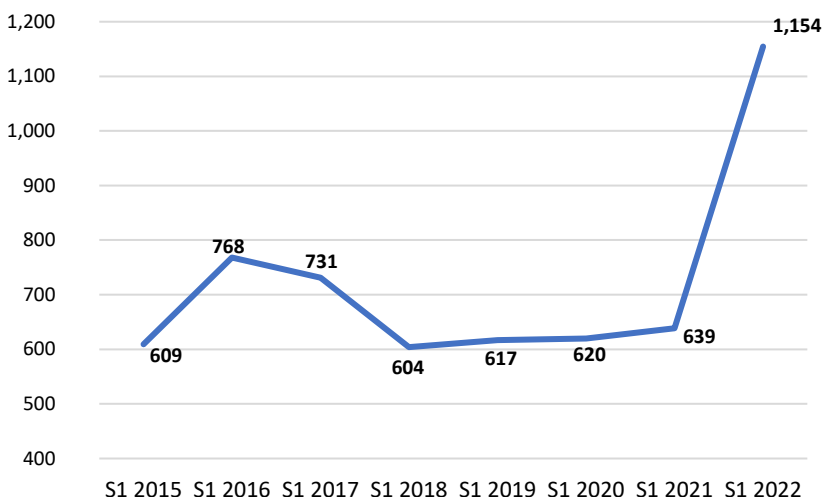
- remunerații ridicate plătite distribuitorilor de asigurări pentru vânzarea de produse de asigurare de viață atașate creditelor bancare de către asigurători,
- potențiale conflicte de interese în contextul modelelor de afaceri bazate pe *bancassurance*.

Astfel, s-a transmis un avertisment societăților de asigurare și instituțiilor de credit, în calitate de distribuitori de asigurări, cu privire la produsele de asigurare de viață atașate creditelor bancare, pentru adoptarea de măsuri în vederea diminuării/ prevenirii acestor riscuri. De asemenea, ASF monitorizează produsele de asigurare de viață cu componentă investițională, din perspectiva distribuirii acestora către o piață țintă relevantă în contextul asigurării unui proces corect și complet de informare și consultanță acordată clienților.

## Creșterea primei medii RCA

Se constată o creștere semnificativă a valorii primelor medii RCA în semestrul I 2022 față de perioada similară din anul precedent, **prima medie RCA anualizată pentru toată piața de asigurări obligatorii de răspundere civilă auto (societățile autorizate și reglementate de ASF) a crescut cu 81%, de la 639 lei (semestrul I 2021) la 1.154 lei (semestrul I 2022).**

Grafic 92 Evoluția primei medii RCA anualizate (lei) la nivelul întregii piețe



Sursa: ASF

O analiză mai detaliată arată că în semestrul I 2022 prima medie RCA anualizată s-a situat la cele mai mari valori înregistrate, marcând creșteri semnificative pentru ambele segmente: persoane fizice (+82% față de semestrul I 2021, o creștere cu peste 400 lei în valori absolute) și persoane juridice (+68%, respectiv cu 800 lei mai mult față de semestrul I 2021).

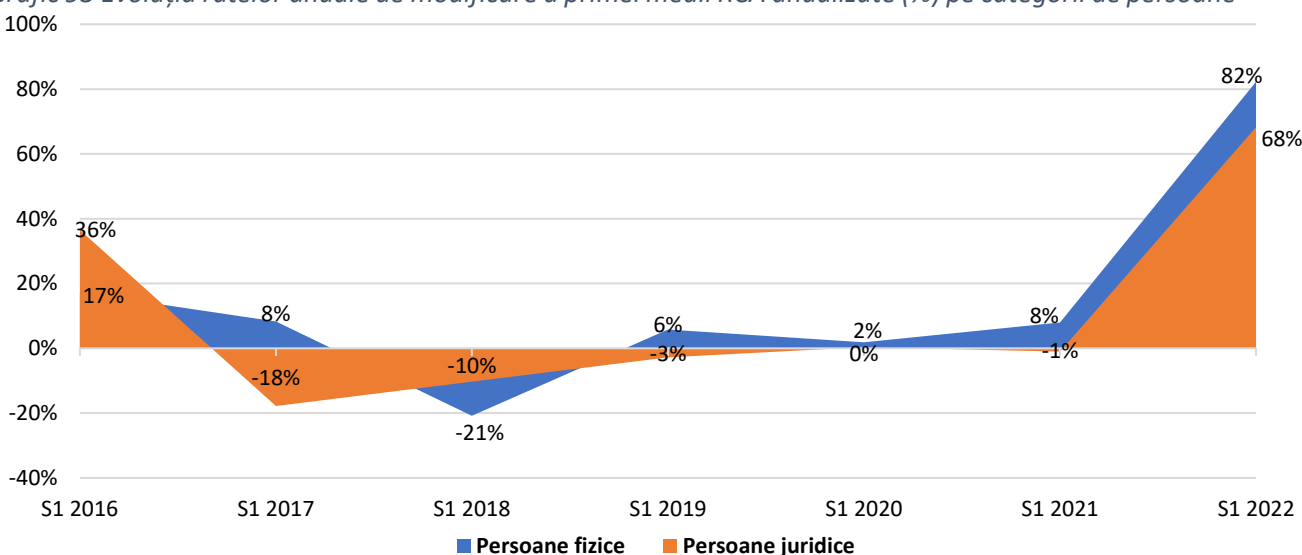
La 30 septembrie 2022, prima medie RCA anualizată se situa la 1.152 lei, nivel similar cu cel înregistrat în primele 6 luni ale anului. Prima medie RCA anualizată pentru persoane fizice a fost de 910 lei, iar pentru persoane juridice s-a situat la un nivel de 1.906 lei.

Tabel 19 Evoluția primei medii RCA anualizate (lei) pe categorii de persoane

Prima medie RCA anualizată (lei)	S1 2015	S1 2016	S1 2017	S1 2018	S1 2019	S1 2020	S1 2021	S1 2022
Persoane fizice	424	497	538	426	451	459	496	904
Persoane juridice	1,209	1,650	1,356	1,217	1,184	1,188	1,176	1,978

Sursa: ASF

Grafic 93 Evoluția ratelor anuale de modificare a primei medii RCA anualizate (%) pe categorii de persoane



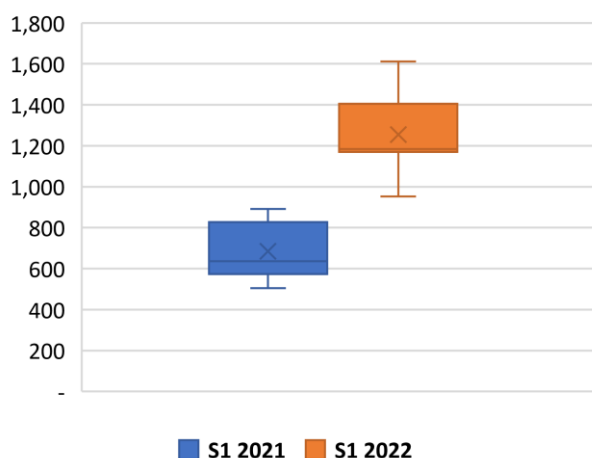
Sursa: ASF

De asemenea, în cazul tuturor societăților de asigurare se observă creșteri consistente de preț pentru toate categoriile de prime medii RCA.

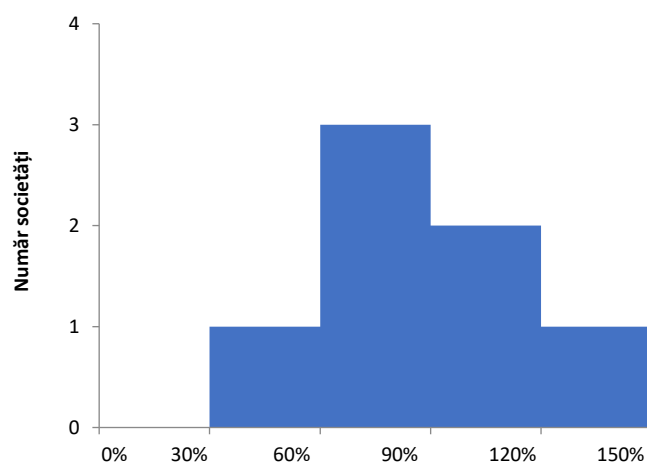
Dintre cele 7 societăți de asigurare supravegheate și autorizate de ASF să practice și asigurări obligatorii de răspundere civilă auto, care au desfășurat activitate pe parcursul semestrului I 2022, 3 societăți au înregistrat rate anuale de creștere a primei medii RCA anualizate cuprinse între 60 și 90%, iar 2 societăți au înregistrat creșteri între 90 și 120%. O societate a înregistrat o creștere cu 33% a primei medii RCA anualizate, în timp ce la polul opus se află o societate în cazul căreia indicatorul s-a majorat cu 121%.

Distribuția primelor medii RCA anualizate arată creșterea semnificativă a acestora. Dacă în semestrul I 2021 cea mai mare valoare a primei medii RCA anualizate se situa la 892 lei, în semestrul I 2022, cel mai mic nivel al primei medii RCA anualizate înregistrat de o societate era de 952 lei.

Grafic 94 Distribuția primelor medii RCA anualizate aferente societăților pe total piață RCA

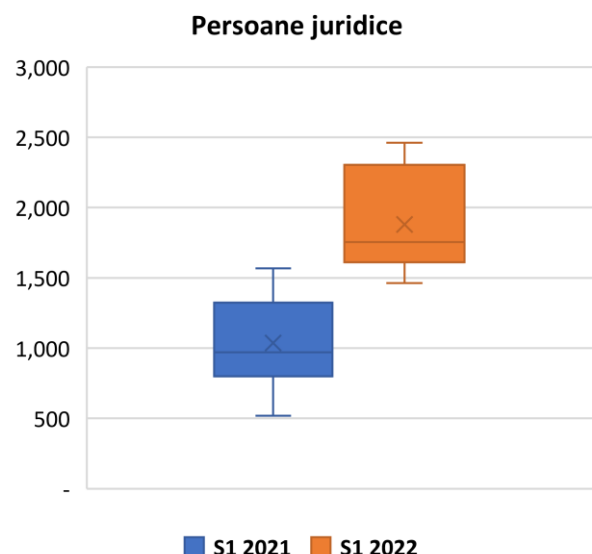
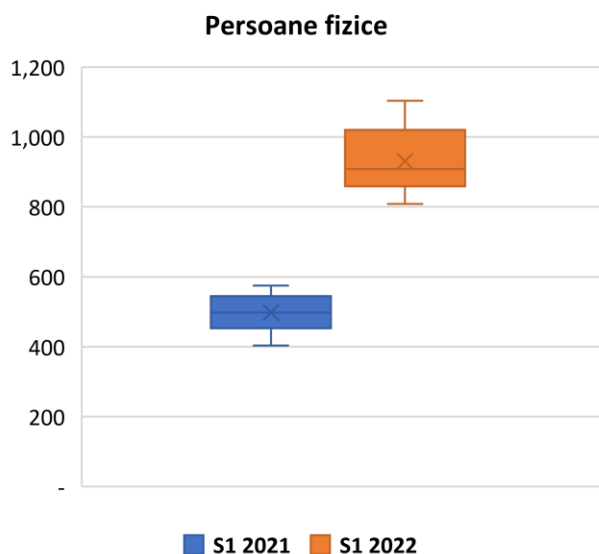


Grafic 95 Distribuția ratelor de creștere a primelor medii RCA anualizate aferente societăților în semestrul I 2022 față de semestrul I 2021



Sursa: ASF

Grafic 96 Distribuția primelor medii RCA anualizate pentru segmentul persoanelor fizice, respectiv al persoanelor juridice



Sursa: ASF

Având în vedere cele mai recente evoluții ale pieței RCA din România, ASF a realizat o analiză în vederea identificării fundamentelor economice pe care s-au bazat creșterile accentuate ale tarifelor RCA practicate de asigurătorii prezenți pe acest segment. În general, creșterea daunalității sau așteptările cu privire la creșterea valorii despăgubirilor brute ce vor trebui plătite asiguraților sunt cele mai importante justificări economice pe care se bazează deciziile societăților în sensul majorării tarifelor.

În cazul de față, pe parcursul semestrului I 2022, **valoarea primelor brute subscrise a crescut cu 89%** în semestrul I 2022 față de perioada similară din anul precedent, **în condițiile în care asigurătorii au**

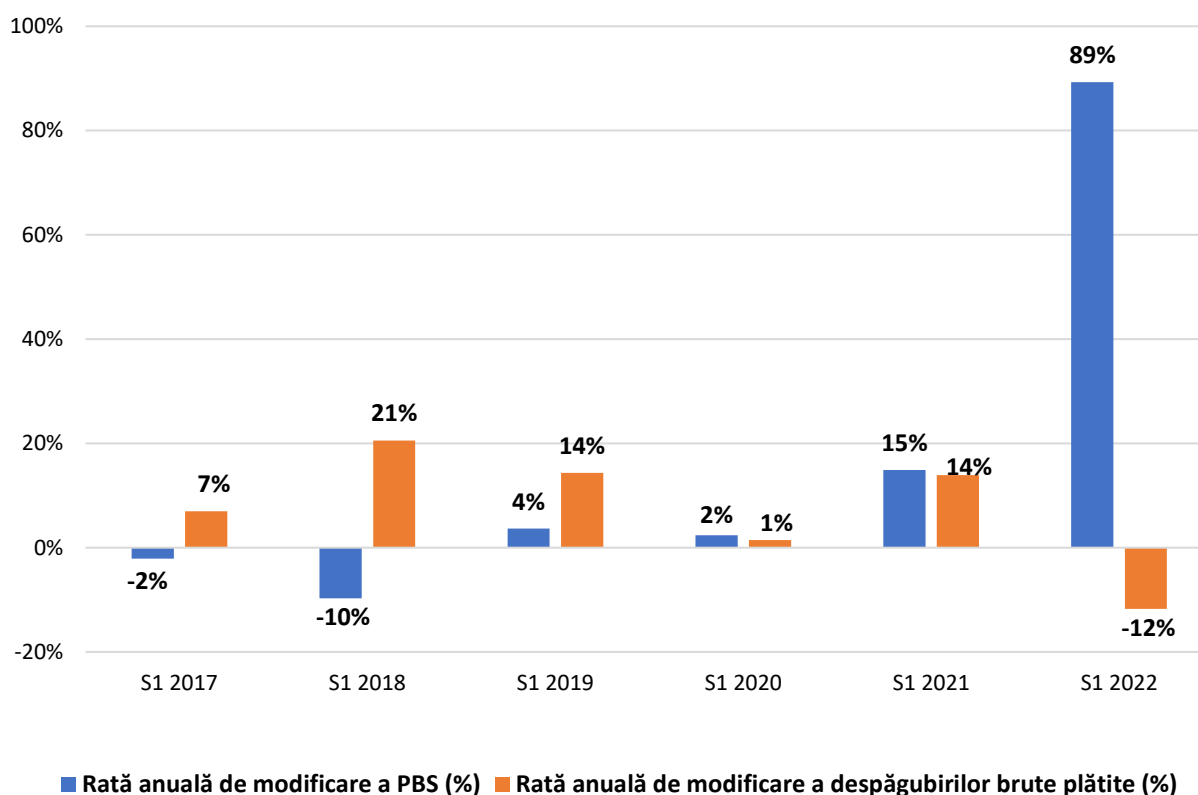
**plătit despăgubiri brute mai mici cu 12%** față de semestrul I 2021. Astfel, asiguratorii autorizați și supravegheați de ASF au înregistrat venituri din prime brute subscrise cu 2 miliarde lei mai mari, în timp ce au plătit asiguraților despăgubiri brute mai mici cu 200 milioane lei în semestrul I 2022 față de semestrul I 2021.

*Tabel 20 Evoluția volumului de prime brute subscrise pentru segmentul asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto (doar RCA – societăți autorizate și reglementate de ASF)*

Indicator	S1 2016	S1 2017	S1 2018	S1 2019	S1 2020	S1 2021	S1 2022
<b>PBS (mld. lei)</b>	2,08	2,04	1,84	1,91	1,95	2,25	4,25
<b>Despăgubiri brute plătite (mld. lei)</b>	1,03	1,11	1,33	1,52	1,55	1,76	1,56

Sursa: ASF

*Grafic 97 Ritmul anual de modificare a volumului de prime brute subscrise și despăgubiri brute plătite (an/an)*



Sursa: ASF

## Analiza veniturilor și cheltuielilor asigurătorilor – clasa A10 (RCA și CMR)

Având în vedere cele mai recente evoluții pe piața RCA din România, ASF a realizat o analiză a veniturilor societăților de asigurare pentru clasa A10 (RCA și CMR), măsurate prin primele brute subscrise, și a principalelor categorii de cheltuieli, pentru perioada semestrul I 2016 – semestrul I 2022.

Principală cheltuială a societăților de asigurare este cea cu daunele, în vederea onorării obligațiilor față de asigurați în cazul producerii evenimentului asigurat. Se observă scăderea valorii despăgubirilor brute plătite (-14%), de la 1,81 miliarde lei (în semestrul I 2021) la aproximativ 1,56 miliarde lei (semestrul I 2022). În schimb, pe partea de venituri, primele brute subscrise pentru clasa A10 (RCA și CMR) au înregistrat un avans considerabil, de 83% (în creștere cu 2 miliarde lei), de la un volum de 2,3 miliarde lei în semestrul I 2021 la 4,3 miliarde lei în semestrul I 2022.

Astfel, în semestrul I 2022, valoarea despăgubirilor brute plătite de societăți asiguraților pentru clasa A10 a reprezentat doar 36% din valoarea primelor brute subscrise de societăți. Societățile de asigurare au avut disponibilități totale în valoare de 2,75 miliarde lei (restul de 64% din primele brute subscrise), după acoperirea obligațiilor față de asigurați prin plata despăgubirilor brute, pentru gestionarea celorlalte categorii de cheltuieli și obținerea de profit.

De altfel, media ponderii valorii despăgubirilor brute plătite în valoarea veniturilor sub formă de prime brute subscrise a fost de 59% în perioada S1 2016 – S1 2022, societățile de asigurare înregistrând o valoare medie semestrială a primelor brute subscrise de 2,4 miliarde lei în perioada S1 2016 – S1 2022 și plătind asiguraților, în medie, circa 1,4 miliarde lei pentru despăgubirile brute aferente clasei A10 în primele 6 luni aferente perioadei 2016 - 2022. Astfel, în medie, circa 41% din valoarea primelor brute subscrise au reprezentat venituri ale societăților, disponibile pentru administrarea altor categorii de cheltuieli și obținerea de profit.

Cheltuielile de achiziție (care includ și cheltuielile privind comisioanele plătite companiilor de brokeraj pentru primele intermediare) și administrare (inclusiv salariile și taxele plătite de asigurători) au avut o valoare de 980 milioane lei în semestrul I 2022, reprezentând 23% din valoarea primelor brute subscrise de societățile de asigurare.

În medie, în perioada S1 2016 – S1 2022, cheltuielile de achiziție și administrare au reprezentat circa 28% din valoarea primelor brute subscrise, valoarea medie semestrială a acestora (670 milioane lei) reprezentând aproximativ jumătate (47%) din valoarea despăgubirilor brute plătite (a obligațiilor societăților față de asigurați).

Tabel 21 Cheltuielile societăților de asigurare raportate la primele brute subscrise pentru clasa A10

Indicatori	S1 2016	S1 2017	S1 2018	S1 2019	S1 2020	S1 2021	S1 2022	Medie S1 2016 - S1 2022
Despăgubiri brute plătite/PBS	48%	54%	71%	77%	77%	77%	36%	59%
Cheltuieli cu soluționarea daunelor/PBS	3%	2%	3%	3%	3%	3%	2%	2.6%
Cheltuieli cu managementul investițiilor/PBS	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%

Cheltuieli administrative/PBS	11%	10%	10%	10%	10%	10%	7%	9%
Cheltuieli de achiziție/PBS	19%	17%	18%	20%	20%	21%	16%	18%
Chelt. administrative și achiziție/PBS	30%	27%	28%	31%	30%	30%	23%	28%
<b>Total cheltuieli/PBS</b>	<b>82%</b>	<b>83%</b>	<b>102%</b>	<b>111%</b>	<b>110%</b>	<b>110%</b>	<b>61%</b>	<b>90%</b>

Sursa: ASF

**Cheltuielile cu soluționarea daunelor**<sup>48</sup> au variat între 42 și 71 de milioane lei în perioada 2016-2022. Ca pondere în veniturile asigurătorilor, cheltuielile cu soluționarea daunelor nu au înregistrat variații semnificative în primele 6 luni aferente perioadei 2016 – 2022 reprezentând în medie aproximativ 3% din primele brute subscrise.

*Tabel 22 Evoluția cheltuielilor de achiziție și administrare și a despăgubirilor brute plătite de societățile de asigurare pentru clasa A10 (RCA și CMR) în perioada S1 2016 – S1 2022*

Perioada	Cheltuieli de achiziție și administrare (lei)	Despăgubiri brute plătite (lei)	Cheltuieli de achiziție și administrare/ despăgubiri brute plătite
<b>S1 2016</b>	655,811,277	1,044,523,852	63%
<b>S1 2017</b>	564,589,832	1,128,277,109	50%
<b>S1 2018</b>	537,505,813	1,359,070,806	40%
<b>S1 2019</b>	616,535,104	1,559,040,694	40%
<b>S1 2020</b>	620,191,027	1,587,147,249	39%
<b>S1 2021</b>	714,550,551	1,809,102,460	39%
<b>S1 2022</b>	980,004,733	1,560,104,661	63%
<b>Medie S1 2016 - S1 2022</b>	<b>669,884,048</b>	<b>1,435,323,833</b>	<b>47%</b>

Sursa: ASF

Astfel, în semestrul I 2022, cheltuielile de achiziție și administrare aferente clasei A10 s-au situat la o valoare de circa 980 milioane lei, în creștere cu 37% față de semestrul I 2021. Acestea au reprezentat circa 23% din primele brute subscrise pentru această clasă, respectiv 63% din despăgubirile brute plătite.

*Tabel 23 Evoluția primelor brute subscrise (venituri ale asigurătorilor din activitatea de asigurare) și a cheltuielilor efectuate de asigurători pentru clasa A10 (RCA și CMR)*

		S1 2016	S1 2017	S1 2018	S1 2019	S1 2020	S1 2021	S1 2022
<b>Venituri (mil. lei)</b>	<b>PBS clasa A10 (venituri din prime)</b>	2.157	2.105	1.919	2.013	2.066	2.357	4.310
<b>Cheltuieli (mil. lei)</b>	Despăgubiri brute plătite clasa A10 (obligații față de asigurați ca urmare a producerii evenimentelor asigurate)	1.045	1.128	1.359	1.559	1.587	1.809	1.560
	Cheltuieli cu soluționarea daunelor	64	42	61	63	67	71	68

<sup>48</sup> Sunt cheltuielile cu procesarea și soluționarea daunelor, inclusiv cheltuielile juridice și onorariile experților evaluatori și comisioanele bancare în cazul plăților cu despăgubirile

Cheltuieli cu managementul investițiilor	3	3	3	2	2	2	9
<b>Cheltuieli administrative</b>	239	215	183	207	211	228	295
<b>Cheltuieli de achiziție</b>	417	350	355	409	409	487	685
<b>Total</b>	<b>1.768</b>	<b>1.738</b>	<b>1.960</b>	<b>2.241</b>	<b>2.276</b>	<b>2.596</b>	<b>2.617</b>

Sursa: ASF

Deși au existat ani în care valoarea totală a cheltuielilor raportate de societățile de asigurare a depășit valoarea primelor brute subscrise, se observă că **în toată perioada analizată societățile au avut la dispoziție între 23% și 64% din veniturile din prime brute subscrise pentru gestionarea cheltuielilor și obținerea de profit, după plata despăgubirilor asiguraților**. Astfel, în primele 6 luni aferente perioadei 2016 – 2022, **valoarea veniturilor măsurate ca prime brute subscrise pentru clasa A10 (RCA și CMR) a depășit valoarea obligațiilor societăților față de asigurați** (valoarea despăgubirilor brute plătite).

De altfel, trebuie menționat că **societățile de asigurare dețin portofolii de investiții, ce generează venituri suplimentare celor încasate din primele plătite de asigurați**. Analiza de față cuprinde doar veniturile societăților obținute exclusiv din activitatea de asigurare desfășurată pentru clasa A10 (RCA și CMR).

*Tabel 24 Cheltuielile societăților de asigurare (altele decât cele cu despăgubirile brute plătite asiguraților) raportate la despăgubirile brute plătite pentru clasa A10*

Indicator	S1 2016	S1 2017	S1 2018	S1 2019	S1 2020	S1 2021	S1 2022
<b>Cheltuieli de achiziție și administrare (lei), din care:</b>	<b>655.811.277</b>	<b>564.589.832</b>	<b>537.505.813</b>	<b>616.535.104</b>	<b>620.191.027</b>	<b>714.550.551</b>	<b>980.004.733</b>
Cheltuieli de achiziție (lei)	417.069.132	349.768.553	354.892.407	409.437.650	409.086.631	487.011.503	684.713.880
Cheltuieli de administrare (lei)	238.742.145	214.821.279	182.613.406	207.097.454	211.104.396	227.539.048	295.290.853
<b>Despăgubiri brute plătite (lei)</b>	<b>1.044.523.852</b>	<b>1.128.277.109</b>	<b>1.359.070.806</b>	<b>1.559.040.694</b>	<b>1.587.147.249</b>	<b>1.809.102.460</b>	<b>1.560.104.661</b>
<b>Chelt. achiziție și administrare / despăgubiri brute plătite</b>	<b>63%</b>	<b>50%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>39%</b>	<b>39%</b>	<b>63%</b>
Chelt. achiziție / Despăgubiri brute plătite	40%	31%	26%	26%	26%	27%	44%
Chelt. administrare / Despăgubiri brute plătite	23%	19%	13%	13%	13%	13%	19%

Sursa: ASF

## Concentrarea pieței asigurărilor

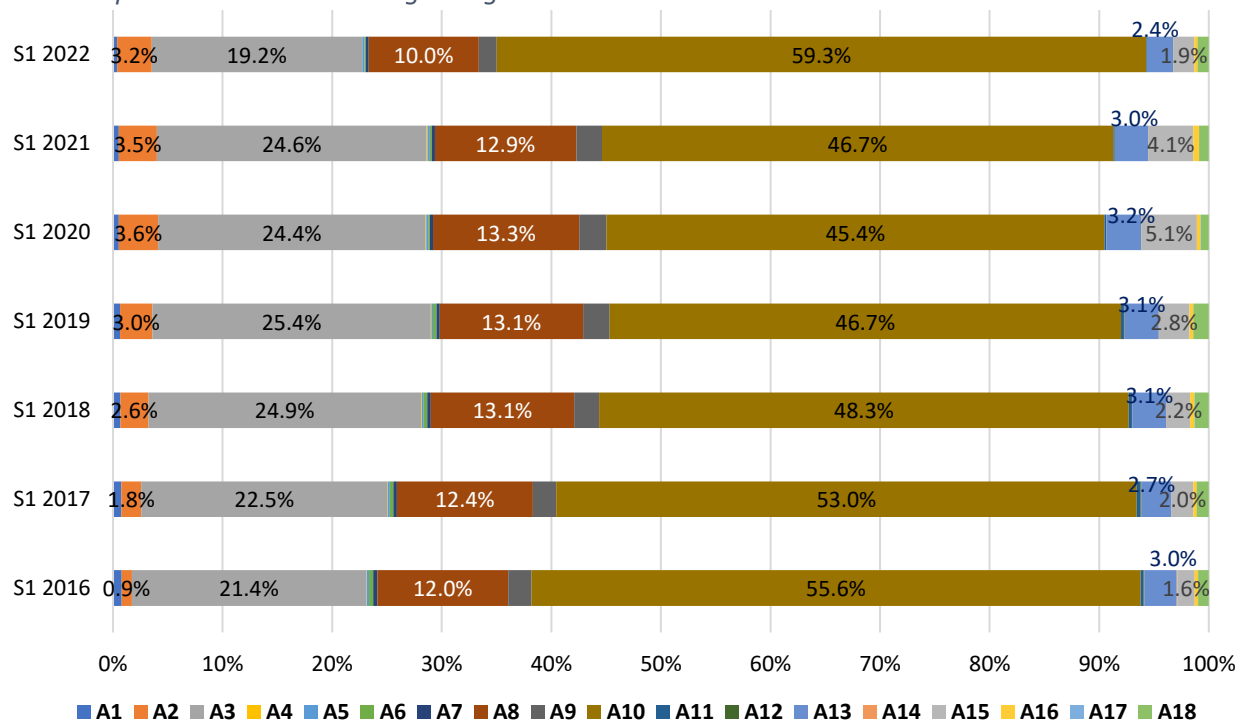
Gradul ridicat de concentrare pe piața asigurărilor continuă să reprezinte o vulnerabilitate atât din prisma expunerii pe clase de asigurare, cât și din perspectiva cotelor de piață semnificative deținute de un număr relativ mic de societăți de asigurare.

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.

## Asigurări generale

Cele mai mari valori ale subscrierilor sunt înregistrate de **asigurările auto - clasele A10 (RCA și CMR) și A3 (CASCO) reprezintă 78,5% din piața asigurărilor generale, în creștere cu peste 7 pp față de semestrul I 2021 (71,3%)** ca urmare a avansului semnificativ înregistrat de volumul de prime brute subscrise pentru clasa A10. Primele 3 clase de asigurări din perspectiva volumului de prime brute subscrise dețin o pondere cumulată de 88,5% în primele brute subscrise pentru întreaga activitate de asigurări generale derulată de societățile autorizate și reglementate de ASF.

*Grafic 98 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în volumul total al primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale*



Sursa: ASF

În ceea ce privește concentrarea în funcție de primele brute subscrise de societăți, 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 o valoare de 61,3% pe segmentul asigurărilor generale la finalul semestrului I 2022, în creștere față de nivelul înregistrat în semestrul I 2021 (55%).**

Cele mai mari creșteri ale cotelor de piață le-au înregistrat societățile Groupama Asigurări (de la 10,5% în semestrul I 2021 la 21% în semestrul I 2022), Euroins România (de la 14,4% la 21%) și Allianz-Tiriac (de la 12,6% la 19,3%).

*Tabel 25 Clasamentul primelor 15 societăți de asigurare în funcție de cotele de piață deținute pe segmentul asigurărilor generale*

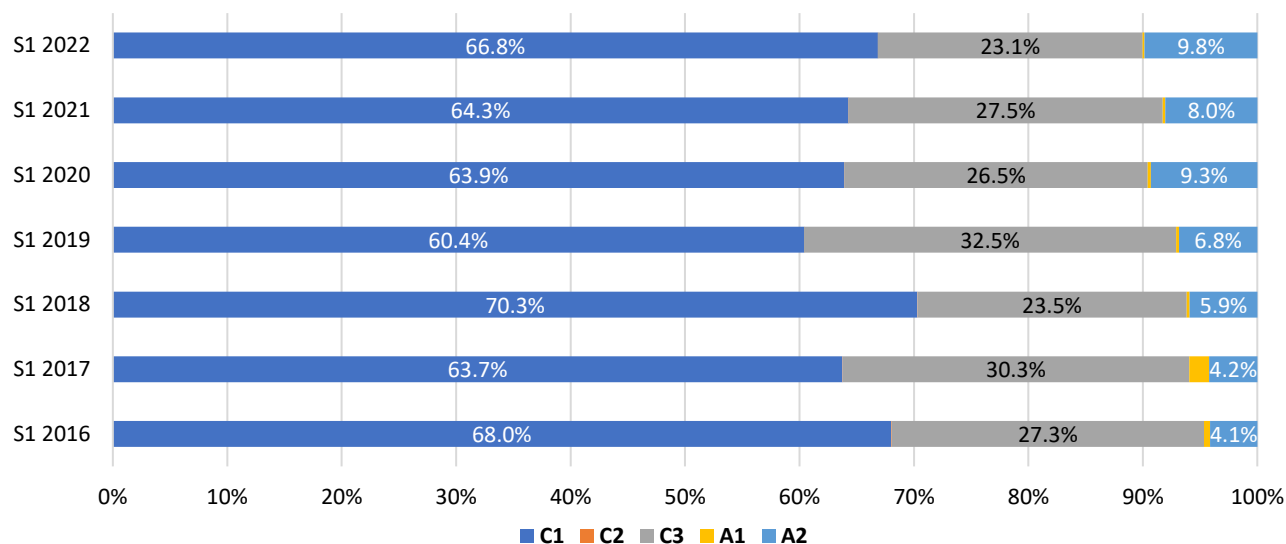
	S1 2016	S1 2017	S1 2018	S1 2019	S1 2020	S1 2021	S1 2022
EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	10.3%	15.6%	12.1%	14.5%	14.8%	14.4%	21.0%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	10.9%	11.2%	12.2%	12.2%	11.0%	10.5%	21.0%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	13.8%	14.3%	15.3%	14.2%	13.0%	12.6%	19.3%
OMNIASIG VIG	11.7%	12.9%	14.1%	14.8%	14.3%	14.4%	14.6%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	15.6%	10.2%	11.8%	4.9%	5.9%	5.9%	8.0%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	6.1%	7.4%	6.6%	6.6%	5.2%	4.7%	4.8%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	0.0%	0.1%	0.3%	1.1%	1.3%	1.2%	4.0%
UNIQA ASIGURARI S.A.	5.4%	5.1%	4.1%	4.3%	4.0%	3.8%	2.6%
POOL-UL DE ASIGURARE P.A.I.D.	1.8%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.2%
ONIX ASIGURARI S.A.	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	2.0%	1.7%	0.7%
ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	1.2%	1.4%	1.9%	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI S.A.	0.6%	0.9%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
EXIM ROMANIA S.A.	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%
ABC ASIGURARI - REASIGURARI S.A.	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
GARANTA ASIGURARI S.A.	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
<b>Total 1 - 15</b>	<b>78.8%</b>	<b>82.2%</b>	<b>82.2%</b>	<b>77.5%</b>	<b>75.7%</b>	<b>73.5%</b>	<b>99.6%</b>

Sursa: ASF

## Asigurări de viață

Gradul de concentrare pe clase de asigurări de viață se menține la un nivel ridicat, primele 2 clase de asigurări generale, **clasa C1** (Asigurări de viață, anuități și asigurări de viață suplimentare) și **clasa C3** (Asigurări de viață și anuități, legate de fonduri de investiții) **cumulând circa 90% din piața asigurărilor de viață.**

Grafic 99 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în volumul total al primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

Primele 3 companii dețin o cotă de piață cumulată de circa 66% în semestrul I 2022, situându-se la un nivel relativ similar cu situația existentă la finalul semestrului I 2021 (65%).

Tabel 26 Clasamentul societăților de asigurare în funcție de cotele de piață deținute pe segmentul asigurărilor de viață

	S1 2016	S1 2017	S1 2018	S1 2019	S1 2020	S1 2021	S1 2022
NN ASIGURARI DE VIATA SA	40.7%	33.5%	35.0%	35.6%	39.1%	34.2%	32.5%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIG S.A.	11.4%	18.2%	16.0%	18.3%	12.6%	16.8%	23.3%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	7.5%	6.9%	7.2%	7.3%	8.7%	9.3%	9.9%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	6.5%	6.5%	8.5%	11.3%	12.8%	14.4%	9.3%
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	2.7%	2.9%	4.7%	5.3%	7.2%	5.9%	7.8%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA SA	3.4%	2.6%	4.1%	3.7%	3.4%	4.3%	4.8%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	4.8%	3.2%	3.2%	6.2%	5.5%	5.8%	4.1%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	7.3%	6.1%	6.9%	5.9%	4.8%	3.9%	3.3%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	2.3%	1.6%	2.0%	1.5%	2.1%	2.1%	2.0%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	2.8%	2.1%	2.1%	2.0%	2.1%	1.8%	1.7%
EUROLIFE FFH ASIGURARI DE VIATA S.A.	3.6%	8.5%	1.3%	0.9%	0.8%	0.6%	0.5%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI DE VIATA S.A.	5.4%	7.0%	8.9%	1.8%	0.6%	0.6%	0.5%
GARANTA ASIGURARI S.A.	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
AXA LIFE INSURANCE S.A.	1.1%	0.5%					

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.

## 6. Stabilitatea pieței pensiilor private

### 6.1. Piața pensiilor private în context european

Pensiile private reprezintă o componentă financiară importantă la nivel mondial, tendință observată și pe plan local. Activele fondurilor de pensii private au crescut în România de la 3% din PIB în anul 2014, la aproximativ 7% din PIB în semestrul I 2022.

În statele europene există un anumit grad de eterogenitate în ceea ce privește sistemele de pensii private. În general, statele central-estice se bazează pe scheme de tip contribuții definite (DC), iar statele vestice se axează pe scheme de tip beneficii definite (DB), în timp ce doar patru state optează și pentru scheme de tip hibrid (Belgia, Liechtenstein, Luxemburg și Spania), conform unui raport publicat de EIOPA în anul 2018.

În anumite state există și alte vehicule investiționale, cu excepția fondurilor de pensii, în care pot fi acumulate economiile pentru pensionare. Spre exemplu, o modalitate de economisire pentru pensionare o reprezintă provizioanele din contabilitatea angajatorului (*provisions in employers' books*) întâlnită în state precum Austria, Germania sau Suedia. Alte forme de economisire pentru pensionare sunt: contractul individual de asigurare de pensie prezent în Belgia, Danemarca, Franța și SUA sau conturile individuale de economisire pentru pensionare gestionate de bănci sau firme de investiții pe care le regăsim în Belgia, Danemarca și SUA. Mai multe active sunt acumulate în acest gen de mijloace de economisire pentru pensionare față de cele acumulate în fondurile de pensii în Belgia, Danemarca, Franța, Letonia sau Suedia.

În prezent, sistemul pensiilor private în România este compus din Pilonul II (pensii administrate privat) și Pilonul III (pensii facultative), ambele fiind de tip contribuții definite (DC). În anul 2020, în România a fost instituit al patrulea pilon de pensii, respectiv sistemul de pensii ocupaționale (DC), pentru care nu au fost încă înființate fonduri de pensii ocupaționale.

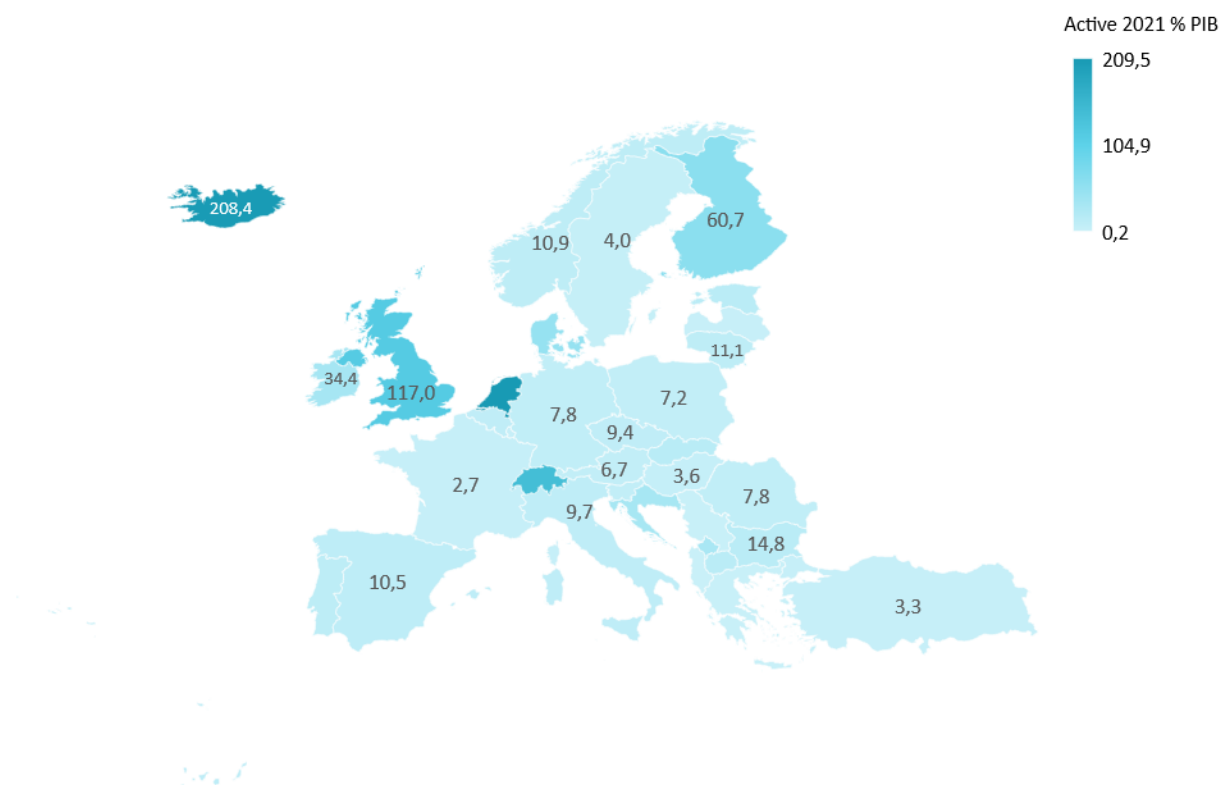
Ținând cont de dimensiunea economiei fiecărui stat în parte, activele totale ale fondurilor de pensii private ca procent din PIB oferă o imagine mai clară asupra importanței pensiilor private.

La nivel mondial, activele totale ale fondurilor de pensii private au atins suma de 38,5 de trilioane de USD în anul 2021<sup>49</sup>, depășind cu 8% nivelul anului anterior. În termeni absoluți, cele mai mari valori ale activelor pentru fondurile de pensii private s-au înregistrat în America, Australia, Olanda, Canada, Japonia și Elveția. 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 2021 fiind înregistrat de către Islanda (219%), fiind urmată de Danemarca (211%), conform OECD. În cazul României, gradul de penetrare a pensiilor private a atins procentul de 7,8% în anul 2021. În Estonia, indicatorul a atins valoarea de 16,8%, în Croația nivelul a fost de 33,1%, în Slovacia 15,9% și în Polonia gradul de penetrare a atins nivelul de 7,2%.

---

<sup>49</sup> Pension Markets in Focus Preliminary 2021

Grafic 100 Gradul de penetrare al pensiilor private în anul 2021 (activele totale ale fondurilor de pensii private % PIB)



Sursa: OECD - Pension Markets in Focus, date preliminare

După cum se observă în graficul alăturat, cele mai dezvoltate state europene din punct de vedere al economiilor pentru pensionare se află în Nord-Vestul Europei.

Tabel 27 Evoluția gradului de penetrare al pensiilor private (activele totale ale mijloacelor de economisire pentru pensionare % PIB)

	Active % PIB 2011	Active % PIB 2021
<b>Islanda</b>	129,2	219,1
<b>Danemarca</b>	180,9	210,8
<b>SUA</b>	116,0	170,0
<b>Suedia</b>	59,5	101,8
<b>Belgia</b>	25,1	36,6
<b>Croația</b>	12,9	33,1
<b>Kosovo</b>	14,2	30,9
<b>Letonia</b>	6,9	20,5
<b>Estonia</b>	8,4	16,8
<b>Slovacia</b>	8,1	15,9
<b>Macedonia de Nord</b>	3,5	15,0
<b>Bulgaria</b>	5,7	14,8
<b>Spania</b>	12,5	14,2

<b>Italia</b>	5,6	12,6
<b>Lituania</b>	3,9	11,1
<b>Franța</b>	8,4	11,1
<b>Cehia</b>	6,1	9,4
<b>Slovenia</b>	6,0	7,8
<b>România</b>	1,2	7,8
<b>Ungaria</b>	3,7	5,2
<b>Serbia</b>	0,3	0,8
<b>Albania</b>	0,0	0,2

*Sursa: OECD - Pension Markets in Focus, date preliminare*

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

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.

Titlurile de stat reprezintă principalul instrument financiar în care au fost investite activele pentru pensionare, având în vedere necesitatea unui flux previzibil de venituri fixe. De exemplu, în Cehia, fondurile de pensii care oferă garanții nominale anuale pozitive membrilor, investesc în certificate de trezorerie și obligațiuni pentru a avea fluxuri de venituri fixe. Reglementările privind investițiile din unele țări pot impune, de asemenea, furnizorilor de pensii să investească o anumită proporție din activele lor în anumite instrumente financiare.

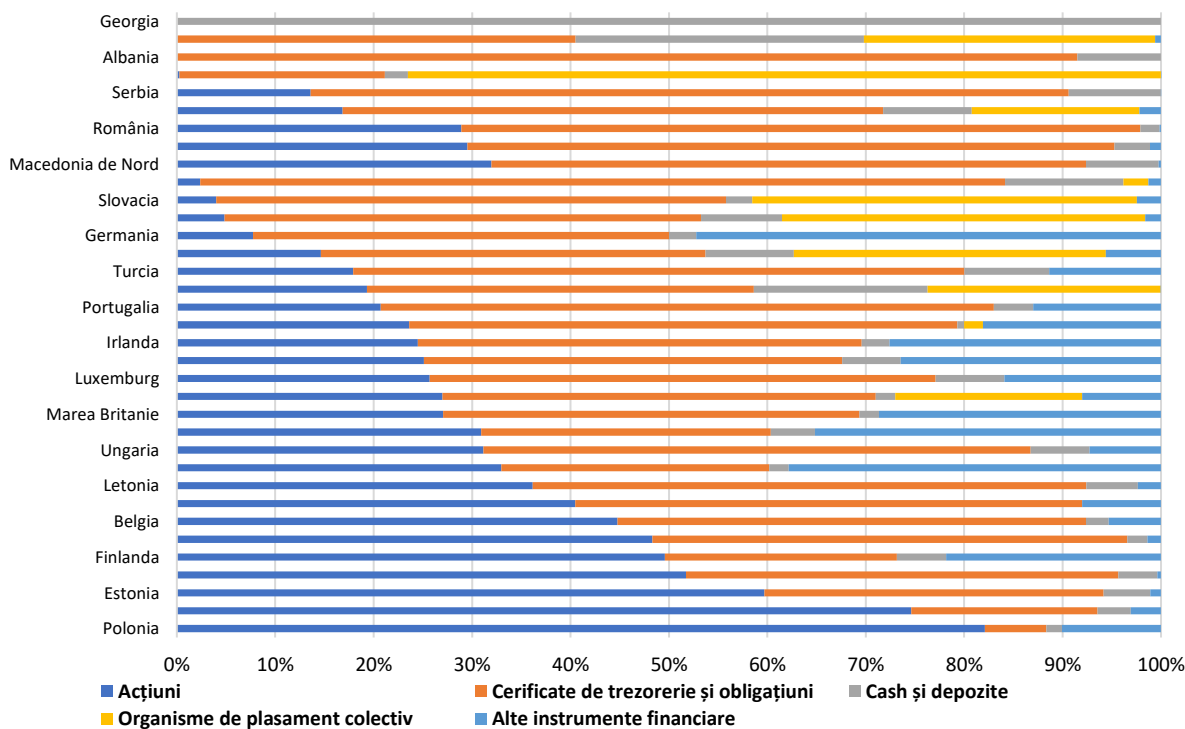
În timp ce obligațiunile reprezintă de obicei o mare parte din investițiile fondurilor de pensii, fondurile de pensii din 18 din cele 67 de jurisdicții raportoare, inclusiv unele dintre cele mai mari piețe de pensii, au preferat investițiile în acțiuni. Fondurile de pensii au investit chiar peste 50% din activele lor în acțiuni în șase jurisdicții de raportare: Polonia (82,1%), unde fondurile de pensii deschise (OFE - open pension funds) nu au voie să investească în obligațiuni suverane, Lituania (74,6%), Estonia (59,7%) și Islanda (51,7%), printre țările OECD. Aproximativ două treimi dintre jurisdicțiile raportoare au înregistrat o creștere a proporției de acțiuni în portofoliile fondurilor de pensii în 2021, ca urmare a creșterii valorii acțiunilor din portofolii sau a unei reorientări către acest instrument pentru a beneficia de redresarea piețelor bursiere.

Numerarul și depozitele sunt, de asemenea, un instrument tradițional în portofoliul fondurilor de pensii, reprezentând în medie 9% din deținerile fondurilor de pensii la sfârșitul anului 2021. Numerarul și depozitele sunt instrumente mai lichide și oferă un randament stabil cu un risc scăzut de pierdere, dar și cu un potențial de creștere mai scăzut decât alte clase de active. De exemplu, și în pofida creșterii ratelor dobânzilor, fondurile de pensii din Cehia au redus proporția activelor în depozite bancare cu 2 puncte procentuale în 2021, în favoarea obligațiunilor și a acțiunilor.

Fondurile de pensii au investit, de asemenea, și în alte instrumente (sau instrumente „alternative”) cu excepția obligațiunilor, acțiunilor, numerarului sau depozitelor bancare. Astfel de instrumente au reprezentat peste 25% din portofolii în 13 jurisdicții raportoare, inclusiv Australia (26,4%), Canada (27,7%), Elveția (35,2%) și Regatul Unit (28,7%). Aceste investiții alternative pot fi în diferite produse, inclusiv bunuri imobiliare, produse structurate și împrumuturi în cazul Regatului Unit, de exemplu.

În ceea ce privește structura investițională a portofoliilor fondurilor de pensii, riscul investițional sau riscul de piață se referă la riscul de pierdere din cauza mișcărilor adverse ale ratelor dobânzilor și ale altor prețuri de piață - ceea ce duce la subfinanțare în planurile de tip DB și la solduri scăzute în conturile DC. În anul 2022, economia mondială a fost afectată de un risc de piață crescut, determinat de creșterea ratelor dobânzilor și de scăderile prețurilor acțiunilor, cuantificarea pierderilor fiind așteptată în publicațiile viitoare ale autorităților internaționale.

*Grafic 101 Structura investițională a mijloacelor de economisire pentru pensionare în statele europene în anul 2021 (%)*



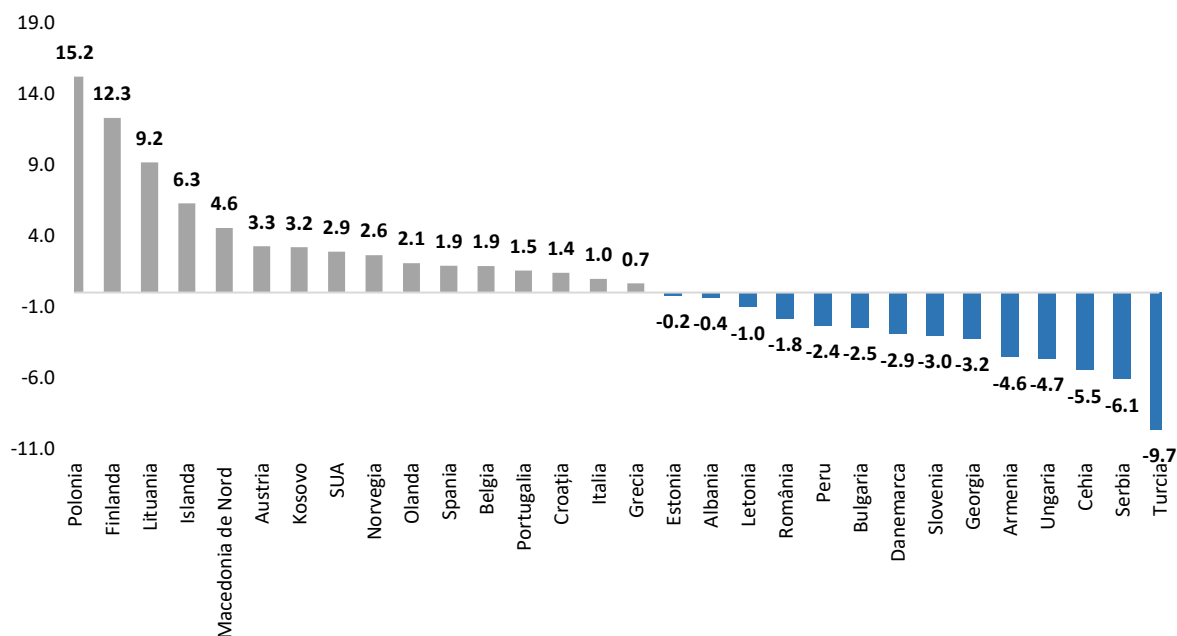
Sursa: OECD - Pension Markets in Focus, date preliminare

Fondurile de pensii au valorificat creșterea piețelor bursiere în anul 2021 și și-au continuat redresarea după scăderea bruscă de la începutul anului 2020 cauzată de pandemia COVID-19. Piețele financiare au beneficiat de măsurile de susținere pe care unele guverne au continuat să le implementeze pentru economie, dar și de redresarea economiei mondiale după blocajele din 2020.

Conform datelor preliminare ale OECD, câștigurile din investiții ale fondurilor de pensii au fost suficiente pentru a compensa creșterea inflației în mai mult de jumătate din jurisdicțiile raportoare (29 din 53). Inflația a atins un maxim al ultimilor 30 de ani în decembrie 2021, ajungând la 6,6% în zona OECD. Cu toate acestea, fondurile de pensii au înregistrat în continuare rate pozitive de rentabilitate a investițiilor în termeni reali în 18 din cele 27 de țări OECD raportoare. Fondurile de pensii au reușit chiar să înregistreze randamente de două cifre în termeni reali în patru țări OECD în 2021: Polonia (15,2%), Finlanda (12,3%), Australia (11,1%) și Costa Rica (10,0%).

Performanța puternică din aceste patru țări se poate datora inflației mai reduse (între 3,3% și 3,8% pentru Australia, Costa Rica și Finlanda) sau unei proporții mai mari de active investite în acțiuni decât în alte țări. În zona OECD, fondurile de pensii au înregistrat cea mai mică rată reală de rentabilitate a investițiilor în Turcia (-9,7%), unde inflația a atins 36,1%. În cazul României, rata reală de rentabilitate a investițiilor a avut o dinamică negativă de -1,8%, ca urmare a unei inflații în creștere care a atins nivelul de 8,2% în decembrie 2021. Creșterea ratei de inflație în 2022 a continuat să aducă o presiune suplimentară pentru sistemul național de pensii private.

*Grafic 102 Rata anuală reală de rentabilitate a investițiilor, în anul 2021 (%)*



*Sursa: OECD - Pension Markets in Focus, date preliminare*

În 2022, evoluțiile macroeconomice la nivel global au condus la creșterea gradului de incertitudine asupra dinamicii activelor de pe piețele internaționale financiare. Activele fondurilor de pensii private au

fost afectate de nivelul de risc sistemic actual al economiei europene, ce se află la un nivel mai ridicat față de cel înregistrat în 2020 în timpul pandemiei COVID-19.

Sustenabilitatea și gestionarea riscurilor de mediu au devenit factori-cheie pentru investitorii pe termen lung și, în special, pentru instituțiile europene de pensii ocupaționale (IORP).

La începutul anului 2022, EIOPA a lansat un test de stres climatic pentru sectorul pensiilor ocupaționale pentru a obține informații despre efectele riscurilor de mediu asupra acestui sector. Testul de stres a vizat schemele de pensii ocupaționale (IORP) cu beneficii definite (DB) și cu contribuții definite (DC) din spațiul economic european ale căror active aferente sectoarelor de pensii ocupaționale depășesc 500 de milioane de euro. Testul de stres al IORP a testat rezistența IORP-urilor europene față de un scenariu de schimbări climatice, care a fost dezvoltat împreună cu Comitetul European pentru Risc Sistemic și Banca Centrală Europeană.

Scenariul de test a presupus o tranziție bruscă și dezordonată către neutralitatea climatică din cauza acțiunilor politice întârziate, care are ca rezultat o creștere bruscă a prețurilor carbonului. Această creștere bruscă a prețului carbonului declanșează efecte de risc de tranziție pentru întreaga economie. Rezultatele obținute au ținut cont de o depreciere corespunzătoare a investițiilor în industriile expuse riscurilor climatice.

Deși testul de stres nu este un exercițiu de succes sau de eșec, rezultatele indică faptul că IORP au o expunere semnificativă la riscurile de tranziție. Cu un eșantion de 187 de IORP din 18 țări, testul de stres a acoperit toate țările din Spațiul Economic European (SEE) cu sectoare IORP semnificative. În total, au fost analizate peste 65% din activele schemelor de pensii cu beneficii definite (DB) și schemelor cu contribuții definite (DC). EIOPA a adoptat o abordare integrală a bilanțului pentru a examina impactul asupra portofoliilor de active ale IORP, precum și asupra pasivelor pe termen lung ale acestora. Exercițiul a urmat o metodologie dublă: pe lângă o abordare bazată pe bilanțul național (NBS), bazată pe regulamentul național de evaluare, a fost utilizată și o abordare bazată pe bilanțul comun (CBS), cu evaluări la valoarea de piață, pentru a face posibile comparații semnificative.

Având în vedere natura scenariului de tranziție dezordonată, exercițiul s-a axat pe portofoliul de active al IORP. Rezultatele arată că IORP sunt expuse în mod semnificativ la riscurile de tranziție. În ceea ce privește activele, scenariul de criză a provocat o scădere globală considerabilă de 12,9%, ceea ce corespunde unor pierderi din evaluarea activelor de aproximativ 255 de miliarde de euro. Cea mai mare parte a scăderii de valoare a fost înregistrată în investițiile în acțiuni și obligațiuni.

În medie, IORP aveau în jur de 6% din investițiile în acțiuni și 10% din investițiile în obligațiuni corporative în industrii cu emisii mari de dioxid de carbon, cum ar fi mineritul, energia electrică și gazele naturale și transportul terestru, pentru care scenariul prevedea deprecieri abrupte cuprinse între 20% și 38%. Scenariul, care a inclus mișcări ale ratelor dobânzilor, a afectat, de asemenea, partea de pasiv. Testul de stres a fost completat de un sondaj calitativ privind măsurile de atenuare și de adaptare, care a arătat că, deși IORP iau din ce în ce mai mult în considerare factorii ESG în deciziile lor de investiții, acestea se confruntă încă cu obstacole notabile în ceea ce privește alocarea investițiilor în categoriile sensibile la riscurile climatice.

## 6.2. Entități relevante sistemic

Activele totale cumulate pentru Pilonul II și III depășeau valoarea de 92 miliarde lei la sfârșitul lunii septembrie 2022; raportate la PIB, **activele totale cumulate ale sistemului de pensii private din România reprezentau circa 6,78% din PIB anual** (calculat ca suma ultimelor 4 trimestre).

De-a lungul perioadei de funcționare, sistemul pensiilor private a avut o evoluție ascendentă, iar ponderea activelor fondurilor de pensii private în PIB a ajuns la o valoare de 6,78% din PIB la finalul lunii septembrie a anului 2022. Scăderea ponderii comparativ cu finalul anului 2021 se datorează pe de-o parte creșterii mai rapide a PIB-ului, iar pe de altă parte ca urmare a scăderii temporare a valorii de piață a activelor fondurilor de pensii private pe fondul creșterii rapide a ratei inflației și a dobânzilor de piață.

*Tabel 28 Dimensiunea sectorului sistemului de pensii private din România (active totale raportate la PIB)*

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sept.2022*
<b>Fonduri de pensii private</b>	3,64%	4,32%	4,84%	5,21%	6,09%	7,37%	7,83%	6,78

\*PIB calculat ca suma ultimelor 4 trimestre (T3 2021 – T2 2022)

Sursa: INS, calcule ASF

Principalul indicator pentru evaluarea dimensiunii fondurilor de pensii private este **valoarea activelor totale**.

*Tabel 29 Activele fondurilor de pensii private și ponderea acestora din PIB*

Tip fond	Fond de pensii private	Activ total (mil. lei) 30 sept. 2022	Activ total (mil. lei) 30 iunie 2022	%PIB la 30 iunie 2022
P2	NN	30.439	30.083	2,33%
P2	AZT VIITORUL TAU	18.767	18.554	1,44%
P2	METROPOLITAN LIFE	12.709	12.514	0,97%
P2	VITAL	9.066	8.878	0,69%
P2	ARIPI	7.899	7.812	0,61%
P2	BCR	6.165	5.980	0,46%
P2	BRD	3.662	3.549	0,28%
P3	NN OPTIM	1.447	1.425	0,11%
P3	BCR PLUS	557	552	0,04%
P3	NN ACTIV	399	398	0,03%
P3	AZT MODERATO	337	336	0,03%
P3	BRD MEDIO	174	172	0,01%
P3	PENSIA MEA	136	129	0,01%
P3	RAIFFEISEN			
P3	ACUMULARE	126	124	0,01%
P3	AZT VIVACE	119	122	0,01%
P3	GENERALI STABIL	33	32	0,00%
P3	AEGON ESENTIAL	11	11	0,00%
<b>Total</b>		<b>92.044</b>	<b>90.671</b>	<b>7,04%</b>

Sursa: ASF

Două fonduri de pensii private din Pilonul II au valoarea activului total de peste 1% din PIB, **din care un singur fond de pensii se situează peste pragul de 2%, respectiv fondul de pensii administrat privat NN**. Acesta poate fi considerat relevant din punct de vedere sistemic din perspectiva criteriului privind dimensiunea.

Ca urmare a caracteristicii de investitori instituționali pe termen lung a fondurilor de pensii și a fazei de acumulare în care se regăsesc în prezent, deocamdată este puțin plauzibilă situația în care acestea să genereze șocuri de lichiditate și de preț asupra piețelor financiare prin vânzări forțate de active.

Cu toate acestea, este important să reiterăm că, în ceea ce privește sistemul de pensii private din România, riscurile privind stabilitatea și buna funcționare a fondurilor de pensii se mențin la niveluri reduse, având în vedere mecanismul de implementare și funcționare a sistemului de pensii private din România de tip contribuții definite cu garanții absolute și relative în care unul dintre mecanismele importante de protejare a drepturilor participanților este **separarea activelor administratorilor de activele fondurilor de pensii private**.

### 6.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România

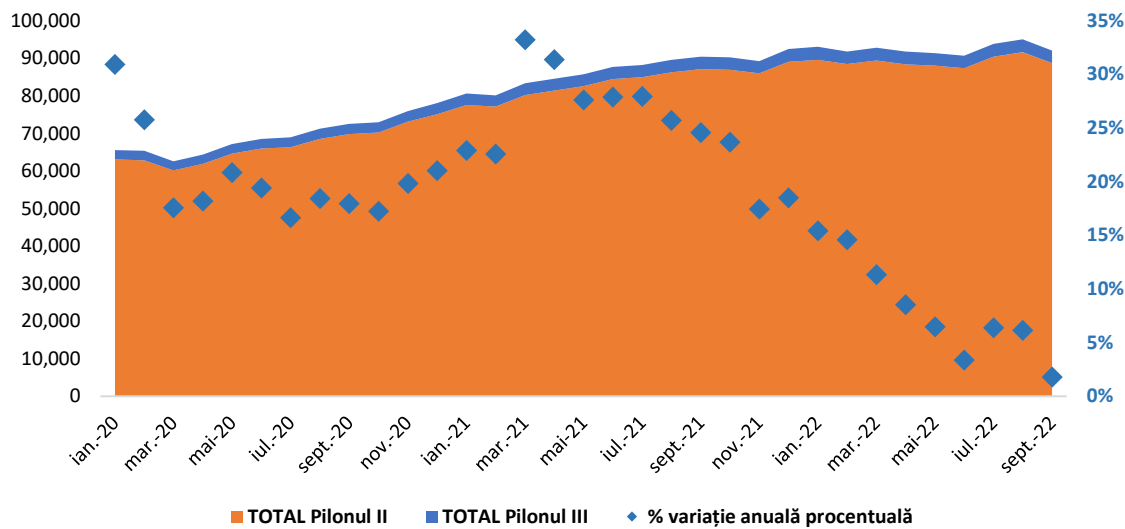
Sistemul de pensii private din România contribuie la dezvoltarea economică pe termen lung și facilitează economisirea pentru asigurarea unui venit suplimentar la pensie.

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 ședința Consiliului ASF din data de 09.02.2022 a fost aprobată cererea BCR PENSII, Societate de Administrare a Fondurilor de Pensii Private SA, de autorizare ca administrator al fondurilor de pensii ocupaționale.

Valoarea activelor totale aflate în administrare, la nivelul întregului sistem de pensii private, a atins la finalul lunii septembrie 2022 nivelul de 92,04 miliarde de lei (18,60 miliarde de euro), cu un număr de 8.512.355 participanți.

În ultimul an, valoarea lunară a fondurilor de pensii a înregistrat creșteri anuale din ce în ce mai diminuate, așa cum rezultă din graficul următor. Cel mai mare impact în diminuarea creșterii activelor fondurilor de pensii private a fost determinat de deprecierea valorii titlurilor de stat aflate în portofoliile fondurilor de pensii. Creșterea generalizată a ratelor dobânzilor a determinat scăderi ale prețurilor titlurilor de stat aflate în portofoliile fondurilor de pensii private, care au contribuit la scăderea valorilor unitare ale activelor nete.

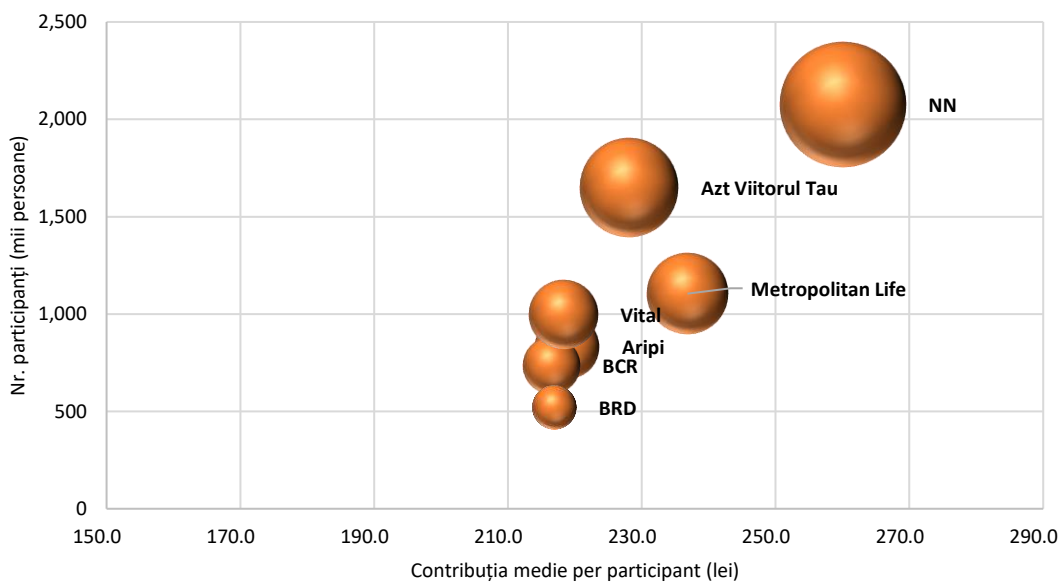
Grafic 103 Activele sistemului de pensii private (miliarde lei)



Sursa: ASF

Piața pensiilor private a rămas cel mai mare segment al pieței financiare nebankare supravegheat de ASF din perspectiva valorii activelor, în semestrul I 2022, deținând aproximativ 7% PIB (PIB calculat ca suma ultimilor 4 trimestre).

Grafic 104 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 septembrie 2022

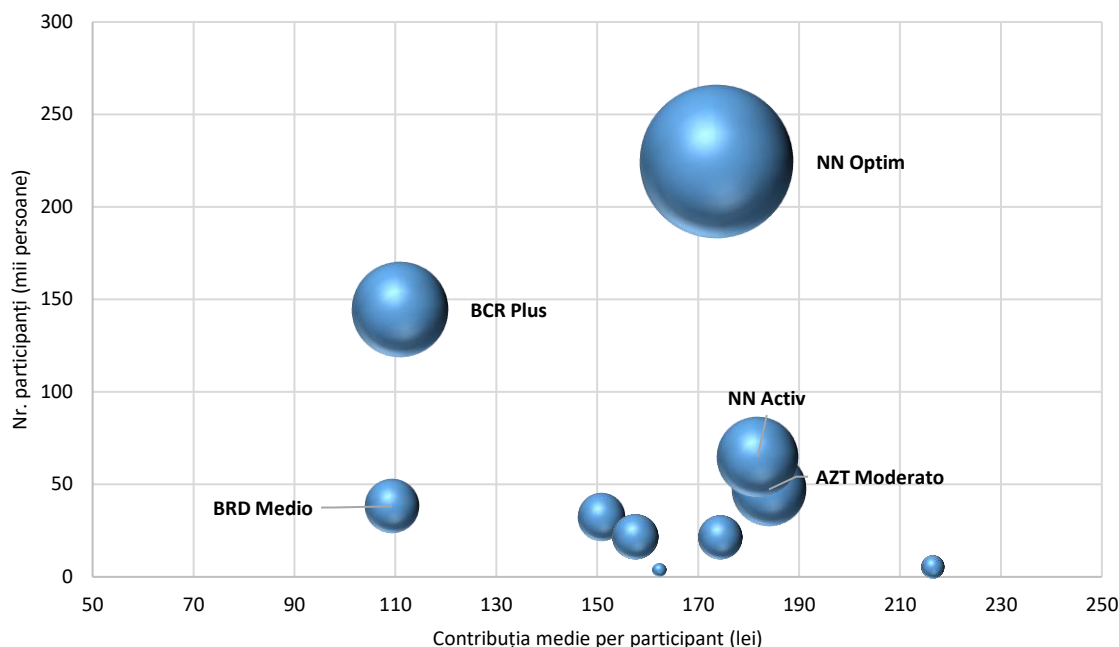


Sursa: ASF

La nivelul fondurilor de pensii administrate privat, contribuția medie a participanților în luna septembrie 2022 a fost de circa 235 lei, înregistrând o creștere de 15% comparativ cu aceeași dată a anului anterior. Fondul de pensii administrate privat cu cea mai mare contribuție medie per participant, dar și cu

cei mai mulți participanți înscriși a fost FPAP NN, având o cotă de piață de aproximativ 34% (calculată după activele nete).

*Grafic 105 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 septembrie 2022*



Sursa: ASF

În ceea ce privește fondurile de pensii facultative, contribuția medie per participant în luna septembrie 2022 a fost de aproximativ 165 lei, în creștere cu 6% comparativ cu luna septembrie a anului 2021. 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 2022, au fost virate în sistemul pensiilor administrate privat contribuții brute în valoare de 8,19 miliarde lei, cu 13% mai mult comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. În Pilonul III au fost virate contribuții brute în valoare de 367 milioane lei în primele trei trimestre ale anului 2022, în creștere cu 25% față de anul 2021.

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 82,0%, Raiffeisen, 13,8%, și BCR, 4,2%.

Piața serviciilor de depozitare pentru fondurile de pensii private prezintă un grad ridicat de concentrare, iar complexitatea și importanța mecanismelor de depozitare pentru buna funcționare a

acestor piețe fac ca riscul de substituție să fie ridicat pentru entitatea cu cea mai mare cotă de piață pe acest segment, respectiv BRD – Groupe Societe Generale. Aceasta nu face însă obiectul supravegherii prudențiale de către ASF, ci de către Banca Națională a României și este deja inclusă în categoria altor instituții de importanță sistemică din România (fiindu-i impus un amortizor suplimentar de capital ca urmare a includerii în această categorie pe baza scorului calculat conform metodologiei armonizate cu ghidul Autorității Bancare Europene).

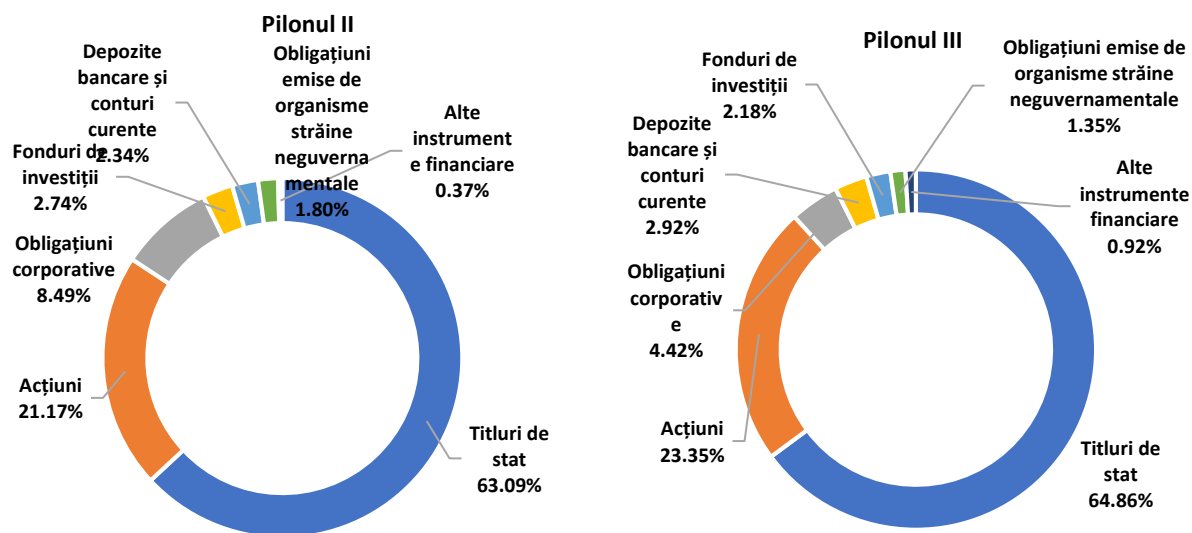
Fondurile de pensii private au un profil de risc scăzut, iar activele mai puțin riscante în care investesc preponderent sunt, în general, indiferent de evoluția pieței, titlurile de stat. Astfel, investițiile fondurilor de pensii private se realizează preponderent în obligațiuni suverane, dar și în companii listate pe piața de capital, care sunt transparente și care respectă guvernanta 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 și securitate a portofoliilor, în folosul participanților, pentru a asigura calitatea, lichiditatea și profitabilitatea activelor.

Cea mai mare pondere în portofoliile fondurilor de pensii private a fost deținută în permanență de instrumentele financiare cu venit fix (în special titluri de stat, urmate de obligațiuni corporative, supranaționale și municipale). Chiar dacă în ultimii ani structura plasamentelor a cunoscut o ușoară diversificare, ponderea instrumentelor cu venit fix depășește 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 2022, un procent de 63% din activele totale ale sistemului erau investite în titluri de stat emise de România.

Încă de la înființarea fondurilor de pensii private, investițiile acestora s-au realizat preponderent în emitenți din România, la finalul lunii septembrie 2022, plasamentele fondurilor de pensii fiind efectuate local în procent de 88%. Majoritatea instrumentelor românești sunt reprezentate de titluri de stat, acțiuni listate la Bursa de Valori București, depozite bancare și obligațiuni corporative.

Grafic 106 Structura activelor fondurilor de pensii private la 30 septembrie 2022



Sursa: ASF

Tabel 30 Investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 30 septembrie 2022

Denumire emitent	Valoare lei	% valoare tranzacționată cu acțiuni
Fondul Proprietatea SA	3.442.006.990	17,60%
OMV Petrom SA	3.333.059.102	17,04%
Banca Transilvania SA	2.972.897.945	15,20%
Romgaz SA	2.453.842.600	12,55%
BRD - Groupe Societe Generale SA	1.318.655.869	6,74%
Nuclearelectrica SA	1.189.237.253	6,08%
Med Life SA	893.365.296	4,57%
Transgaz SA	587.599.948	3,00%
Electrica SA	487.331.904	2,49%
Digi Communications NV	339.768.104	1,74%
Alte companii	2.540.318.651	12,99%
<b>TOTAL</b>	<b>19.558.083.660</b>	<b>100,00%</b>

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 2022, sistemul pensiilor private din România a investit în acțiuni în procent de 21%, iar 87% din acest procent este reprezentat de 10 companii, aflate în topul celor mai tranzacționate companii la pe segmentul principal la BVB.

Tabel 31 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 30 septembrie 2022

Denumire emitent	Valoare lei	% valoare tranzacționată cu obligațiuni corporative
Citigroup Global Markets Holdings Inc	1.379.340.203	11,88%
Banca Comerciala Romana	1.301.318.852	11,21%
Banco Santander SA	1.063.217.770	9,16%
The Goldman Sachs Group INC	1.046.956.067	9,02%
ING Bank NV	795.556.583	6,85%
Raiffeisen Bank SA	637.065.002	5,49%
Citigroup Inc	432.457.029	3,73%
BNP Paribas	355.610.626	3,06%
JPMorgan Chase & Co	105.592.193	0,91%
UniCredit SpA	102.903.014	0,89%
Alte companii	461.506.586	37,79%
<b>TOTAL</b>	<b>7.681.523.925</b>	<b>100,00%</b>

Sursa: ASF

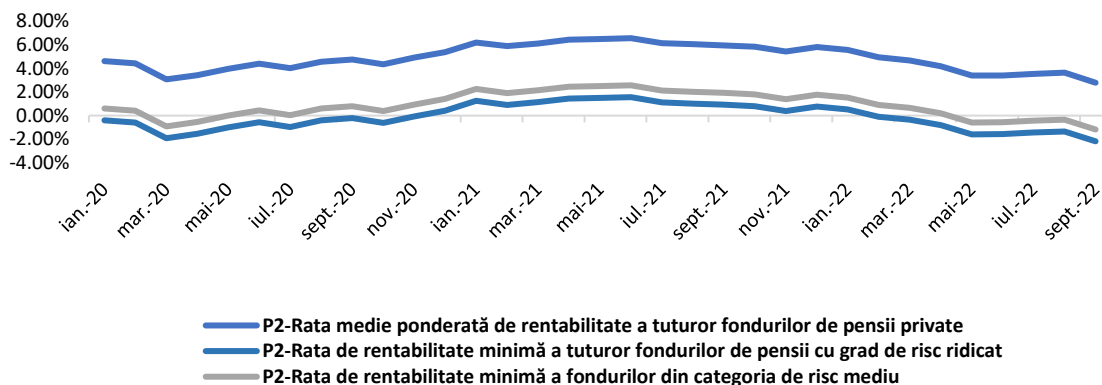
Investițiile fondurilor de pensii în obligațiuni corporative a reprezentat un procent de 8,35% din activele totale ale sistemului de pensii private. Astfel, fondurile de pensii private au investit în obligațiuni corporative emise atât în România, cât și în extern, în mod majoritar, de către grupuri financiare sau bancare. Multe dintre obligațiunile corporative au fost emise în SUA (39%), România (26%) și Spania (14%).

### Randamentele unităților de fond

La 30 septembrie 2022, rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii administrate privat (Pilonul II) a fost de 2,8%, 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 0,9107%, în vreme ce rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu risc mediu a fost de -1,15%.

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.

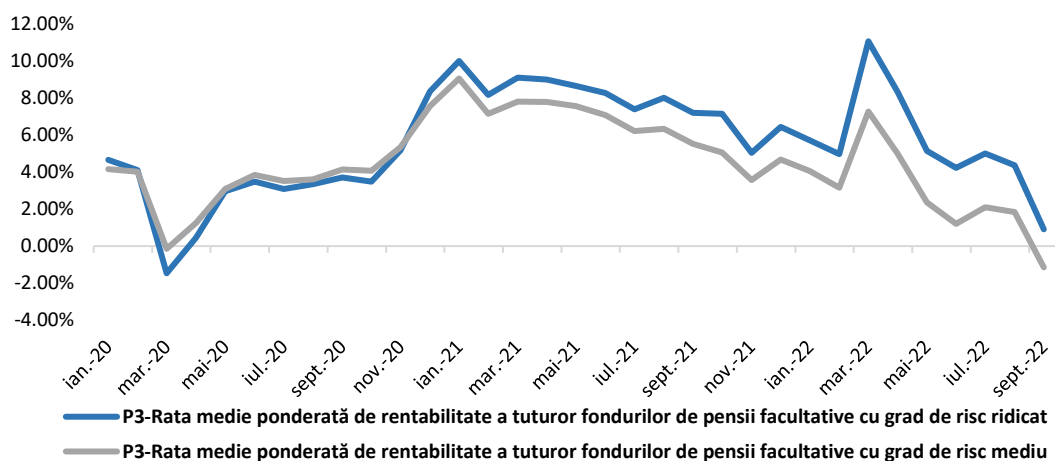
Grafic 107 Evoluția ratelor de rentabilitate a fondurilor de pensii administrate privat



Sursa: ASF

În cazul fondurilor de pensii facultative, ratele medii ponderate pentru ambele categorii de risc (mediu și ridicat) au înregistrat scăderi începând cu cel de-al doilea trimestru al anului 2022.

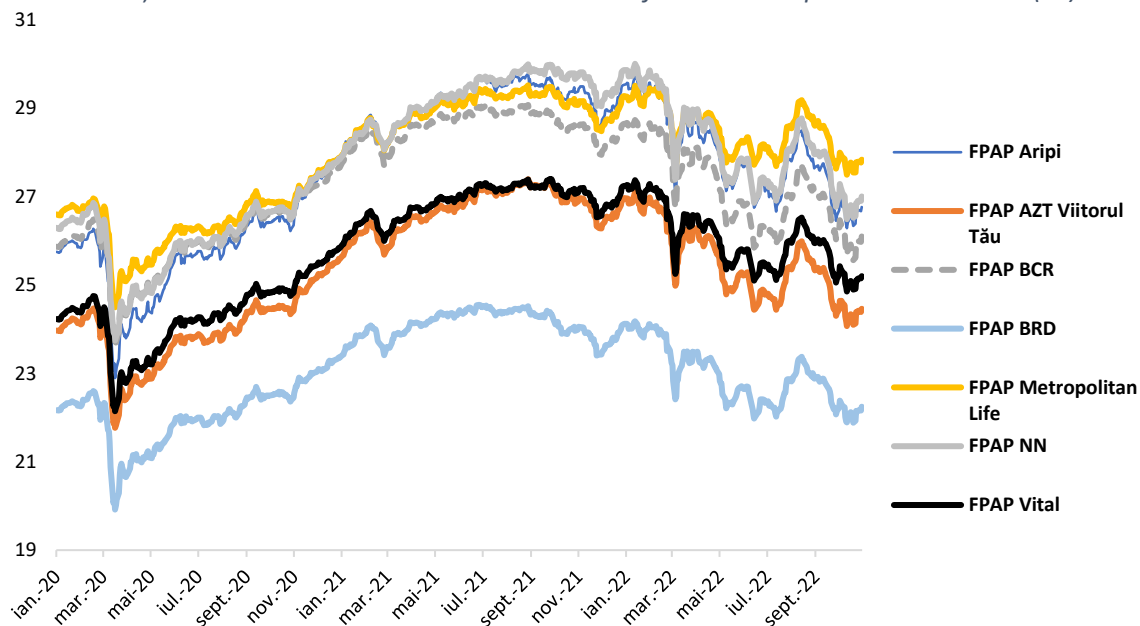
Grafic 108 Evoluția ratelor de rentabilitate a fondurilor de pensii facultative



Sursa: ASF

Valoarea unității de fond (VUAN) este raportul dintre valoarea activului net al fondului de pensii la o anumită dată și numărul total de unități ale fondului la aceeași dată. Creșterea generalizată a ratelor dobânzilor a determinat scăderi ale prețurilor titlurilor de stat aflate în portofoliile fondurilor de pensii private, ceea ce a generat un șoc pe termen scurt respectiv scăderea valorilor unitare ale activelor nete. Șocul a fost unul tranzitoriu, acesta atenuându-se pe măsură ce perspectivele privind continuarea accelerării inflației s-au temperat.

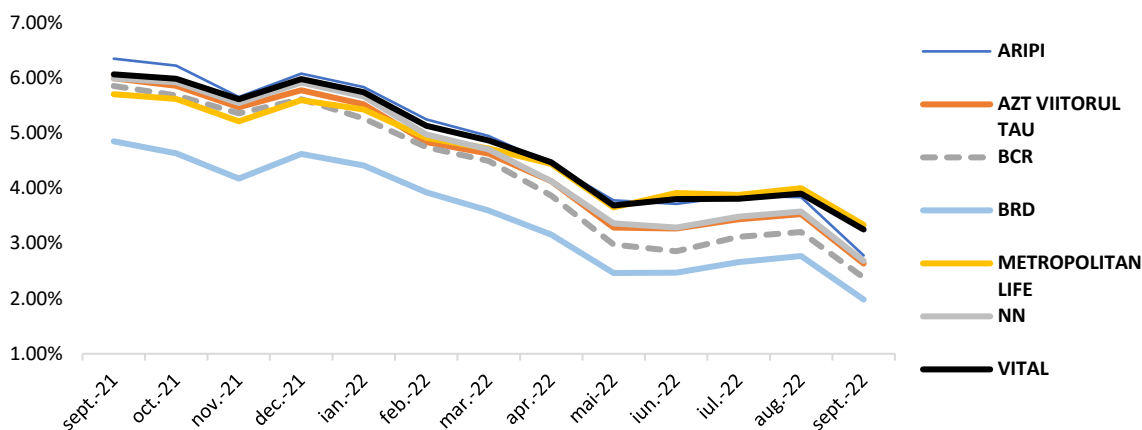
Grafic 109 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei)



Sursa: ASF

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

*Grafic 110 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat*



Sursa: ASF

La finalul lunii septembrie 2022 toate fondurile de pensii administrate privat au înregistrat scăderi ale ratelor de rentabilitate anualizate, comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, pe fondul unui risc de piață crescut și al persistenței ratelor ridicate ale dobânzilor.

Pe termen lung, aferent întregii perioade de funcționare a fondurilor de pensii private, randamentul anualizat<sup>50</sup> al acestora s-a menținut la un nivel ridicat.

*Tabel 32 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la 1 noiembrie 2022*

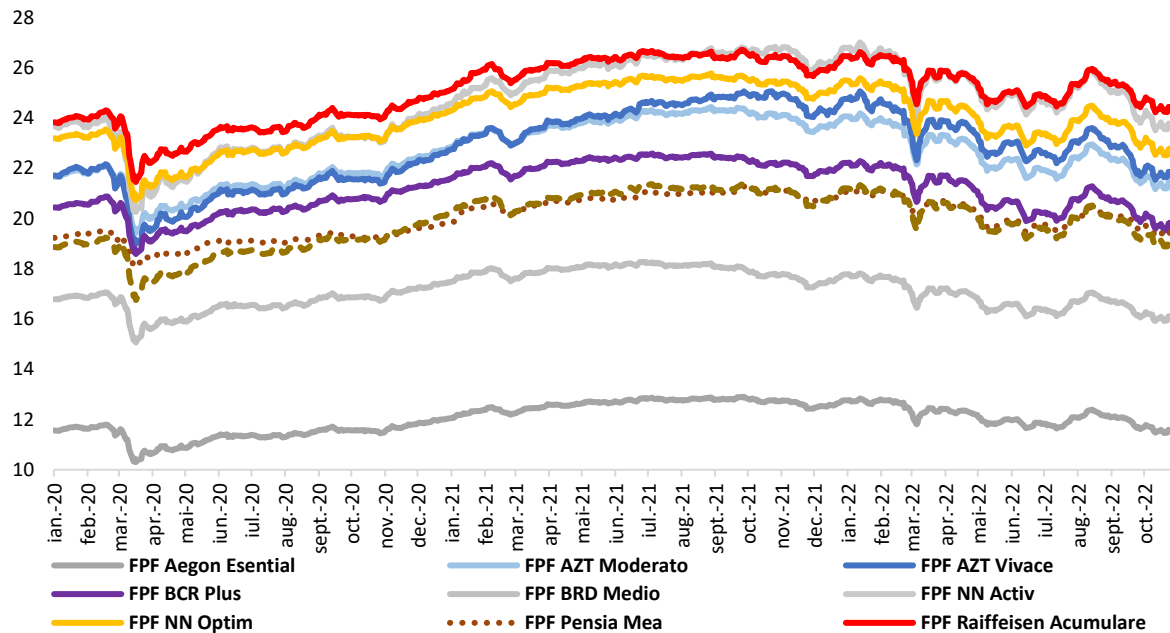
FPAP Aripi	FPAP AZT Viitorul Tău	FPAP BCR	FPAP BRD	FPAP Metropolitan Life	FPAP NN	FPAP Vital
6,95%	6,29%	6,76%	5,61%	7,23%	7,01%	6,51%

Sursa: ASF

Datorită structurii asemănătoare a plasamentelor, evoluția randamentelor unităților de fond aferente fondurilor de pensii facultative din cadrul Pilonului III a urmat 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.

<sup>50</sup> Randamentul anualizat este randamentul mediu anual calculat pe termen lung, de la înființarea sistemului de pensii private până în prezent

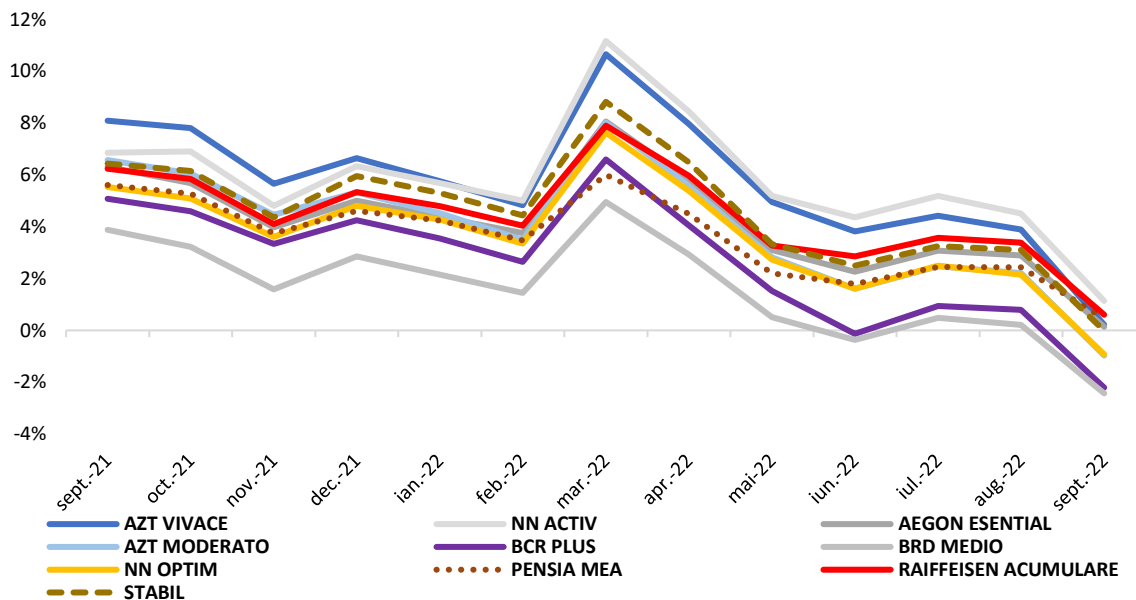
Grafic 111 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III



Sursa: ASF

Rata de rentabilitate a fondurilor de pensii facultative reprezintă rata anualizată a produsului randamentelor zilnice, măsurată pe o perioadă de 24 de luni.

Grafic 112 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative



Sursa: ASF

Toate fondurile de pensii facultative au înregistrat diminuări ale ratelor de rentabilitate anualizate, la finalul lunii septembrie 2022 comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent. Cea mai accentuată scădere a fost înregistrată de FPF BRD Medio, în timp ce FPF NN Activ a avut cea mai mică scădere. Cinci din cele zece fonduri de pensii facultative au înregistrat rate de rentabilitate negative în septembrie 2022.

Și în cazul Pilonului III, randamentul anualizat al VUAN înregistrează valori diminuate.

*Tabel 33 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la 1 noiembrie 2022*

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
2,22%	5,03%	5,19%	4,51%	3,62%	5,72%	5,52%	4,36%	6,39%	4,84%

Sursa: ASF

#### 6.4. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private

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

Piața pensiilor administrate privat înregistrează un grad ridicat de concentrare, primele trei fonduri de pensii totalizând 70% din active la finalul celui de-al treilea trimestru al anului 2022. 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.

Fondurile de pensii private trebuie să opteze la înființare, prin prospect, pentru o categorie de risc, exprimată din punct de vedere al politicii de investiții, în care trebuie să își păstreze încadrarea: risc scăzut, risc mediu și risc ridicat. În general, o categorie de risc scăzut presupune o politică de investiții adversă față de riscuri, cu expuneri mai reduse pe acțiuni și alte instrumente mai volatile. În acest caz, și randamentele așteptate sunt mai reduse, fiind corelate cu nivelul de risc asumat. La polul opus, o categorie de risc ridicat presupune un apetit mai mare pentru acțiuni sau alte plasamente care pot oferi randamente mai mari.

În cadrul Pilonului II toate fondurile de pensii sunt în categoria risc mediu, cu excepția FPAP Aripa (administrat de Generali Societate de Administrare a Fondurilor de Pensii Private SA), care este în

categoria de risc ridicat. În cadrul Pilonului III sunt 8 fonduri de pensii facultative în categoria de risc mediu și două în categoria de risc ridicat (NN Activ administrat de NN Asigurări de Viață SA și AZT Vivace administrat de ALLIANZ-ȚIRIAC PENSII PRIVATE Societate de administrare a fondurilor de pensii private SA).

Riscul de piață reprezintă riscul de pierdere rezultat din fluctuațiile nefavorabile ale ratelor de dobândă, ale cursului de schimb sau alte prețurilor din piață, în general. Apreciem că riscul de piață se menține la un nivel ridicat, ca urmare a creșterii ratelor de dobândă ce au fost determinate de intensificarea presiunilor inflaționiste, dar și de escaladarea tensiunilor dintre Rusia și Ucraina. Luând în considerare procentul semnificativ al obligațiunilor în portofoliile fondurilor de pensii, se evidențiază o scădere a activelor acestora în anul 2022. Având în vedere contextul actual, caracterizat prin persistența unor vulnerabilități și incertitudini macroeconomice și financiare, toate fondurile de pensii private au înregistrat scăderi ale ratelor de rentabilitate anualizate, la finalul lunii septembrie 2022 comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, pe fondul unui risc de piață crescut și al persistenței ratelor ridicate ale dobânzilor.

În ceea ce privește riscul de credit, acesta 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 11%. Fondurilor de pensii private le sunt permise doar investițiile în instrumente cu venit fix ce au calificativul Investment Grade. La finalul lunii septembrie 2022, un procent de peste 63% din activele totale ale sistemului erau investite în titluri de stat emise de România.

Fondurile de pensii private au investit majoritatea activelor în instrumente financiare denominate în monedă locală. Pilonul II și Pilonul III dețin în portofoliu instrumente financiare denominate în euro în procent de 8,65% și, respectiv, 8,74%. Ținând cont de expunerea limitată pe instrumente financiare denominate în valută (din care cea mai mare parte este aferentă unor instrumente denominate în EUR, aproximativ 9% la 30 septembrie 2022), riscul valutar se situează și la finalul primelor nouă luni ale anului 2022 la un nivel foarte redus, fiind limitat prin gestionarea ponderii activelor denominate în valută în totalul activelor și prin utilizarea instrumentelor derivate.

Riscul de lichiditate se află la un nivel nesemnificativ, un procent de 2,36% 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 încă reduse.

Riscul de solvabilitate se menține de asemenea la un nivel scăzut în contextul existenței mai multor mecanisme de protecție a participanților (separarea activelor administratorului și ale fondurilor, constituirea de provizioane tehnice, Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private).

Riscul operațional se află la un nivel redus, administratorii fondurilor de pensii monitorizând/evaluând permanent procesele operaționale pentru a diminua acest risc. În acest sens, este

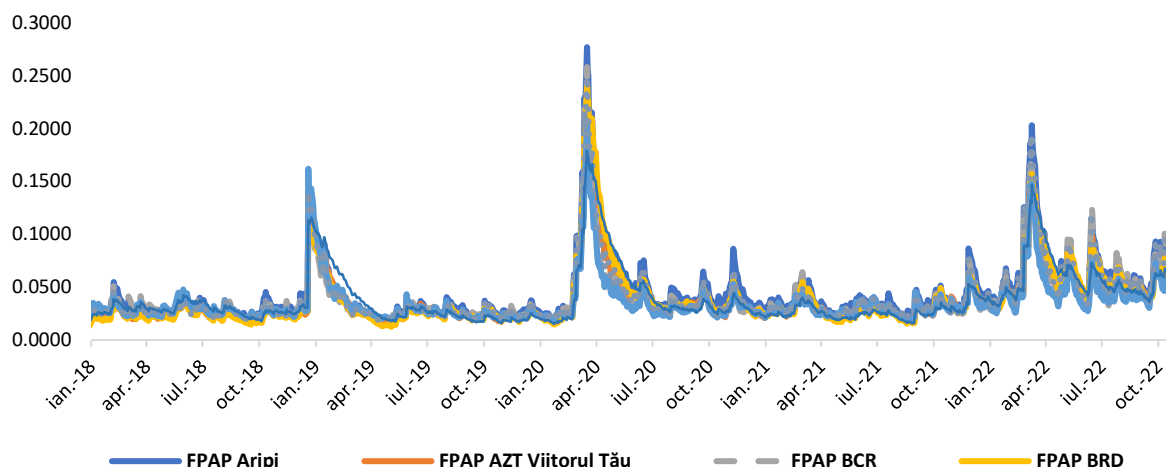
aplicată *Norma ASF nr. 6/2015 privind gestionarea riscurilor operaționale generate de sistemele informatice utilizate de entitățile reglementate, autorizate/avizate și/sau supravegheate de ASF*. Până în acest moment nu au fost raportate atacuri cibernetice asupra industriei fondurilor de pensii.

Totodată, Autoritatea de Supraveghere Financiară a susținut adoptarea de către Guvernul României a *Ordonanței de urgență nr. 174/2022 pentru modificarea și completarea unor acte normative în domeniul pensiilor private*, care aduce modificări *Legii nr. 411/2004 privind fondurile de pensii administrate privat, republicată, cu modificările și completările ulterioare, Legii nr. 204/2006 privind pensiile facultative, cu modificările și completările ulterioare*, precum și *Legii nr. 187/2011 privind înființarea, organizarea și funcționarea Fondului de garantare a drepturilor din sistemul de pensii private*, care au vizat **îmbunătățirea guvernancei corporative, a cadrului investițional și a regimului sancțiunilor**.

Structura sistemului de pensii private din România prevede mai multe mecanisme de protejare a drepturilor participanților, dintre care amintim: segregarea activelor dintre administratori și fonduri, verificări suplimentare și validări de către depozitari, provizioane tehnice constituite de către administratori, cerințe de raportare și transparență sporită, cărora li se adaugă Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private (FGDSPP). Această construcție a pieței împreună cu stadiul evoluției ei, care se află în continuare într-o perioadă de acumulare, determină menținerea unui risc scăzut asupra stabilității FGDSPP.

În trimestrul III al anului 2022, volatilitatea anualizată unităților de fond din Pilonul II a crescut și se situează la un nivel mai ridicat comparativ cu anii anteriori, sistemul de pensii fiind influențat de șocurile generate de piețele financiare europene. Din 2018 până în prezent se evidențiază mai multe episoade de volatilitate ridicată: decembrie 2018, martie 2020 și martie 2022, cel din urmă fiind declanșat de un cumul de factori macroeconomici, dintre care temerile investitorilor cu privire la războiul din Ucraina, creșterea prețurilor energiei, inflația ridicată, perturbarea comerțului internațional etc.

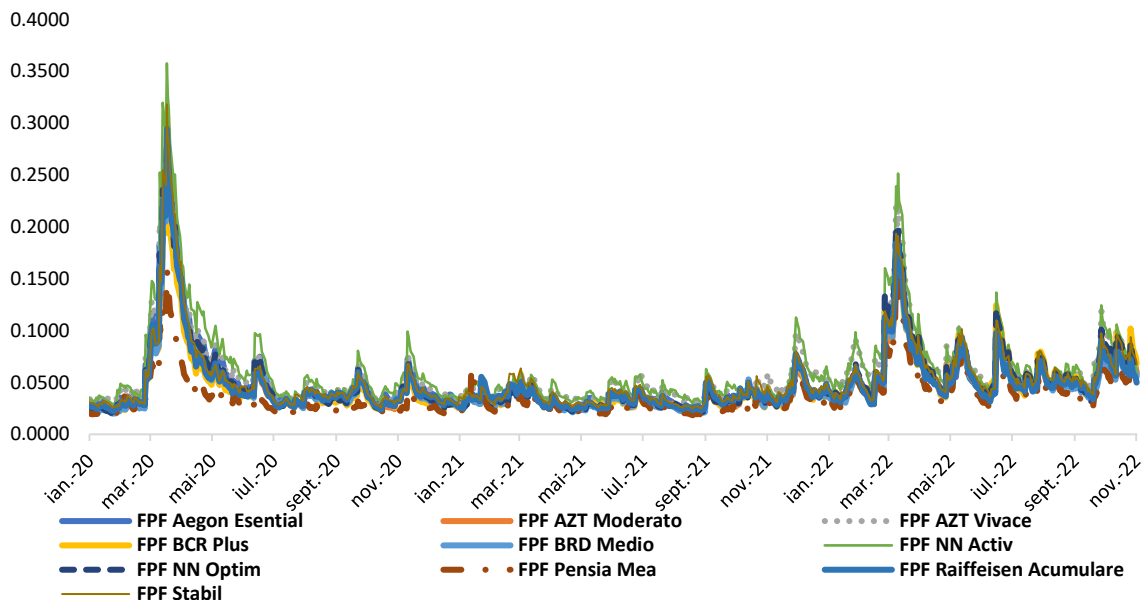
*Grafic 113 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II*



*Sursa: calcule ASF (model Garch)*

Volatilitatea anualizată a unităților de fond din Pilonul III a urmat aceeași tendință înregistrată în cazul Pilonului II.

Grafic 114 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III



Sursa: calcule ASF (model Garch)

### Riscul de conduită

BRD SAFPP a notificat ASF privind **deprecierea situației financiare a societății**, în urma unor suspiciuni de delapidare a fondurilor acesteia, asigurând totodată ASF că vor întreprinde măsuri urgente în vederea remedierii situației generate. Conform celor comunicate **prejudiciul estimat a crescut la 20,5 milioane de lei.**

Toate operațiunile efectuate în mod fraudulos au fost realizate asupra activelor proprii ale administratorului BRD SAFPP, **activele fondurilor de pensii private aflate în administrarea societății BRD SAFPP nefiind afectate, astfel încât interesele participanților nu au fost prejudiciate.**

În acest context, **ASF a dispus BRD SAFPP următoarele măsuri:**

- verificarea activității societății (inclusiv prin declanșarea de controale);
- reevaluarea membrilor structurii de conducere și retragerea, după caz, a aprobărilor membrilor Consiliului de Administrație, precum și a Directorului general al BRD SAFPP;
- acordarea de amenzi contravenționale atât pe societate, cât și pentru membrii Consiliului, pentru Directorul General, pentru persoana care a asigurat conducerea structurii de audit intern și pentru persoana care a asigurat conducerea structurii de control intern;
- sesizarea organelor de cercetare penală și a altor instituții competente;

- impunerea obligației de a raporta săptămânal cu privire la măsurile luate în vederea redresării financiare.

Totodată, ASF a organizat **întâlniri periodice** cu reprezentanții structurii de conducere ai BRD SAFPP în cadrul cărora au fost discutate aspecte ce țin de modul de organizare și funcționare al societății, angajamentul acționarilor de a susține în continuare din punct de vedere financiar societatea și de a adopta toate măsurile care se impun pentru restabilirea situației acesteia, în vederea respectării cerințelor impuse de cadrul legal în vigoare.

**BRD SAFPP a raportat implementarea de măsuri pentru:**

- asigurarea continuității activității contabile;
- încadrarea în prevederile legale în ceea ce privește capitalul social;
- asigurarea personalului necesar funcționării societății, atât din punct de vedere al structurii de conducere cât și al funcțiilor cheie.

Menționăm faptul că la nivelul ASF se desfășoară o **acțiune de monitorizare continuă** a activității BRD SAFPP.

## 7. Cripto-actiue si riscurile acestora pentru stabilitatea financiară

### 7.1. Falimentul FTX

**Piețele de criptoactive nu sunt reglementate de autoritățile de reglementare, fapt ce poate duce la generarea de bule speculative și la creșterea riscului sistemic.** Un eveniment important pe piețele de criptoactive a avut loc pe 11 noiembrie 2022, când FTX, o platforma de tranzacționare de criptoactive, situată pe locul trei la nivel mondial după capitalizare, a intrat în faliment. Un procent din păgubiții FTX, vor primi o parte din bani înapoi, dar nici un investitor nu va fi despăgubit integral. Investitorii FTX din SUA, ai căror bani sunt blocați în platforma FTX, vor trebui să se alăture unei liste a creditorilor, deoarece nu există un fond de garantare pentru clienții industriei criptoactivelor, de aici și dezavantajul lipsei unei reglementări riguroase a industriei.

Valoarea de piață a tuturor criptoactivelor a scăzut de la aproximativ 3 trilioane de dolari în 2021 la 830 de miliarde la sfârșitul anului 2022. Prăbușirea rapidă a valorii pieței de criptoactive arată cât de fragilă este această piață care nu are fundamente economice.

FTX era o platformă de tranzacționare a criptoactivelor, unde investitorii puteau cumpăra și vinde sute de active digitale. Astfel de platforme au crescut în popularitate în ultimii ani, pe măsură ce tot mai multe persoane erau interesate de investirea în criptoactive fără a fi preocupate de riscurile inerente acestora.

FTX și-a început activitatea în 2019 și a ajuns rapid la un nivel de cunoaștere internațională printr-o serie de achiziții de profil înalt, strategii de marketing agresive și comisioane de tranzacționare

reduse. Chiar și cei care nu erau familiarizați cu această tehnologie au fost atrași de FTX, cu promisiunea că se pot obține randamente mult mai bune comparativ cu investițiile în activele tradiționale. În această platformă, au investit companii mari de administrare de portofolii, fonduri de pensii care au plasat peste 2 miliarde de dolari, fapt ce a crescut încrederea investitorilor și implicat la atragerea de sume și mai mari investite.

Sam Bankman-Fried, fondatorul FTX, în vârstă de 30 de ani, a devenit imaginea companiei și în general imaginea piețelor de crypto-active. Marketingul și sponsorizările importante a unor sporturi din America, au făcut din FTX o platformă renumită.

În termenii și condițiile pe care FTX se presupunea că le respectă, era stipulată condiția că FTX nu va împrumuta activele clienților pentru divizia sa de tranzacționare. Cu toate acestea, investigațiile derulate până în prezent (ianuarie 2023) arată că 8 din cele 14 miliarde de dolari, au fost împrumutate către Alameda Research, o companie de tranzacționare a cryptoactivelor deținută tot de fondatorul FTX, Sam Bankman-Fried. Bani investitorilor erau folosiți de către Alameda pentru a face investiții riscante.

CoinDesk, un site de știri important pentru mediul cryptoactivelor, a raportat despre bilanțul Alameda că este plin de nereguli. Acesta arată faptul că Alameda, avea împrumuturi în valoare de 8 miliarde de dolari și că activele sale constau în mare parte din token-uri create brusc de FTX. Combinând cele două bilanțuri ale companiilor lui Sam Bankman-Fried, arată că, înainte ca lucrurile să se deterioreze, societățile lui Bankman-Fried au primit depozite de aproximativ 14 miliarde de dolari, au împrumutat 8 miliarde de dolari și au strâns aproape 2 miliarde de dolari din capitalul propriu de la investitori. Societățile sale au returnat 5 miliarde de dolari celor care și-au retras investițiile la momentul oportun și se estimează faptul că au dețineri de aproximativ 5,7 miliarde de dolari în investiții de capital și de risc, plus 1 miliard de dolari în numerar. Acest lucru înseamnă o pierdere estimată între 4 și 12 miliarde de dolari, în funcție de cât de mult din datoria Alameda este către FTX.

Problema a luat amploare deoarece Alameda deținea 8 miliarde de dolari în fonduri ale clienților aparținând FTX. Bankman-Fried a susținut că Alameda deținea aceste fonduri ale clienților FTX pentru că primise numerar de la aceștia înainte ca bursa să aibă propriul cont bancar. Mai mulți clienți ai FTX au declarat că au transferat bani către Alameda, bani care ulterior urmau să fie folosiți pe bursă. Activele Alameda includeau investiții mari în capital de risc și token-uri criptografice care nu puteau fi transformate rapid în numerar.

CEO-ul FTX, le-a mărturisit foștilor angajați că împrumuturile excesive acordate firmei Alameda, propria sa companie de tranzacționare, a dus la dispariția FTX, acesta insistând și că nu avea cunoștință de cauză asupra pozițiilor cu efect de levier luate de către investitori. Această practică a dus la o criză de lichiditate ce s-a amplificat și care nu a mai putut fi acoperită, deoarece împrumutul de 2 miliarde de dolari, s-a transformat în 8 miliarde de dolari, iar activele ce susțineau împrumutul s-au prăbușit.

Această prăbușire a activelor s-a declanșat în momentul în care investitorii au aflat că platforma de tranzacționare are clar probleme și au început să își retragă banii masiv. Astfel, investitorii FTX au vrut să retragă 5 miliarde de dolari, iar platforma avea active vandabile de doar 900 de milioane de dolari.

Acest lucru a făcut posibilă prăbușirea platformei FTX. Sam Bankman-Fried a fost arestat în decembrie 2022 pentru fraudă împreună cu alte persoane cu funcții de conducere din Alameda.

După falimentul FTX, Changpeng Zhao șeful platformei de tranzacționare rivale, Binance a anunțat că Binance își va lichida participațiile de FTT, fapt ce a precipitat situația platformei FTX. Binance s-a oferit apoi să vină în ajutor, dar a renunțat rapid după ce a analizat situațiile financiare ale FTX.

Ritmul evenimentelor s-a accelerat după această veste, iar CEO-ul Bankman-Fried a făcut apel la investitorii care cumpăraseră FTX să salveze platforma. Sequoia, un fond de investiții, a redus la zero valoare investițiilor în platformă.

Spre deosebire de bursele tradiționale, care nu fac decât să pună în legătură cumpărătorii cu vânzătorii, bursele de cryptoactive dețin de obicei activele clienților pentru perioade lungi de timp, pentru a facilita tranzacțiile. Cu toate acestea, practica folosită îi lasă pe utilizatori vulnerabili în cazul în care bursa însăși are probleme.

Bursele de cryptoactive, precum FTX, ar trebui să fie reglementate mai strict înainte de a deveni un *risc pentru sistemul financiar*, a avertizat un înalt oficial al Băncii Angliei. Într-un discurs susținut de către viceguvernatorul adjunct al Băncii Angliei, Sir Jon Cunliffe, acesta a declarat că ***bursele de active digitale au creat riscuri pentru piața engleză prin realizarea de tranzacții care înglobează tranzacționarea, creditarea, compensarea și custodia activelor clienților***. Trebuie subliniat faptul că pentru tranzacțiile realizate pe piețele financiare reglementate se menține o separare atentă între aceste roluri diferite pentru a se proteja împotriva riscurilor.

Dependența mare a FTX și a societății de tranzacționare, Alameda de propriul token FTT al platformei a fost un factor-cheie în prăbușirea lor. Orice companie care își acceptă propriul activ criptografic neacoperit ca garanție pentru împrumuturi și plăți în marjă, așa cum există indicii că a fost în cazul FTX, creează un risc mare.

**Piețele criptografice nu au încă legături strânse cu piețele financiare tradiționale care să amenințe stabilitatea financiară la nivel global**, dar autoritățile de reglementare trebuie să protejeze consumatorii. Reglementările sunt necesare cât mai repede cu putință înainte ca piața crypto să fie și mai mare și interconectată pentru a dezvolta cadrele de reglementare necesare pentru a preveni un șoc crypto care ar putea avea un impact destabilizator mult mai mare. Eșecul FTX a provocat apeluri din partea celor implicați în industria crypto să se îndepărteze de bursele centralizate și să se orienteze către protocoale financiare descentralizate, în care tranzacțiile și împrumuturile sunt gestionate automat de programe informatice.

**Recentele evoluții de pe piețele criptografice generează îndoieli cu privire la faptul că aceste protocoale sunt cu adevărat descentralizate în practică.**

Eșecul brusc al FTX, considerat până de curând unul dintre cele mai responsabile locuri de tranzacționare de cryptoactive, a pus presiune asupra altor burse digitale. Există multe linii neclare dintre diferitele roluri jucate de locurile de tranzacționare criptografice care vor fi aduse în centrul atenției autorităților de reglementare, împreună cu necesitatea transparenței în ceea ce privește structurile corporative, guvernanta și auditul.

După falimentul FTX, întrebarea care se pune la momentul actual este dacă crypto-actele pot fi vreodată utile. Promisiunea FTX, a fost aceea de creare a unei tehnologii care ar putea face intermedierea financiară mai rapidă, mai ieftină și mai eficientă, deoarece tehnologia blockchain este construită pe o rețea de calculatoare, ceea ce face ca tranzacțiile să fie în teorie transparente și de încredere. Fiecare nou eșec în această industrie, scade dramatic încrederea investitorilor.

Deși blockchain-ul a fost conceput în mod explicit pentru a scăpa de reglementare, aceste principii justifică reglementarea instituțiilor care se asigură de bunul mers al industriei. O măsură evidentă este aceea de a cere burselor digitale să acopere depozitele clienților cu active lichide. Un al doilea pas este reprezentat de normele de divulgare a informațiilor, care să dezvăluie dacă, de exemplu, un împrumut cu garanții dubioase sau fără garanții a fost acordat propriului departament de tranzacționare al bursei.

Monedele stabile (*stablecoin*) au la bază tehnologia blockchain și sunt stabilite la cursul de schimb al dolarului american. În general, acestea servesc drept monede vehicul pentru tranzacționarea cryptoactivelor datorită reducerii costurilor de intermediere prin operarea pe blockchain. Componenta monedelor stabile are la bază active precum numerar, titluri de trezorerie și obligațiuni corporative, dar transparența totală a structurii acestora este neclară, deoarece nu este cunoscută alocarea pe active din cadrul crypto-actelei. Așa cum a fost arătat într-o analiză anterioară din *Raportul de Stabilitate Financiară (1/2022)*<sup>51</sup>, monedele stabile sunt inerent la fel de riscante. Lipsa reglementărilor de pe piața cryptoactivelor a condus și la multiple falimente în 2022:

- platforma de crypto-împrumuturi Celsius, care s-a prăbușit,
- Falimentul monedei stabile Terra
- Falimentul fondului crypto Three Arrows Capital
- Falimentul FTX

Pașii de urmat în reglementarea cryptoactivelor ar trebui să asigure că: 1) furtul și fraudă sunt reduse la minimum, ca în cazul oricărei activități financiare, 2) sistemul financiar tradițional trebuie protejat de eșecuri ale industriei.

**La 14 ani de la inventarea blockchain-ului Bitcoin, nici una din promisiuni inițiale de decentralizare a finanțelor nu au fost realizate.** Cantități uriașe de bani, timp, talent și energie au fost folosite pentru a construi burse digitale de tranzacționare care au mai multe lucruri în comun cu jocurile și cazinourile virtuale decât cu piețele financiare.

## 7.2 Tendințe, riscuri și vulnerabilități ale cryptoactivelor

Potrivit raportului publicat de către *Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe* (ESMA), crypto-actele și piețele financiare tradiționale sunt considerate, în continuare, două sisteme separate. Cu toate acestea, s-a observat că este posibilă transmiterea șocurilor între cele două din cauza existenței unei conexiuni, care se preconizează să crească în perioada următoare.

---

<sup>51</sup> Capitolul 9 – Piețele de active crypto și stabilitatea financiară

Pentru rezumarea surselor de risc și a canalelor potențiale de transmitere către sistemul financiar tradițional, a fost utilizat un cadru care evaluează riscurile pe cinci dimensiuni:

- lichiditate
- piață
- credit
- contagiune
- operațional.

Riscul de contagiune a fost împărțit în risc de contagiune internă, respectiv risc de contagiune externă, care se referă la transmiterea șocurilor dinspre piața crypto-activelor către sistemul financiar tradițional.

Evaluarea riscurilor a fost realizată pe patru componente majore ale pieței cryptoactivelor:

- Cryptoactive fără acoperire;
- Cryptoactive garantate;
- Furnizorii de servicii de cryptoactive;
- Finanțe descentralizate.

*Tabel 34 Evaluarea riscurilor pieței de cryptoactive*

	Nivel	Perspectiva
Riscurile de lichiditate		
Riscurile de piață		
Riscurile de credit		
Riscurile de contagiune internă		
Riscurile de contagiune externă		
Riscurile operaționale		

*Sursa: ESMA, Raportul privind trendurile, riscurile și vulnerabilitățile crypto-activelor (Octombrie 2022)*

Riscul de lichiditate reprezintă absența standardelor minime pentru furnizarea de lichiditate la bursele centralizate sau DEX-uri. Întrucât, în acest moment nu există vreun motiv care să conducă la ideea că lichiditatea actuală se va deteriora sau se va îmbunătăți, se menține o perspectivă stabilă.

În ceea ce privește riscul de piață, se ia în considerare valoarea și concentrarea lichidității în anumite crypto-active. Deși s-a observat o reducere a efectului de levier în piața crypto-activelor, analiștii continuă să asigneze un grad ridicat acestui risc, cu o perspectivă stabilă pe termen scurt.

**Riscul de credit** a apărut odată cu condiția implicită de pseudonim în tehnologia blockchain, astfel fiind împiedicată evaluarea adecvată a riscului de contrapartidă. Din acest motiv, se consideră că riscul de credit are un grad mediu-ridicat, cu o perspectivă negativă.

**Riscul de contagiune internă** a apărut ca urmare a falimentului mai multor platforme mari DeFi. Aceste evenimente au coincis și cu o scădere generală a pieței de aproximativ 50%. În plus, cripto-actele și intermediarii cu o importanță mai mare pe piață și interconectările din cadrul sistemului de criptoactive, determină un nivel ridicat de risc.

În ceea ce privește **riscul de contagiune externă**, nu s-au identificat semne de risc pe piețe, de aceea se consideră că este încă un risc scăzut. Totuși, experții afirmă că situația rămâne incertă, deoarece există mai multe canale de transmitere a șocurilor, iar piețele continuă să evolueze rapid, ceea ce obligă autoritățile competente să găsească mecanisme de limitare a riscurilor nou apărute. Așadar, se așteaptă ca riscul de contagiune să crească rapid.

**Riscul operațional** prezintă un grad ridicat din cauza vulnerabilităților inerente aferente tehnologiei blockchain și DeFi.

Cripto-actele implică numeroase riscuri care pot deveni semnificative în viitor pentru stabilitatea financiară. Până în prezent, instabilitatea de pe această piață nu s-a transmis pe piețele financiare tradiționale sau economia reală. Însă, modul în care sunt controlate riscurile actuale și viteza cu care se vor dezvolta conexiunile dintre cele două piețe pot determina apariția efectelor de contagiune. Chiar dacă aceste amenințări nu s-au concretizat până în acest moment, cauzele acestora pot fi utilizate în elaborarea unui cadru adecvat de reglementare.

**Prăbușirea FTX a impus o mai mare urgență în reglementarea sectorului cripto, iar țintirea unor astfel de platforme "conglomerate" va fi în centrul atenției în 2023**, a declarat într-un interviu noul președinte al IOSCO, Jean-Paul Servais. Acesta a precizat că reglementarea platformelor cripto s-ar putea baza pe principii din alte sectoare care gestionează conflictele de interese, cum ar fi agențiile de rating de credit, fără a fi nevoie să se pornească de la zero.

### 7.3. Cripto-actele: fapte stilizate

Bitcoin a fost creat pentru a depăși sistemul monetar și financiar existent, ca un sistem alternativ de plată. În practică **Bitcoin este rar folosit pentru tranzacții legale. Tranzacțiile Bitcoin reale sunt greoaie, lente și costisitoare. 85% din companiile care au aplicat la registrul FCA nu au trecut testul de prevenire a spălării banilor.**

Inițial Bitcoin a fost comercializat ca o monedă digitală descentralizată la nivel mondial. În realitate **Bitcoin nu este potrivit ca investiție. Cripto-actele nu generează fluxuri de numerar precum proprietățile imobiliare sau dividende precum acțiunile, nu poate fi utilizat în mod productiv precum mărfurile și nu oferă beneficii sociale precum aurul.**

Bitcoin a fost inițial promovat ca o investiție pe termen lung și a fost considerat cea mai bună asigurare la riscurile politice și macroeconomice. În realitate **volatilitatea extremă, lipsa standardelor de guvernare corporativă, abuzul de piață, lipsa oricărui tip de colateral, indică că cripto-actele nu sunt**

**instrumente adecvate pentru investiții.** În plus crypto-actele sunt dependente de ciclul economic. Debutul politicii de întărire cantitativă începută în 2022 a condus la stoparea creșterii acestora și implicit la falimentele de pe piață crypto din 2022. Acest lucru arată că **crypto-actele răspund la șocurile de politica monetară și se bazează doar pe influxul de bani și de noi utilizatori.** Deoarece schemele speculative Ponzi se bazează pe influxurile de numerar nou, se poate argumenta că deși crypto-actele nu sunt inerent scheme Ponzi, ele se pot transforma în acestea.

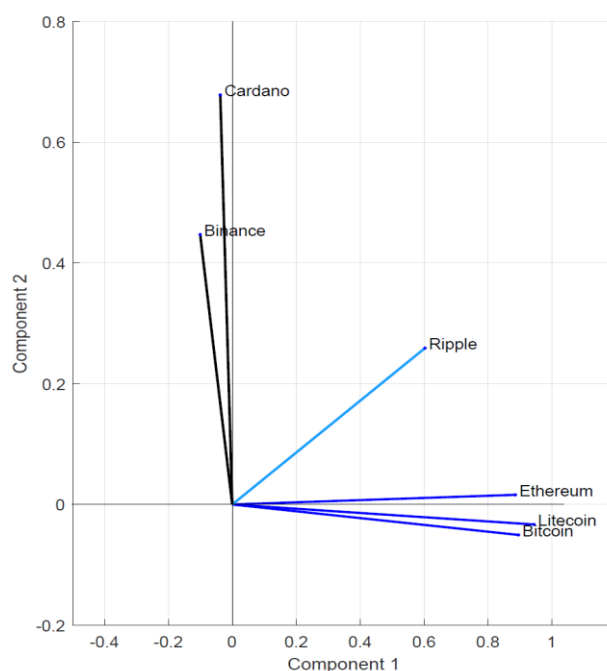
Din punct de vedere al impactului asupra mediului înconjurător, estimările indică că mineritul de cryptoactive consumă anual cantități foarte mari de energie electrică. În al doilea rând sunt produse cantități foarte mari de deșeuri hardware. Întreg **sistem de tranzacții cu cryptoactive generează foarte multe deșeuri electronice.**

#### 7.4. Crypto-actele și generarea de bule speculative

În timp ce Bitcoin este cel mai cunoscută crypto-activ, există peste o mie de cryptoactive în circulație. Crypto-actele au fost selectate după mărimea capitalizării pentru perioada ianuarie 2018-decembrie 2022. Dat fiind corelația ridicată dintre crypto-actele selectate, a fost utilizat un model factorial de analiză pentru care a fost calculată o rotație *promax* a factorilor. Modelul factorial de analiză permite extragerea unor factori statistici care pot explica dinamica cryptoactivelor.

Rezultatele obținute indică că Ethereum, Litecoin și Bitcoin au o dinamică foarte apropiată, în timp ce Cardano și Binance sunt mai bine explicate de al doilea factor statistic. Primul factor explică 64% din variația crypto-activelor selectate, în timp ce al doilea factor doar 12%. Alte variabile precum aurul, indexul USD, prețul petrolului sau indicele VIX nu sunt variabile explicative pentru evoluția crypto-activelor.

*Grafic 115 Model factorial pentru principalele crypto-actele*



**Corelația ridicată a primei componente principale cu evoluția Bitcoin, sugerează că dinamica Bitcoin este un factor cheie pentru evoluția celorlalte criptoactive.** Creșterea primei componente principale indică creșterea gradului de interdependență dintre criptoactive. Unele criptoactive sunt în proporție mai mare influențate de evoluția pieței: Bitcoin în proporție de 24%, Ethereum (19,9%), Litecoin (14,2%), Ripple (40%), Binance (82,8%), Cardano (59%).

Pentru că **dinamica Bitcoin explică cel mai bine dinamica celorlalte criptoactive**, va fi analizată în continuare dinamica Bitcoin în perioada ianuarie 2012 – decembrie 2022. În primul grafic este prezentată dinamica Bitcoin în perioada 2012-2018 iar în doilea grafic pentru 2018-2022.

Prețul Bitcoin este reprezentat grafic cu o linie roșie, iar logaritmul prețului este cu albastru și este reprezentat pe axa dreapta. Se poate observa că logaritmul prețului Bitcoin a înregistrat în ambele perioade o tendință de creștere exponențială. Rezultatele sunt incluse în grafic și indică modalitatea de formare a bulelor speculative în prețul Bitcoin.

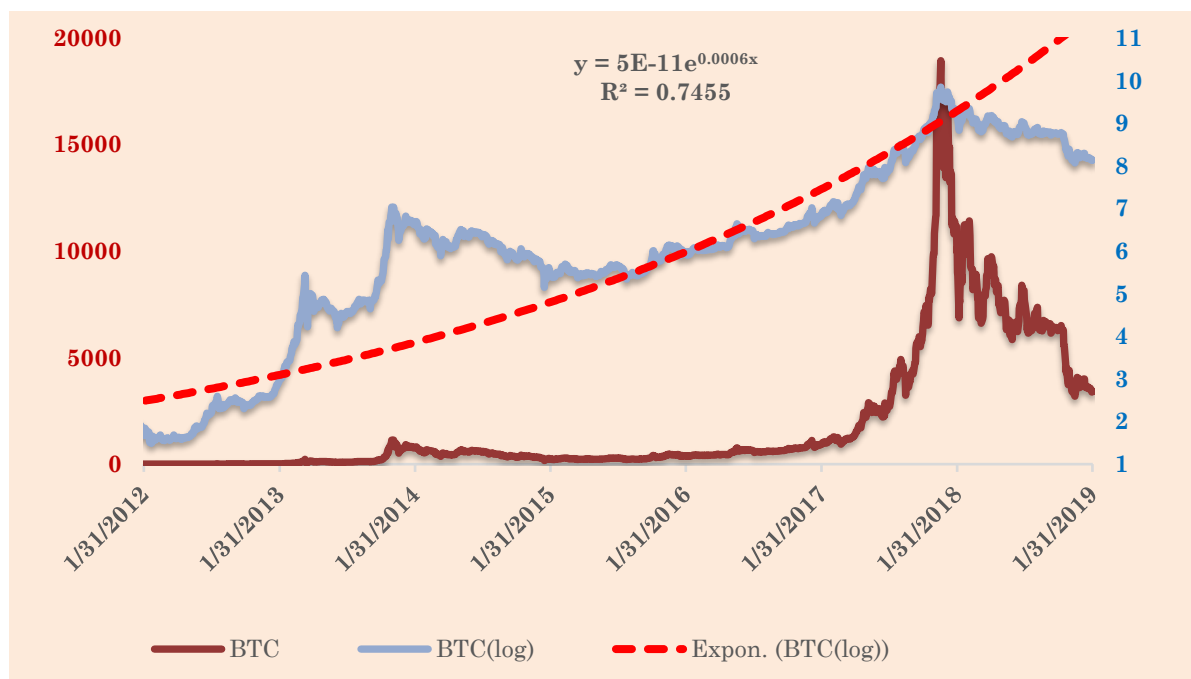
Deoarece o **creștere exponențială<sup>52</sup> a prețului unui activ conduce implicit de la un punct la atingerea unei limite de creștere**, rezultă că dinamica prețurilor criptoactivelor conduce implicit la generarea de bule speculative. În capitolul 3 din Raportul de Stabilitate Financiară (2/2022) bulele speculative au fost împărțite în două categorii: a) bule raționale b) bule iraționale.

Dinamica cripto-activelor și bulele speculative generate de acestea se încadrează la categoria de bule iraționale în condițiile în care valoarea intrinsecă a criptoactivelor este zero iar dinamica prețurilor se bazează doar pe șocuri stocastice.

---

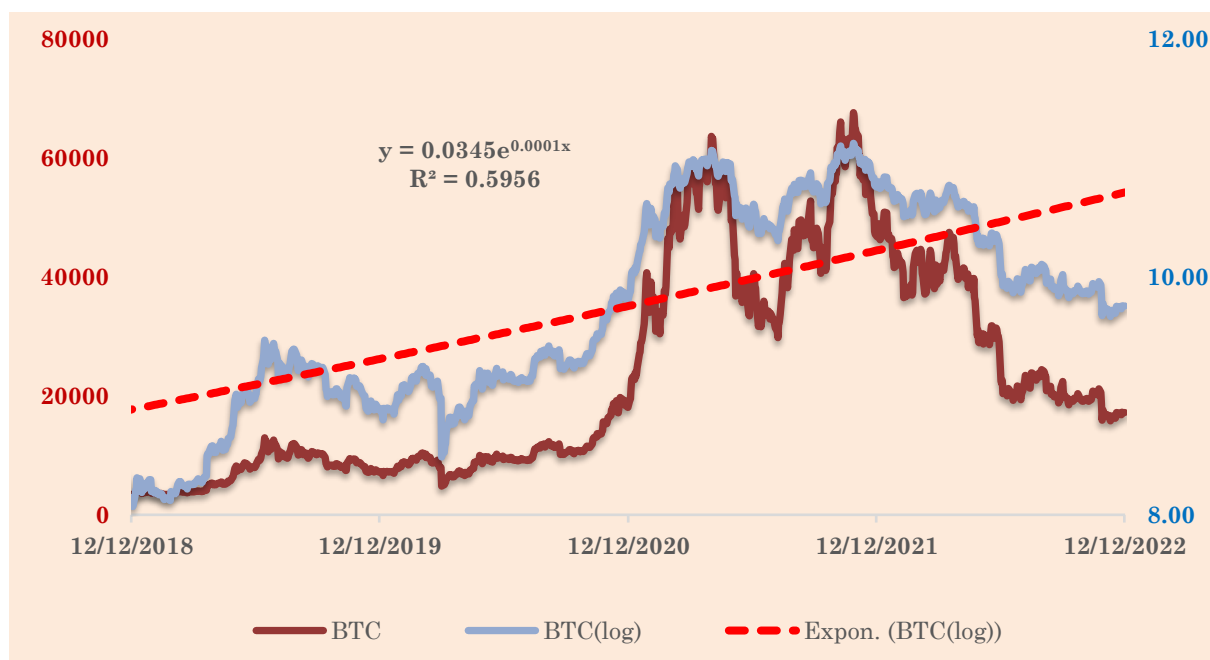
<sup>52</sup> [Exponential growth - Wikipedia](#)

Grafic 116 Dinamica prețului Bitcoin (2012-2018)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Grafic 117 Dinamica prețului Bitcoin (2018-2022)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Rezultate recente din literatura academică<sup>53</sup> arată că factorii determinanți ai prețului Bitcoin sunt:

- **Prețul Bitcoin este asociat cu o creștere semnificativă a numărului de noi utilizatori**, adică intrarea de noi investitori. Această corelație pozitivă rămâne robustă chiar și atunci când sunt controlați alți factori potențiali, precum condițiile generale ale pieței financiare, incertitudinea sau caracteristicile țării. Din acest punct de vedere prețul de formare a criptoactivelor este similar unei scheme piramidale Ponzi. **Deși crypto-actele nu sunt inerent scheme Ponzi, ele se pot transforma în scheme piramidale mai ales în condițiile în care nu piețele de criptoactive nu sunt reglementate și sunt supuse abuzului de piață.**
- 40% dintre utilizatori sunt bărbați sub 35 de ani.
- Utilizatorii sunt atrași de **creșterea prețurilor Bitcoin** mai degrabă decât de aversiunea față de sistemul financiar tradițional sau de căutarea unui active cu un randament mai bun.
- Analiza datelor blockchain arată că, în timp ce prețurile creșteau și utilizatorii de retail cumpărau Bitcoin, cei mai mari deținători vindeau, obținând profit pe seama utilizatorilor de retail. Rezultatele arată că investitorii de retail nu sunt pe deplin informați cu privire la riscul activelor crypto.
- După cum au arătat clar evenimentele recente, creșterea ratelor dobânzilor și alte șocuri au condus la o scădere persistentă a prețurilor, pe măsură ce dinamica care a impulsionat piața trece în sens invers.

Numărul de utilizatori ai aplicației răspunde puternic la un șoc în prețul Bitcoin. **În cazul unei creșteri de 15% a prețurilor Bitcoin** (corespunzătoare unui șoc de 1 abatere standard), numărul de utilizatori de aplicații de schimburi de crypto-active crește cu 3% la impact și continuă să crească semnificativ timp de șapte luni după șoc.

---

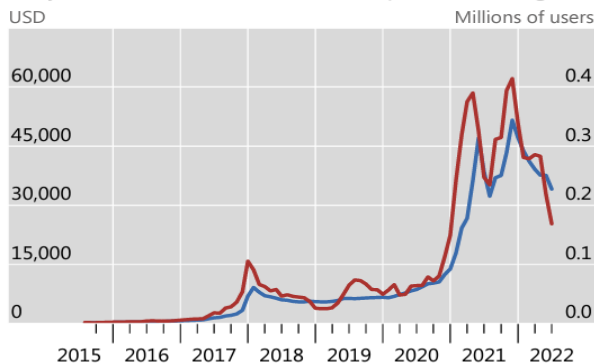
<sup>53</sup> Auer, Raphael, et al. *Crypto trading and Bitcoin prices: evidence from a new database of retail adoption*. No. 1049. Bank for International Settlements, 2022.

Grafic 118 Funcția de impuls răspuns în cazul creșterii prețului Bitcoin

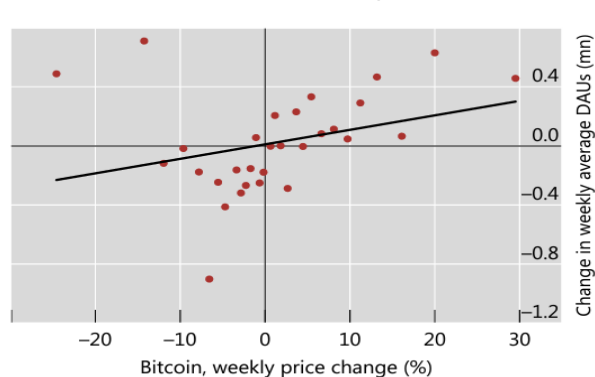
### Chained to speculation? New users enter as the Bitcoin price rises

Graph 7

Daily active users increase as Bitcoin price trends higher



Inflows of users are correlated with price increases<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Cross-country monthly average of daily active users. Calculated on a sample of more than 200 crypto-exchange apps over 95 countries. <sup>2</sup> The graph shows a binned scatterplot.

Sources: CryptoCompare; Sensor Tower; authors' calculations.

Sursa: Auer, Raphael, et al (2022)

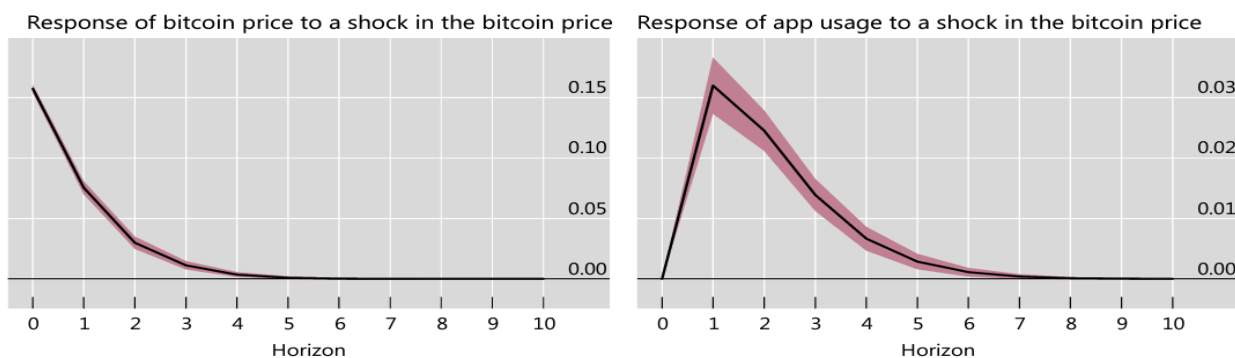
O creștere de 12% a numărului de utilizatori de aplicații de crypto-active (corespunzătoare unui șoc de 1 deviație standard) crește imediat prețul Bitcoin cu 6%. Efectul continuă să fie semnificativ timp de o lună, cu o creștere suplimentară de 1,5% a prețului Bitcoin. Acesta dispare după două luni.

Grafic 119 Funcția de impuls răspuns în cazul creșterii numărului de utilizatori

### Impulse response functions to Bitcoin price and number of crypto exchange users

Graph 11

(A) Shock in bitcoin prices



Sursa: Auer, Raphael, et al (2022)

## Listă tabele

<i>Tabel 1 Proiecții BCE pentru IAPC (decembrie 2022)</i> .....	12
<i>Tabel 2 Previziuni ale creșterii economice</i> .....	16
<i>Tabel 3 Tabloul riscurilor pe piețele de valori mobiliare</i> .....	27
<i>Tabel 4 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, octombrie 2022</i> .....	32
<i>Tabel 5 Tabloul riscurilor din perspectiva stabilității financiare conform evaluărilor ASF</i> .....	34
<i>Tabel 6 Contagiunea primită și transmisă în randamentele titlurilor de stat (10 ani)</i> .....	44
<i>Tabel 7 Randamentele burselor de acțiuni la 30 decembrie 2022</i> .....	53
<i>Tabel 8 Clasamentul primelor 10 societăți de asigurare în funcție de cota de piață și ponderea activelor totale în PIB</i> .....	100
<i>Tabel 9 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurărilor generale la 30.09.2022</i> .....	107
<i>Tabel 10 Structura rezervelor tehnice brute pentru categoria asigurărilor de viață la data de 30.09.2022</i> .....	108
<i>Tabel 11 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei S1 2016 - S1 2022 pentru AG</i> .....	108
<i>Tabel 12 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei S1 2016 - S1 2022 pentru AV</i> .....	110
<i>Tabel 13 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 30 septembrie 2022</i> .....	111
<i>Tabel 14 Evoluția ponderii cheltuielilor asigurătorilor cu daunele (despăgubiri brute plătite) în total venituri încasate de la asigurați (prime brute subscrise) pentru activitatea de asigurări generale</i> .....	116
<i>Tabel 15 Evoluția ponderii cheltuielilor asigurătorilor, altele decât cele cu despăgubirile brute plătite, în total prime brute subscrise de asigurători (venituri pentru activitatea de asigurări generale)</i> .....	116
<i>Tabel 16 Evoluția ponderii cheltuielilor de achiziție în primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale</i> .....	117
<i>Tabel 17 Evoluția cotelor de piață aferente societăților autorizate și reglementate de ASF care desfășoară activități pe segmentul asigurărilor de garanții (clasa A15)</i> .....	119
<i>Tabel 18 Evoluția lunară a numărului de petiții și informări de neconformitate unice analizat în perioada ianuarie – septembrie 2022</i> .....	121
<i>Tabel 19 Evoluția primei medii RCA anualizate (lei) pe categorii de persoane</i> .....	123
<i>Tabel 20 Evoluția volumului de prime brute subscrise pentru segmentul asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto (doar RCA – societăți autorizate și reglementate de ASF)</i> .....	125
<i>Tabel 21 Cheltuielile societăților de asigurare raportate la primele brute subscrise pentru clasa A10</i> .....	126
<i>Tabel 22 Evoluția cheltuielilor de achiziție și administrare și a despăgubirilor brute plătite de societățile de asigurare pentru clasa A10 (RCA și CMR) în perioada S1 2016 – S1 2022</i> .....	127
<i>Tabel 23 Evoluția primelor brute subscrise (venituri ale asigurătorilor din activitatea de asigurare) și a cheltuielilor efectuate de asigurători pentru clasa A10 (RCA și CMR)</i> .....	127
<i>Tabel 24 Cheltuielile societăților de asigurare (altele decât cele cu despăgubirile brute plătite asiguraților) raportate la despăgubirile brute plătite pentru clasa A10</i> .....	128
<i>Tabel 25 Clasamentul primelor 15 societăți de asigurare în funcție de cotele de piață deținute pe segmentul asigurărilor generale</i> .....	130
<i>Tabel 26 Clasamentul societăților de asigurare în funcție de cotele de piață deținute pe segmentul asigurărilor de viață</i> .....	131
<i>Tabel 27 Evoluția gradului de penetrare al pensiilor private (activele totale ale mijloacelor de economisire pentru pensionare % PIB)</i> .....	133
<i>Tabel 28 Dimensiunea sectorului sistemului de pensii private din România (active totale raportate la PIB)</i> .....	138

Tabel 29 Activele fondurilor de pensii private și ponderea acestora din PIB .....	138
Tabel 30 Investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 30 septembrie 2022 .....	143
Tabel 31 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 30 septembrie 2022 .....	144
Tabel 32 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la 1 noiembrie 2022 .....	146
Tabel 33 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la 1 noiembrie 2022 .....	148
Tabel 34 Evaluarea riscurilor pieței de criptoactive .....	156

## Listă grafice

Grafic 1 Evoluția indicelui GSCPI .....	6
Grafic 2 Prognozele FMI ale PIB-ului .....	7
Grafic 3 Evoluția PIB trimestrial la nivelul Zonei Euro și UE, variație procentuală anuală, date ajustate sezonier și calendaristic .....	8
Grafic 4 Creșterea economică și indicele de încredere al populației .....	9
Grafic 5 Evoluția datoriei guvernamentale și a deficitului bugetar (% din PIB), date trimestriale ajustate sezonier – UE, Zona Euro și România .....	10
Grafic 6 Proiecții ale deficitului bugetar .....	10
Grafic 7 IAPC pe contribuții pentru Zona Euro și prognoza BCE .....	11
Grafic 8 Rata șomajului (noiembrie 2008 – noiembrie 2022), date ajustate sezonier .....	13
Grafic 9 Rata șomajului, comparații între țări .....	13
Grafic 10 Dinamica PIB pe componente principale (resurse – stânga, utilizări – dreapta), serie ajustată sezonier, miliarde lei, prețuri medii ale anului 2000 .....	14
Grafic 11 Contribuția la variația PIB a componentelor sale principale (resurse – stânga, utilizări – dreapta), serie ajustată sezonier, miliarde lei, prețuri medii ale anului 2000 .....	15
Grafic 12 Inflația (IPC) și prognoza BNR a IPC .....	17
Grafic 13 Evoluția ratei interbancare (România) .....	17
Grafic 14 Evoluția contului curent, miliarde EUR .....	18
Grafic 15 Balanța de plăți .....	19
Grafic 16 Structura fluxurilor nete ale contului financiar .....	19
Grafic 17 Dinamica veniturilor guvernamentale, miliarde lei .....	21
Grafic 18 Contribuția la dinamica veniturilor guvernamentale .....	21
Grafic 19 Dinamica cheltuielilor guvernamentale, miliarde lei .....	22
Grafic 20 Contribuția la dinamica cheltuielilor guvernamentale .....	22
Grafic 21 Ciclul de relaxare cantitativă și întărire cantitativă. Dinamica piețelor de capital .....	37
Grafic 22 Indicator de stabilitate financiară pentru economia americană (OFR FSI) .....	38
Grafic 23 Inflația la nivel global în 2022 .....	39
Grafic 24 Indicator de Condiții Financiare (ANFCI) .....	40
Grafic 25 Indicator compozit de risc sistemic pentru piețele financiare europene .....	41
Grafic 26 Indicator de tensiune financiară – România (CLIFS) .....	42
Grafic 27 Indicatori de avertizare timpurie .....	42
Grafic 28 Indice de contagiune pentru titlurile de stat (10 ani) .....	43
Grafic 29 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru .....	45
Grafic 30 Tipare ciclice de evoluție financiară. Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România .....	46

Grafic 31 Influența burselor externe asupra randamentelor pieței de acțiuni domestice (descompunerea istorică a șocurilor primite - model VAR) .....	47
Grafic 32 Măsură pe termen lung. Cointegrarea piețelor de capital .....	48
Grafic 33 Măsură pe termen scurt. Corelație dinamică dintre piața de capital din România și indicele STOXX 600 (model Dynamic Conditional Correlation-GARCH) .....	49
Grafic 34 Probabilități pentru fiecare regim de volatilitate .....	50
Grafic 35 Valoarea-la-Risc condiționată (CoVaR) .....	51
Grafic 36 Curba randamentele titlurilor de trezorerie din SUA .....	52
Grafic 37 Randamentele obligațiunilor guvernamentale din Zona Euro .....	52
Grafic 38 Volatilitatea indicilor BVB. Model GJR-GARCH(1,1) .....	54
Grafic 39 Evoluția randamentelor obligațiunilor suverane cu maturitatea de 10 ani .....	55
Grafic 40 Rezultate pentru specificația CaViaR (BET) .....	60
Grafic 41 Rezultate pentru specificația CoVaR (BET) .....	61
Grafic 42 Rezultate pentru specificația Delta CoVaR (BET) .....	62
Grafic 43 Rezultate pentru specificația MES (BET) .....	64
Grafic 44 Valori medii pentru măsurile de risc (BET) .....	65
Grafic 45 Proveniența energiei și a combustibililor fosili în UE .....	67
Grafic 46 Prețul gazului natural (NG:NMX) NYSE .....	68
Grafic 47 Prețul gazului TTF futures pe contract/megawat -scadență decembrie 2023 la ENDEX Bursa Europeană de Derivate Energetice .....	68
Grafic 48 Evoluția sectorului energetic pe țări (ian 2022 =100) .....	68
Grafic 49 Rezultate pentru specificația CaViaR (BET NG) .....	70
Grafic 50 Rezultate pentru specificația CoVaR (BET NG) .....	71
Grafic 51 Rezultate pentru specificația Delta CoVaR (BET NG) .....	73
Grafic 52 Rezultate pentru specificația MES (BET NG) .....	74
Grafic 53 Valori medii pentru măsurile de risc (BET NG) .....	75
Grafic 54 Dinamica testului GSADF pentru indicele STOXX Europe .....	78
Grafic 55 Dinamica testului GSADF pentru indicele BET .....	79
Grafic 56 Dinamica testului GSADF pentru indicele BET NG .....	80
Grafic 57 Rezultatul indicatorilor calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2020 .....	83
Grafic 58 Rezultatul indicatorilor calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2021 .....	85
Grafic 59 Rezultatul indicatorilor calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2022 .....	86
Grafic 60 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni .....	87
Grafic 61 Durata modificată (histogramă) pentru fondurile de obligațiuni (octombrie 2022) .....	90
Grafic 62 Structura investițională agregată a societăților de asigurare din Europa (Trim. II 2022, 30 de țări) .....	95
Grafic 63 Structura investițională agregată a societăților de asigurare din România (Trim. II 2022) .....	96
Grafic 64 Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB .....	97
Grafic 65 Densitatea asigurărilor (EUR) .....	97
Grafic 66 Ratele cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței minime de capital (MCR) (Trim. II 2022) .....	98
Grafic 67 Rata daunei pe țări .....	98
Grafic 68 Rata cheltuielilor pe țări .....	99
Grafic 69 Rata combinată a daunei pe țări .....	99
Grafic 70 Dimensiunile pieței asigurărilor de viață în funcție de clasele de asigurare la 30 septembrie 2022 .....	101
Grafic 71 Dimensiunile pieței asigurărilor de răspundere civilă auto (RCA) la 30 septembrie 2022 .....	101
Grafic 72 Dimensiunile pieței asigurărilor de garanții (clasa A15) la 30 septembrie 2022 .....	102

Grafic 73 Valoarea primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale (mld. lei).....	103
Grafic 74 Modificări ale volumului de prime brute subscrise în primele 9 luni ale anului 2022 comparativ cu perioada similară din 2021 pe clase de asigurări generale (mld. lei).....	103
Grafic 75 Valoarea primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață (mld. lei).....	104
Grafic 76 Modificări ale volumului de prime brute subscrise în primele 9 luni ale anului 2022 comparativ cu perioada similară din 2021 pe clase de asigurări de viață (mil. lei).....	104
Grafic 77 Evoluția cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței de capital minim (MCR) (mld. lei) .....	105
Grafic 78 Valoarea fondurilor proprii eligibile care acoperă cerințele de capital (mld. Lei) .....	105
Grafic 79 Ratele de acoperire a cerințelor de capital (rata SCR și rata MCR) pe societăți de asigurare (Trimestrul III 2022).....	106
Grafic 80 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări generale .....	107
Grafic 81 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări de viață .....	108
Grafic 82 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada S1 2016 – S1 2022 pentru activitatea de asigurări generale .....	109
Grafic 83 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada S1 2016 – S1 2022 pentru activitatea de asigurări de viață.....	110
Grafic 84 Evoluția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale .....	111
Grafic 85 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări generale - septembrie 2022 ..	112
Grafic 86 Indicatorul de lichiditate aferent societăților de asigurare pentru activitatea de asigurări generale .....	113
Grafic 87 Evoluția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață .....	114
Grafic 88 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări de viață – septembrie 2022...	114
Grafic 89 Indicatorul de lichiditate aferent societăților de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață .....	115
Grafic 90 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață .....	115
Grafic 91 Evoluția lunară a numărului de petiții și informări de neconformitate unice analizat în perioada ianuarie – septembrie 2022 .....	120
Grafic 92 Evoluția primei medii RCA anualizate (lei) la nivelul întregii piețe.....	122
Grafic 93 Evoluția ratelor anuale de modificare a primei medii RCA anualizate (%) pe categorii de persoane .....	123
Grafic 94 Distribuția primelor medii RCA anualizate aferente societăților pe total piață RCA.....	124
Grafic 95 Distribuția ratelor de creștere a primelor medii RCA anualizate aferente societăților în semestrul I 2022 față de semestrul I 2021 .....	124
Grafic 96 Distribuția primelor medii RCA anualizate pentru segmentul persoanelor fizice, respectiv al persoanelor juridice .....	124
Grafic 97 Ritmul anual de modificare a volumului de prime brute subscrise și despăgubiri brute plătite (an/an) ...	125
Grafic 98 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în volumul total al primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale .....	129
Grafic 99 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în volumul total al primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață .....	131
Grafic 100 Gradul de penetrare al pensiilor private în anul 2021 (activele totale ale fondurilor de pensii private % PIB).....	133
Grafic 101 Structura investițională a mijloacelor de economisire pentru pensionare în statele europene în anul 2021 (%).....	135
Grafic 102 Rata anuală reală de rentabilitate a investițiilor, în anul 2021 (%) .....	136
Grafic 103 Activele sistemului de pensii private (miliarde lei) .....	140
Grafic 104 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 septembrie 2022 .....	140

<i>Grafic 105 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 septembrie 2022 .....</i>	<i>141</i>
<i>Grafic 106 Structura activelor fondurilor de pensii private la 30 septembrie 2022 .....</i>	<i>143</i>
<i>Grafic 107 Evoluția ratelor de rentabilitate a fondurilor de pensii administrate privat .....</i>	<i>144</i>
<i>Grafic 108 Evoluția ratelor de rentabilitate a fondurilor de pensii facultative .....</i>	<i>145</i>
<i>Grafic 109 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei) .....</i>	<i>145</i>
<i>Grafic 110 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat .....</i>	<i>146</i>
<i>Grafic 111 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III .....</i>	<i>147</i>
<i>Grafic 112 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative .....</i>	<i>147</i>
<i>Grafic 113 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II .....</i>	<i>150</i>
<i>Grafic 114 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III .....</i>	<i>151</i>
<i>Grafic 115 Model factorial pentru principalele cripto-active.....</i>	<i>158</i>
<i>Grafic 116 Dinamica prețului Bitcoin (2012-2018) .....</i>	<i>160</i>
<i>Grafic 117 Dinamica prețului Bitcoin (2018-2022) .....</i>	<i>160</i>
<i>Grafic 118 Funcția de impuls răspuns în cazul creșterii prețului Bitcoin.....</i>	<i>162</i>
<i>Grafic 119 Funcția de impuls răspuns în cazul creșterii numărului de utilizatori.....</i>	<i>162</i>



## Autoritatea de Supraveghere Financiară



0800825627  
021.668.1208



[office@asfromania.ro](mailto:office@asfromania.ro)



Splaiul Independenței nr. 15,  
sector 5, cod poștal 050092,  
București