



# EVOLUȚIA PIEȚEI DE CAPITAL

ÎN PRIMELE 9 LUNI  
ALE ANULUI

# 2024

# EVOLUȚIA PIEȚEI DE CAPITAL ÎN PRIMELE 9 LUNI ALE ANULUI 2024

## Notă

Acest raport prezintă evoluția pieței de capital în semestrul I 2024. Ca urmare a rotunjirilor este posibil ca totalurile să nu corespundă exact sumei componentelor sau să apară mici diferențe față de variațiile procentuale indicate în grafice sau tabele.

Toate drepturile rezervate.

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

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

SINTEZĂ.....	3
1. Contextul macroeconomic intern și internațional .....	6
<b>1.1. Contextul macroeconomic local și internațional</b> .....	6
<b>1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale</b> .....	15
<b>1.3. Statistici privind organismele de plasament colectiv și fondurile de investiții alternative din Europa</b> .....	22
2. Tendințe și riscuri pe piața de capital .....	26
<b>2.1. Tendințe, riscuri și vulnerabilități</b> .....	26
<b>2.2. Analiza riscurilor – Fonduri de obligațiuni</b> .....	28
<b>2.3. Metode de evaluare a performanței ajustate la risc pentru fondurile de investiții</b> .....	35
<b>2.4. Analize wavelet</b> .....	36
3. Piața primară și emitenți.....	46
<b>3.1. Oferte publice</b> .....	46
<b>3.2. Alte operațiuni speciale/ Alte evenimente corporative</b> .....	48
<b>3.3. Operațiuni transfrontaliere</b> .....	49
<b>3.4. Noi emitenți listați/admiși la tranzacționare pe Piața Reglementată sau pe Segmentul SMT al BVB</b> .....	51
4. Statisticile BVB .....	53
<b>4.1. Piața Reglementată</b> .....	55
<b>4.2. Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT)</b> .....	61
<b>4.3. Sisteme de decontare a titlurilor de valoare</b> .....	64
5. Intermediarii .....	67
6. Organismele de plasament colectiv .....	73
<b>6.1. Societăți de administrare a investițiilor</b> .....	73
<b>Administrarea portofoliilor individuale</b> .....	75
<b>Administrarea organismelor de plasament colectiv (OPC)</b> .....	75
<b>6.2. Organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM)</b> .....	77
<b>6.3. Fonduri de investiții alternative (FIA)</b> .....	79
<b>6.4. Societățile de investiții (SI)</b> .....	80
7. Piețe de carbon .....	82
Bibliografie selectivă .....	95
Anexa 1 .....	97
Listă tabele.....	103
Listă grafice.....	104

## SINTEZĂ

Autoritățile europene de supraveghere (EBA, EIOPA și ESMA - ESAs) au publicat Raportul comun referitor la riscurile și vulnerabilitățile din sistemul financiar al Uniunii Europene pentru toamna anului 2024, evidențiind persistența incertitudinilor economice și geopolitice semnificative. ESAs atrag atenția autorităților naționale de supraveghere asupra riscurilor asociate stabilității financiare în acest context și solicită menținerea unui nivel ridicat de vigilență din partea tuturor participanților de pe piețele financiare. Pentru prima dată, raportul include o analiză detaliată și trans-sectorială a riscurilor de credit din sectorul financiar.

La finalul anului 2023 și începutul anului 2024, reducerea inflației a generat premise pentru o relaxare a politicii monetare, iar proiecțiile privind creșterea economică și inflația au fost ajustate în sens descendent. Comisia Europeană a revizuit în scădere prognoza de creștere economică pentru 2024, la 1,0%, și pentru 2025, la 1,6%, pe când estimările Eurosistem-ului privind inflația au fost revizuite ușor în creștere pentru aceeași perioadă. În acest context, Banca Centrală Europeană (BCE) a redus ratele dobânzilor cu 25 de puncte de bază în iunie 2024, iar așteptările pieței sugerează reduceri suplimentare moderate ale ratelor.

În afara incertitudinilor de natură monetară, tensiunile geopolitice, precum războiul din Ucraina, conflictele din Orientul Mijlociu, disputele comerciale dintre SUA și China, precum și alegerile din UE și SUA, au amplificat riscurile economice. Evenimentele neprevăzute ar putea influența rapid perspectivele economice, determinând corecții semnificative pe piețele financiare. În acest context, stabilitatea infrastructurilor pieței devine crucială. Testele de rezistență efectuate de ESMA asupra contrapărților centrale (CCP) au demonstrat o capacitate robustă de gestionare a șocurilor semnificative de lichiditate, deși riscurile de concentrare rămân ridicate, în special în cazul instrumentelor derivate pe mărfuri.

Creșterea activelor bancare în UE/SEE a încetinit la 0,8% în primul trimestru al anului 2024, pe fondul înăsprii standardelor de creditare și al amânării investițiilor pe termen lung, determinate de riscurile geopolitice. Totuși, evaluările piețelor financiare sugerează așteptări privind reduceri ale ratelor dobânzilor, deși volatilitatea observată în august 2024 indică riscul unor corecții bruște pe piețe. Randamentele corporative au rămas ridicate, iar cererea pentru obligațiuni a continuat să fie solidă, indicând o disponibilitate sporită a investitorilor de a-și asuma riscuri.

Sectorul european al pensiilor s-a menținut stabil, iar fondurile de investiții au înregistrat fluxuri pozitive pe parcursul anului 2024, în special către fondurile de obligațiuni. Totuși, calitatea creditului din portofoliile fondurilor a continuat să scadă, semnalând posibilitatea unei reevaluări dezordonate în viitor. Încrederea consumatorilor în perspectivele pieței a crescut, iar procesul de digitalizare a pieței de retail a continuat să se extindă. Această tendință implică însă și riscuri sporite, precum tranzacționarea de produse financiare riscante prin intermediari digitali.

Sectorul asigurărilor din Europa a păstrat o capitalizare solidă în anul 2023, însă riscurile geopolitice ar putea afecta negativ stabilitatea acestuia. Aceste riscuri sunt în prezent evaluate în cadrul exercițiului de testare la stres EIOPA pentru anul 2024. De asemenea, riscurile cibernetice continuă să

fie ridicate, în special în contextul tensiunilor geopolitice actuale, iar numărul incidentelor cibernetice în sectorul financiar a crescut semnificativ în ultimii ani. Aceste evoluții au avut un impact direct asupra cerințelor de capital pentru riscul operațional.

Raportul ESMA pentru 2024, referitor la piețele de carbon din UE, oferă perspective relevante asupra pieței certificatelor de emisii, unde prețurile au scăzut, influențate de o cerere diminuată și de creșterea ofertei în scopul finanțării planului REPowerEU.

Conform datelor oficiale ale Băncii Mondiale, Produsul Intern Brut (PIB) al României a atins valoarea de 351 miliarde de dolari în anul 2023. În trimestrul al III-lea al anului 2024, PIB-ul României a înregistrat o creștere de 1,1% pe serie brută, comparativ cu același trimestru din 2023, însă pe seria ajustată sezonier, a consemnat o contracție de -0,2%. Pentru primele nouă luni ale anului 2024, PIB-ul a crescut cu 0,9% pe seria brută și cu 0,8% pe seria ajustată sezonier, comparativ cu perioada similară din anul precedent.

În ceea ce privește inflația, rata inflației (IPC) din septembrie 2024, raportată la decembrie 2023, a fost de 3,8%. Rata anuală a inflației în septembrie 2024 a înregistrat un nivel de 4,6%, comparativ cu aceeași lună a anului anterior. Totodată, rata medie a modificării prețurilor de consum pentru intervalul octombrie 2023 – septembrie 2024, față de perioada octombrie 2022 – septembrie 2023, a fost de 6,1%.

Indicii bursieri din România au prezentat, în general, evoluții pozitive la finalul lunii septembrie 2024, comparativ cu finalul anului 2023. Indicele de referință BET, care reflectă performanța celor mai tranzacționate companii listate pe piața reglementată a BVB, a crescut cu 14,6% la 30 septembrie 2024.

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată și SMT, în primele nouă luni ale anului 2024, a fost de 25,47 miliarde lei, marcând o scădere de 4,8%, comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. În schimb, numărul total al tranzacțiilor a crescut cu 40% față de intervalul similar din 2023. Din totalul tranzacțiilor, aproximativ 97,4% s-au desfășurat pe piața reglementată a BVB, restul fiind realizate pe SMT. Tranzacțiile cu titluri de stat au atins o valoare de aproximativ 5 miliarde lei, în creștere față de aceeași perioadă din 2023. Acțiunile continuă să domine structura tranzacțiilor, având o pondere de 53,2% din totalul valorii tranzacționate până la 30 septembrie 2024.

La sfârșitul trimestrului III din 2024, capitalizarea bursieră de pe piața reglementată a atins 341,6 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 24% față de finalul lunii septembrie 2023. Pe piața reglementată s-au desfășurat 121.426 de tranzacții cu instrumente financiare cu venit fix, inclusiv obligațiuni, EUR-BOND, EUR-TBILLS, EUR-TBONDS și titluri de stat, însumând circa 11 miliarde lei, ceea ce reprezintă o creștere de aproximativ 4,5 miliarde lei, comparativ cu intervalul similar din 2023. Numărul tranzacțiilor cu titluri de credit a înregistrat o creștere semnificativă față de primele trei trimestre ale anului precedent.

În perioada de referință, pe piața reglementată administrată de Bursa de Valori București (BVB) își desfășurau activitatea un total de 27 de intermediari, dintre care 17 erau Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 reprezentau instituții de credit locale, iar 7 erau entități autorizate în alte state membre ale Uniunii Europene. SSIF-urile au fost cei mai activi intermediari pe BVB (piața reglementată și SMT), care au facilitat tranzacții în valoare de aproximativ 29,58 miliarde de lei. Intermediarii locali (SSIF și instituții de credit) au realizat circa 89% din valoarea totală intermediată.

Dintre intermediarii autorizați în alte state membre ale UE, cele mai active au fost firmele de investiții, acestea acumulând o cotă de piață de 8,37% în cadrul piețelor la vedere.

La sfârșitul lunii septembrie 2024, SSIF-urile aveau în custodie active cumulate în valoare de 39,73 miliarde de lei, care includeau atât disponibilități ale clienților, cât și titluri financiare deținute de aceștia. Numărul total al conturilor active ale clienților SSIF-urilor, la finalul trimestrului al III-lea din anul 2024, a fost de 117.000, cu mențiunea că un investitor poate deține simultan conturi la mai mulți intermediari.

Valoarea totală a activelor administrate de organismele de plasament colectiv (OPC) din România, la 30 septembrie 2024, a atins aproximativ 44,1 miliarde de lei, reprezentând o creștere de 2,8% față de trimestrul anterior. În această perioadă, în România operau 16 administratori de fonduri, dintre care 6 erau autorizați exclusiv ca societăți de administrare a investițiilor (SAI), 2 ca administratori de fonduri alternative de investiții (AFIA), iar 8 dețineau dublă autorizație.

La aceeași dată, în România erau autorizate 92 de organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) și 37 de fonduri de investiții alternative (FIA), incluzând cele 6 societăți de investiții (SI) și Fondul Proprietatea. Serviciile de depozitare pentru cele 129 de OPC-uri erau furnizate de 4 depozitari.

Grupurile bancare continuă să domine piața administratorilor, deținând cea mai mare parte a activelor gestionate de SAI-uri. În cazul pieței OPCVM, analizată prin prisma activelor administrate de SAI-uri, indicele Herfindahl-Hirschman a înregistrat o valoare de 0,2213, indicând un grad ridicat de concentrare. Acest aspect este confirmat și de indicatorii de concentrare (CR), primii trei SAI-uri gestionând aproximativ 71,36% din activele OPCVM și 63,8% din activele FIA.

La 30 septembrie 2024, activele nete ale celor șase SIF-uri însumau aproximativ 15,84 miliarde de lei, marcând o creștere de 17,7% față de sfârșitul anului 2023 (13,4 miliarde de lei). Cele mai mari active nete au fost deținute de LION, INFINITY și EVER.

# 1. Contextul macroeconomic intern și internațional

## 1.1. Contextul macroeconomic local și internațional

Autoritățile europene de supraveghere (EBA, EIOPA și ESMA - ESAs) au publicat Raportul comun privind riscurile și vulnerabilitățile din sistemul financiar al UE pentru toamna anului 2024, subliniind persistența incertitudinilor economice și geopolitice semnificative. ESAs avertizează autoritățile naționale de supraveghere asupra riscurilor asociate stabilității financiare în acest context și solicită vigilență continuă tuturor participanților de pe piețele financiare. Pentru prima dată, raportul include o analiză trans sectorială detaliată a riscurilor de credit din sectorul financiar.

La sfârșitul anului 2023 și începutul anului 2024, diminuarea inflației a oferit motivația pentru o relaxare a politicii monetare, iar estimările pentru creștere economică și inflație au fost ajustate în scădere. Comisia Europeană a redus prognoza de creștere economică pentru 2024 la 1,0% și pentru 2025 la 1,6%, în timp ce proiecțiile Eurosistemului pentru inflație au fost revizuite ușor în creștere pentru aceeași perioadă. În acest context, BCE a redus ratele dobânzilor cu 25 puncte de bază în iunie 2024, iar așteptările pieței indică reduceri suplimentare moderate ale ratelor.

Pe lângă incertitudinile monetare, tensiunile geopolitice, cum ar fi războiul din Ucraina, conflictele din Orientul Mijlociu, tensiunile comerciale SUA-China și alegerile din UE și SUA, au amplificat riscurile economice. Evenimentele neașteptate ar putea influența rapid perspectivele economice, provocând corecții de piață. În acest context, stabilitatea infrastructurilor pieței este esențială. Testele de rezistență realizate de ESMA asupra contrapărților centrale (CCP) au indicat o capacitate solidă de a gestiona șocuri semnificative de lichiditate, deși riscurile de concentrare rămân ridicate, în special în cazul instrumentelor derivate pe mărfuri.

### **Sectorul bancar și piața de capital**

Creșterea activelor bancare în UE/SEE a încetinit la 0,8% în primul trimestru din 2024, pe fondul înăsprii standardelor de creditare și al amânării investițiilor pe termen lung, cauzate de riscurile geopolitice. Cu toate acestea, evaluările piețelor financiare reflectă așteptări pentru reduceri ale ratelor dobânzilor, deși volatilitatea din august 2024 indică riscul unor corecții bruște de piață. Randamentele corporative s-au menținut ridicate, iar cererea pentru obligațiuni a rămas robustă, sugerând că investitorii sunt dispuși să asume riscuri sporite.

Profitabilitatea băncilor din UE/SEE a continuat să crească în 2023, cu un randament al capitalului propriu de 11,1% în trimestrul trei, deși acesta a scăzut ulterior. Asigurătorii au beneficiat de randamente sporite din investiții, dar corecțiile pieței și fluctuațiile ratelor dobânzilor pot afecta stabilitatea acestora pe termen lung.

În sectorul bancar, ponderea creditelor neperformante a crescut ușor în primul trimestru din 2024, cu o creștere generalizată în toate segmentele de creditare. În același timp, băncile din UE/SEE își mențin pozițiile solide de capital, rata CET1 ajungând la 15,9% în T1 2024.

### **Sectorul pensiilor și fondurilor de investiții**

Sectorul european al pensiilor a rămas stabil, iar fondurile de investiții au înregistrat fluxuri pozitive în 2024, mai ales în fondurile de obligațiuni. Cu toate acestea, calitatea creditului portofoliilor fondurilor a continuat să scadă, reflectând o posibilă reevaluare dezordonată în viitor. Încrederea consumatorilor

în perspectivele pieței a crescut, iar digitalizarea pieței de retail a continuat să progreseze, dar aceasta aduce și riscuri, cum ar fi tranzacționarea de produse riscante prin intermediari digitali.

Sectorul asigurărilor europene a menținut o capitalizare solidă în 2023, dar riscurile geopolitice ar putea influența negativ stabilitatea acestuia, fiind în prezent testate în cadrul exercițiului de testare la stres EIOPA pentru 2024.

### **Riscuri operaționale și cibernetice**

Riscurile cibernetice rămân ridicate, în special în contextul tensiunilor actuale, iar incidentele cibernetice din sectorul financiar au crescut în ultimii ani, având un impact asupra cerințelor de capital pentru riscul operațional. Raportul ESMA pentru 2024 privind piețele de carbon din UE oferă, de asemenea, perspective asupra pieței certificatelor de emisii, unde prețurile au scăzut ca urmare a unei cereri reduse, dar și a creșterii ofertei pentru finanțarea planului REPowerEU.

Aceste evoluții indică un peisaj economic volatil și riscant, necesitând o vigilență sporită și strategii flexibile din partea tuturor actorilor din sectorul financiar pentru a menține stabilitatea într-un context de incertitudine.

În sectorul bancar, cerințele de capital pentru riscul operațional au înregistrat o creștere anuală de 8% în primul trimestru al anului 2024, depășind pragul de 10% — un nivel similar fiind observat ultima dată în decembrie 2020, pe fondul riscurilor operaționale ridicate în timpul pandemiei COVID-19. Conform chestionarului de evaluare a riscurilor (RAQ) realizat de EBA, riscurile cibernetice și securitatea datelor se situează în fruntea riscurilor operaționale, urmate de riscurile de conduită, cele juridice și fraudele. În plus, sondajele „Bottom-Up” realizate de EIOPA în primăvara anului 2024 în sectoarele de asigurări și IORP arată că riscurile legate de digitalizare și cele cibernetice ocupă locul trei între riscurile principale, fiind de așteptat să rămână esențiale pe termen lung. Totodată, sondajul de risc al ESMA din iunie 2024, desfășurat în rândul ANC-urilor, indică riscurile cibernetice pe locul al treilea, iar riscurile privind infrastructura, în special cele pentru platformele de tranzacționare și depozitarele centrale de valori mobiliare, sunt evidențiate ca motive de îngrijorare.

### **Piețele de carbon și decarbonizare**

Raportul ESMA pe 2024 referitor la piețele de carbon ale UE, prima ediție a acestei analize, oferă o perspectivă detaliată asupra funcționării pieței EU ETS (sistemul european de comercializare a certificatelor de emisii).

Începând cu anul 2023, prețurile în piața EU ETS au înregistrat o scădere, determinată de reducerea cererii pentru certificate de emisii în contextul activității industriale încetinite, scăderii prețurilor gazelor naturale și accelerării decarbonizării sectorului energetic european, la care s-a adăugat creșterea ofertei, prin decizia de a scoate la licitație certificate suplimentare pentru finanțarea planului REPowerEU.

Licitațiile de certificate de emisii rămân însă foarte concentrate, 90% din volume fiind achiziționate de doar 10 participanți, fapt ce reflectă preferința majorității operatorilor din EU ETS de a cumpăra certificate prin intermediari financiari.

Pe piețele secundare, tranzacționarea certificatelor de emisii se realizează preponderent prin instrumente derivate, reflectând cerințele anuale de conformitate ale EU ETS. În acest context, întreprinderile nefinanciare adoptă poziții lungi pentru conformare, în timp ce băncile și firmele de investiții adoptă poziții scurte.

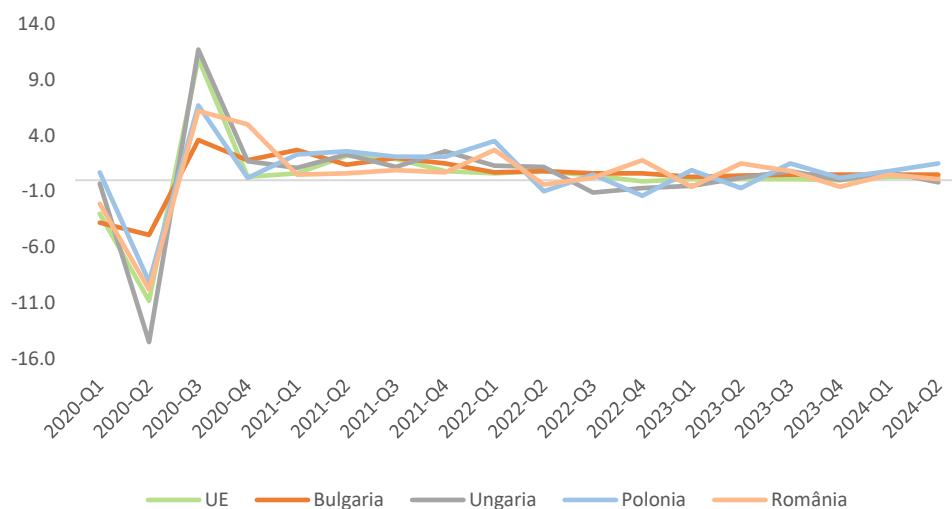


### ***Creștere economică***

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

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

Grafic 1 Creștere economică trimestrială (ca modificare procentuală față de perioada anterioară)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

În trimestrul III al anului 2024, produsul intern brut (PIB) al României a înregistrat o creștere de 1,1% comparativ cu același trimestru din 2023 pe seria brută, respectiv o contracție de -0,2% pe seria ajustată sezonier. În primele nouă luni ale anului 2024, produsul intern brut a crescut cu 0,9% pe seria brută și cu 0,8% pe seria ajustată sezonier comparativ cu perioada similară din anul anterior. Evoluția trimestrială a PIB-ului pentru perioada 2022 - 2024, calculată atât pe seria brută, cât și pe cea ajustată sezonier, este prezentată în tabelul de mai jos.

Tabel 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial

		T1	T2	T3	T4	An
<b>- în % față de perioada corespunzătoare din anul precedent -</b>						
<b>Serie brută</b>	2022	105,5	104,3	103,0	103,6	104,0
	2023	102,7	101,2	102,3	103,3	102,4
	2024	100,5	100,9	101,1	-	-
<b>Serie ajustată sezonier</b>	2022	104,2	103,4	103,5	104,6	-
	2023	101,5	102,7	103,2	102,1	-
	2024	102,0	100,8	99,8	-	-
<b>- în % față de trimestrul precedent -</b>						
<b>Serie ajustată sezonier</b>	2022	102,8	100,1	100,5	101,2	-
	2023	99,7	101,3	101,0	100,1	-
	2024	99,6	100,1	100,0	-	-

Sursa: Date INS, comunicat de presă din 14.11.2024

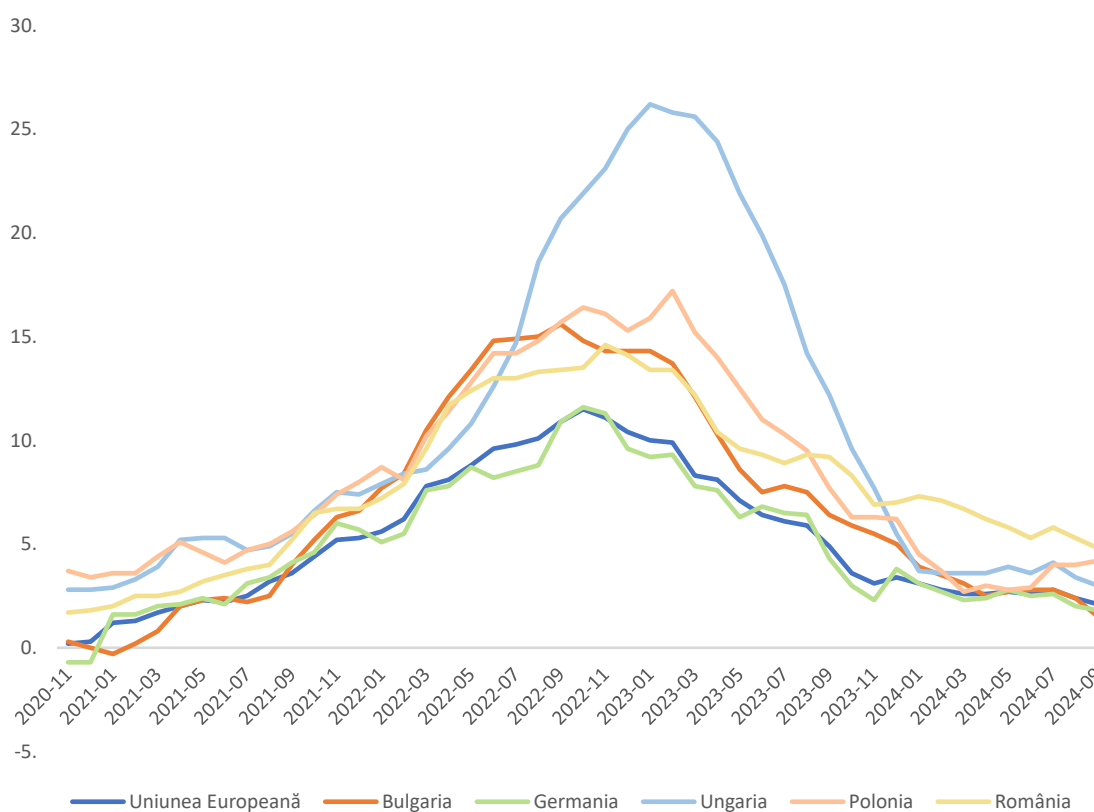
Se preconizează că PIB-ul real al României va crește cu peste 3% în perioada de prognoză, datorită creșterii consumului privat, susținut de venituri disponibile mai mari. Se așteaptă o relaxare a condițiilor financiare și menținerea investițiilor publice la un nivel ridicat, deși cererea externă din partea principalilor parteneri comerciali din UE va fi scăzută în 2024. Inflația este prognozată să continue să scadă, dar într-un ritm lent, iar rata șomajului să rămână în mare parte constantă. Deficitul guvernamental general este estimat să crească la aproximativ 7% din PIB în 2024 și 2025, din cauza creșterii semnificative a cheltuielilor bugetare. Raportul datorie publică - PIB este prognozat să ajungă la 54% în 2025.

## Dinamica inflației

În luna septembrie 2024 comparativ cu decembrie 2023, rata inflației (IPC) a fost 3,8% în România. În septembrie 2024, rata anuală a inflației a fost de 4,6% comparativ cu septembrie 2023. Rata medie a modificării prețurilor de consum în ultimele 12 luni (octombrie 2023 – septembrie 2024) față de precedentele 12 luni (octombrie 2022 – septembrie 2023) a fost de 6,1%.

În Uniunea Europeană, inflația anuală (calculată pe baza indicelui armonizat al prețurilor de consum, IAPC) a fost de 2,1% în septembrie 2024, în scădere de la 2,4% în august. Cu un an în urmă, rata era de 4,9%, conform datelor publicate de Eurostat, biroul de statistică al Uniunii Europene.

Grafic 2 Rata inflației (IAPC)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

## Rata dobânzii

Graficul 3 prezintă dinamica obligațiunilor suverane la 10 ani pentru statele incluse în analiză, Germania fiind tratată drept referință pentru evoluția europeană.

Grafic 3 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani)



Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

România, Ungaria și Polonia au înregistrat randamente mai mari ale obligațiunilor în comparație cu Germania, indicând un risc mai mare de credit și de inflație, care este tipic pentru piețele emergente.

Ungaria și România au înregistrat cea mai pronunțată volatilitate, cu mișcări puternice ale randamentelor ca urmare a incertitudinii economice, schimbărilor în politica băncii centrale sau riscurilor geopolitice care afectează sentimentul investitorilor.

Evoluția dinamicii obligațiunilor din Polonia a fost mai puțin volatilă, dar prezintă fluctuații în această perioadă.

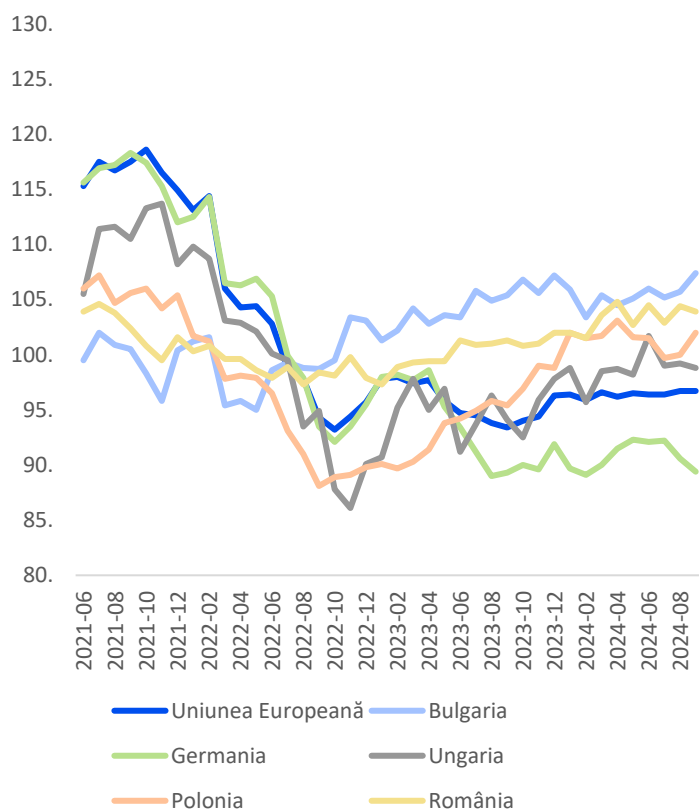
Există un ușor grad de divergență dintre piețele emergente (România, Ungaria, Polonia) în prima parte a perioadei (2022). România și Ungaria au înregistrat randamente ridicate în comparație cu Polonia. Cu toate acestea, în perioada ulterioară, convergența este vizibilă.

Tendențele înregistrate în trimestrul al III-lea din 2024 arată o creștere a randamentelor pentru România, Ungaria și Polonia în cea mai recentă perioadă.

Diferența semnificativă dintre Germania și celelalte trei țări evidențiază prima de risc pe care investitorii o cer pentru deținerea de obligațiuni în România, Ungaria și Polonia. Această diferență poate reflecta diferențe în ceea ce privește bonitatea, așteptările inflaționiste sau perspectivele de creștere economică.

## Sentiment economic

Grafic 4 Sentiment economic



Sursa: Prelucrare ASF

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

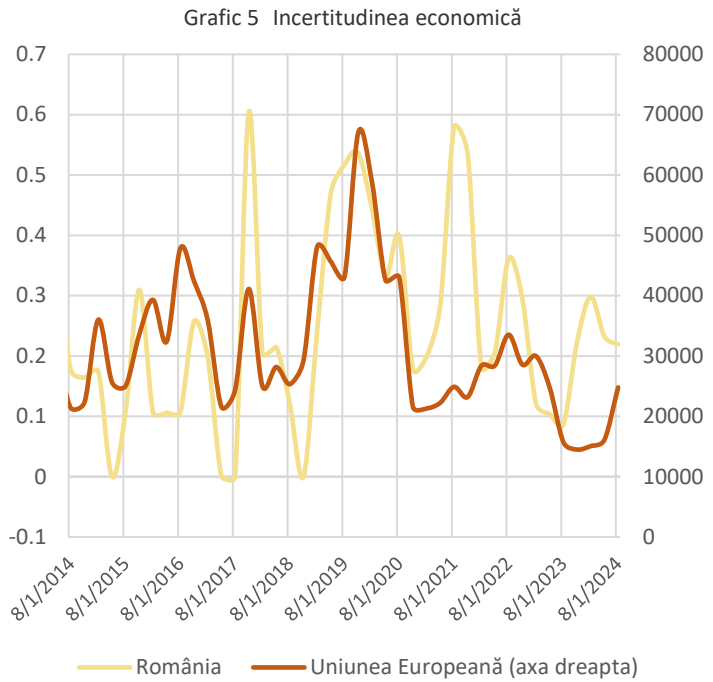
Graficul 4 compară sentimentul economic al României cu alte țări (UE-27, Germania, Bulgaria, Polonia și Ungaria) în perioada iunie 2021 - septembrie 2024.

În cazul României, graficul indică un sentiment economic cu o tendință de creștere ușoară pe parcursul perioadei.

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

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

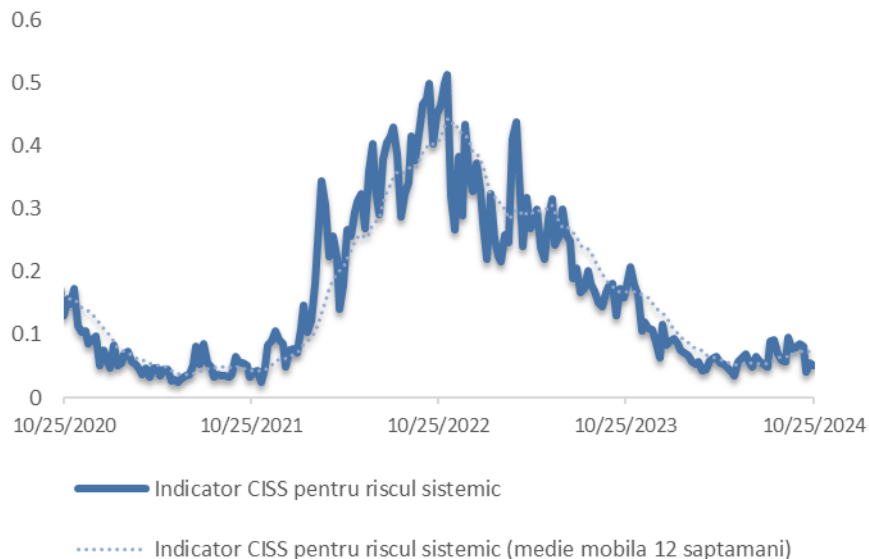
Indicele calculat pentru România a cunoscut o ușoară scădere pentru trimestrul III din 2024.



Sursa: LSEG, prelucrare ASF

Dinamica CISS în 2024 reflectă o perioadă de relativ calm și stres sistemic scăzut pe piețele financiare, contrastând puternic cu turbulențele din anii anteriori. Evoluția indicatorului indică o fază de redresare în care riscurile sistemice au fost în mare măsură atenuate, iar sistemele financiare funcționează cu o stabilitate sporită.

Grafic 6 Indicatorul CISS pentru riscul sistemic



Sursa: Prelucrare ASF

În 2024 indicatorul CISS a rămas la niveluri relativ scăzute pe tot parcursul anului, comparativ cu vârfurile istorice înregistrate mai devreme (2022 și o parte din 2023). Acest lucru indică faptul că

stresul financiar sistemic s-a diminuat semnificativ, sugerând o mai bună stabilitate a pieței și o mai bună reziliență a sistemului financiar.

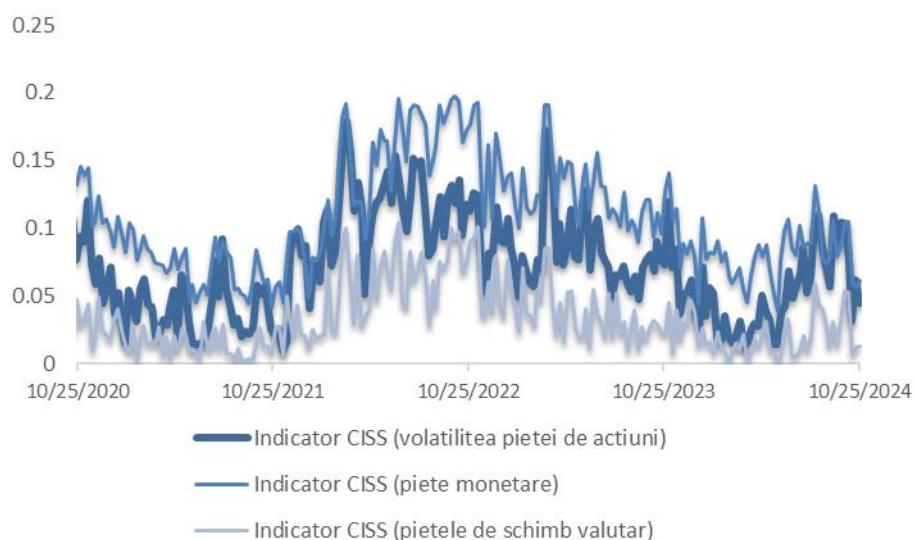
Lipsa volatilității, a schimbărilor bruște precum sau altor oscilații perturbatoare ale indicatorului reflectă o reducere constantă a tensiunilor de pe piețele financiare determinată de factori precum: transmisia eficientă a instrumentelor de politică monetară, stabilizarea inflației sau a așteptărilor privind rata dobânzii, scăderea tensiunilor geopolitice sau a șocurilor economice globale.

Linia punctată, reprezintă media mobilă pe 12 săptămâni, este aliniată foarte aproape cu valorile reale CISS, ceea ce confirmă volatilitatea redusă și persistența unui risc sistemic scăzut în 2024.

Absența unor abateri semnificative între cele două linii sugerează că participanții la piață nu se confruntă cu șocuri bruște și neașteptate.

Sub-indicatorii CISS reflecta în detaliu modificările din indicatorul compozit.

Grafic 7 Sub-indicatorii CISS



Sursa: Prelucrare ASF

## 1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

La finalul trimestrului III indicii europeni analizați au înregistrat evoluții mixte (1 lună). Cea mai importantă scădere a fost observată în cazul indicelui FTSE 100 (UK: -1,67%), pe când cea mai considerabilă creștere a fost înregistrată de indicele IBEX (ES: +4,17%).

Principalii indici americani și asiatici au prezentat dinamici mixte (1 lună). Indicele N225 (JPN: -1,88%) a avut cea mai considerabilă scădere, pe când indicele SSEA (SHG: +17,40%) a înregistrat cea mai importantă creștere.

Indicii bursei BVB au prezentat evoluții negative (1 lună), cu excepția indicelui BET-FI (+1,54%). Scăderile înregistrate au fost cuprinse între -2,21% (indicele BET-XT-TR) și -3,67% (indicele BETAeRO). BET-FI reflectă evoluția societăților de investiții financiare (SIF-uri) și a altor entități asimilabile acestora. BETAeRO reflectă evoluția companiilor reprezentative de pe piața AeRO selectate în funcție de criteriile de lichiditate și de capitalizare free-float.

Tabel 2 Randamentele burselor de acțiuni

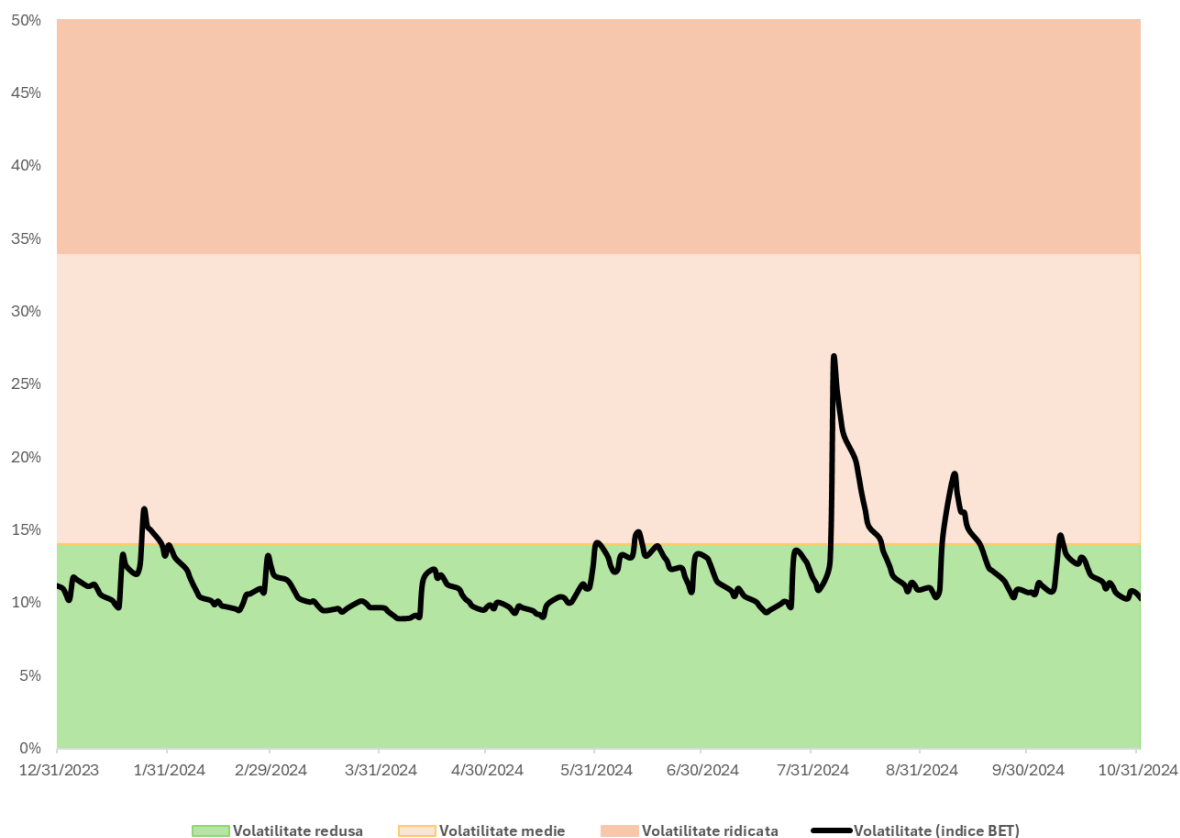
Indici internaționali	1 lună	3 luni	6 luni	Indici BVB	1 lună	3 luni	6 luni
EA (EUROSTOXX)	0,96%	2,93%	-0,75%	BET	-2,93%	-3,44%	3,47%
FR (CAC 40)	0,06%	2,09%	-6,95%	BET-FI	1,54%	5,36%	1,88%
DE (DAX)	2,21%	5,97%	4,50%	BET-NG	-3,01%	-4,63%	0,93%
IT (FTSE MIB)	-0,72%	2,93%	-1,80%	BET-XT	-2,25%	-2,47%	4,42%
GR (ASE)	1,45%	3,39%	2,08%	BET-BK	-2,85%	-2,55%	6,00%
IE (ISEQ)	1,21%	6,21%	-0,60%	BETPlus	-2,79%	-3,38%	3,84%
ES (IBEX)	4,17%	8,53%	7,25%	BET-TR	-2,89%	-2,31%	9,92%
UK (FTSE 100)	-1,67%	0,89%	3,58%	BET-XT-TR	-2,21%	-1,50%	10,28%
US (DJIA)	1,85%	8,21%	6,34%	BET-TRN	-2,89%	-2,40%	9,37%
IN (NIFTY 50)	2,28%	7,50%	15,60%	BET-XT-TRN	-2,22%	-1,58%	9,77%
SHG (SSEA)	17,40%	12,42%	9,69%	BETAeRO	-3,67%	-8,43%	-10,24%
JPN (N225)	-1,88%	-4,20%	-6,07%	ROTX	-2,67%	-2,49%	4,55%

Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Notă: 1 lună=30.09.2024 vs. 30.08.2024; 3 luni=30.09.2024 vs. 28.06.2024; 6 luni=30.09.2024 vs. 29.03.2024



Grafic 8 Volatilitatea indicelui BET



Sursa: LSEG, calcule ASF

Volatilitatea indicelui BET în 2024 este caracterizată în mare măsură de stabilitate (volatilitate scăzută), punctată de episoade de scurtă durată de incertitudine sporită (volatilitate medie). Creșterea bruscă din luna august 2024 este urmată de o redresare rapidă, reflectând reziliența pieței valutare din România.

Volatilitatea scăzută predomina în cea mai mare parte a perioadei observate în 2024, indicând un mediu de piață stabil cu fluctuații limitate. Totodată cazurile de volatilitate medie sunt scurte și relativ limitate, reflectând reziliența pieței. Dominanța regimului de volatilitate scăzută reflectă condiții economice stabile.

În urma creșterii volatilității, volatilitatea indicelui BET revine rapid la regimul de volatilitate scăzut. Acest lucru indică faptul că piața și-a revenit rapid, și indică că șocul de bază a fost mai degrabă tranzitoriu decât sistemic.

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

Această clasă de modele presupune că procesul de volatilitate subiacent urmează un proces de tipul unui lanț Markov<sup>1</sup> care determină probabilitatea de trecere de la un regim de volatilitate la altul. La un moment dat, dinamica activului financiar analizat se află într-una dintre stările de volatilitate predefinite (de exemplu, volatilitate scăzută sau volatilitate ridicată) iar probabilitățile de tranziție depind de starea curentă și de datele istorice.

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

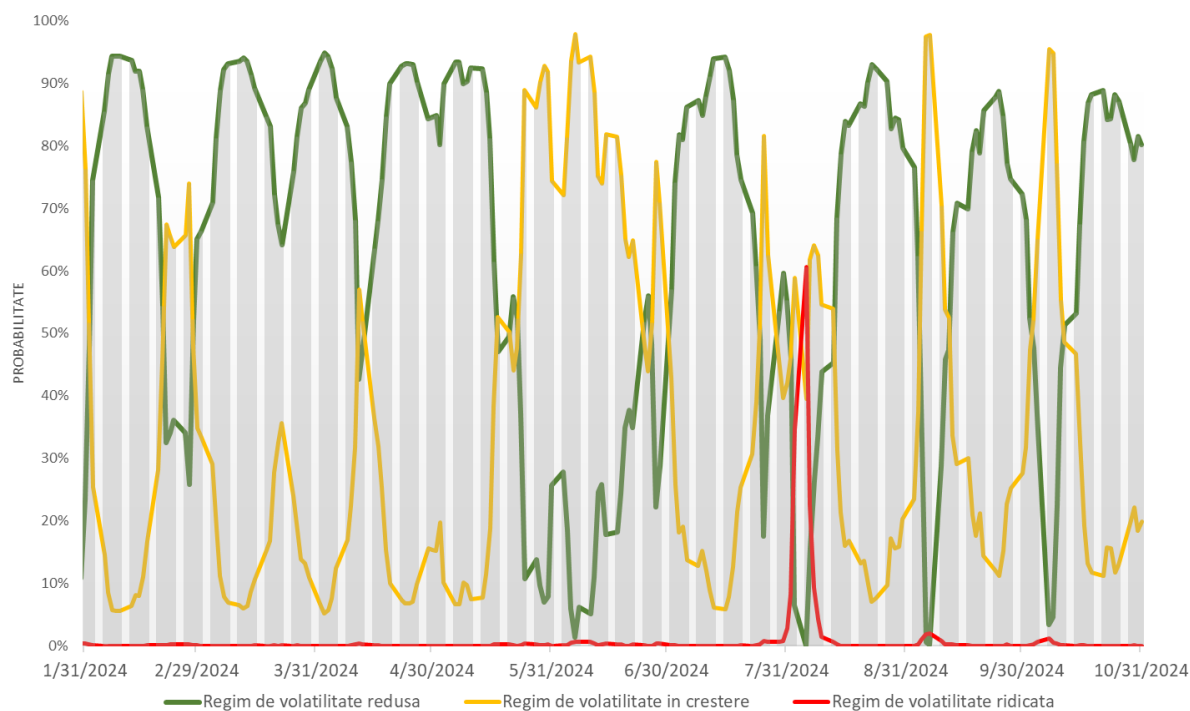
Markov-Switching, un regim de volatilitate reprezintă o anumită stare de volatilitate. Aceste regimuri pot fi caracterizate de diferite niveluri de incertitudine a pieței, de risc sau de fluctuații ale prețurilor. În perioadele de stabilitate economică sau de creștere a piețelor, regimul de volatilitate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

În graficul de mai jos este estimat un model Markov-Switching cu 3 regimuri de volatilitate potrivit metodologiei lui Kim și Nelson, 1998.

---

<sup>1</sup> Pentru mai multe informații vezi [Markov Chains and Queues: New in Mathematica 9 \(wolfram.com\)](http://www.wolfram.com/mathematica/9/MarkovChainsandQueues)

Grafic 9 Indicele BET: descompunerea volatilității în trei regimuri de volatilitate



Sursa: LSEG, calcule ASF

Descompunerea indicelui BET in trei regimuri de volatilitate indică că în 2024 evoluția pieței de capital din Romania a fost stabila, cu perioade scurte de volatilitate moderată și ridicată. Aceste dinamici subliniază importanța monitorizării evenimentelor specifice care ar putea declanșa tranziții între regimurile de volatilitate.

Regimul de volatilitate scăzută (verde) domină primul trimestru al anului 2024 și se repetă pe tot parcursul anului, indicând condiții de piață relativ stabile în aceste perioade.

Regimul de volatilitate medie (galben) apare intermitent, alternând frecvent cu regimul de volatilitate scăzută. Acest lucru reflectă perioadele de incertitudine moderată a pieței, determinate de evenimentele economice și de dezvoltarea endogenă a pieței de capital.

Regimul de volatilitate ridicată este rar, apărând pentru scurt timp la începutul lunii august 2024 și a semnalat o incertitudine sporită a pieței în această perioadă. Volatilitatea ridicată este asociată cu evoluțiile macroeconomice, tensiuni geopolitice sau modificări ale așteptărilor de politică monetară.

Din punct de vedere al sezonității, descompunerea volatilității indica că există schimbări ciclice între volatilitatea scăzută și cea medie pe tot parcursul anului și este determinată de factorii macrofinanciarți atât interni cât și externi.

Regimurile scăzute și medii alternează frecvent, sugerând că piața a funcționat într-o stare relativ stabilă, pentru cea mai mare parte a anului 2024.

Analiza alternării regimurilor de volatilitate indică că la începutul anului 2024 (ianuarie-martie) volatilitatea a fost predominant scăzută, reflectând dinamica stabilă a pieței și incertitudinea redusă. Lunile aprilie-iulie au înregistrat fluctuații mai mari între volatilitatea medie și cea scăzută, culminând

cu o scurtă creștere a volatilității ridicate la începutul lunii august care corespunde cu șocul de contagiune cauzat de piețele financiare internaționale.

Pe 5 august 2024, piețele globale financiare au înregistrat o scădere semnificativă, amintind de prăbușirile istorice ale burselor. Declanșată de o creștere a ratei dobânzii în Japonia și de îngrijorările legate de încetinirea economiei SUA, principali indici au scăzut brusc provocând un grad ridicat și generalizat de incertitudine. În Japonia, unde indicele Tokyo Nikkei 225 a suferit una dintre cele mai mari pierderi într-o singură zi, închizând cu peste 12% mai jos. În mod similar, în Coreea, indicele Kospi a scăzut cu aproape 9%, determinând o oprire rară a tranzacțiilor timp de 20 de minute - prima astfel de întrerupere în patru ani, declanșată de o scădere rapidă de peste 8% într-un minut.

În Statele Unite, impactul a fost mai puțin sever. Dow Jones Industrial Average (DJIA) a scăzut cu 2,6%, în timp ce S&P 500 și Nasdaq, axat pe tehnologie, au scăzut cu 3%. Aceste scăderi au extins o săptămână de pierderi, Nasdaq fiind în scădere cu peste 13% față de maximul său record din iulie.

În lunile august-octombrie se observa revenirea indicelui BET la un amestec de regimuri de volatilitate scăzută și medie, sugerând că stabilitatea pieței a prevalat în mare măsură după episodul de volatilitate ridicată.

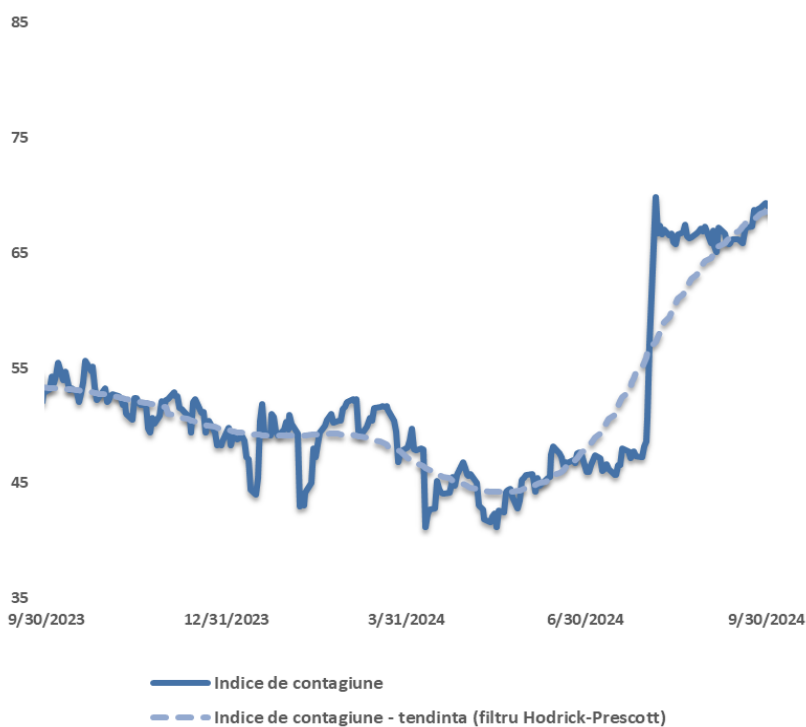
## Indicele de contagiune pentru indicii bursieri

În perioadele de volatilitate ridicată legăturile dintre piețele financiare devin mai puternice, iar fenomenul de contagiune devine mai pronunțat, iar evoluțiile tind să se sincronizeze mai mult decât în perioadele cu volatilitate redusă. Aceste caracteristici ale comportamentului piețelor de capital pot fi reprezentate cu ajutorul indicelui de contagiune.

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

În graficul următor este prezentată dinamica indicelui de volatilitate în perioada septembrie 2023-septembrie 2024. Evoluția intensității fenomenelor de contagiune este realizată prin comparație cu valorile anterioare ale indicelui.

Grafic 10 Indice de contagiune



Sursa: LSEG, calcule ASF

La începutul lunii august 2024, există o creștere bruscă și pronunțată a indicelui de propagare, indicând o creștere puternică a contagiunii. Această creștere corespunde evenimentelor financiar cauzate de sau economic major care a generat o mai mare interconectare și vulnerabilitate între piețe.

Indicele de contagiune indică o perioadă de stabilitate inițială, urmat de o creștere bruscă și niveluri ridicate persistente de contagiune la mijlocul până la sfârșitul anului 2024. Acest lucru indica ca deși riscul sistemic a scăzut în 2024, interconectarea dintre piețele analizate este ridicată și creează

momente de vulnerabilitate locala care se pot acutiza în condițiile unui șoc financiar la nivelul piețelor financiare europene.

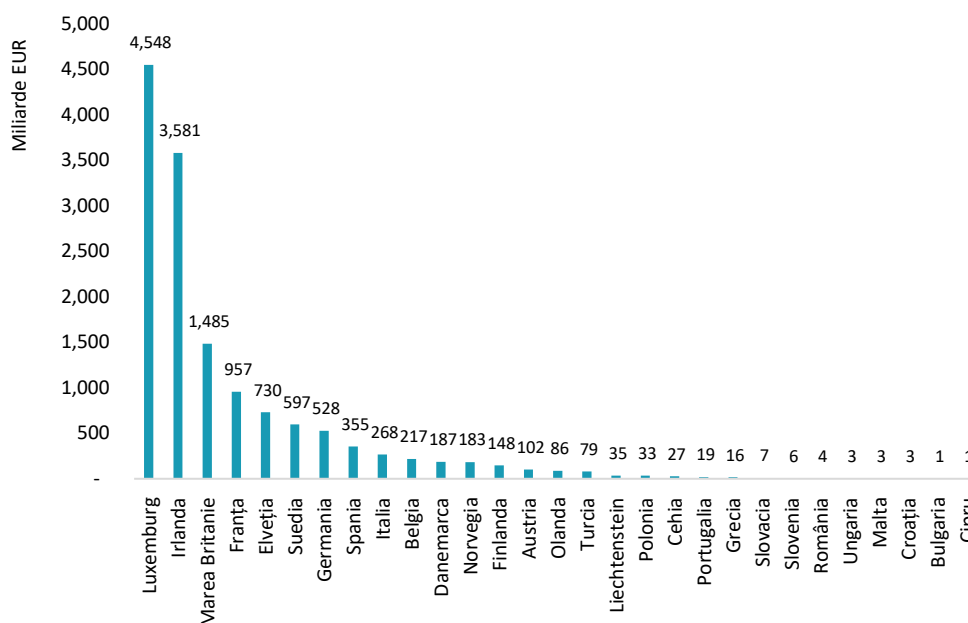
### 1.3. Statistici privind organismele de plasament colectiv și fondurile de investiții alternative din Europa

Potrivit datelor publicate de EFAMA, activele nete ale OPCVM-urilor și FIA-urilor au crescut cu 2,2% în T2 2024. Activele nete ale OPCVM-urilor au crescut cu 2,6%, în timp ce FIA-urile au înregistrat o creștere de 1,4%. Pe parcursul primelor șase luni din 2024, activele nete ale fondurilor europene au crescut cu 6,7%, OPCVM-urile crescând cu 8,1%, iar FIA-urile cu 4,3%.

OPCVM-urile și FIA au atras intrări nete de 148 de miliarde EUR în T2 2024, în creștere față de 106 miliarde EUR în T1 2024. Vânzările nete de OPCVM-uri au atins 134 de miliarde EUR, în timp ce FIA-urile au înregistrat intrări nete de 14 miliarde EUR. În primele șase luni ale anului 2024, intrările nete în OPCVM-uri și FIA-uri au totalizat 232 miliarde EUR și, respectiv, 23 miliarde EUR.

Cererea de fonduri pe termen lung a rămas robustă datorită intrărilor susținute de fonduri de obligațiuni. OPCVM-urile și FIA-urile pe termen lung au înregistrat intrări nete solide de 119 miliarde EUR în T2 2024, comparativ cu 85 miliarde EUR în T1 2024. Având în vedere că investitorii anticipează reduceri ale ratelor, fondurile de obligațiuni au atras intrări nete puternice de 79 de miliarde EUR, dar încă sub nivelul de 95 de miliarde EUR din T1 2024. Fondurile de acțiuni au înregistrat intrări nete de 29 miliarde EUR, în creștere față de 3 miliarde EUR în T1 2024. Fondurile multi-active au inversat cursul, cu intrări nete mici de 6 miliarde EUR.

Grafic 11 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 31 martie



2024

Sursa: EFAMA

Activele nete ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) s-au situat la o valoare de aproximativ 14.208 miliarde EUR la finalul lunii iunie 2024, în creștere cu 8% față de finalul lunii decembrie 2023.

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

Țara	31.12.2023		30.06.2024			
	Număr OPCVM	Activ net	Număr OPCVM	Activ net	Cotă de piață	Modificare Trim. II 2024 față de Trim. IV 2023 (%)
Austria	879	97,637	880	102,197	0.72%	4.67%
Cehia	220	24,121	237	26,963	0.19%	11.78%
Franța	3,092	915,830	3,085	956,697	6.73%	4.46%
Germania	2,865	486,666	2,911	528,038	3.72%	8.50%
Ungaria	38	1,555	44	3,275	0.02%	110.66%
Polonia	257	28,572	260	33,143	0.23%	16.00%
România	<b>92</b>	<b>3,504</b>	91	4,262	0.03%	21.62%
<b>Total țări analizate</b>	<b>7,443</b>	<b>1,557,885</b>	<b>7,508</b>	<b>1,654,574</b>	<b>11.65%</b>	<b>6.21%</b>
<b>Total OPCVM</b>	<b>35,814</b>	<b>13,149,017</b>	<b>36,189</b>	<b>14,208,390</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.06%</b>

Sursa: EFAMA

Conform statisticilor EFAMA, în trimestrul II 2024, intrările nete cumulate ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) s-au situat la o valoare de circa 134 miliarde EUR. La nivelul pieței europene de OPCVM, în cazul fondurilor de obligațiuni au fost înregistrate intrări nete (+7,1 miliarde EUR). Cea mai mare valoare a ieșirilor nete a fost înregistrată de fondurile diversificate (-4,4 miliarde EUR).

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

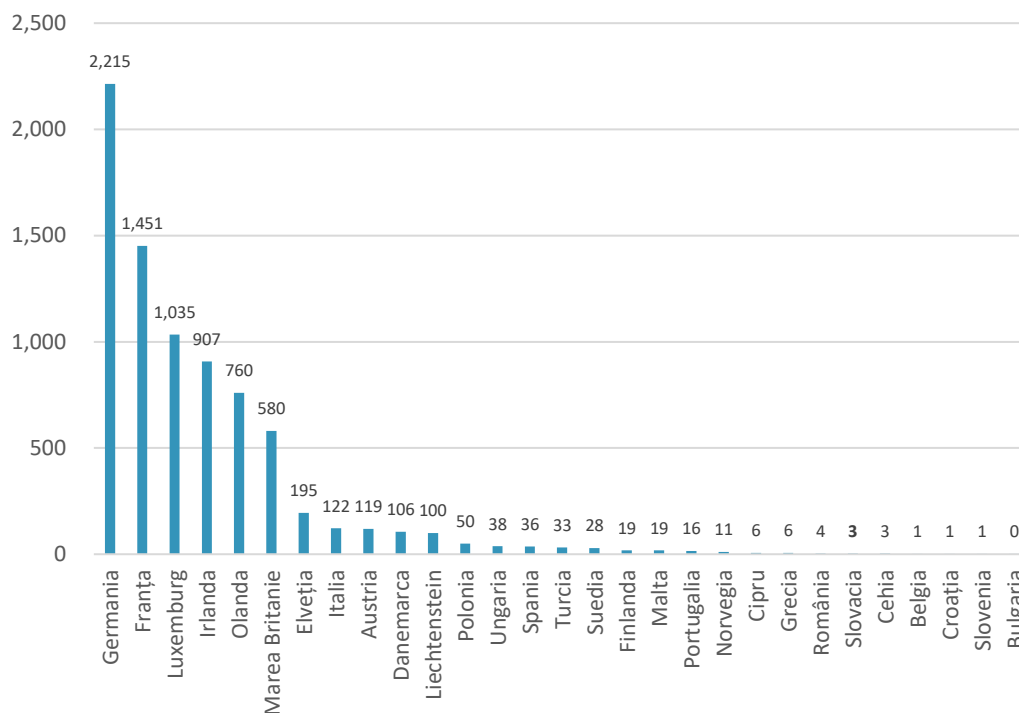
Țara	Fonduri de acțiuni	Fonduri de obligațiuni	Fonduri diversificate	Fonduri monetare	Garantate	Fonduri ARIS	Alte fonduri	Total
Austria	(5)	143	(286)			(1)	(15)	(164)
Cehia	60	364	311		(2)			732
Franța	(434)	3,639	(2,333)	(18,144)	457			(16,815)
Germania	1,616	889	(278)	456	13	(45)	167	2,818
Ungaria	72	97	104	1		70		343
Polonia	(12)	1,281	23			1	(15)	1,278
România	<b>113</b>	<b>111</b>	<b>50</b>			<b>0</b>	<b>73</b>	<b>348</b>
<b>Total țări analizate</b>	<b>1,409</b>	<b>6,523</b>	<b>(2,409)</b>	<b>(17,687)</b>	<b>468</b>	<b>26</b>	<b>210</b>	<b>(11,461)</b>
<b>Total OPCVM</b>	<b>35,151</b>	<b>71,873</b>	<b>(4,431)</b>	<b>28,370</b>	<b>580</b>	<b>132</b>	<b>2,738</b>	<b>134,413</b>

Sursa: EFAMA



Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (FIA) din Europa se situau la o valoare de 7.864 miliarde EUR la finalul trimestrului II 2024, în creștere cu 4% comparativ cu sfârșitul trimestrului IV 2023. Germania este țara cu cele mai mari active nete ale FIA (2.215 miliarde EUR), la polul opus situându-se Bulgaria (159 milioane EUR).

Grafic 12 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 30 iunie 2024



Sursa: EFAMA

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

Țara	31.12.2023		30.06.2024			
	Număr FIA	Activ net	Număr FIA	Activ net	Cotă de piață	Modificare Trim. II 2024 față de Trim. IV 2023 (%)
Austria	1,109	113,790	1,117	118,705	1.51%	4.32%
Cehia	18	2,643	18	2,785	0.04%	5.36%
Franța	7,676	1,361,030	7,714	1,451,304	18.46%	6.63%
Germania	4,851	2,166,195	4,832	2,214,757	28.16%	2.24%
Ungaria	521	35,051	527	37,662	0.48%	7.45%
Polonia	794	45,225	767	49,977	0.64%	10.51%
România	32	3,592	35	3,716	0.05%	3.44%
<b>Total țări analizate</b>	15,001	3,727,526	15,010	3,878,906	49.33%	4.06%
<b>Total FIA</b>	30,573	7,535,926	30,591	7,863,704	100.00%	4.35%

Sursa: EFAMA

La nivel european, intrările nete ale FIA s-au situat la o valoare de circa 14 miliarde EUR în trimestrul II 2024. Cele mai mari valori ale intrărilor nete au fost înregistrate de fondurile diversificate (circa 10,54 miliarde EUR), în timp ce fondurile de acțiuni au înregistrat cele mai mari valori ale ieșirilor nete cumulate (5,91 miliarde EUR).

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

Țara	Fonduri de acțiuni	Fonduri de obligațiuni	Fonduri diversificate	Fonduri monetare	Garantate	Fonduri ARIS	Fonduri imobiliare	Alte fonduri	Total
<b>Austria</b>	208	143	406		(3)	(31)	(402)	(2)	<b>319</b>
<b>Cehia</b>							(1)		<b>(1)</b>
<b>Franța</b>	259	5,247	(1,207)	520	110				<b>4,929</b>
<b>Germania</b>	803	(4,912)	7,387	(152)		(32)	163	75	<b>3,331</b>
<b>Ungaria</b>	103	(504)	363	(57)	72	368	(9)	11	<b>346</b>
<b>Polonia</b>	30	410	457		0	92	(1)	(8)	<b>980</b>
<b>România</b>		(0)	0			(1)		(7)	<b>(8)</b>
<b>Total FIA</b>	<b>(5,913)</b>	<b>6,948</b>	<b>10,536</b>	<b>680</b>	<b>11</b>	<b>(1,406)</b>	<b>997</b>	<b>1,848</b>	<b>13,701</b>

Sursa: EFAMA

## 2. Tendințe și riscuri pe piața de capital

### 2.1. Tendințe, riscuri și vulnerabilități

În urma pandemiei, economia mondială a dat dovadă de rezistență, inflația coborând spre obiectivele băncilor centrale. Cu toate acestea, creșterea și inflația au devenit mai divergente între țări, iar perspectivele de creștere pe termen mediu sunt slabe. Țările vulnerabile riscă să înregistreze noi eșecuri. Deși se așteaptă ca economiile avansate să atingă mai repede țintele de inflație, stabilitatea prețurilor este încă incertă, iar băncile centrale trebuie să echilibreze calendarul ajustărilor de politică. FMI estimează o creștere globală de 3,1% până în 2029, una dintre cele mai scăzute previziuni pe cinci ani din ultimele decenii, ceea ce reprezintă o provocare pentru reducerea sărăciei și crearea de locuri de muncă, în special în economiile în curs de dezvoltare. Deficitele fiscale și datoria publică rămân ridicate, urmând să depășească 100% din PIB până în 2029 dacă nu se iau măsuri. Refacerea spațiului fiscal este esențială pentru reziliență, investiții publice și tranziții climatice și tehnologice. Acest lucru necesită o combinație strategică de venituri și cheltuieli, stabilirea prețului carbonului și politici de încurajare a investițiilor private în tehnologii cu emisii reduse de carbon<sup>2</sup>.

Pentru a promova creșterea economică pe termen mediu, țările trebuie să adopte o abordare politică echilibrată pentru a controla inflația și pentru a realiza finanțe publice sustenabile. Acest lucru implică refacerea amortizoarelor fiscale, menținerea sustenabilității datoriei și crearea unui spațiu de investiții în pofida datoriilor și deficitelor ridicate. Politicile fiscale eficiente care stimulează inovarea și difuzarea tehnologiei pot stimula productivitatea și creșterea economică. FMI pune accentul pe măsuri precum stimularea participării femeilor la muncă și creșterea investițiilor ecologice pentru a contracara stagnarea creșterii pe termen mediu.

Având în vedere că în 2024 vor avea loc alegeri în mai mult de jumătate din lume, guvernele ar putea fi tentate să amâne consolidarea fiscală necesară, riscând ajustări mai dure mai târziu. Riscurile ridicate de refinanțare a datoriilor evidențiază importanța cooperării internaționale pentru îmbunătățirea restructurării datoriilor, inclusiv prin intermediul cadrului comun al G20 și al mesei rotunde mondiale privind datoriile suverane. Factorii de decizie trebuie să se concentreze asupra creșterii producției economice prin reforme structurale specifice pentru a stimula productivitatea, a reduce povara datoriilor și a sprijini tranzițiile ecologice și digitale. Pentru economiile emergente și în curs de dezvoltare, reformele în materie de guvernare, de reglementare a afacerilor și de politici privind sectorul extern sunt esențiale pentru deblocarea creșterii productivității (IMF, 2024).

În ciuda rezistenței post-pandemice a economiei globale, este probabil ca o multitudine de forțe transformatoare, cum ar fi schimbările climatice, fragmentarea geopolitică, conflictele, digitalizarea - combinată cu riscurile cibernetice - și inteligența artificială (AI) să producă perturbări economice. Viitorul imediat promite să fie unul cu un grad ridicat de incertitudine (IMF, 2024).

---

<sup>2</sup> IMF (2024) Resilience in the face of change, IMF Annual Report 2024

Schimbările climatice reprezintă o amenințare semnificativă la adresa creșterii și prosperității globale pe termen lung, adăugând incertitudine previziunilor economice. Eforturile de reducere a emisiilor de gaze cu efect de seră și de limitare a încălzirii globale la mai puțin de 2°C se confruntă cu lacune în materie de politici și cu acțiuni întârziate. În plus, se preconizează că creșterea globală va fi cea mai slabă din ultimele trei decenii, cu o rată proiectată de 3,1 % până în 2030, cu 1 punct procentual mai mică decât media pre-pandemică. Printre principalii factori care contribuie la această încetinire se numără scăderea semnificativă a productivității totale a factorilor, reducerea investițiilor private de capital în urma crizelor și creșterea mai lentă a populației în vârstă de muncă în principalele economii.

Fragmentarea geopolitică alimentează, de asemenea, trecerea la o economie cu creștere redusă. Din ce în ce mai mult, deciziile comerciale și de investiții sunt influențate de considerente geopolitice, ducând uneori la formarea de blocuri economice rivale. Această schimbare este evidențiată de cele aproape 3 000 de măsuri de restricționare a comerțului impuse în 2023, de trei ori mai multe decât în 2019. Astfel de restricții amenință câștigurile rezultate din integrarea economică globală din trecut prin reducerea eficienței, a economiilor de scară și a concurenței. Îmbunătățirea alocării capitalului și a forței de muncă către întreprinderile productive este vitală pentru a contracara aceste tendințe și a stimula creșterea.

Fragmentarea geo-economică crescândă a împins guvernele să adopte politici industriale mai active. Deși aceste politici pot aborda disfuncționalitățile pieței, ele pot fi, de asemenea, costisitoare și pot conduce la probleme precum corupția și alocarea necorespunzătoare a resurselor. În plus, politicile industriale pot avea efecte transfrontaliere negative, putând provoca represalii și slăbind sistemul comercial multilateral, exacerbând și mai mult fragmentarea geo-economică.

Conflictele sunt un factor semnificativ al fragmentării economice, fiind marcate de o instabilitate politică sporită. Printre exemplele notabile se numără războaiele din Ucraina și Gaza, care au contribuit la perturbări globale ale redresării și creșterii economice. În ultimul deceniu, regiuni precum Africa și Orientul Mijlociu s-au confruntat cu conflicte, tulburări civile și insecuritate alimentară, FMI indicând că astfel de condiții ar putea duce la contracții economice de până la 20 % în zone precum Sahel. Dacă aceste tendințe se mențin, se preconizează că peste 60 % din populația săracă a lumii ar putea locui în state fragile și afectate de conflicte până în 2030.

Economia mondială se confruntă cu provocări generate de fragilitatea economică și conflictele în creștere, însă digitalizarea ar putea fi benefică dacă este gestionată eficient. Integrarea tehnologiilor digitale în sistemele economice și financiare are potențialul de a transforma sistemul monetar internațional. Cu toate acestea, multe guverne au adoptat lent aceste tehnologii pentru îmbunătățirea serviciilor publice și a finanțelor. Pentru a exploata pe deplin potențialul digitalizării, factorii de decizie trebuie să conecteze mai multe gospodării la internet și să încurajeze adoptarea de soluții digitale de către sectorul public.

Digitalizarea și tensiunile geopolitice crescute aduc riscuri, cum ar fi vulnerabilitatea crescută la atacurile cibernetice, care ar putea duce la pierderi financiare semnificative și la probleme de finanțare pentru întreprinderi. Apariția inteligenței artificiale (AI) oferă promisiunea unei revoluții tehnologice care ar putea spori productivitatea, stimula creșterea globală și crește veniturile. Cu toate acestea, ea ridică, de asemenea, provocări, inclusiv dispariția locurilor de muncă și creșterea inegalității. Cei care exploatează eficient inteligența artificială pot înregistra creșteri ale productivității și salariilor, în timp ce cei care nu o pot face pot rămâne în urmă (IMF, 2024).

Un document recent al FMI<sup>3</sup> sugerează că IA ar putea avea un impact asupra a aproximativ 60 % din locurile de muncă din economiile avansate, 40 % pe piețele emergente și 26 % în țările cu venituri mici. În timp ce inteligența artificială prezintă beneficii potențiale, factorii de decizie trebuie să abordeze inegalitățile pe care le poate exacerba. Pentru a ajuta în acest sens, FMI a creat un indice de pregătire pentru IA, evaluând gradul de pregătire al țărilor în funcție de infrastructura digitală, capitalul uman și politicile privind piața muncii, inovarea, integrarea economică și cadrele de reglementare și etice. În general, economiile mai bogate și avansate, împreună cu unele piețe emergente, sunt mai bine pregătite pentru adoptarea IA decât țările cu venituri reduse, deși gradul de pregătire variază semnificativ de la o națiune la alta.

Imprevizibilitatea acestor forțe - fragmentarea, conflictele, digitalizarea și inteligența artificială - se traduce printr-o lume mai predispusă la șocuri. Economii vor trebui să devină mai reziliente - nu doar la nivel individual, ci și colectiv. În acest scop, există multe de câștigat din implicarea multilaterală. De exemplu, comunitatea internațională ar putea intensifica asistența și dezvolta soluții de finanțare care să sprijine pacea și stabilitatea ca bunuri publice globale.

## 2.2. Analiza riscurilor – Fonduri de obligațiuni

### Durata modificată

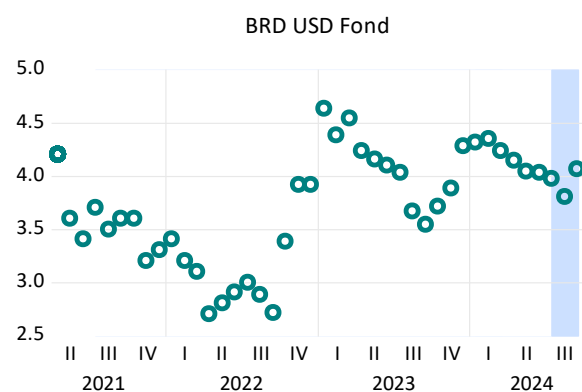
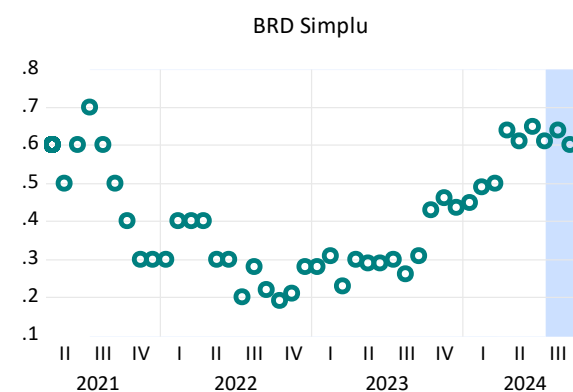
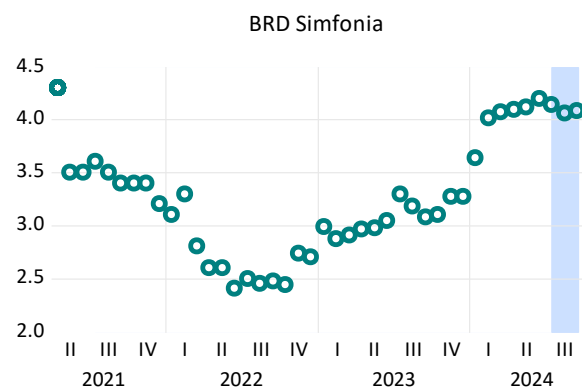
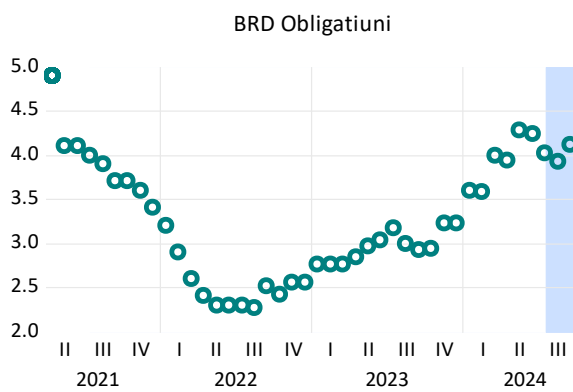
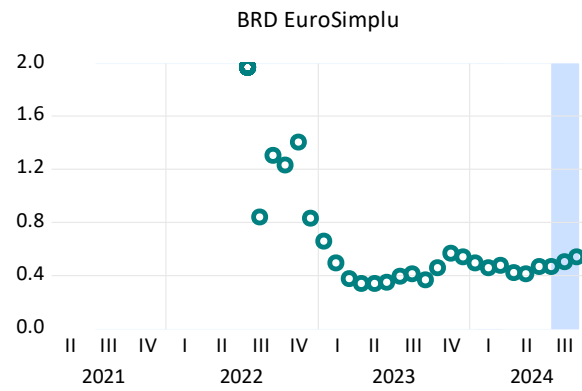
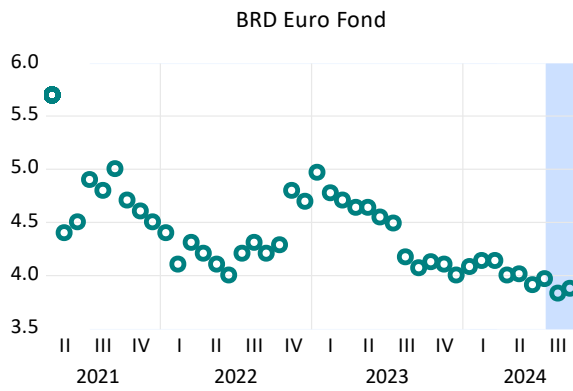
Durata modificată (*Modified duration*) pentru un portofoliu de instrumente cu venit fix reprezintă modificarea procentuală aproximativă a valorii portofoliului ca urmare a modificării cu 1% a randamentelor tuturor instrumentelor cu venit fix care fac parte din structura aceluia portofoliu. Durata modificată este un indicator important pentru investitori deoarece îi poate ajuta să înțeleagă cum vor reacționa deținerile lor de obligațiuni la o modificare liniară a 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%.

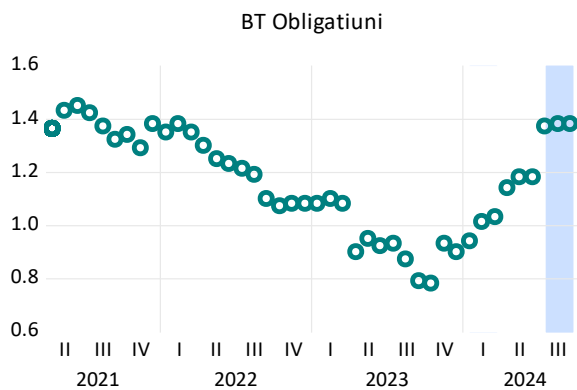
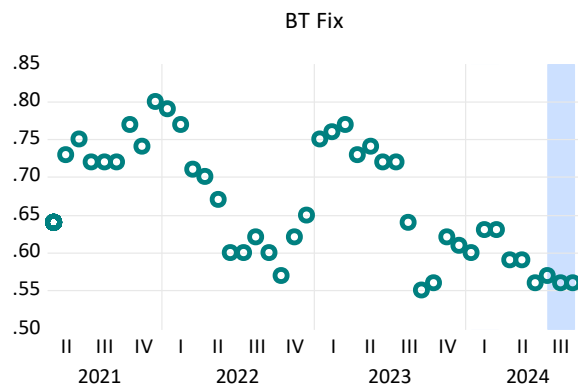
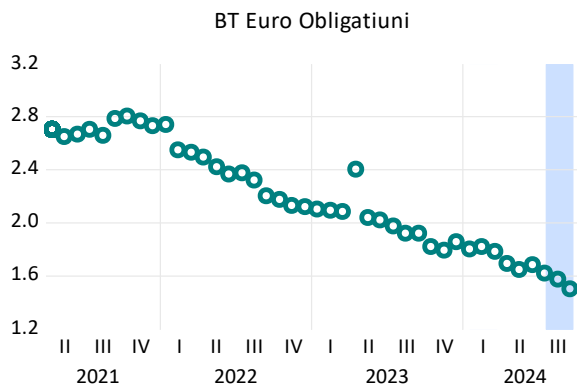
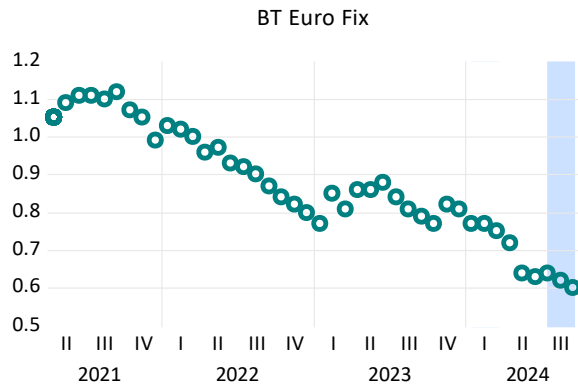
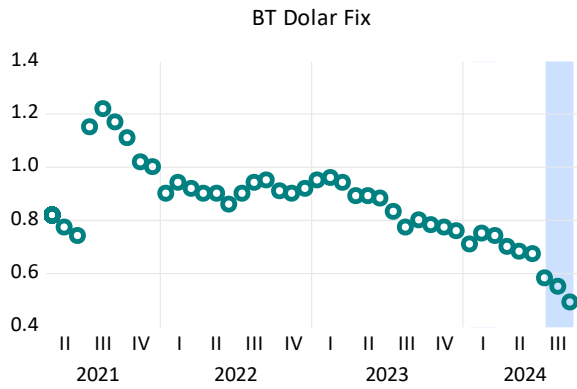
---

<sup>3</sup> Cazanigga et al (2024) Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work, IMF Staff Discussion Note

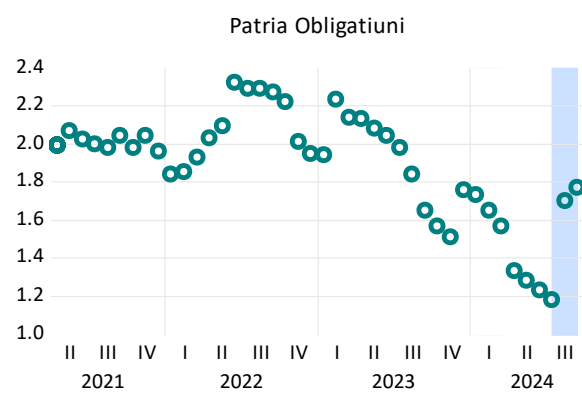
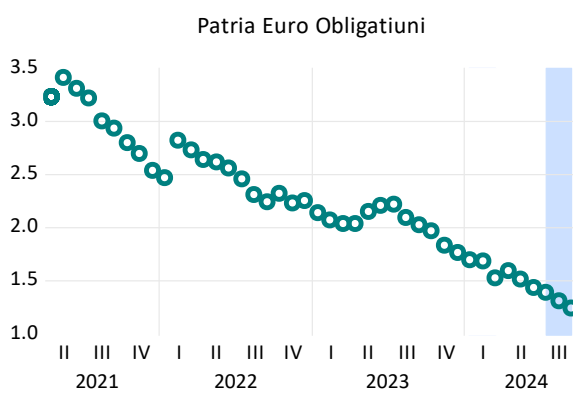
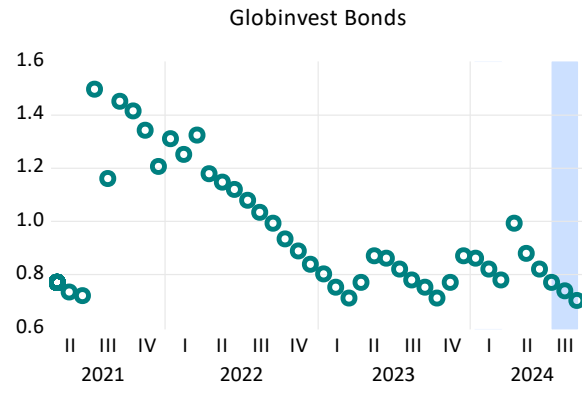
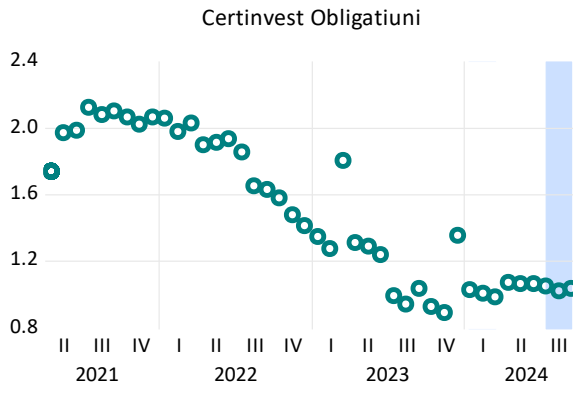
Grafic 13 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni în 2024

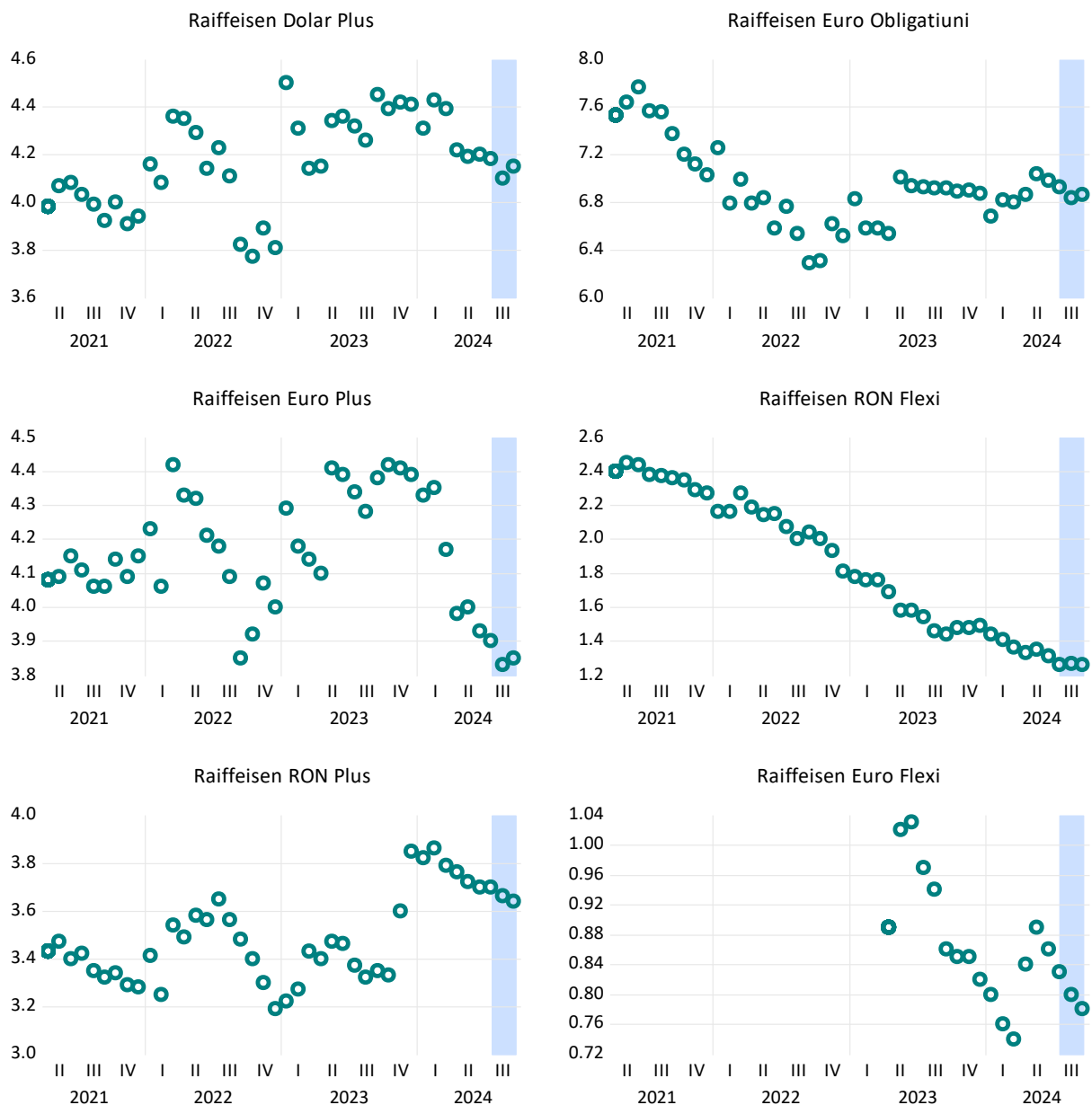








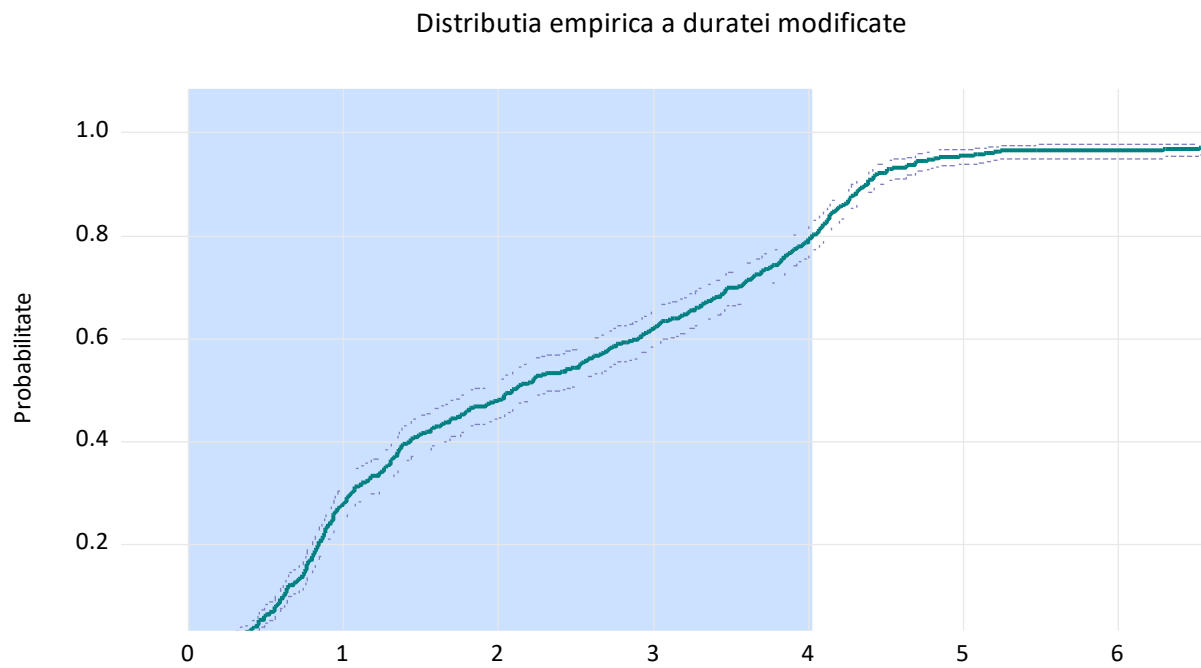




Sursa: Calcule ASF

Graficul 14 prezintă distribuția cumulativă a duratei modificate pentru fondurile de investiții înregistrată pe parcursul ultimilor trei ani. Probabilitatea cumulativă crește treptat pe măsură ce durata modificată variază între 1 și 7, sugerând o distribuție constantă a duratei obligațiunilor. Secțiunea cea mai abruptă a curbei se situează între valorile 4 și 6, ceea ce indică faptul că majoritatea fondurilor de investiții în obligațiuni prezintă o durată modificată în acest interval. Curba se apropie, fără a atinge, probabilitatea de 1, evidențiind că un număr foarte redus de fonduri prezintă durate modificate mai mari de 7. Această distribuție pe termen lung (trei ani) contribuie la o mai bună înțelegere a riscului și a sensibilității fondurilor de obligațiuni față de variațiile ratelor dobânzii, având în vedere că, în această perioadă, fondurile și-au ajustat portofoliile pentru a reflecta oferta de obligațiuni disponibilă pe piața locală.

Grafic 14 Distribuția empirică a duratei modificate (septembrie 2021-septembrie 2024)



Sursa: Calcule ASF

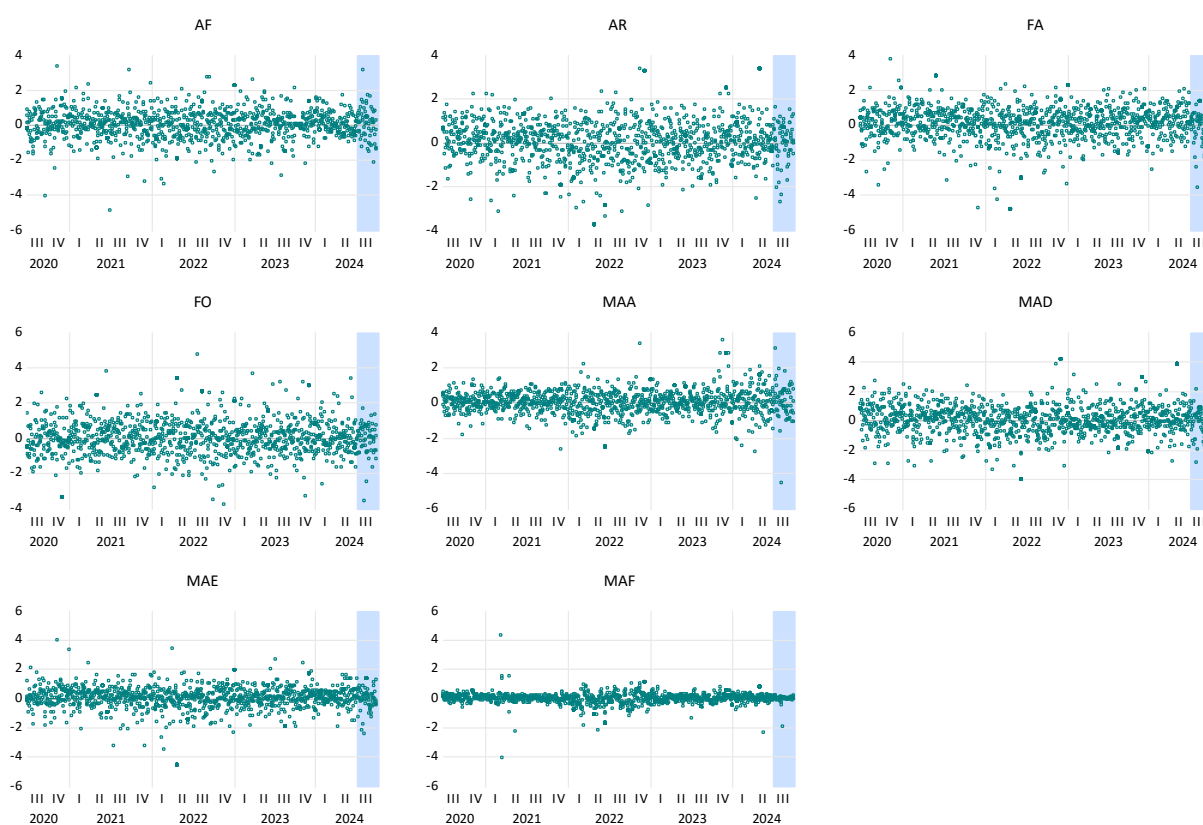
### 2.3. Metode de evaluare a performanței ajustate la risc pentru fondurile de investiții

Rata Sharpe compară randamentul unei investiții cu nivelul său specific de risc. Această statistică este construită pe premisa că randamentul în exces într-o perioadă de timp poate fi rezultatul unei mari volatilități, și nu a capacității de investiție. Cu alte cuvinte, rata Sharpe exprimă randamentele în exces ale unui portofoliu în raport cu o măsură a volatilității pentru a evalua performanța ajustată la risc.

Rata Sortino este o măsură ajustată la risc utilizată pentru a evalua randamentul suplimentar obținut pentru fiecare unitate de (downside) risc. Aceasta reprezintă o variantă a ratei Sharpe, în care diferența dintre randamentul mediu și rata fără risc este împărțită la deviația standard a randamentelor negative.

Graficele 18 și 19 ilustrează evoluția zilnică a ratelor Sharpe și Sortino calculate pentru fondurile analizate în intervalul iunie 2020 – septembrie 2024, zona hașurată evidențiind evoluțiile specifice trimestrului al treilea al anului 2024. Dinamica ratei Sharpe pe parcursul acestui trimestru se remarcă printr-o variabilitate relativ omogenă. În general toate clasele de fonduri manifestă o dinamică comună, în special în jurul unei selecții de momente calendaristice. Clasa de fonduri MAF prezintă o evoluție particulară.

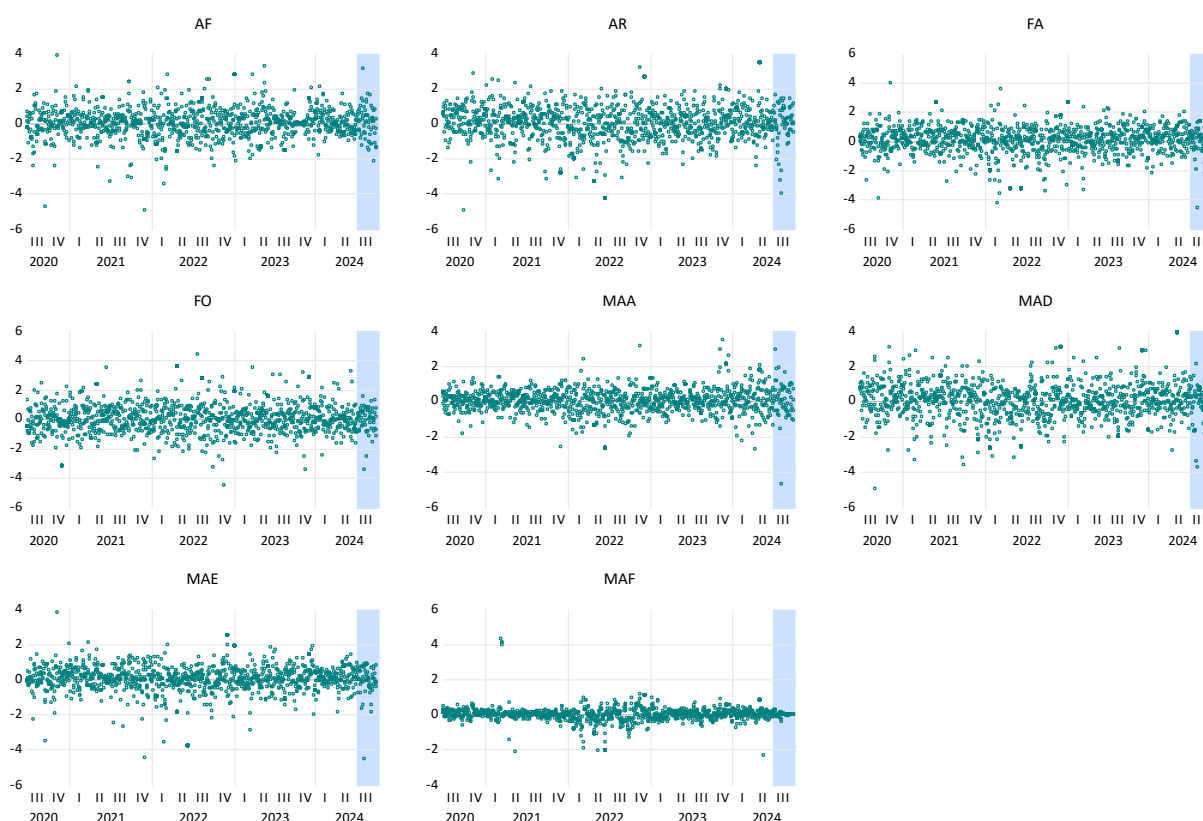
Grafic 18: Dinamica ratei Sharpe în funcție de strategia investițională<sup>4</sup>



Sursa: Prelucrare ASF

<sup>4</sup> AF – Alte fonduri; AR – Absolute return; FA – Fond acțiuni; FO – Fond obligațiuni; MAA – Multi-active agresive; MAD- Multi-active defensive; MAE - Multi-active echilibrate; MAF – Multi – active flexibile

Grafic 19. Dinamica ratei Sortino în funcție de strategia investițională



Sursa: Prelucrare ASF

Rezultatele aferente ratei Sortino evidențiază, de asemenea, o traiectorie relativ uniformă. Pentru trimestrul al treilea al anului 2024 se observă o evoluție similară cu cea înregistrată în cazul ratei Sharpe. Totodată, fondurile de tip MAF prezintă și în acest context o dinamică specifică.

## 2.4. Analize wavelet

Analiza wavelet (*Continuous Wavelet Transform*; CWT) este utilă pentru semnalele nestaționare care variază în timp și frecvență<sup>5</sup>. Acest tip de analiză (CWT) este adesea folosită pentru a identifica evenimente de frecvență localizate în timp, periodicități sau tendințe cât și pentru identificarea modelelor oscilatorii în datele din seriile financiare de timp.

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

În graficul următor este reprezentată Transformata Wavelet Continuă (CWT) aplicată indicelui BET), care utilizează wavelet-ul Morlet<sup>6</sup> și prezintă modul în care conținutul de frecvență al semnalului se schimbă în timp. Analiza este realizată pentru perioada ianuarie-octombrie 2024. Pe axa verticală este reprezentată frecvență în axa logaritmică, indicând o gamă de frecvențe analizate și care permite

<sup>5</sup> Detalii referitoare la CWT sunt oferite în Anexa 1

<sup>6</sup> [MorletWavelet—Wolfram Language Documentation](#)

descompunerea componentele de frecvență joase de cele înalte din date. Frecvențele joase corespund cu tendința pe termen lung.

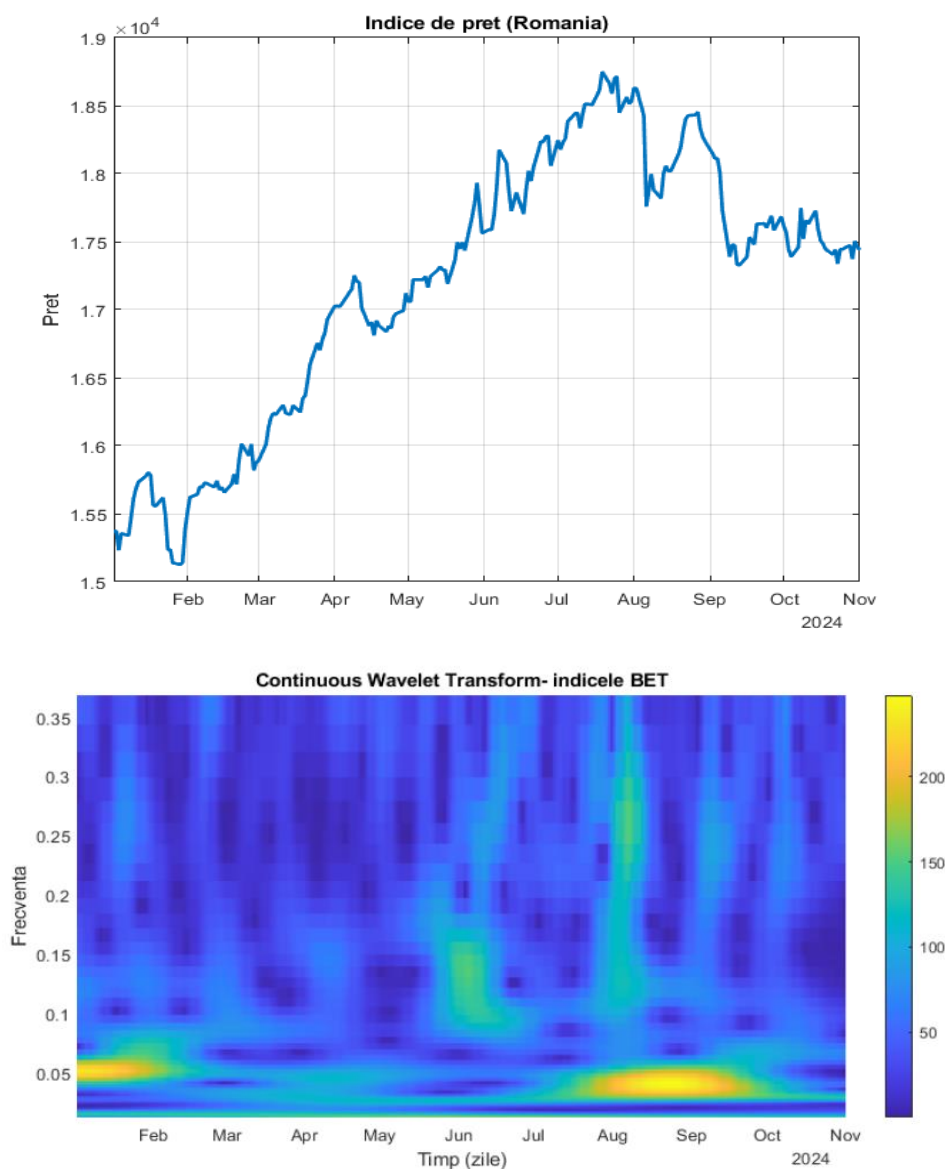
Gradientul de culoare indică puterea sau amplitudinea semnalului la fiecare frecvență în timp. Culorile mai calde (galben/portocaliu) sugerează o putere mai mare sau o prezență mai puternică a semnalului, în timp ce culorile mai reci (albastru) indică o putere mai mică. Regiunile mai întunecate (albastru)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

Regiunile galben-verzi la frecvențe mai mici sugerează tendințe de bază semnificative sau schimbări ale pieței în anumite intervale de timp. Zonele albastre mai dense sugerează perioade de relativ calm sau stabilitate pe diferite frecvențe.

Frecvențele mai înalte (peste 0,15) sunt mai uniforme și indică o variație mai mică a fluctuațiilor.

Există un semnal periodic puternic în august și septembrie, ceea ce sugerează un șoc economic în indicele BET în această perioadă care corespunde șocurilor economice primite de pe piețele internaționale la începutul lunii august. Graficul arată o activitate mai redusă în lunile de început ale anului (ianuarie-mai), cu o creștere a activității începând din mijlocul anului și atingând un vârf în perioada iulie -septembrie.

Grafic 15 Analiza CWT pentru indicele BET din Romania



Sursa: LSEG, calcule ASF

### Corelații condiționate

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

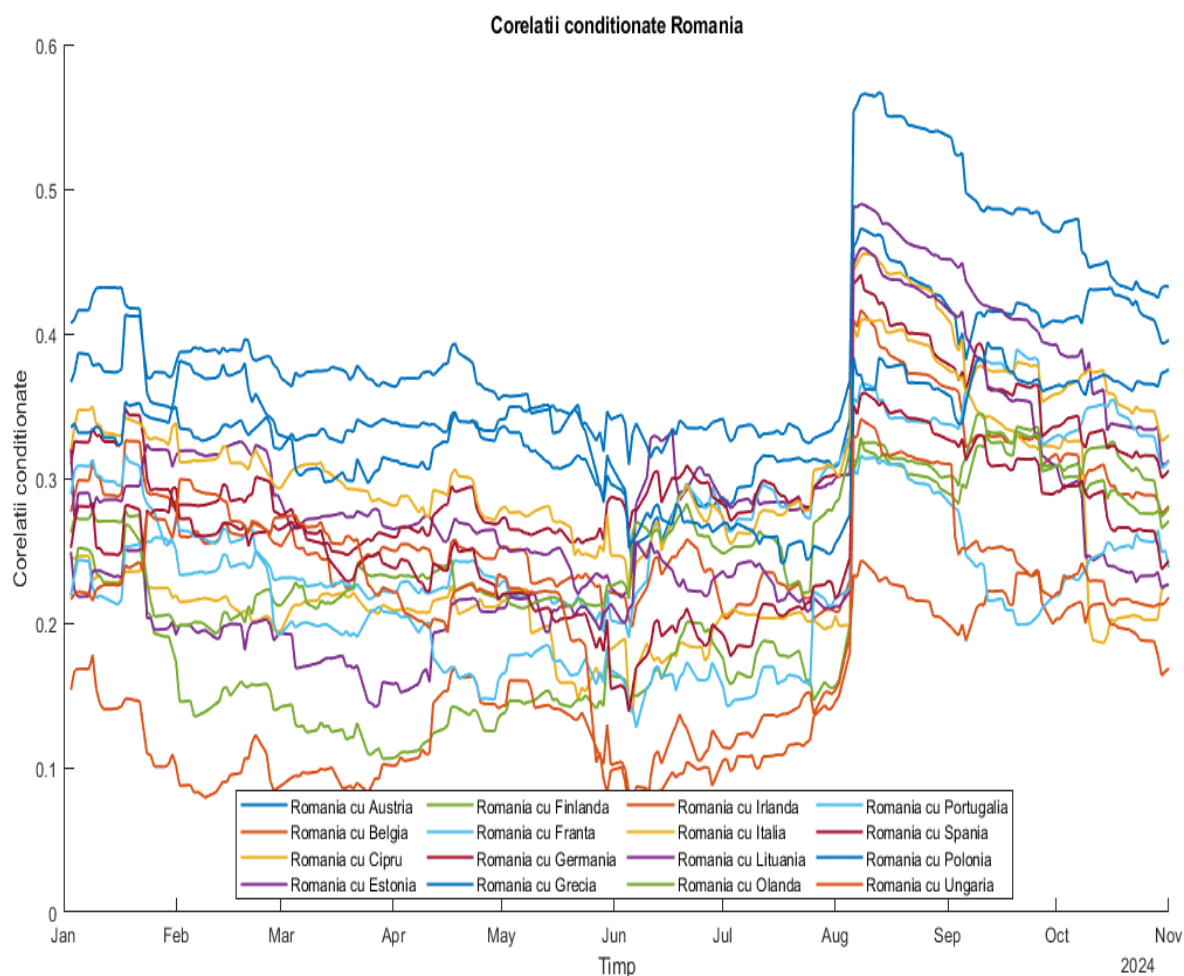
În graficul următor sunt prezentate corelațiile condiționate ale pieței de capital din România cu cele mai multe burse europene pentru perioada ianuarie-septembrie 2024. Creșterea bruscă a corelațiilor condiționate din august a reflectat un episod de contagiune directă care a cauzat un grad mare de

sincronicitate în mișcările indicilor bursieri de pe piețele financiare europene. După aceasta, corelațiile au înregistrat în general o tendință descendentă, deși unele perechi au menținut valori relativ ridicate.

Unele corelații, cum ar fi cele cu țări precum Ungaria și Polonia, prezintă o variabilitate mai mare, cu creșteri și descreșteri frecvente, indicând mai puțină stabilitate în sincronizarea economică cu România pe parcursul anului.

În general, graficul reflectă că există grade diferite de corelație condiționată între Bursa de Valori București și burse europene, unele țări menținând în mod constant corelații mai puternice, iar altele prezentând conexiuni mai volatile sau mai scăzute. Creșterea distinctă din august este deosebit de notabilă și ar putea fi o zonă pentru investigații suplimentare.

Grafic 16 Corelații condiționate dintre România și bursele europene (model DCC)



Sursa: LSEG, calcule ASF

Țări precum Germania, Franța și posibil Italia mențin corelații medii mai mari cu România, deoarece corelațiile lor tind să rămână adesea între 0,3 și 0,5. Acest lucru poate indica legături mai puternice cu aceste țări în comparație cu altele. Unele țări, cum ar fi Cipru și Estonia, prezintă corelații condiționate ne semnificative cu România, rămânând sub 0,2 în multe perioade.

### Coerența wavelet

Coerența wavelet și corelația condiționată sunt instrumente utile pentru analizarea relațiilor dintre variabile, dar sunt potrivite pentru scopuri diferite de analiză a datelor. Coerența wavelet este utilizată



în locul corelației condiționate atunci când este necesară reprezentarea detaliată în spațiul timp-frecvență a relației dintre două semnale<sup>7</sup>. Acest lucru este deosebit de util când sunt analizați indicii bursieri în locul randamentelor bursiere.

Modelele DCC extrag corelațiile condiționate dintre indicii bursieri pe baza randamentelor bursiere, ceea ce implică staționizarea datelor și eliminarea tendinței din date. Spre deosebire de modelele DCC; coerența wavelet include și tendința și poate furniza informații despre relația de fază dintre două semnale, indicând dacă un semnal precedă sau urmează celălalt la frecvențe diferite. Totodată coerența wavelet poate fi vizualizată sub formă de hartă termică, arătând zone de coerență ridicată și scăzută în timp dar și frecvență. Acest lucru poate face mai ușoară identificarea tiparelor și relațiilor care nu sunt evidente din relațiile de corelație condiționată.

Coerența wavelet este deosebit de utilă în tratarea seriilor de timp nestaționare datorită capacității sale de a surprinde corelația locală atât în domeniul timpului, cât și în cel al frecvenței și este adecvată suită pentru analiza relațiilor la scară multiplă.

Corelația multirezoluție realizată cu analiza de multirezoluție tip MODWT (*Maximal Overlap Discrete Wavelet Transform*) arată că între indicele pieței de capital din România și indicele STOXX600, există corelații pozitive semnificative care corespund ciclurilor din datele analizate la diferite frecvențe inclusiv corelația dintre tendințe (tendința este notată cu S5 în tabelul următor).

Tabel 7 Corelații multirezoluție (MODWT) dintre piața de capital din România și STOXX 600

Nivel	Corelație	P-value
D1	0.45784	1.95E-44
D2	0.4585	2.10E-25
D3	0.54038	1.16E-19
D4	0.5735	5.26E-13
D5	0.51372	3.41E-07
S5	0.41612	8.66E-06

Sursa: LSEG, calcule ASF

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

Graficul de coerență wavelet ilustrează coerența wavelet dintre indicele pieței de capital din România și indicele Stoxx600 pentru perioada analizată (ianuarie 2020-septembrie 2024) și ajută la identificarea relației timp-frecvență dintre două piețe financiare. Coerența este mai puternică la anumite momente și frecvențe, sugerând perioade de coerență ridicate dintre cei doi indici și fondul unor factori economici comuni.

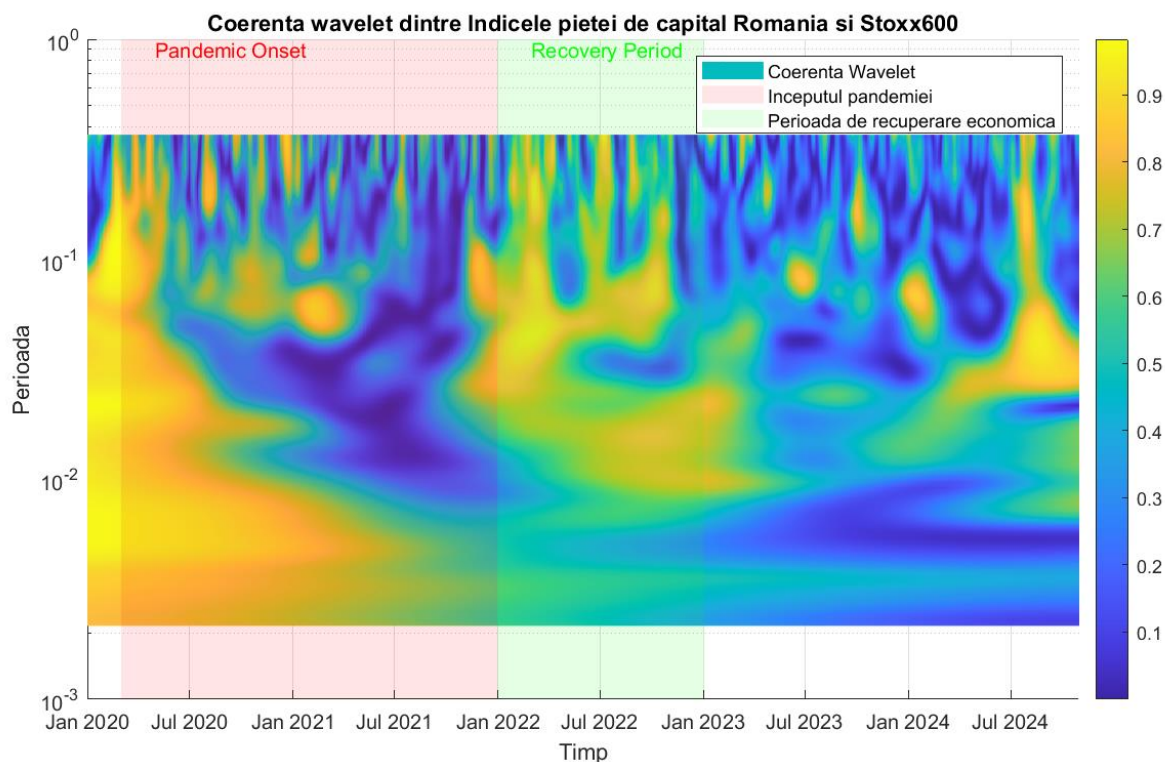
Bara de culoare din dreapta indică nivelul de coerență, cu valori cuprinse între 0 și 1. Valorile ridicate ale coerenței (aproape de 1, indicate prin galben) înseamnă că cele două semnale sunt puternic corelate în regiunea timp-frecvență, în timp ce valorile scăzute (aproape de 0, afișate în albastru) sugerează o corelație scăzută. Există mai multe regiuni de coerență ridicată, în special în intervalul de perioadă medie spre inferioară și indică momentele în care piața de capital din România și indicele Stoxx600 au avut o dependență mai puternică.

Axa y reprezintă perioada pe scară logaritmică și indică componentele de frecvență analizate. La capătul inferior al spectrului de frecvențe sunt reprezentate frecvențe mai mari care corespund

<sup>7</sup> Detalii referitoare la coerența wavelet sunt oferite în Anexa 1.

tendințelor pe termen scurt, în timp ce în partea superioară sunt reprezentate frecvențele scăzute care corespund tendințelor pe termen lung. Graficul arată pete distincte de coerență ridicată pe diferite frecvențe, sugerând că anumite modele de oscilație sau cicluri ale ambilor indici sunt sincronizate în aceste momente.

Grafic 17 Gradul de coerență dintre Indicele pieței de capital din România și indicele european (STOXX600)



Sursa: LSEG, calcule ASF

Axa X reprezintă dimensiunea timpului și prezintă modul în care coerența se schimbă în timp. Coerența variază semnificativ în timp, unele perioade prezentând o coerență susținută, iar altele prezentând o coerență mai scăzută, posibil corespunzând evenimentelor economice sau specifice pieței care au influențat relația dintre cei doi indici. Se observă un grad ridicat de coerență în perioada pandemiei dar și în perioada imediat următoare de recuperare economică. Curență se reduce ulterior dar rămâne la frecvențe mai scăzute indicând un grad ridicat de interconectare a pieței de capital din România cu piețele europene financiare.

Zonele de coerență ridicată (galben) implică faptul că în aceste perioade și frecvențe, piața de capital din România și indicele Stoxx600 s-au mișcat în mod coordonat, pe fondul expunerii la factorii comuni macrofinanciari care au afectat economia europeană. Regiunile cu coerență scăzută (albastru) indică momente în care indicii au fost mai puțin legați, ceea ce reflectă perioadele de condiții economice divergente sau evenimente specifice care au avut un impact mai mare asupra unei piețe decât asupra celeilalte.

Acest tip de analiză a coerenței este util pentru înțelegerea interconectării piețelor. De exemplu, dacă se observă o coerență ridicată în anumite perioade, explicația causală indică că există factorii globali influențază ambii indici simultan.

Graficul de coerență wavelet arată o relație dinamică între piața de capital din România și indicele Stoxx600, cu perioade de coerență puternică și slabă pe diferite frecvențe și intervale de timp. Această variabilitate indică faptul că corelația dintre acești doi indici este influențată de factori multipli, care se schimbă în timp cu efecte diferite asupra piețelor financiare.

### **Rețea aciclică direcționată (DAG)**

În afară de cauzalitatea Granger, există și alte metode care pot surprinde relațiile direcționale în analiza financiară, în special în analizele de cauzalitate pentru piețele bursiere. Una dintre aceste metode este dată de grafurile aciclice direcționate (*Directed Acyclic Graf*, DAG)<sup>8</sup>.

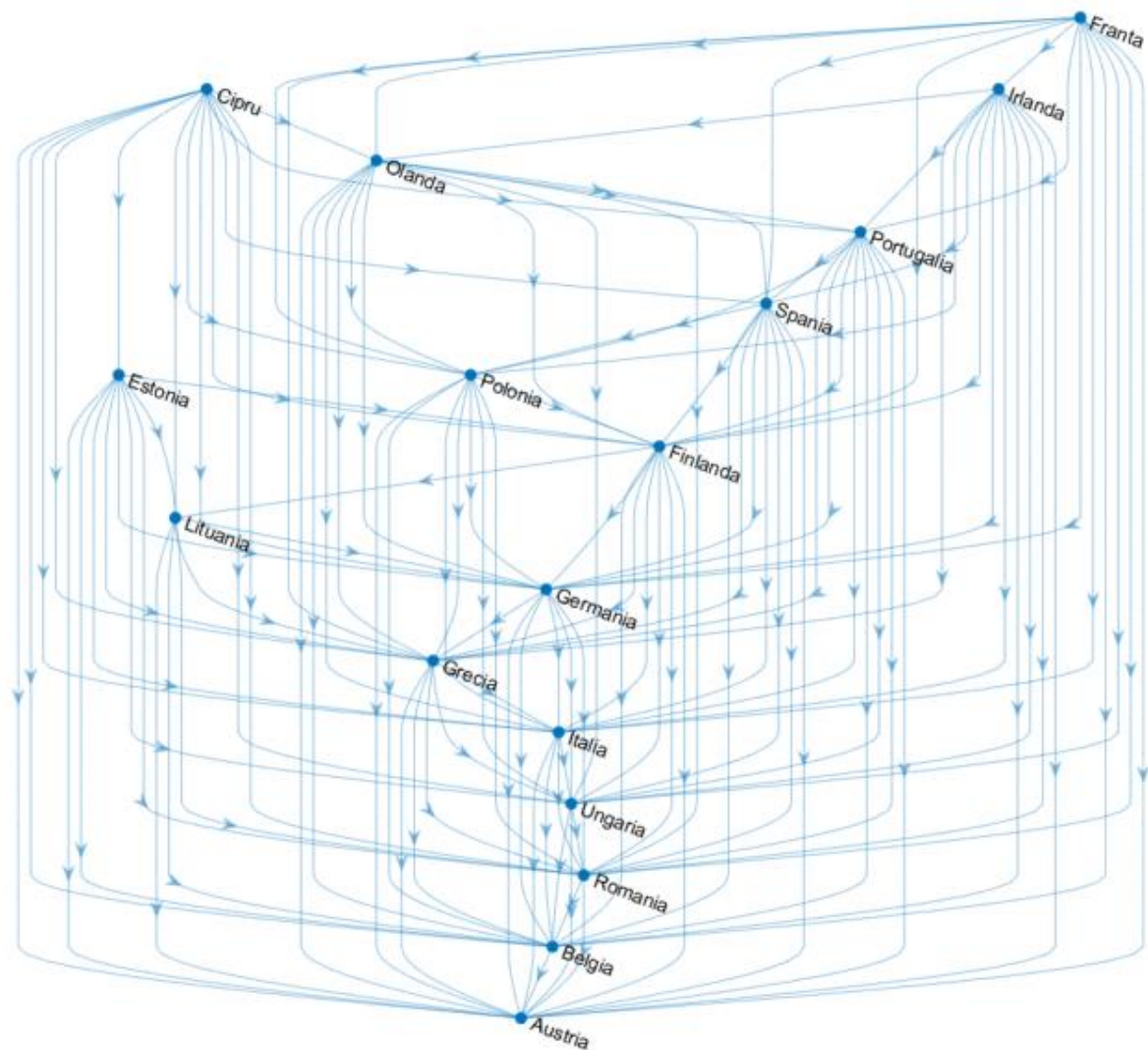
Estimarea rețelelor DAG se bazează pe testele de independență condiționată pentru a deduce relații cauzale fără a necesita o ordonare specifică a variabilelor. Rețelele DAG modelează structurile cauzale prin identificarea marginilor care reprezintă cel mai bine dependențele. DAG sunt eficiente pentru înțelegerea ierarhiei de influență dintr-o rețea, identificarea modului în care șocurile se propagă prin sectoare și detectarea principalilor indici influenți dintr-o rețea financiară.

În analiza curentă a fost implementat algoritmul Peter-Clark pentru construirea unui DAG din date zilnice de închidere ale indicilor bursieri europeni pentru perioada ianuarie-septembrie 2024. Algoritmul Peter-Clark este unul dintre cei mai utilizați algoritmi pentru învățarea structurilor cauzale, în special sub formă de DAG-uri din date observaționale și este bazat pe constrângeri de corelații parțiale pentru a deduce structura cauzală a unei rețele prin identificarea independenței condiționate între variabile.

---

<sup>8</sup> [Acyclic Digraph -- from Wolfram MathWorld](#)

Grafic 18 Graf aciclic direcționat (DAG) pentru bursele europene



Sursa: LSEG, calcule ASF

Pentru a identifica indicii bursieri cheie din rețea, este important de evidențiat care sunt nodurile care obțin un scor ridicat în mai multe măsuri de centralitate. Măsurile de centralitate a rețelei sunt prezentate în Anexa 1. Statistica rețelei indică care noduri sunt centrale în ceea ce privește conectivitatea, influența și controlul în cadrul rețelei. Prezentăm pe scurt descompunerea nodurilor în funcție de statistica rețelei a unora dintre cele mai importante noduri pe baza valorilor estimate:

1. Centralitatea gradului superior (*Degree Centrality*):

Finlanda, Germania, Franța și Irlanda au cele mai mari scoruri de centralitate, ceea ce indică faptul că sunt conectate direct la multe alte noduri. Aceasta înseamnă că joacă un rol proeminent în ceea ce privește influența imediată sau dependențele.

Germania și Polonia au un scor ridicat în ceea ce privește centralitatea intermediară, sugerând că sunt intermediari critici în rețea. Acestea conectează diferite noduri și controlează fluxul între diferite părți ale rețelei, acționând ca punți între clustere sau straturi.

## 2. Centralitate de apropiere ridicată (Betweenness Centrality):

Belgia, Spania, Italia și Ungaria sunt importante pentru centralitatea lor ridicată de apropiere, indicând că pot ajunge eficient la alte noduri. Aceste țări sunt bine poziționate pentru a interacționa cu altele și pot servi ca locații accesibile sau centrale în cadrul rețelei.

## 3. PageRank ridicat:

Belgia, Spania, Ungaria și Austria au scoruri ridicate în PageRank, ceea ce arată că dețin un nivel semnificativ de influență în rețea. PageRank-ul lor ridicat sugerează că nu numai că sunt bine conectați, ci și conectați la alte noduri influente.

Pe baza analizei statisticilor de rețea, următoarele noduri apar ca influenți cheie:

- **Germania: Germania servește ca intermediar și influență majoră în cadrul rețelei deoarece are scoruri mari atât în ceea ce privește gradul, cât și centralitatea intermediară, face legătura între diferite părți ale rețelei și menține multe conexiuni directe.**
- Finlanda are un grad ridicat de centralitate ceea ce indică o influență directă puternică asupra altor noduri.
- Belgia și Spania au scoruri ridicate de apropiere cât și de *PageRank*, ceea ce înseamnă că sunt accesibile și au influență în virtutea faptului că sunt conectate la alte noduri semnificative.
- Polonia: cu o intermediere substanțială, Polonia acționează ca un conector și joacă un rol important în fluxul prin rețea.

Aceste burse reprezintă în mod colectiv structura de baza a rețelei și explică modul de transmitere a influenței în cadrul rețelei, fiecare contribuind în mod unic fie ca conectori, influenți sau hub-uri accesibile. Piețele bursiere din aceste țări sunt esențiale pentru menținerea conectivității și a influenței în diferite secțiuni ale rețelei.

Următoarele observații și statistici potențiale de rețea pot fi deduse pe baza analizei rețelei:

### Noduri și conexiuni:

- rețeaua estimată reprezintă o structură ierarhică cu mai multe straturi.
- fiecare nod reprezintă o bursă, iar marginile direcționate reprezintă un tip de influență, flux sau dependență între ele.
- unele noduri, cum ar fi Franța și Irlanda, sunt la niveluri ierarhice mai înalte, cu numeroase margini de ieșire, indicând că ar putea avea o influență semnificativă sau centralitate în rețea.

### Ierarhie și profunzime:

- Rețeaua DAG estimată are un flux distinct de sus în jos, ceea ce indică niveluri ierarhice.
- Austria este situată în partea de jos a graf-ului, acționând ca nod terminal sau final în această structură, în timp ce Franța și Irlanda sunt printre cele mai înalte puncte.
- Nodurile de niveluri intermediare, cum sunt Polonia, Finlanda, Germania și Italia, reprezintă burse cu dependențe de *avans* sau de *lag*.

### Gradul de primire de influență sau de transmitere de influență (*In-Degree* și *Out-Degree*):

- Noduri precum Franța și Irlanda au probabil un grad ridicat de transmitere de influență (*out-degree*), deoarece au multe margini de ieșire.

- Noduri precum Austria și Belgia primesc multa influență (*in-degree*), având în vedere că mai multe margini converg spre ele, indicând că sunt mai dependente sau influențate de alte piețe bursiere.

#### **Clustere și căi:**

- Există grupuri sau grupuri de noduri care sunt mai strâns conectate între ele precum: Estonia, Lituania și Polonia sunt interconectate, la fel ca Grecia, Italia, Ungaria și România.
- Există mai multe căi pentru a ajunge la anumite noduri, indicând redundanță sau robustețe în structură. Austria poate fi accesată din alte câteva țări prin diferite rute. Rezultatele arată că șocurile economice nu parcurg aceleași căi de fiecare dată.

#### **Tranzitivitate și accesibilitate:**

- Rețeaua indica un nivel ridicat de conectivitate, în care majoritatea nodurilor sunt accesibile prin căi direcționate.
- Rețeaua estimată nu continue cicluri, astfel că nu există dependențe circulare între țări.

#### **Analiza centralității intermediare:**

- Franța și Irlanda au un grad ridicat de centralitate intermediară (*betweenness centrality*) deoarece intermediază multe conexiuni.
- Nodurile intermediare, cum ar fi Germania și Polonia, au o centralitate ridicată de apropiere, deoarece sunt poziționate într-un mod care le permite să ajungă la multe alte noduri prin căi mai scurte.

### 3. Piața primară și emitenți

Conform documentelor aprobate de A.S.F., ofertele publice de vânzare primare din perioada ianuarie – septembrie 2024 au fost în valoare totală de aproximativ 641 mil. lei. Ofertele publice de cumpărare/preluare derulate în aceeași perioadă au însumat 215,8 milioane lei, iar valoarea celor 9 emisiuni de obligațiuni, admise la tranzacționare, a fost de aproximativ 376 mil. EUR.

#### 3.1. Oferte publice

##### Oferte publice primare de vânzare

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

În cursul primelor trei trimestre, au fost aprobate următoarele prospecte aferente ofertelor publice primare de vânzare de acțiuni:

Tabel 8 Oferte publice de vânzare primare în perioada 01.01.2024 - 30.09.2024 (conform documentelor aprobate de ASF)

Emitent	Oferte publice primare de vânzare		Piața acțiunilor/ Segment
	Volum (acțiuni vândute)	Valoare (lei)	
Electroargeș S.A.	4.912.411	491.241,1	Principal
Life is Hard S.A.	142.622	285.343,8	SMT
Vrancart S.A.	318.899.098	31.956.862	Principal
Arobs Transilvania Software S.A.	174.258.721	142.892.151,22	Principal
Bucovina S.A.	13.251.265	1.325.126,50	SMT
IOR S.A.	170.216.232	17.021.623,20	SMT
Aldani Master Capital S.A.	30.114.676	3.363.034,87	SMT
Avioane Craiova S.A.	5.257.963	13.144.907,50	SMT
Teraplast S.A.	190.763.160	85.843.422	Principal
One United Properties S.A.	1.700.297.547	340.059.509,40	Principal
Prebet S.A	28.925.987	5.206.677,66	Principal
<b>TOTAL</b>	-	<b>641.589.899</b>	-

Sursa: ASF

Pentru aceste prospecte s-a realizat procedura impusă de dispozițiile art.21 alin. (5) teza I și teza II<sup>9</sup> din Regulamentul (UE) 2017/1129 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată, și de

<sup>9</sup> "Autoritatea competentă din statul membru de origine publică pe site-ul său toate prospectele aprobate sau cel puțin lista prospectelor aprobate, inclusiv un hyperlink către secțiunile speciale de pe site menționate la alineatul (3) din prezentul articol, precum și o identificare a statului sau statelor membre gazdă în care prospectele sunt notificate în conformitate cu articolul 5. Lista publicată, inclusiv hyperlinkurile, se actualizează permanent și fiecare element rămâne pe site cel puțin pentru perioada menționată la alineatul (7) din prezentul articol. Atunci când notifică ESMA cu privire la aprobarea unui prospect sau a eventualelor suplimente la un prospect, autoritatea competentă furnizează ESMA o copie electronică a prospectului și a eventualelor suplimente la acesta, precum și datele necesare pentru clasificarea acestuia de către ESMA în mecanismul de stocare menționat la alineatul (6) și pentru elaborarea raportului menționat la articolul 47."

abrogare a Directivei 2003/71/CE. Prospectele au fost publicate pe pagina de internet a autorității<sup>10</sup> și au fost încărcate în mecanismul de stocare al ESMA.

### Oferte publice de cumpărare

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

Doi emitenți au ales să deruleze o astfel de ofertă, scopul achiziției fiind răscumpărarea propriilor acțiuni în vederea distribuirii acțiunilor ca pachete motivaționale (stock option plan) administratorilor, managerilor și salariaților, unul în vederea diminuării capitalului social, în timp ce, cinci oferte au fost derulate de investitori care doresc să achiziționeze un pachet de acțiuni care le permite să deruleze ulterior procedura de retragere de la tranzacționare a acțiunilor.

Tabel 9 Oferte publice de cumpărare derulate în perioada 01.01.2023 – 30.09.2024 (conform documentelor aprobate de ASF)

Emitent/Ofertant	Oferte publice de cumpărare	
	Volum (acțiuni cumpărate)	Valoare (lei)
Chimcomplex S.A./Chimcomplex S.A.	900.000	21.420.000
Bricomat S.A./TIPO TRIB S.R.L.	0	0
Brickston Construction Solutions S.A./Leier ROM S.R.L.	119.429	656.859,5
Sinterom S.A./Contactoare S.A.	0	0
Cemacon S.A./Paval Holding S.R.L.	975.344	428.663,6
Fondul Proprietatea S.A./Fondul Proprietatea S.A.	269.000.000	178.131.800
ZENTIVA S.A./Zentiva Group a.s. Praga	319.649	1.310.560,9
LION CAPITAL S.A.	2.490.000	7.221.000
<b>TOTAL</b>	-	<b>209.168.884,09</b>

Sursa: ASF

Totodată, în primul semestru, a fost aprobată oferta publică de preluare obligatorie a emitentului Șantierul Naval Orșova SA, a cărei valoare a fost de 2.348.976 lei și anunțul preliminar aferent respectiv documentul de ofertă de preluare voluntară a emitentului Armătura S.A., a cărei valoare a fost de 4.286.169,78 lei.

<sup>10</sup> <https://asfomania.ro/ro/a/2374/prospectele/amendamentele/certIFICATELE-pentru-ofertele-de-vanzare-aprobate-de-a.s.f.-in-2022>



## 3.2. Alte operațiuni speciale/ Alte evenimente corporative

Pe parcursul primelor trei trimestre au fost aprobate următoarele demersuri privind alte evenimente corporative:

- două prospecte de ofertă publică primară de vânzare de obligațiuni în vederea admiterii pe piața principală a obligațiunilor emise de Impact Developer & Contractor S.A., respectiv Bittnet Systems S.A., valoarea primei ofertei fiind de 3 mil. EUR, respectiv 6.359.904 lei, în cazul celei de-a doua;
- un prospect de ofertă publică primară de vânzare de obligațiuni emise de Life is Hard S.A., în vederea tranzacționării pe Sistemul multilateral de tranzacționare administrat de B.V.B., valoarea ofertei fiind de 10.100.000 lei;
- un prospect de ofertă publică inițială de vânzare de acțiuni emise de JT Grup Oil S.A., în vederea admiterii la tranzacționare pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de B.V.B., valoarea ofertei fiind de 19.908.962 lei;
- prospectul de bază aferent programului de emisiune de produse structurate al SSIF BRK FINANCIAL GROUP S.A.;
- prospectul de bază aferent programului de emisiune de obligațiuni emise de Unicredit Bank S.A.;
- prospectul întocmit în vederea admiterii la tranzacționare pe piața reglementată a acțiunilor SIMTEL TEAM S.A., acțiuni tranzacționate pe sistemul multilateral de tranzacționare;
- prospectul de ofertă publică inițială de vânzare de acțiuni emise de Premier Energy PLC, cu componentă primară și secundară, derulată în vederea admiterii la tranzacționare pe piața reglementată administrată de B.V.B. a cărei valoare a fost de 695.076.321 lei;
- șapte retrageri de la tranzacționare, Dafora S.A., Lido S.A. și Foraj Sonde S.A. Ernei - dat fiind declanșarea procedurii falimentului, Exploatare Portuară Drobeta S.A. și Lactate Natura S.A. – dat fiind decizia acționarilor adoptată în cadrul adunării generale extraordinare precum și Contactoare S.A. și Selca S.A. urmare finalizării procedurii de retragere obligatorie a acționarilor (squeeze – out);
- cinci anunțuri aferent inițierii procedurii de retragere obligatorie (squeeze – out) a acționarilor societății Contactoare S.A., Selca S.A., Cemacon S.A., Brikston Construction Solutions S.A. și Sinterom S.A.;

Potrivit normei primare ca urmare a derulării unei oferte publice de cumpărare adresate tuturor acționarilor și pentru toate deținerile acestora, în termen de 3 luni de la data închiderii ofertei publice ofertantul are dreptul să solicite acționarilor care nu au subscris în cadrul ofertei să îi vândă respectivele acțiuni, la un preț echitabil, în situația în care acesta se află în una din următoarele situații:

a) deține acțiuni reprezentând cel puțin 95% din numărul total de acțiuni din capitalul social care conferă drept de vot și cel puțin 95% din drepturile de vot ce pot fi efectiv exercitate;

b) a achiziționat, în cadrul ofertei publice de cumpărare adresate tuturor acționarilor și pentru toate deținerile acestora, acțiuni reprezentând cel puțin 90% din numărul total de acțiuni din capitalul social care conferă drept de vot și cel puțin 90% din drepturile de vot vizate în cadrul ofertei.

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

Pentru operațiunile corporative desfășurate de acești emitenți și pentru noile emisiuni de valori mobiliare au fost emise un număr de 66 certificate după cum urmează:

*Tabel 10 Numărul de Certificate de Înregistrare a Valorilor Mobiliare pe tipuri de operațiuni, emise în perioada 01.01.2023 – 30.09.2024*

Tip operațiune	Număr Certificate de Înregistrare a Instrumentelor Financiare
Majorarea capitalului social	23
Drepturi de preferință	1
Diminuarea capitalului social	6
Divizare	1
Obligațiuni	9
Societăți (acțiuni) nou admise la tranzacționare pe SMT/principală	4
Titluri de stat	20
Altele	2
<b>Total</b>	<b>66</b>

*Sursa: ASF*

### 3.3. Operațiuni transfrontaliere

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

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

În cursul primelor trei trimestre, A.S.F. a fost notificată cu privire la aprobarea a 41 astfel de prospecte (document unic sau documente separate) și a 80 suplimente (amendamente) la prospectele deja aprobate, CSSF - Commission de Surveillance du Secteur Financier (Luxembourg) fiind autoritatea care a pașaportat cele mai multe documente.

Pentru produsele structurate, în baza prospectelor notificate de Autoritatea statului membru de origine - FMA Austria și a termenilor finali comunicați, au fost emise 52 certificate de înregistrare a produselor structurate emise de Raiffeisen Bank International AG, în vederea tranzacționării la BVB.

Certificatele emise de Raiffeisen Bank International AG sunt de tip Turbo, Long și Short, cu active suport acțiuni (ex: Banca Transilvania S.A., Societatea Națională de Gaze Naturale Romgaz S.A.,

Transport Trade Services S.A.), active suport contracte futures (ex: Brent Crud Oil, Copper, Silver, Gold, etc) precum și un Certificat INDEX ( ROTX® RON) care are la bază indicele bursier ROTX (Romanian Traded Index).

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

#### Emitenții de acțiuni

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

În primele trei trimestre autoritatea a emis două certificate de înregistrare în vederea admiterii la tranzacționare pe sistemul multilateral de tranzacționare, admiterea fiind una tehnică, respectiv pentru GLISSANDO GARDEN CENTER S.A. și Fort S.A., fiind emise, totodată, dat fiind încheierea cu succes a ofertelor, certificatul de înregistrare al acțiunilor Premier Energy PLC în vederea tranzacționării pe piața reglementată și cel aferent acțiunilor J.T. Oil Grup S.A., în vederea tranzacționării pe sistemul multilateral de tranzacționare.

#### Emitenții de instrumente cu venit fix

În primele trei trimestre, pe piața principală administrată de BVB/sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB, au fost admise la tranzacționare 29 emisiuni de instrumente cu venit fix:

Emitent	Valoare EUR *)	Moneda	Dobândă	Scadență	Segment
Județul Cluj	75.680.000	EUR	EURIBOR 6M+3,25%	21.12.2033	Principal
Bittnet Systems S.A.	2.040.816	RON	9,6%	15.06.2028	Principal
	281.900.000	EUR	7,5% (fixă, cu plata anuală) pentru primii 4 ani și EURIBOR3M+4,485% pentru ultimul an	07.02.2028	Principal
CEC BANK S.A.	8.829.600	EUR	EURIBOR 6M+3,5%	27.11.2033	Principal
Municipiul Reșița	3.000.000	EUR	9%	28.02.2027	Principal
Impact Developer & Contractor S.A.	73.114.939	RON	6%	06.03.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	27.619.592	RON	7%	06.03.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	71.492.286	RON	6,75%	06.03.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	118.006.200	EUR	4%	06.03.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	75.532.100	EUR	5%	06.03.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	129.486.857	RON	6%	22.04.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	77.215.041	RON	6,85%	22.04.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	54.311.653	RON	7,00%	22.04.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	254.791.600	EUR	4,00%	22.04.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	128.839.300	EUR	5,00%	22.04.2029	Principal
Life is Hard	2.040.816	RON	10%	18.04.2028	SMT
Bittnet Systems S.A.	1.352.020	RON	9%	18.04.2028	Principal
Ministerul Finanțelor	72.611.755,10	RON	6%	03.07.2025	Principal

Ministerul Finanțelor	55.867.143	RON	7%	03.07.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	63.906.836,73	RON	6,85%	03.07.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	129.178.000	EUR	4%	03.07.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	116.769.400	EUR	5%	03.07.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	104.999.591,84	RON	5,8%	23.08.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	41.231.142,86	RON	6,8%	23.08.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	198.002.387,76	RON	7%	23.08.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	205.396.400	EUR	4%	23.08.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	105.703.100	EUR	5%	23.08.2029	Principal
SKI ȘURIANU S.A.	1.494.183	RON	10%	29.05.2029	SMT
Artprint S.A.	489.836,73	RON	10,50%	06.06.2028	SMT

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

### Emitenții de produse structurate

În baza prospectului de bază aprobat de A.S.F, aferent emisiunii de produse structurate, pentru emitentul SSIF BRK Financial Group, pot fi emise următoarele tipuri de instrumente: Certificate Turbo (Certificatele Turbo Long, Certificatele Turbo Short), certificate cu capital protejat cu activ suport mărfuri sau coșuri de mărfuri, certificate cu capital protejat cu activ suport acțiuni sau coșuri de acțiuni, certificate cu capital protejat cu activ suport indici sau coșuri de indici.

Astfel, au fost emise 45 certificate de înregistrare a produselor structurate emise de BRK FINANCIAL GROUP S.A., în vederea admiterii la tranzacționare la BVB.

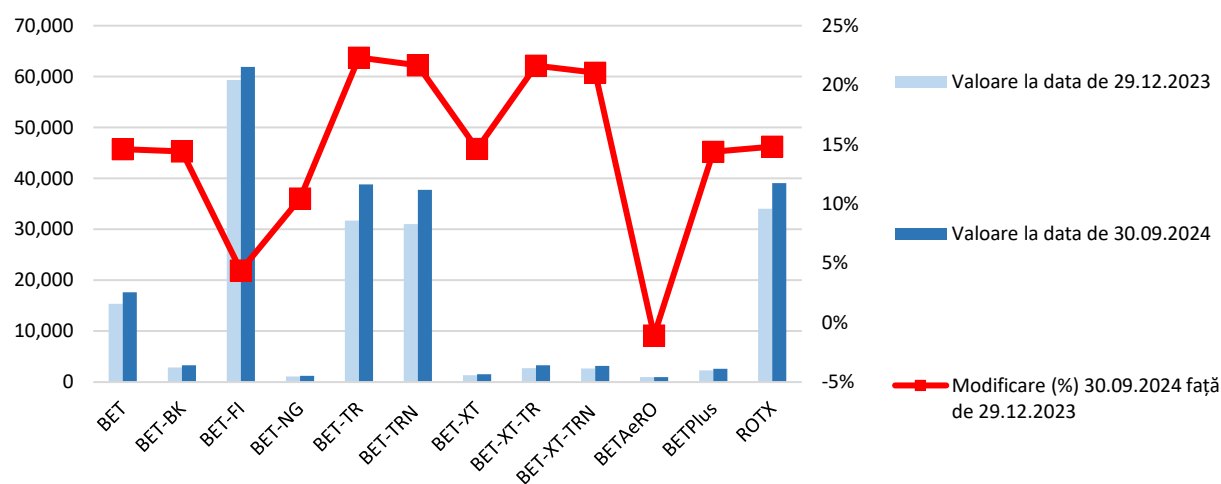
Produsele emise sunt de tip Turbo, Long și Short și au active de bază de tipul contractelor futures (Contractul futures Mini Sized Dow Jones Industrial Average, Gold futures, Silver futures etc).

## 4. Statisticile BVB

Indicii bursei românești au înregistrat în general evoluții pozitive la finalul lunii septembrie 2024 comparativ finalul anului anterior. Indicele de referință BET (care reflectă dinamica celor mai tranzacționate companii de pe piața reglementată a BVB) a avut o creștere de 14,6% la 30 septembrie 2024 comparativ cu finalul anului 2023.

De asemenea, indicele BET-NG care prezintă evoluția companiilor listate pe piața reglementată a BVB care au domeniul principal de activitate energia și utilitățile aferente, a înregistrat o creștere de 10,45%. Indicele BET-TR, ce denotă atât evoluția prețurilor companiilor componente, cât și dividendele oferite de acestea, a înregistrat la 30 septembrie 2024 o evoluție pozitivă, de aproximativ 22,32%. Aceasta a fost cea mai mare creștere observată pentru indicii locali. Indicele BETAeRO a reprezentat singurul caz de contracție (- 1.07%).

Grafic 19 Evoluția indicilor Bursei de Valori București la 30.09.2024

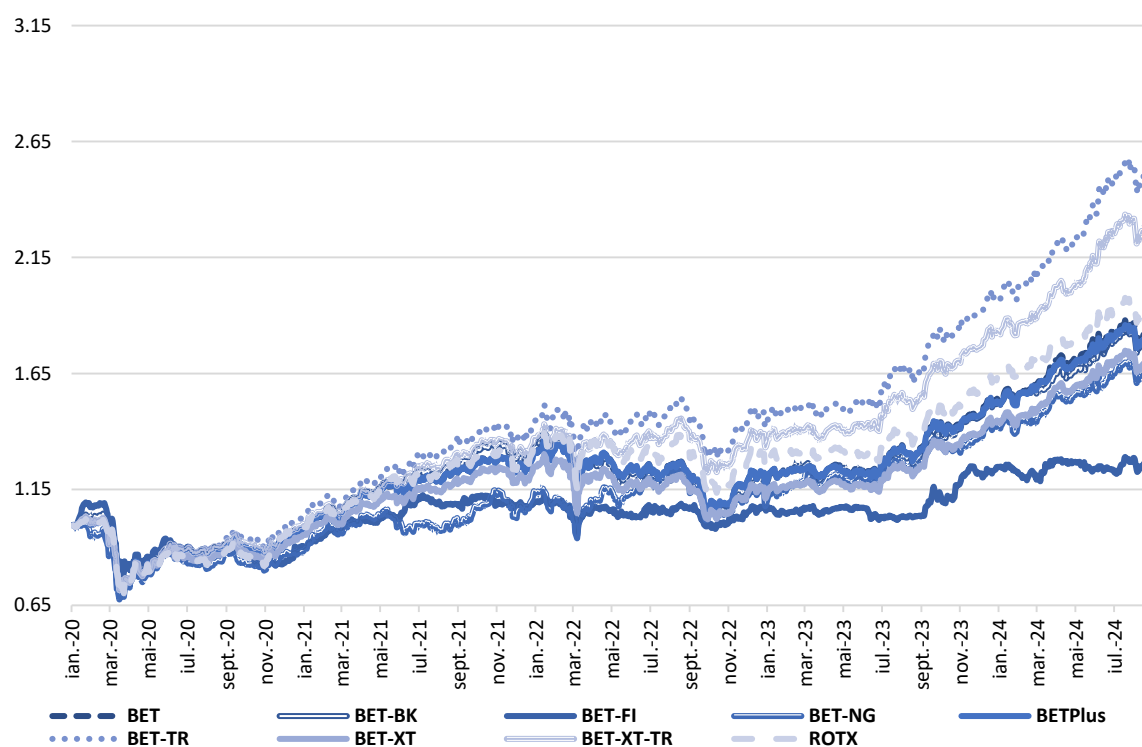


Sursa: Calcule ASF pe baza datelor BVB

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

Până la finalul trimestrului III al anului 2024 au fost înregistrate creșteri în cazul indicilor de pe piața locală, cu excepția indicelui BETAeRO.

Grafic 20 Evoluția indicilor BVB în perioada 01.01.2020 - 30.09.2024 (31.12.2019 = 1)



Sursa: Calcule ASF pe baza datelor BVB

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată și SMT a atins nivelul de 25,47 miliarde lei la finalul primelor nouă luni din 2024, în scădere cu 4,8% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2023. În același timp, numărul total de tranzacții derulate în primele 3 trimestre ale anului 2024 la BVB a crescut cu 40% comparativ cu intervalul similar din anul anterior. Aproximativ 97,4% din valoarea totală a tranzacțiilor a avut loc pe piața reglementată a BVB, restul fiind derulate pe SMT. Valoarea tranzacțiilor cu titluri de stat la 30 septembrie 2024 a crescut față de aceeași perioadă a anului 2023 înregistrând un nivel de aproximativ 5 miliarde lei. Acțiunile rămân clasa dominantă de active financiare, cu o pondere de 53,2% din totalul valorii tranzacționate la BVB până la 30 septembrie 2024.

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

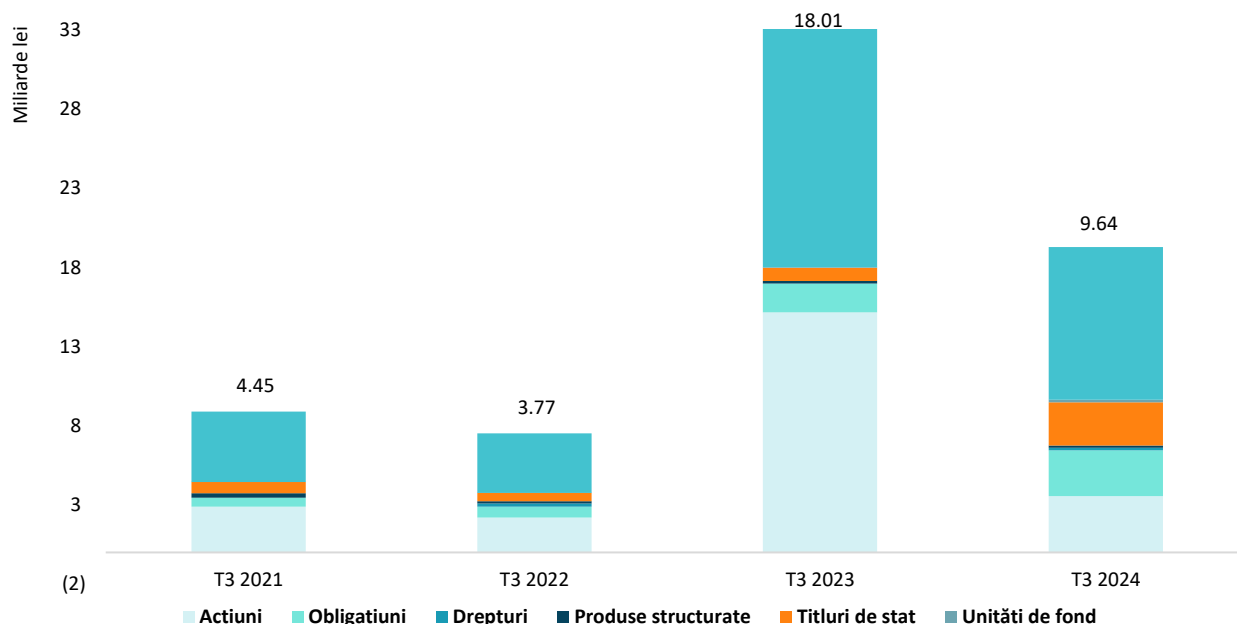
Tip de instrument	Nr. tranzacții	30.09.2023			30.09.2024		
		Valoare (lei)	%	Nr. tranzacții	Valoare (lei)	%	
Acțiuni, inclusiv drepturi	1,178,849	19,718,000,167	73.62%	1,607,458	13,557,108,902	53.21%	
Alte obligațiuni, inclusiv EUR-BOND, EUR-TBILLS și EUR-TBONDS	47,531	4,901,022,783	18.30%	66,013	6,069,837,908	23.82%	
Produce structurate	98,828	446,169,833	1.67%	95,154	441,260,720	1.73%	
Titluri de stat	35,447	1,654,722,328	6.18%	67,214	5,064,043,676	19.88%	
Unități de fond	49,722	65,097,734	0.24%	145,462	346,234,823	1.36%	
<b>Total</b>	<b>1,410,377</b>	<b>26,785,012,845</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,981,301</b>	<b>25,478,486,030</b>	<b>100.00%</b>	

Sursa: BVB

## 4.1. Piața Reglementată

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată a BVB a fost de circa 24,83 miliarde de lei la finalul trimestrului III al anului 2024, în scădere cu aproximativ 5,9% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. Pe lângă acțiuni, tranzacțiile, alte obligațiuni, titluri de stat și cele cu produse structurate au avut ponderi semnificative în valoarea tranzacționată pe piața reglementată a BVB.

Grafic 21 Structura trimestrială a tranzacțiilor derulate pe piața Reglementată în perioada 2021 – 2024



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

Valoarea totală tranzacționată cu acțiuni a fost de 12,83 miliarde lei în primele nouă luni ale anului 2024, în scădere cu aproximativ 33% față de perioada simetrică din anul 2023, numărul de tranzacții crescând cu aproximativ 38%.



Indicatorul Amihud se calculează ca raport între randamentele absolute și volumul de tranzacționare. Acesta a fost introdus de Yakov Amihud în 2002. Formula pentru indicatorul Amihud pentru o anumită zi  $t$  este:

$$I_t = \frac{|R_t|}{V_t}$$

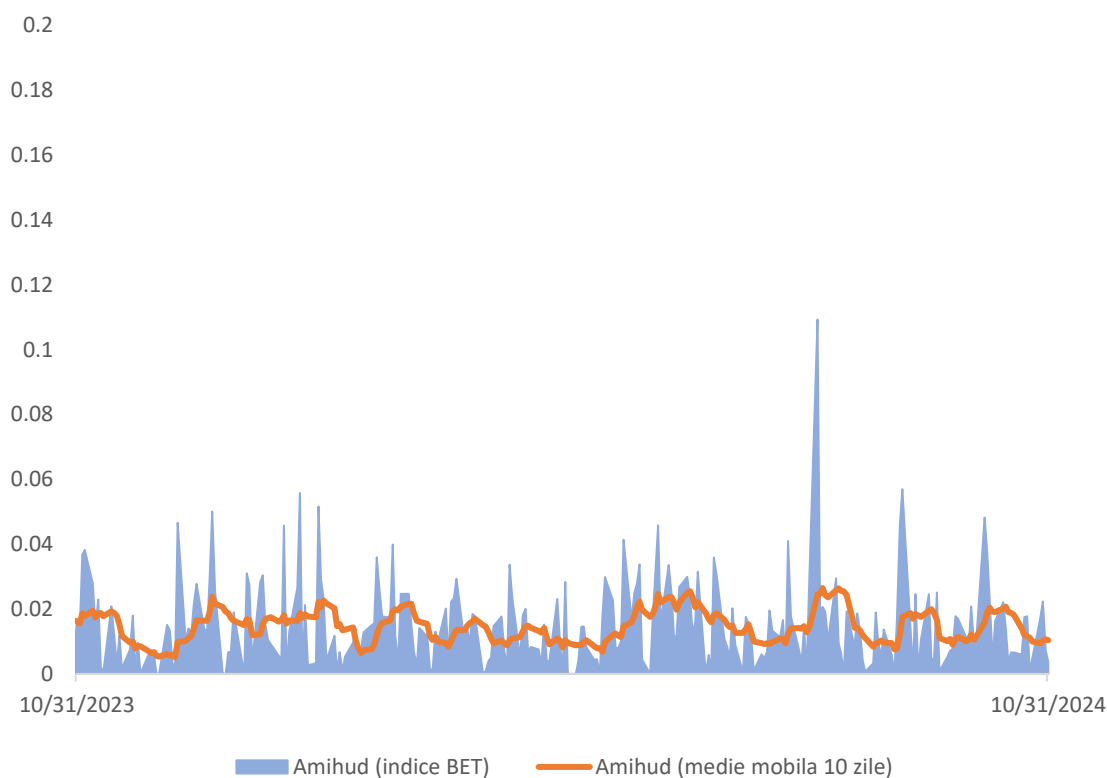
unde

$I_t$  este măsura indicatorului Amihud pentru ziua  $t$

$R_t$  este randamentul pentru ziua  $t$  calculat ca  $\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$  unde  $P$  este prețul activului

$V_t$  este volumul de tranzacționare pentru ziua  $t$

Grafic 22 Indicator de lichiditate Amihud pentru indicele BET



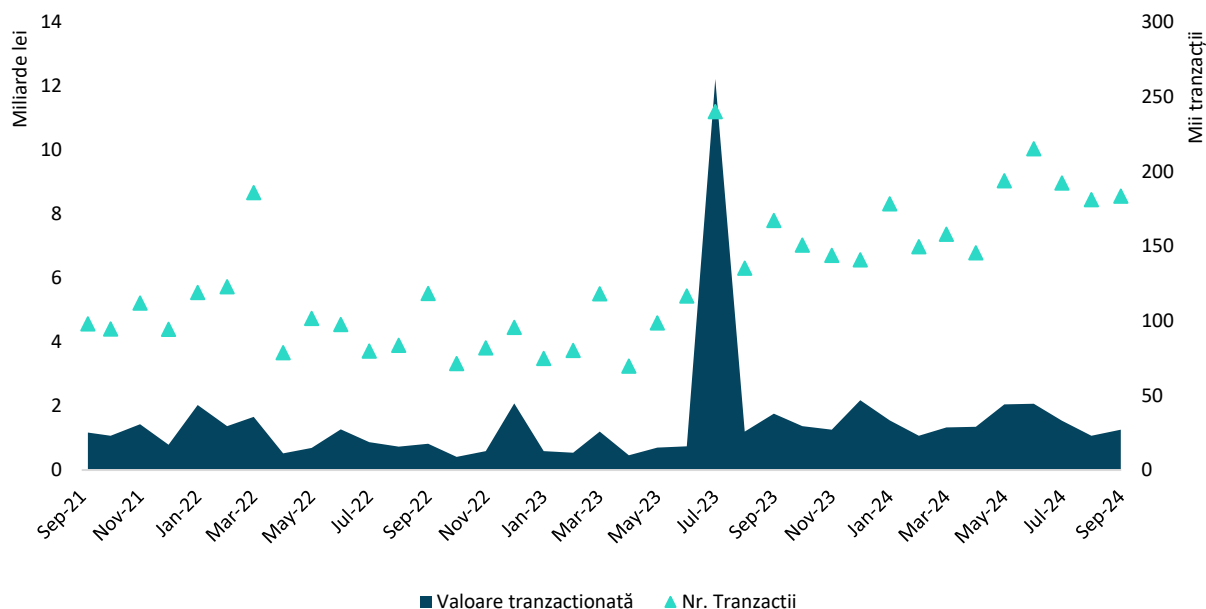
Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

Indicatorul Amihud este utilizat ca măsură a lichidității atât în literatura financiară empirică, cât și în studiile de microstructură a pieței financiare<sup>11</sup>. O valoare ridicată a indicatorului indică o reducere a

<sup>11</sup> Roll R., Schwartz E., Subrahmanyam A., (2015). Liquidity and the Law of One Price: The Case of the Futures-Cash Basis, Journal of Finance, vol. 62, issue 5, 2201-2234

lichidității pieței și/sau fluctuații semnificative ale prețurilor activelor pentru un volum în scădere. O valoare redusă a indicatorului indică o piață lichidă cu volume mari de tranzacționare. Analiza prezentată în Graficul 18 pentru indicele BET indică un nivel bun de lichiditate pentru piața domestică de capital pentru primele trei trimestre din 2024.

Grafic 23 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu acțiuni\*, derulate pe piața Reglementată a BVB

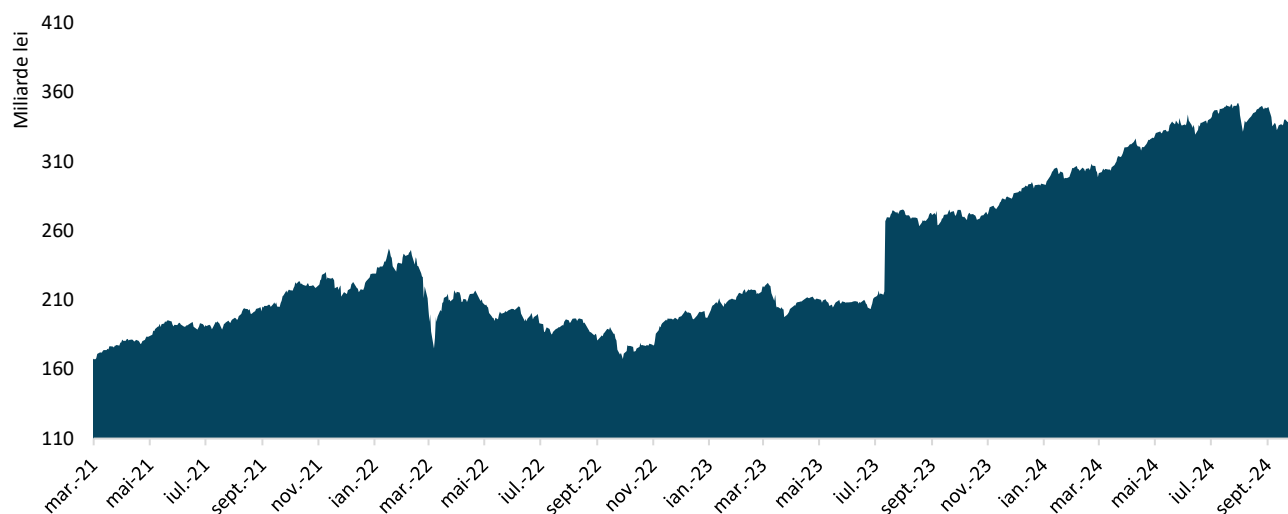


Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

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

La finalul trimestrului trei al anului 2024, capitalizarea bursieră de pe piața reglementată a atins nivelul de 341,6 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 24% comparativ cu finalul lunii septembrie a anului 2023.

Grafic 24 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni)



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

La data de 30.09.2024, pe primul loc în clasamentul celor mai lichide companii ale căror acțiuni au fost tranzacționate la BVB pe piața reglementată se situează **Banca Transilvania (TLV)** care a înregistrat o pondere de aproximativ 20,52% din valoarea totală tranzacționată. Pe următoarele poziții din acest top s-au clasat HIDROELECTRICA (H2O), OMV Petrom (SNP), Romgaz (SNG) și Fondul Proprietatea (FP).

*Banca Transilvania (TLV)* se situează în fruntea sistemului bancar românesc în ceea ce privește activele. Activitatea sa este structurată pe trei linii principale de afaceri: Corporate, IMM și Retail. Cu o istorie ce depășește 25 de ani, instituția bancară s-a implicat activ în evoluția sectorului financiar și a pieței de capital din România.

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

*OMV Petrom (SNP)* reprezintă cea mai extinsă companie de energie din Europa de Sud-Est. Compania desfășoară activități pe întregul lanț valoric al energiei, cuprinzând explorarea și producția de țiței și gaze, rafinarea și distribuția de carburanți, precum și generarea de energie electrică, alături de comercializarea gazelor naturale și a energiei electrice. Structurată în trei segmente de activitate integrate operațional - Explorare și Producție, Rafinare și Marketing, Gaze și Energie.

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

de energie electrică. Începând cu data de 12 noiembrie 2013, acțiunile emise de S.N.G.N. ROMGAZ S.A. sunt tranzacționate pe piața reglementată administrată de Bursa de Valori București. În același timp, acțiunile societății servesc ca suport pentru certificatele globale de depozit (GDR-uri) emise de The Bank of New York Mellon, GDR-uri care sunt tranzacționate pe Bursa de Valori din Londra.

Fondul Proprietatea (FP) reprezintă o societate pe acțiuni funcționând ca Fond de Investiții Alternativ, listată la Bursa de Valori București începând cu ianuarie 2011 și la London Stock Exchange începând cu aprilie 2015. Constituit în 2005, Fondul Proprietatea a fost creat pentru a asigura resursele financiare necesare despăgubirii persoanelor expropriate în mod abuziv în perioada regimului comunist. În conformitate cu prevederile legale stabilite, titularii drepturilor de despăgubire au devenit acționari ai Fondului Proprietatea. Despăgubirea s-a realizat prin acordarea de acțiuni, reflectând valoarea reală a imobilelor care nu au putut fi restituite în natură.

Tabel 12 Top 20 emitenți după valoarea tranzacționată la 30 septembrie 2024 pe piața Reglementată (doar acțiuni)

Simboluri	Valoare lei	% din valoare totală	Nr. tranzacții	% din nr. total de tranzacții
TLV	1.526.246.936	20,52%	191.787	13,44%
H2O	1.448.251.529	18,58%	162.396	11,38%
SNP	980.623.901	14,59%	189.812	13,30%
SNG	459.427.009	5,82%	76.756	5,38%
FP	346.636.241	5,54%	77.412	5,43%
BRD	301.399.113	4,14%	60.837	4,26%
EL	274.627.585	4,00%	30.702	2,15%
SNN	236.538.667	3,08%	76.367	5,35%
TTS	204.672.027	3,07%	44.478	3,12%
DIGI	176.449.329	2,42%	30.710	2,15%
ONE	145.489.840	2,17%	30.870	2,16%
M	123.678.463	1,80%	33.776	2,37%
PE	94.697.352	1,41%	19.780	1,39%
AQ	90.223.799	1,32%	19.593	1,37%
SFG	83.713.757	1,19%	14.301	1,00%
TGN	75.875.377	1,08%	26.452	1,85%
ATB	69.313.058	0,93%	44.522	3,12%
TRP	66.059.894	0,91%	29.004	2,03%
TEL	44.814.479	0,85%	22.626	1,59%
EVER	44.582.963	0,77%	7.522	0,53%
<b>TOTAL cumulat</b>	<b>9.819.671.221</b>	<b>94,19%</b>	<b>1.189.703</b>	<b>83,39%</b>
<b>TOTAL tranzacționat</b>	<b>10.424.973.258</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.426.739</b>	<b>100,00%</b>

Sursa: BVB

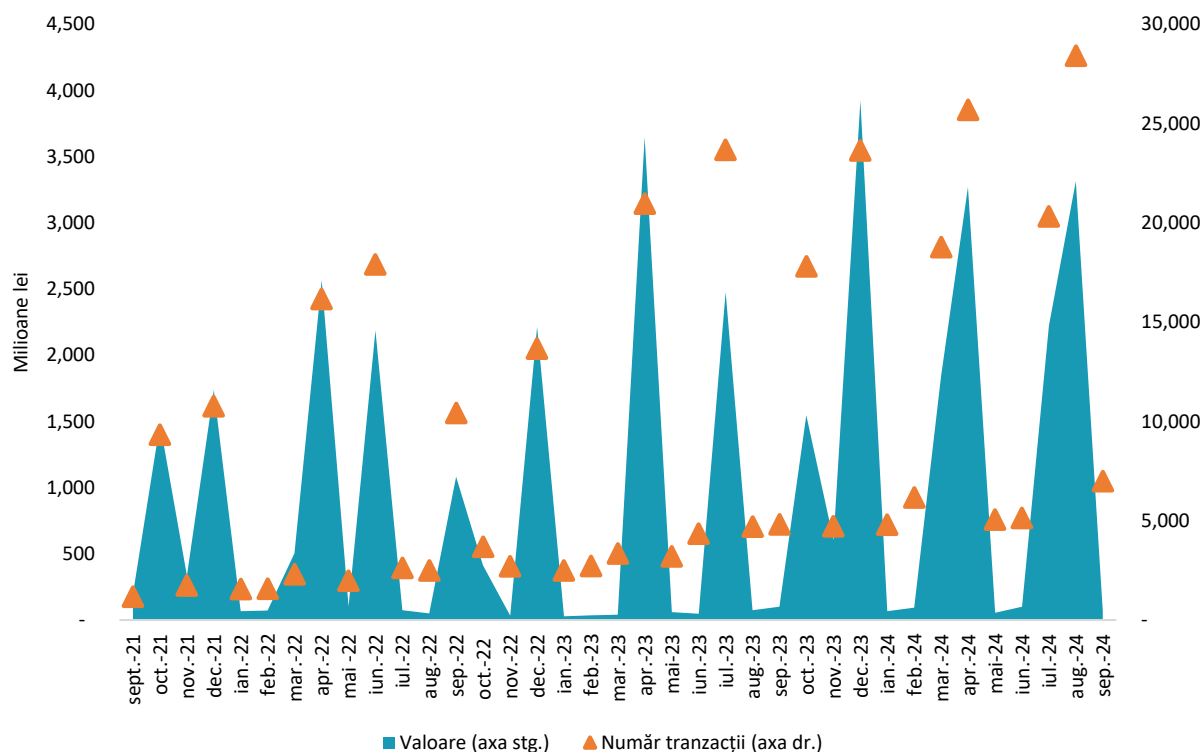
Cei 20 de emitenți menționați mai sus au cumulativ la nivelul primelor nouă luni din anul 2024 un total de 94,19% din valoarea tranzacțiilor cu acțiuni efectuate.

În primele trei trimestre ale anului 2024, pe piața reglementată, s-au derulat 121.426 de tranzacții cu instrumente cu venit fix (alte obligațiuni, EUR-BOND, EUR-TBILLS, EUR-TBONDS și titluri de stat) în valoare de circa 11 miliarde, ceea ce reprezintă o creștere de aproximativ 4,5 miliarde față de același interval al anului 2023. Numărul tranzacțiilor cu titluri de credit a fost într-o creștere substanțială comparativ cu primele trei trimestre din 2023. Valoarea medie raportată la numărul de tranzacții (90,91 mii lei) a scăzut față de cea tranzacționată în primele nouă luni din 2023 (92,6 mii lei).

Cea mai ridicată valoare a tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix pe piața reglementată administrată de BVB din intervalul ianuarie -septembrie 2024 a fost de aproximativ 1,26 miliarde lei, fiind înregistrată pe 18 aprilie 2024 (tranzacție aferentă obligațiunilor emise de Ministerul Finanțelor - R2504AE). Toate obligațiunile de tip EUR-BOND tranzacționate pe BVB în primele nouă luni ale anului

2024 au avut ca emitenți: Agricover Holding, Alser Forest, Ansett Logistics, Autonom Services, Bit Soft, BT Leasing Transilvania IFN, Municipiul Cluj, INTERNATIONAL DEVELOPMENT SOLUTIONS, Impact Developer & Contractor, Impetum Investments, SC Inox SA, Crama La Salina, Bestjobs Recrutare, Libra Internet Bank, Agroserv Mariuta, NemoExpress, Ocean Credit IFN, Omro IFN S.A., Selfpay, Patria Bank, Prefera Foods, Qualitance, Qualis Properties, Restart Energy, Teilor Holding S.A și Vivre Deco.

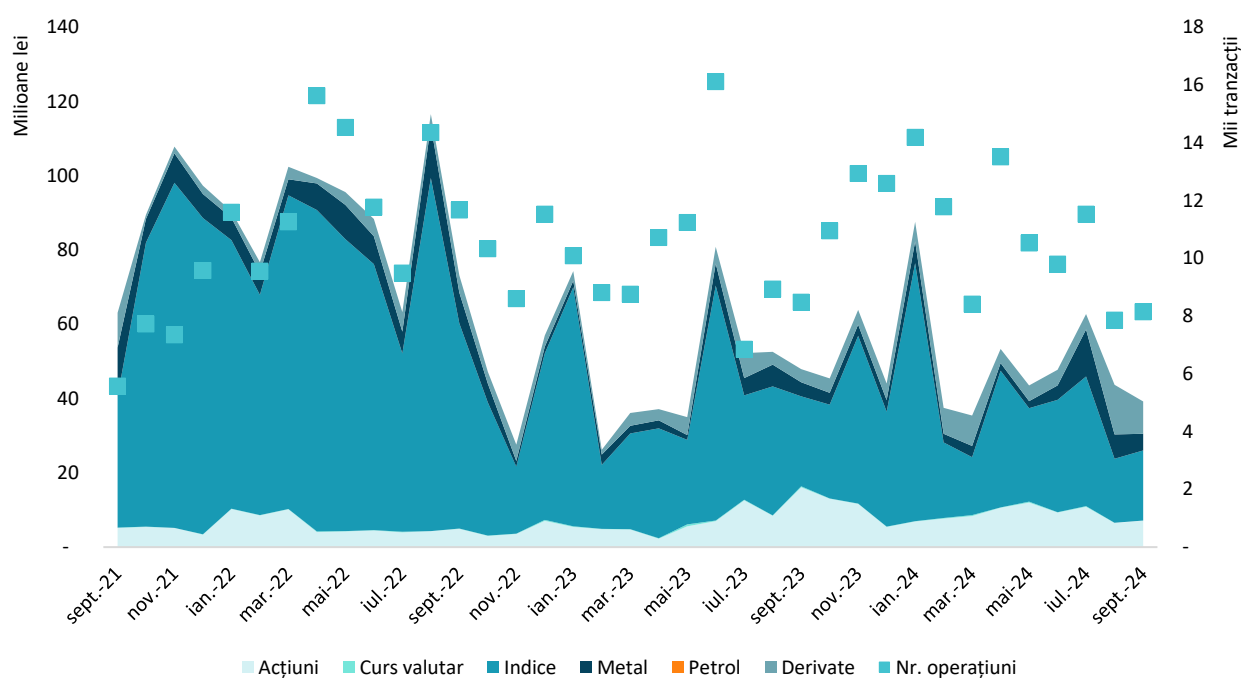
Grafic 25 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix derulate pe piața Reglementată



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

La finalul primelor nouă luni ale anului 2024, valoarea agregată a tranzacțiilor cu produse structurate a scăzut cu aproximativ 11,6% comparativ cu perioada similară anului anterior. În același timp, numărul tranzacțiilor cu produse structurate a scăzut cu aproximativ 3,7%. Valoarea medie tranzacționată cu astfel de active financiare a înregistrat un nivel de 4637 lei/tranzacție în primele trei semestre din anul 2024, în scădere de la 5052 la finalul primelor nouă luni din anul 2023. Cea mai mare pondere în valoarea totală tranzacționată cu astfel de produse o dețin produsele structurate având ca activ suport un indice bursier, a căror valoare a fost de circa 249 milioane lei, reprezentând aproximativ 56,4% din valoarea totală.

Grafic 26 Evoluția lunară a tranzacțiilor cu produse structurate în perioada iunie 2020 – septembrie 2024



Sursa: ASF

## 4.2. Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT)

Pe parcursul primelor nouă luni din anul 2024, au fost derulate pe SMT 167,3 mii de tranzacții în valoare totală de circa 658,6 milioane de lei, în creștere cu 16,6% comparativ cu valoarea înregistrată în aceeași perioadă a anului anterior. În primele nouă luni din 2024, instrumentele preferate de către investitori pe SMT au fost acțiunile, a căror valoare reprezintă circa 86% din valoarea totală tranzacționată.

Tabel 13 Evoluția trimestrială a tranzacțiilor derulate pe SMT în perioada T1 2019-T3 2024

Tip de instrument/ perioadă	Acțiuni*		Obligațiuni**	
	Valoare în lei	Nr. tranzacții	Valoare în lei	Nr. tranzacții
T1 2019	71.847.742	7.054	4.784.858	1.342
T2 2019	40.503.087	10.642	3.704.471	1.030
T3 2019	68.944.521	16.040	5.065.146	1.271
T4 2019	51.428.200	10.880	20.753.567	1.581
T1 2020	51.409.603	19.367	73.980.670	2.356
T2 2020	99.042.141	25.448	9.505.135	2.238
T3 2020	74.578.988	23.435	8.259.004	2.429
T4 2020	120.191.100	23.192	64.637.931	3.266
T1 2021	264.921.079	91.250	55.354.668	5.227
T2 2021	294.305.119	71.433	106.281.310	5.107
T3 2021	283.550.557	89.718	85.306.658	6.165
T4 2021	400.411.160	78.660	101.668.197	5.939
T1 2022	309.005.065	84.183	41.204.036	7.213
T2 2022	114.993.011	46.554	27.236.454	4.974
T3 2022	147.475.003	40.558	38.170.239	4.011
T4 2022	84.504.347	33.859	14.371.633	3.442
T1 2023	109.657.063	41.342	13.715.780	3.931
T2 2023	80.963.047	36.918	11.258.202	3.831
T3 2023	164.924.225	50.844	14.982.039	4.854
T4 2023	172.835.821	46.284	16.481.868	4.615
T1 2024	240.755.650	60.530	17.237.755	4.784

Tip de instrument/ perioadă	Acțiuni*		Obligațiuni**	
	Valoare în lei	Nr. tranzacții	Valoare în lei	Nr. tranzacții
T2 2024	153.389.461	48.911	59.547.234	3.888
T3 2024	170.011.943	46.115	17.728.043	3.129

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

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

Sursa: ASF

La nivelul primelor nouă luni din anul 2024 s-au derulat 155,5 mii de tranzacții cu acțiuni pe SMT, ce au atins o valoare de aproximativ 564.15 de milioane de lei, în creștere comparativ cu anul anterior. Simtel Team (SMTL) este pe primul loc în topul emitenților după valoarea tranzacționată, cu o pondere de aproximativ 14% din valoarea totală tranzacționată pe SMT, iar pe pozițiile următoare se regăsesc: Univers S.A. (UNVR) și DN Agrar Group cu ponderi de 9,34% și respectiv 8,42% din valoarea totală a tranzacțiilor cu acțiuni pe SMT.

Astfel primii trei emitenți obțin un procent de 31,8% din valoarea tranzacționată pe SMT și aproximativ 18,3% din numărul tranzacțiilor efectuate în primele trei trimestre ale anului 2024.

Din totalul celor 243 companii care au efectuat tranzacții pe SMT în primele nouă luni ale anului 2014, primele 20 au înregistrat tranzacții cumulând 79,74% din valoarea totală tranzacționată, conform tabelului de mai jos.

Tabel 14 Top emitenți după valoarea tranzacționată pe SMT (doar acțiuni), la 30 septembrie 2024

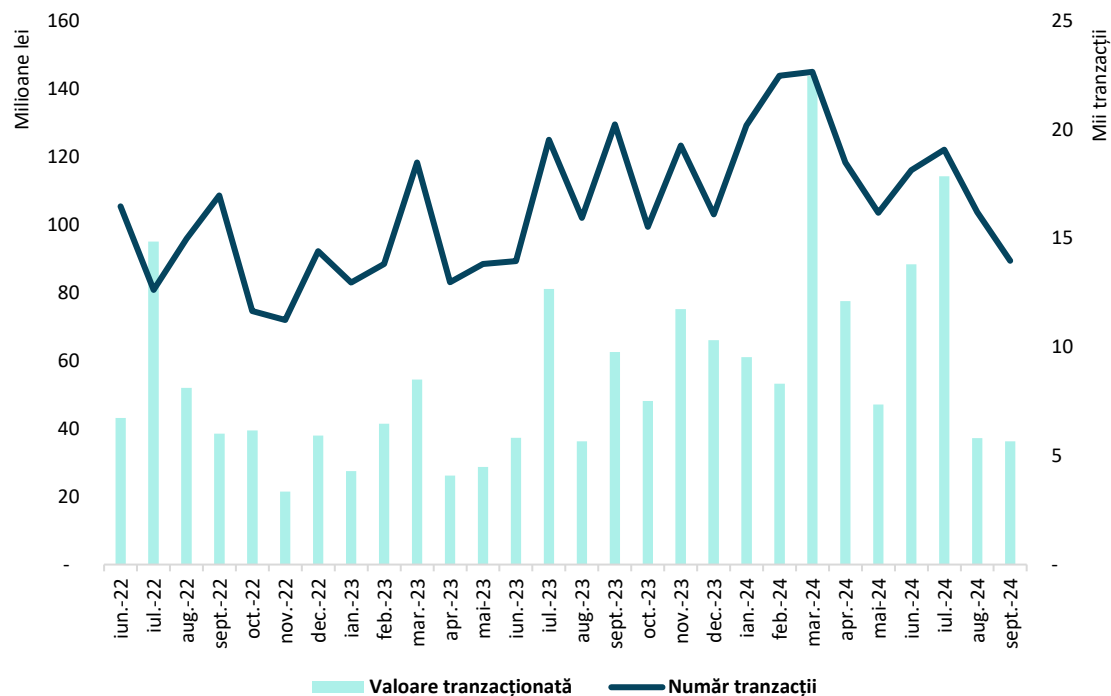
Simboluri	Valoare lei	% din valoare totală	Nr. tranzacții	% din nr. total de tranzacții
SMTL	78.058.478	13,99%	17.577	11,31%
UNVR	52.124.676	9,34%	61	0,04%
DN	46.980.097	8,42%	10.750	6,92%
BENTO	37.599.424	6,74%	12.694	8,17%
FOJE	36.208.011	6,49%	1.000	0,64%
JTG	23.406.942	4,20%	4.296	2,76%
RCHI	21.413.680	3,84%	129	0,08%
LHA	20.079.889	3,60%	3.179	2,05%
AG	18.860.533	3,38%	6.151	3,96%
BAYN	14.964.542	2,68%	2.370	1,53%
VIRO	14.568.912	2,61%	31	0,02%
LIH	12.572.686	2,25%	4.784	3,08%
MACO	9.549.041	1,71%	2.920	1,88%
PRSN	9.455.322	1,69%	5.965	3,84%
CC	9.083.353	1,63%	4.498	2,89%
HAI	9.013.872	1,62%	3.896	2,51%
AST	8.454.465	1,52%	3.945	2,54%
DBK	8.188.864	1,47%	807	0,52%
IPRU	7.783.744	1,40%	4.356	2,80%
UTGR	6.540.843	1,17%	3	0,00%
<b>TOTAL cumulat</b>	<b>444.907.375</b>	<b>79,74%</b>	<b>89.412</b>	<b>57,54%</b>
<b>TOTAL tranzacționat</b>	<b>557.930.141</b>	<b>100,00%</b>	<b>109.291</b>	<b>100,00%</b>

\* Din cadrul SMT International

Sursa: ASF

Primele trei trimestre din anul 2024 s-au remarcat prin creșterea atât a valorii tranzacționate pe SMT, cât și a numărului de tranzacții pe această secțiune, după cum poate fi observat în Graficul 27.

Grafic 27 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor derulate pe SMT



Sursa: ASF



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

În primele nouă luni ale anului 2024, Depozitarul Central S.A., entitate autorizată de în baza reglementărilor Uniunii Europene, a desfășurat operațiuni de decontare a tranzacțiilor cu instrumente financiare, operațiuni de depozitare a instrumentelor financiare emise de societățile emitente și operațiuni de registru pentru emitenți de instrumente financiare.

La sfârșitul trimestrului III al anului 2024, numărul de emisiuni pentru care Depozitarul Central este depozitarul al emitentului a fost de 561, iar valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare a fost de 284,61 mld. lei (57,20 mld. euro), din care acțiunile reprezentau 249,52 mld. lei (50,14 mld. euro).

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

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

Tip instrument financiar	Număr emisiuni la data de 30.09.2024 pentru care DC este depozitar al emitentului	Valoare la data de 30.09.2024 (RON)	Valoare la data de 30.09.2024 (EUR)
Acțiuni comune	353	249.525.568.850	50.145.813.676
Obligațiuni corporative	58	9.574.966.909	1.924.229.684
Obligațiuni municipale	37	2.914.801.863	585.772.079
Titluri de stat	46	21.466.350.328	4.313.977.156
Unități de fond	3	58.772.793	11.811.253
Produse structurate	46	582.625.000	117.087.018
Unități de fond ETF	3	492.901.145	99.055.696
Drepturi de preferință	8	0	0
Drepturi de alocare	7	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>561</b>	<b>284.615.986.888</b>	<b>57.197.746.561</b>

Sursa: ASF

Instrumentele financiare au fost evaluate la prețul de referință comunicat de BVB în data de 30.09.2024, mai puțin instrumentele financiare pentru care nu există preț de referință, care au fost evaluate la valoarea nominală. Pentru evaluarea instrumentelor financiare a fost utilizat cursul de schimb RON/EUR 4,9760. Unitățile de fond netranzaționabile au fost evaluate la valoarea unitară a activului net furnizată de emitent.

Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare pentru care Depozitarul Central nu este depozitarul emitentului a fost de 692,92 mil. lei (139,25 mil. euro).

La data de 30.09.2024, erau înregistrate în Depozitarul Central 4 emisiuni de titluri de stat pentru care Depozitarul Central nu este depozitar emitent, în valoare de 37,86 mil. lei (7,61 mil. euro).

În primele trei trimestre ale anului 2024, numărul total al tranzacțiilor decontate pe bază netă a fost de 1.949.944, în creștere cu 41,28% față de aceeași perioadă a anului 2023. În același timp, valoarea

acestora a scăzut semnificativ cu 34,70%, până la 33.435.533 mii lei în raport cu valoarea înregistrată în anul 2023 (51.202.899 mii lei) ca urmare a efectului de bază asociat decontării IPO Hidroelectrică din luna iulie 2023.

Distribuția pe lună a numărului de tranzacții decontate pe bază netă și a valorii corespunzătoare a acestora, în comparație cu aceeași perioadă a anului 2023, este prezentată în Tabelul 16.

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

Luna	Valoare decontare pe bază netă 2023		Valoare decontare pe bază netă 2024	
	Nr. tranzacții decontate	Valoare decontată (mii lei)	Nr. tranzacții decontate	Valoare decontată (mii lei)
Ianuarie	105.590	1.459.245	218.482	3.014.448
Februarie	106.252	1.148.933	184.309	2.478.464
Martie	160.152	2.809.686	201.506	3.883.632
Aprilie	96.160	2.830.909	196.957	4.004.056
Mai	124.461	1.412.699	214.919	4.424.066
Iunie	139.737	1.540.828	236.840	3.326.329
Iulie	272.494	32.681.132	256.294	5.855.553
August	185.242	3.688.491	227.283	3.847.052
Septembrie	190.152	3.630.976	213.354	2.601.933
<b>TOTAL</b>	<b>1.380.240</b>	<b>51.202.899</b>	<b>1.949.944</b>	<b>33.435.533</b>

Din valoarea totală decontată pe bază netă, 57,83% au provenit din decontarea tranzacțiilor în piețele administrate de BVB (19.336.401 mii lei) și 42,17% (14.099.132 mii lei) din decontarea tranzacțiilor de alocare. Valoarea totală decontată pe tipuri de instrumente financiare a fost: 86,16% pentru acțiuni, 11,34% titluri de stat tranzacționate pe bursă, 0,86% unități de fond, 0,25% obligațiuni, 0,03% drepturi și 1,36% pentru alte tipuri de instrumente.

În primele trei trimestre ale anului 2024, numărul total al tranzacțiilor decontate pe bază brută a fost de 3.896, în valoare totală de 2.721.559 mii lei. Numărul tranzacțiilor decontate a fost în ușoară creștere cu 7,95%, în timp ce valoarea acestora a scăzut cu 57,69% ca urmare a aceluiași efect. În perioada analizată, 98,91% din valoare totală a tranzacțiilor decontate pe bază brută a fost decontată pentru tranzacții cu acțiuni iar 1,09% pentru tranzacții cu obligațiuni. Din totalul sumelor decontate pe bază brută, 96,87% au fost aferente tranzacțiilor încheiate în afara locurilor de tranzacționare.

Distribuția pe lună a numărului de tranzacții decontate pe bază brută și a valorii corespunzătoare a acestora, în comparație cu aceeași perioadă a anului 2023, este prezentată în Tabelul 17.

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

Luna	Valoare decontare pe bază brută 2023		Valoare decontare pe bază brută 2024	
	Nr. tranzacții	Valoare decontată (mii lei)	Nr. tranzacții	Valoare decontată din (mii lei)
Ianuarie	354	163.605	382	289.432
Februarie	339	96.717	341	249.599
Martie	310	109.633	381	274.881
Aprilie	280	119.360	478	349.337
Mai	418	204.282	358	395.073
Iunie	296	181.317	876	436.798
Iulie	693	4.914.577	500	310.062
August	526	336.434	251	206.095
Septembrie	393	306.704	329	210.282
<b>TOTAL</b>	<b>3.609</b>	<b>6.432.629</b>	<b>3.896</b>	<b>2.721.559</b>

În ceea ce privește decontarea pe bază brută pe Platforma T2S, valoarea totală a tranzacțiilor decontate a fost de 1.214.249 mii euro, în creștere cu 35,62% (2023: 895.307 mii euro). Din valoarea totală decontată, 98,83% (1.200.057 mii euro) au fost pentru tranzacții cu titluri de stat denumite în euro.

Referitor la activitatea transfrontalieră, în perioada analizată s-au decontat 928 instrucțiuni pentru instrumente financiare de tipul acțiunilor, unităților de fond și a certificatelor, valoarea totală a acestora fiind de 129.928 mii lei, cu 24,76% mai puțin decât în aceeași perioadă a anului 2023 (172.693 mii lei). Sumele reprezintă echivalentul în lei, la cursul BNR valabil la data decontării instrucțiunii de decontare.

## 5. Intermediarii

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

La finalul trimestrului III 2024 pe piața reglementată administrată de BVB își desfășurau activitatea un număr total de 27 de intermediari, dintre care 17 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 7 entități autorizate în alte state membre UE.

Tabel 18 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB

Categorie	BVB-piața la vedere
Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF)	17
Instituții de credit locale	3
Firme de investiții din alte state membre UE	4
Instituții de credit din alte state membre UE	2
Sucursală a unei instituții de credit din alte state membre UE	1
<b>TOTAL</b>	<b>27</b>

Sursa: BVB, calcule ASF

În cadrul SMT, la finalul trimestrului III 2024 erau activi un număr total de 21 de intermediari, din care 16 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 2 entități autorizate în alte state membre UE.

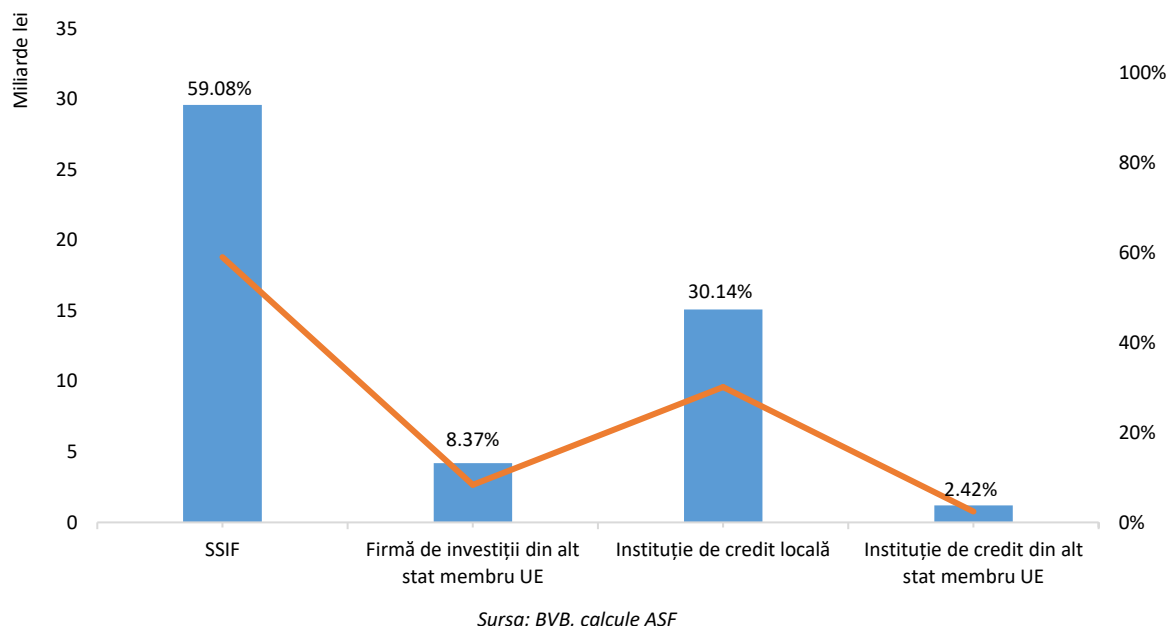
Tabel 19 Categoriile de intermediari pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB

Categorie	BVB - SMT
Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF)	16
Instituții de credit locale	3
Firme de investiții din alte state membre UE	1
Instituții de credit din alte state membre UE	1
<b>TOTAL</b>	<b>21</b>

Sursa: BVB, calcule ASF

La finalul lunii septembrie 2024, cei mai activi intermediari pe BVB (piața reglementată și SMT) au fost societățile de servicii de investiții financiare, valoarea intermediată de acestea fiind de aproximativ 29,58 miliarde lei. Intermediarii locali (SSIF și instituțiile de credit) au realizat aproximativ 89% din valoarea totală intermediată. Dintre intermediarii autorizați în alte state membre UE care au efectuat tranzacții pe piețele la vedere, cele mai active au fost firmele de investiții, acestea cumulând o cotă de piață de 8,37%.

Grafic 28 Valoarea intermediată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 30 septembrie 2024



La finalul trimestrului III 2024, BT Capital Partners s-a clasat pe primul loc în clasamentul participanților pe piețele reglementate, cu o valoare intermediată de 12,6 miliarde lei și o cotă de piață de 25%.

BRD Groupe Societe Generale ocupă următoarea poziție, aceasta deținând o pondere de 13% în totalul valorii intermediare.

Primele 10 societăți dețin aproximativ 94% din valoarea totală intermediată în trimestrul III 2024. Dintre acestea, 5 sunt Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale, o firmă de investiții autorizată într-un alt stat membru UE și o instituție de credit din alt stat membru UE

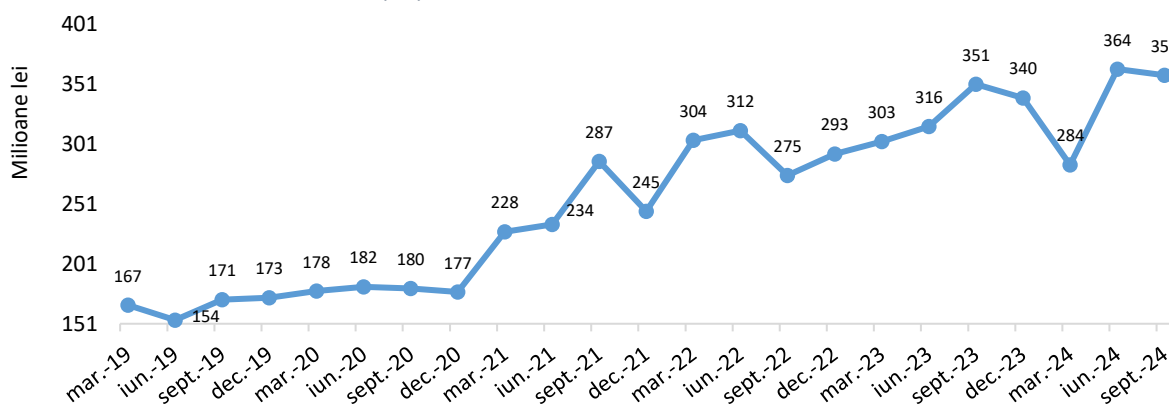
Tabel 20 Clasamentul intermediarilor pe piețele la vedere administrate de BVB la 30 septembrie 2024

Poziție (an)	Nume intermediar	Valoare intermediată (lei)	Pondere
1	BT CAPITAL PARTNERS	12,685,594,831.40	25%
2	BRD Groupe Societe Generale	6,678,137,430.04	13%
3	BANCA COMERCIALA ROMANA	6,307,658,765.06	13%
4	TRADEVILLE	5,943,858,858.22	12%
5	SWISS CAPITAL S.A.	5,563,118,072.38	11%
6	WOOD & COMPANY FINANCIAL SERVICES, a.s. PRAGA	4,049,210,062.55	8%
7	Alpha Bank Romania SA	2,106,061,148.98	4%
8	SSIF BRK FINANCIAL GROUP S.A.	1,836,809,741.89	4%
9	Raiffeisen Bank International	1,157,187,903.65	2%
10	IFB FINWEST	962,952,570.66	2%
11	GOLDRING	829,611,472.29	2%
12	PRIME TRANSACTION	586,083,030.87	1%
13	ESTINVEST	507,677,195.67	1%
14	INTERFINBROK CORPORATION	182,742,717.44	0%
15	INVESTIMENTAL SA	139,480,077.46	0%
16	CONCORDE SECURITIES LTD	122,913,577.14	0%
17	FINACO SECURITIES	79,544,964.88	0%
18	S.S.I.F. BLUE ROCK FINANCIAL SERVICES S.A	72,334,670.66	0%
19	MUNTENIA GLOBAL INVEST	56,115,421.94	0%
20	Bursa Romana de Marfuri (BRM)	53,911,552.93	0%
21	ERSTE GROUP BANK AG	53,866,997.99	0%
22	INTERDEALER CAPITAL INVEST	29,824,277.50	0%
23	S.S.I.F. VIENNA INVESTMENT TRUST	24,814,190.14	0%
24	Intercapital Securities Ltd.	23,761,433.98	0%

Sursa: BVB

În luna septembrie 2024, valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF-urilor a crescut cu aproximativ 6% față de luna decembrie 2023, atingând nivelul de 358 milioane lei.

Grafic 29 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF

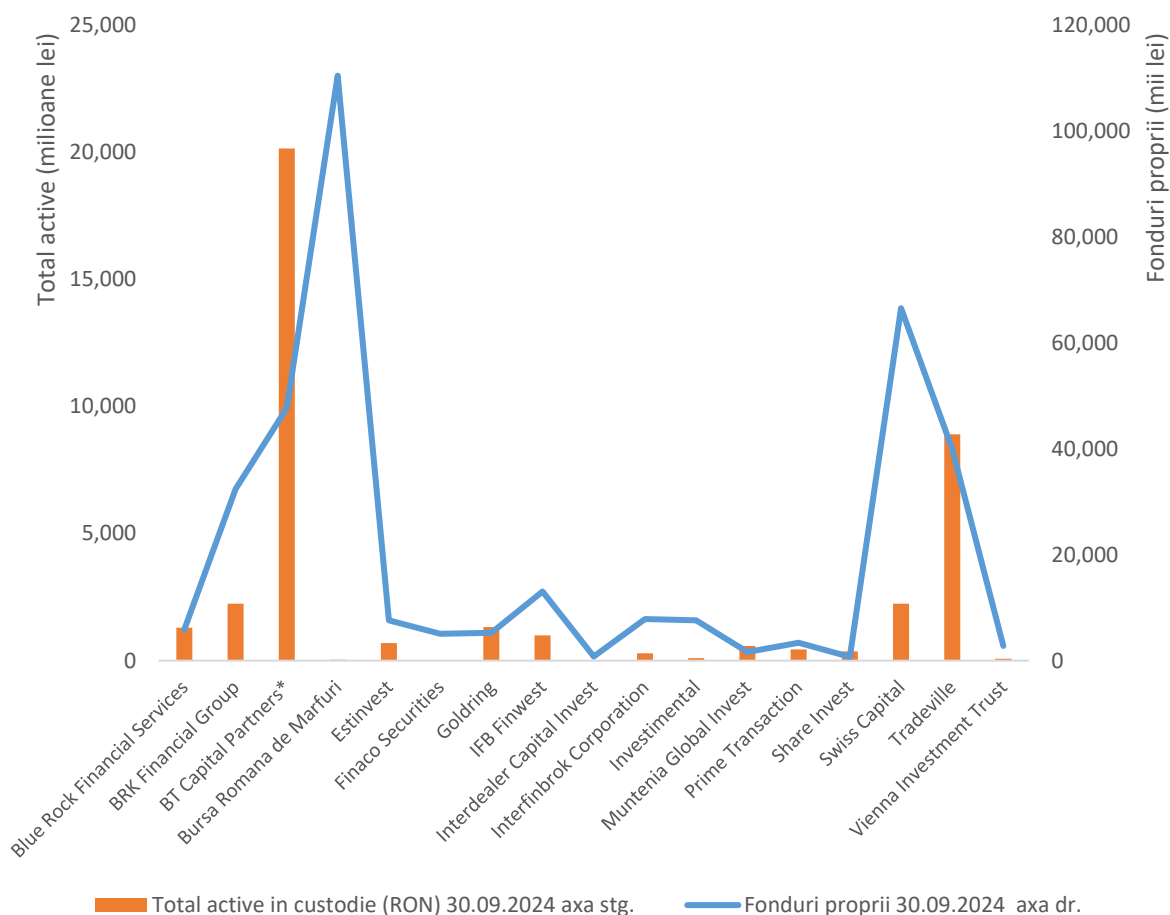


Sursa: ASF

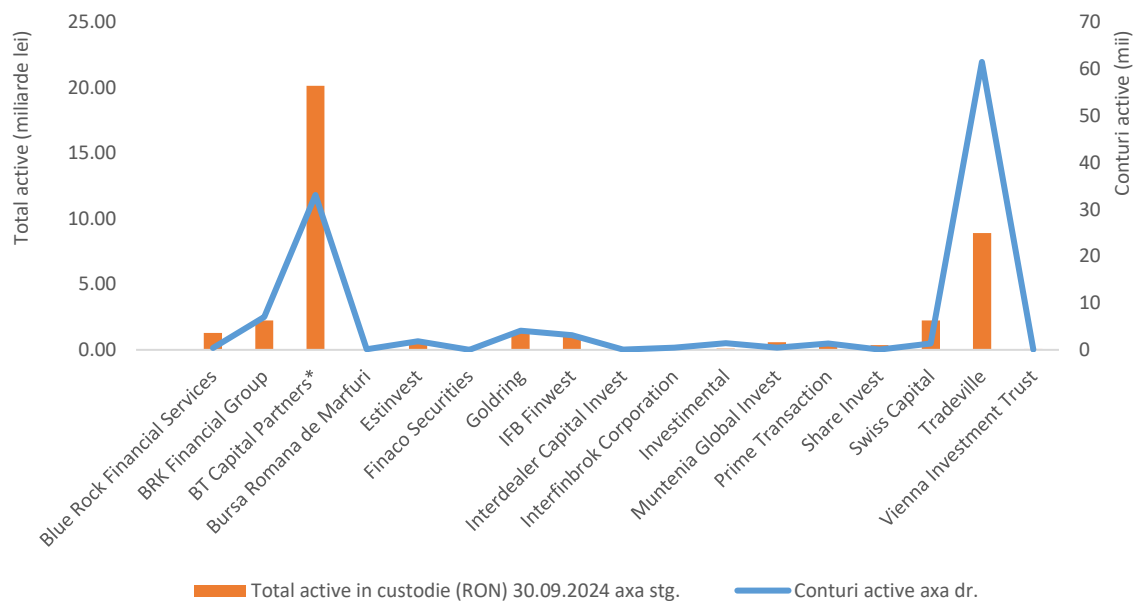
La sfârșitul lunii septembrie 2024, SSIF-urile aveau în custodie o valoare cumulată a activelor de 39,73 miliarde de lei, reprezentând atât disponibilități ale clienților, cât și titluri financiare deținute de aceștia.

Numărul cumulativ al conturilor de clienți activi ai SSIF-urilor la finalul trimestrului III 2024 a fost de 117 mii (un investitor poate avea simultan conturi deschise la mai mulți intermediari). Din graficele prezentate mai jos se observă că valoarea activelor în custodie este în general corelată cu numărul de conturi active.

Grafic 30 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii



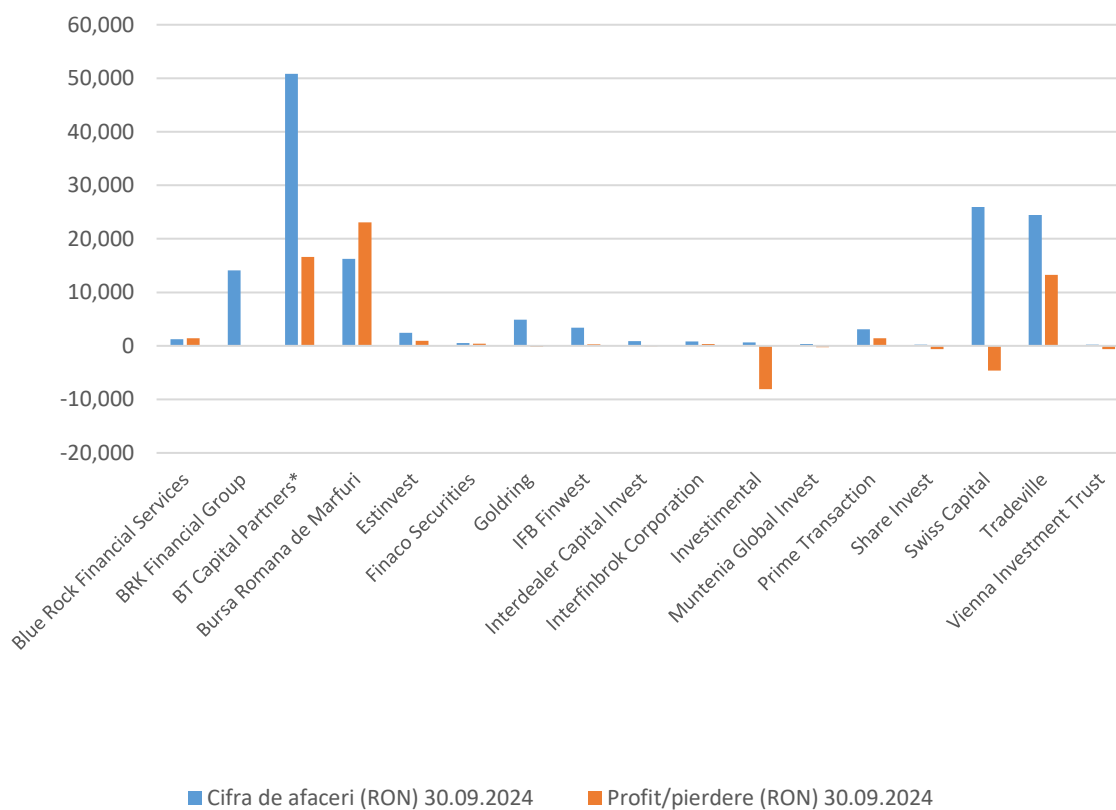
Grafic 31 Valoarea activelor în custodie raportată la numărul de conturi active



Sursa: ASF

Dintre cele 17 SSIF-uri, un număr de 10 SSIF-uri au obținut profit<sup>12</sup> în primele 9 luni ale anului 2024, valoarea cumulată a profiturilor acestora fiind de circa 57,81 milioane lei. Pierderea cumulată a celor 7 SSIF-uri care au avut rezultate negative a fost de aproximativ 14,48 milioane lei.

Grafic 32 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor

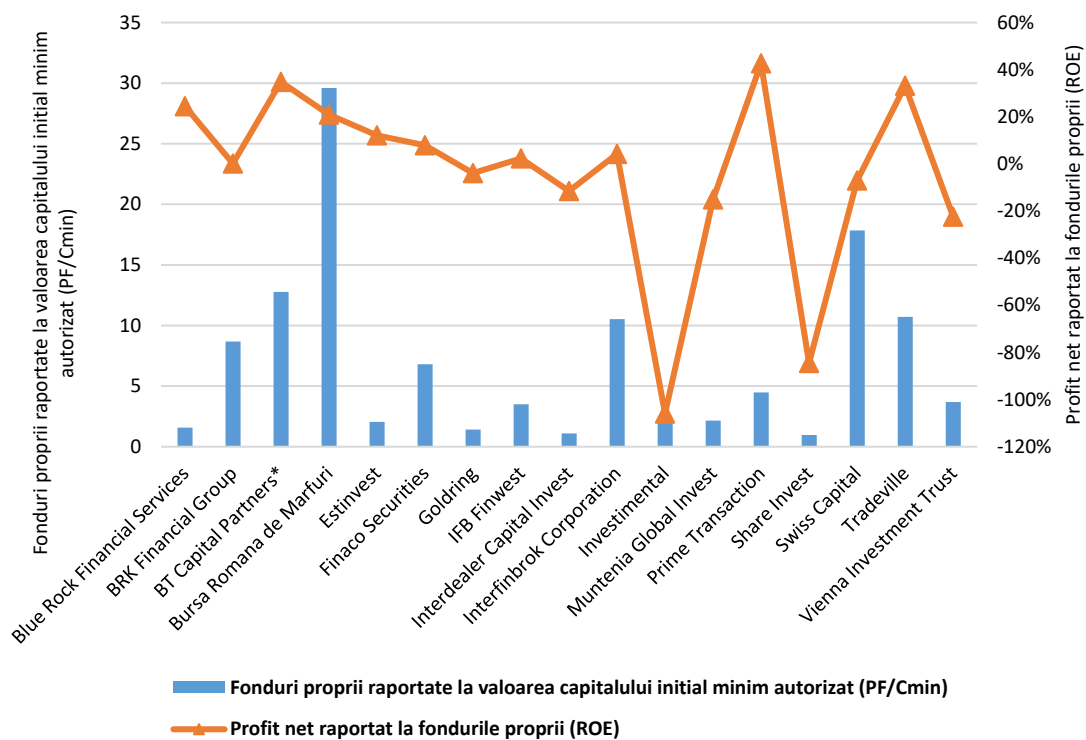


Sursa: ASF

<sup>12</sup> Rezultatele prezentate sunt conform bilanțelor contabile preliminare aferente lunii septembrie 2024, rezultatele financiare auditate nefiind disponibile la data realizării raportului.



Grafic 33 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în T3 2024



Sursa: ASF

## 6. Organismele de plasament colectiv

Valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România la data de 30 septembrie 2024 a fost de aproximativ 44,1 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 2,8% comparativ cu trimestrul anterior.

La finalul lunii septembrie 2024, în România își desfășurau activitatea 16 administratori, din care 6 autorizați exclusiv ca și societăți de administrare a investițiilor (SAI), 2 autorizați exclusiv ca și administrator de fonduri alternative de investiții (AFIA), iar 8 având dublă autorizație. De asemenea, la 30 septembrie 2024, erau autorizate 92 organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), 37 fonduri de investiții alternative (FIA) care includ cele 6 societăți de investiții (SI) și Fondul Proprietatea. Serviciile de depozitare pentru cele 129 de OPC-uri erau asigurate de 4 depozitari.

Entitățile ce își desfășurau activitatea la 30 septembrie 2024 sunt prezentate în tabelele de mai jos.

Tabel 21 Numărul de OPC-uri și Administratori

Categorie entitate	30.12.2023 Nr. entități	30.09.2024 Nr. entități
Administratori	28	16
SAI exclusiv	6	6
AFIA exclusiv	13	2
SAI și AFIA	9	8
OPCVM (FDI)	92	92
FIA din care:	39	37
• Societăți de investiții	7	7
Depozitari	4	4

Tabel 22 Depozitarii activelor OPC

Depozitar	Total active 30.09.2024 (lei)
BRD – Groupe Société Générale SA	23.482.407.861,51
Banca Comercială Română SA	11.111.825.270,12
Raiffeisen Bank SA	9.291.874.000,43
Unicredit Țiriac Bank SA	225.535.352,33
<b>TOTAL ACTIVE</b>	<b>44.111.642.484,39</b>

Sursa: ASF

### 6.1. Societăți de administrare a investițiilor

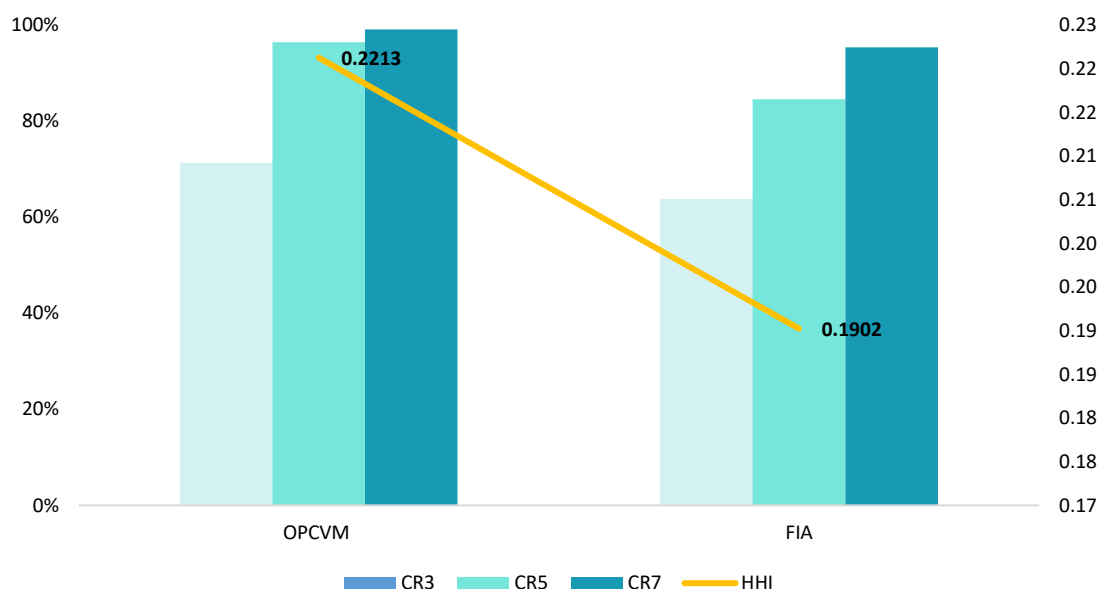
La finalul trimestrului III din anul 2024, din totalul administratorilor categoria dominantă continuă să fie grupurile bancare. Acestea controlează cea mai mare parte din totalul cumulat al activelor administrate de SAI. Conform datelor din tabelul de mai jos, primele cinci SAI-uri după volumul activelor sunt toate societăți afiliate sistemului bancar, iar activele administrate de acestea la data de 30 iunie 2024 totalizau aproximativ 22,5 miliarde lei ceea ce reprezintă 91,56% din activul total aferent industriei fondurilor de investiții, excluzând SI-urile și FP.

Tabel 23 Principalele societăți de administrare a investițiilor și activele administrate

SAI	Activ total (lei) 29.12.2023	% din total active	SAI	Activ total (lei) 30.09.2024	% din total active
BT Asset Management	4.535.819.634	23,66%	BRD Asset Management	5,795,508,936.00	23.53%
ERSTE Asset Management	4.300.656.370	22,43%	BT Asset Management	5,757,334,867.40	23.37%
Raiffeisen Asset Management	4.104.764.652	21,41%	Raiffeisen Asset Management	5,299,940,710.00	21.52%
BRD Asset Management	3.982.291.097	20,77%	ERSTE Asset Management	5,071,557,675.00	20.59%
OTP Asset Management Romania	535.881.048	2,80%	OTP Asset Management Romania	630,187,586.80	2.56%
<b>Total active gestionate de cele 5 SAI-uri</b>	<b>17.459.412.801</b>	<b>91%</b>	<b>Total active gestionate de cele 5 SAI-uri</b>	<b>22,554,529,775.20</b>	<b>91,56%</b>
<b>Total active celelalte SAI-uri</b>	<b>1.711.981.345</b>	<b>9%</b>	<b>Total active celelalte SAI-uri</b>	<b>2,078,326,127.08</b>	<b>8,44%</b>
<b>Total active administrate de SAI-urile locale<sup>13</sup></b>	<b>19,171,394,147</b>	<b>100,00%</b>	<b>Total active administrate de SAI-urile locale<sup>14</sup></b>	<b>24,632,855,902</b>	<b>100,00%</b>

Sursa: ASF

Grafic 34 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 30.09.2024)



Sursa: Calcule ASF

Pentru piața organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare, analizată din perspectiva activelor administrate de SAI-uri, indicele Herfindahl-Hirschman are valoarea de 0,2213, ceea ce reflectă un grad ridicat de concentrare. Acest lucru este vizibil și la nivelul indicatorilor CR („concentration ratio”). La 30 septembrie 2024, primele trei SAI administrau aproximativ 71,36% din activele OPCVM și 63,8% din activele FIA.

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

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

## Administrarea portofoliilor individuale

La finalul primelor trei trimestre din anul 2024, 288 de conturi individuale de investiții erau administrate de 3 SAI-uri, valoarea totală a activelor fiind de aproximativ 830 milioane lei, în creștere cu aproximativ 22,5% față de valoarea de la sfârșitul anului 2023.

Tabel 24 Numărul conturilor individuale de investiții și activele administrate de SAI-uri la 30 septembrie 2023

SAI	29.12.2023		30.09.2024	
	Nr. conturi individuale	Active administrate (lei)	Nr. conturi individuale	Active administrate (lei)
<b>TOTAL SAI</b>	<b>270</b>	<b>677.054.532</b>	<b>288</b>	<b>830.028.152</b>

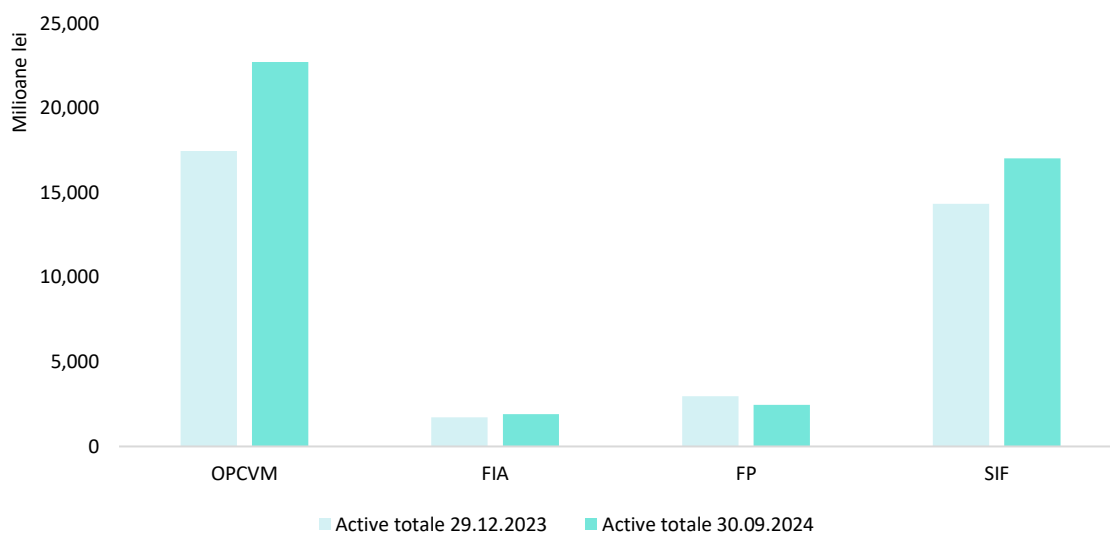
Sursa: ASF

## Administrarea organismelor de plasament colectiv (OPC)

În primele nouă luni ale anului 2024, valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România a fost de circa 44,11 miliarde lei, în creștere cu 20,93% față de finalul anului 2023.

O analiză orientată pe categorii de organisme de plasament colectiv arată că, în primele trei trimestre din anul 2024, comparativ cu finalul anului 2023, au fost înregistrate diminuări ale activelor totale pentru FP (-16,85%), iar creșteri ale activelor totale pentru OPCVM-uri (30,16%), SI-uri (18,65%) și FIA (11,45%).

Grafic 35 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC



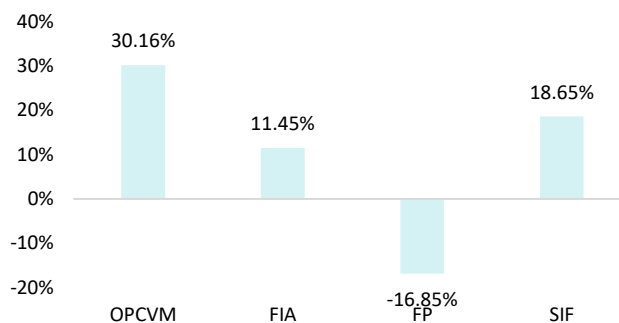
Sursa: ASF

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

Categorie fond	Active totale	Active totale
	29.12.2023	30.09.2024
OPCVM	17.460	22.726
FIA	1.711	1.907
FP	2.964	2.465
SIF-uri	14.340	17.014
<b>TOTAL OPC</b>	<b>36.475</b>	<b>44.111</b>

Sursa: ASF

Grafic 36 Modificarea (%) activelor totale pe categorii de OPC la 30.09.2024 față de 29.12.2023



Sursa: ASF

La finalul primelor nouă luni din anul 2024, din totalul OPC-urilor locale (inclusiv SI-uri și FIA), activele cumulate ale OPCVM reprezentau, o pondere de circa 51,5 %, iar activele FIA reprezentau circa 4,32%.

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

Active totale - 30.09.2024	OPCVM	FIA	FP	SI-uri	TOTAL
Acțiuni	4,343,249,248	1,217,181,892	1,847,849,348	13,672,475,763	21,080,756,251
Obligațiuni	3,009,128,572	8,623,563		62,065,690	3,079,817,824
Titluri de stat	9,992,731,890	1,630,473		181,881,190	10,176,243,552
Depozite și disponibil	4,025,466,206	204,865,918	615,922,915	1,515,761,503	6,362,016,542
Titluri OPCVM/FIA	1,522,463,881	173,196,247		1,413,707,013	3,109,367,141
Altele	167,163,692	301,481,704	848,091	168,275,071	303,441,174

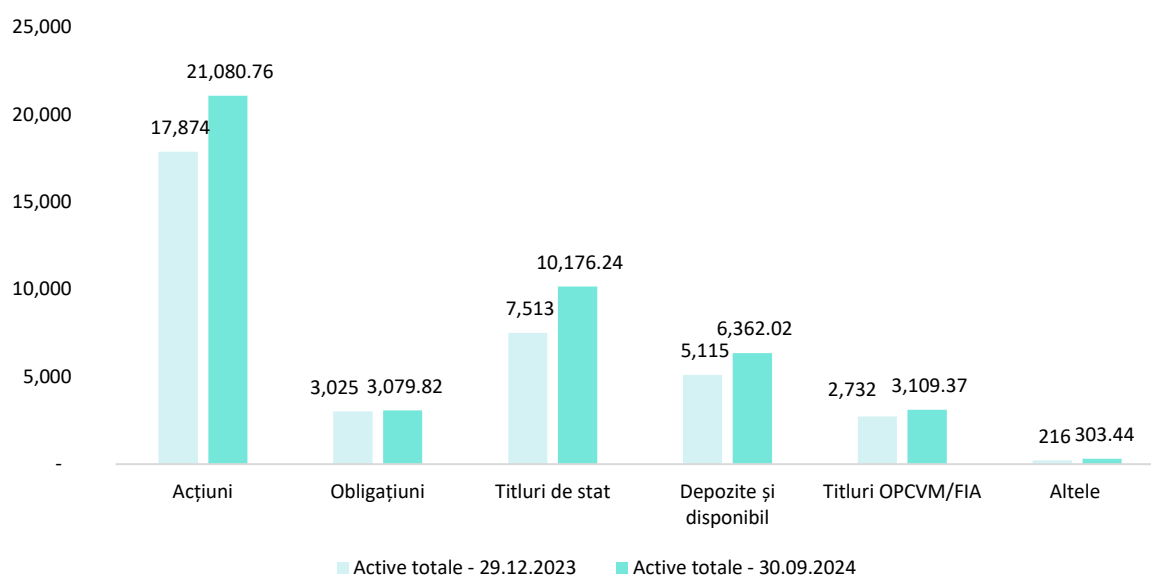
Sursa: ASF

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

Pe ansamblul pieței, structura consolidată a investițiilor tuturor organismelor de plasament colectiv indică o preferință pentru acțiuni, a căror valoare totală este de circa 21,08 miliarde lei, consemnând o pondere de circa 47,78% din activul total al OPC. Investițiile în instrumente financiare cu venit fix la nivelul întregii piețe sunt în valoare de 13,25 miliarde lei, reprezentând circa 30% din activul total al OPC.

La 30 septembrie 2024, comparativ cu finalul anului 2023, nu se constată diminuări ale activelor pentru pozițiile descrise în tabelul de mai jos. Creșteri ale activelor deținute au fost înregistrate astfel: acțiuni (17,9%), obligațiuni (1,8%) titluri de stat (35,4%), depozite și disponibilități (24,3%), titluri OPCVM/FIA (13,8%) și alte investiții (40,3%).

Grafic 37 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC



Sursa: ASF

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

La finalul lunii septembrie a anului 2024, își desfășurau activitatea 92 de organisme de plasament colectiv în valori mobiliare, structurate pe opt categorii: titluri de credit (25), titluri de capital (23), multi-active flexible (16), alte fonduri (11), multi-active echilibrate (7), multi-active agresive (4), multi-active defensive (3) și absolute return (3).

Tabel 27 Evoluția numărului de OPCVM, pe categorii

OPCVM în funcție de politica investițională*	29.09.2024
Titluri de credit	25
Titluri de capital	23
Multi-active flexible	16
Alte fonduri	11
Multi-active echilibrate	7
Multi-active agresive	4
Multi-active defensive	3
Absolute return	3
<b>TOTAL</b>	<b>92</b>

\* conform noii clasificări

Sursa: ASF

Tabel 28 Distribuția investitorilor pe categorii de OPCVM

Categoriile de fonduri	30.09.2024		
	PF	PJ	Total
Titluri de capital	183.252	1.125	184.377
Titluri de credit	282.773	7.523	290.296
Multi-active defensive	1.607	31	1.638

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

La finalul trimestrului III al anului 2024, numărul investitorilor în OPCVM-uri s-a situat la 827.022, în creștere cu 164443

Multi-active flexible	97.594	1.604	99.198
Multi-active echilibrate	85.478	364	85.842
Absolute return	1.300	16	1.316
Alte fonduri	160.803	924	161.727
Multi-active agresive	2.579	49	2.628
<b>Total</b>	<b>815.386</b>	<b>11.636</b>	<b>827.022</b>

investitori față de finalul anului 2023.

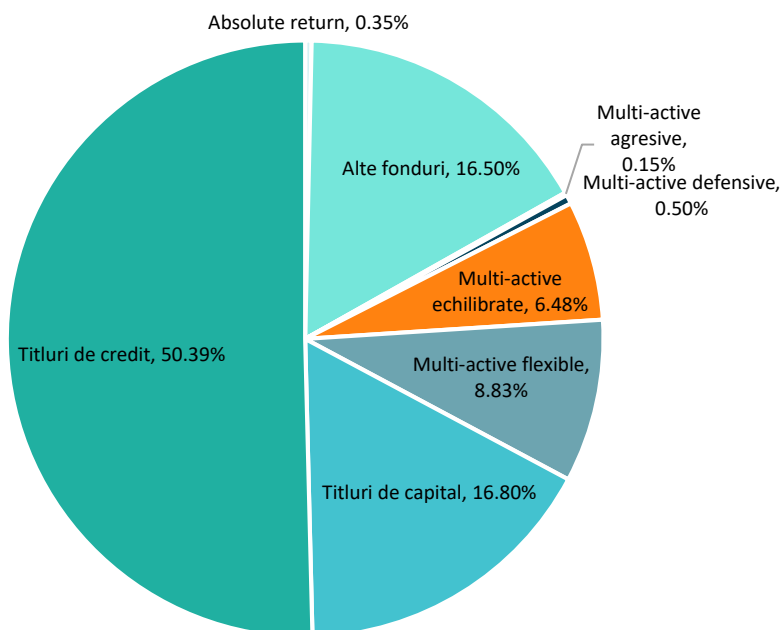
Tabel 29 Structura activelor nete pe categorii de OPCVM

OPCVM în funcție de politica investițională	Activ net 30.09.2024 (lei)
Titluri de capital	3.811.627.595
Titluri de credit	11.431.712.267
Multi-active defensive	112.719.179
Multi-active flexible	2.004.063.264
Multi-active echilibrate	1.469.735.621
Absolute return	78.850.301
Alte fonduri	3.742.807.891
Multi-active agresive	34.503.705
<b>Total</b>	<b>22.686.019.823</b>

Cea mai ridicată pondere în activul net cumulat al OPCVM este deținută de fondurile de titluri de credit, aproximativ 50,39%.

Sursa: ASF

Grafic 38 Cota de piață a OPCVM în funcție de politica investițională și de activul net (30.09.2024)



Sursa: ASF

În ceea ce privește structura portofoliilor OPCVM, aceasta este orientată cu precădere spre instrumentele financiare cu venit fix. Ponderi semnificative în activul total al organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare sunt deținute de următoarele categorii: titlurile de credit (50,39%), titlurile de capital (16,8%) și alte fonduri (16,5%).

Tabel 30 Evoluția alocării strategice a activelor OPCVM

Elemente de portofoliu OPCVM	29.12.2023	% din AT	30.06.2024	% din AT
Acțiuni cotate	2.735.507.773	15,67%	4.290.546.445	18,88%

Acțiuni necotate	29.681.567	0,17%	52.702.803	0,23%
Acțiuni tranzacționate în afara piețelor reglementate	-	0,00%	-	0,00%
Obligațiuni corporative cotate	2.731.751.628	15,65%	2.572.106.548	11,32%
Obligațiuni corporative necotate	3.913.942	0,02%	300.933.058	1,32%
Obligațiuni municipale cotate	134.162.647	0,77%	135.821.777	0,60%
Conturi curente și numerar	138.117.540	0,79%	224.074.545	0,99%
Depozite bancare	3.028.842.508	17,35%	3.801.391.661	16,73%
Titluri de stat >1 an	6.453.161.920	36,96%	7.674.287.389	33,77%
Titluri de stat <1 an	1.006.670.118	5,77%	2.318.444.501	10,20%
Titluri OPCVM / AOPC cotate	140.691.434	0,81%	249.091.422	1,10%
Titluri OPCVM / AOPC necotate	1.101.967.284	6,31%	1.273.372.459	5,60%
Instrumente financiare derivate	1.378.868	0,01%	3.024.730	0,01%
Produse structurate	2.476.982	0,01%	841.623	0,00%
Dividende și alte drepturi de încasat	243.293	0,00%	30.006.292	0,13%
Alte active	-48.215.688	-0,28%	194.719.688	0,86%
<b>Total activ (lei)</b>	<b>17.460.351.818</b>	<b>100,00%</b>	<b>22.725.876.106</b>	<b>100,00%</b>

Sursa: ASF

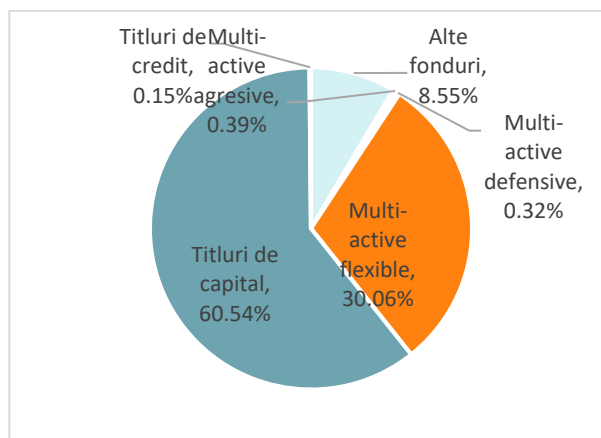
### 6.3. Fonduri de investiții alternative (FIA)

Tabel 31 Structura activelor nete pe categorii de FIA

FIA în funcție de politica investițională	Activ net 30.09.2024 (lei)
Titluri de capital	1.152.242.145
Titluri de credit	2.835.075
Multi-active defensive	6.170.918
Multi-active flexible	572.074.087
Alte fonduri	162.658.737
Multi-active agresive	7.358.804
Multi-active echilibrate	-
<b>Total</b>	<b>1.903.339.766</b>

Sursa: ASF

Grafic 39 Cota de piață a FIA în funcție de politica investițională și de activul net (30.09.2024)



Sursa: ASF

În funcție de politica investițională, FIA din categoria titlurilor de capital dețin o pondere de circa 60,54% din activul net cumulat al FIA, urmate de FIA din categoria multi-active flexible cu o pondere de circa 30,06%. Astfel, la finalul trimestrului III din anul 2024, aproximativ 90,59% din totalul activelor nete administrate de FIA se află în fondurile din categoria titlurilor de capital și multi-active flexible.

Din perspectiva structurii activelor FIA, se constată că acestea sunt orientate cu precădere spre plasamentele în acțiuni, ce dețin o pondere de aproximativ 63,83% din activul total al FIA, dintre care 61,33% din activul total constă în plasamente în acțiuni cotate. Investițiile în obligațiuni și titluri de stat dețin o pondere de până în 1% din activul total.

Tabel 32 Evoluția alocării strategice a activelor FIA



Elemente de portofoliu FIA	29.12.2023	% din AT	30.09.2024	% din AT
Acțiuni cotate	1.108.285.990	64,77%	1.169.493.532	61,33%
Acțiuni necotate	47.904.850	2,80%	47.688.360	2,50%
Acțiuni tranzacționate în afara piețelor reglementate		0,00%	-	0,00%
Obligațiuni corporative cotate	10.582.319	0,62%	7.950.552	0,42%
Obligațiuni corporative necotate	769.915	0,04%	403.556	0,02%
Obligațiuni municipale cotate	16.155	0,00%	11.899	0,00%
Obligațiuni municipale necotate	250.529	0,01%	257.556	0,01%
Conturi curente și numerar	11.774.678	0,69%	37.344.108	1,96%
Depozite bancare	141.412.075	8,26%	167.521.810	8,78%
Titluri de stat >1 an	691.356	0,04%	346.487	0,02%
Titluri de stat cu maturitate < 1 an			1.283.985	0,07%
Titluri OPCVM / AOPC cotate	120.048.610	7,02%	2.807.541	0,15%
Titluri OPCVM/AOPC necotate	35.760.943	2,09%	170.388.707	8,94%
Instrumente financiare derivate	-	0,00%	-2.050.605	-0,11%
Produse structurate	83.896.450	4,90%	97.459.327	5,11%
Dividende și alte drepturi de încasat	6.199	0,00%	2.906.252	0,15%
Alte active	149.642.259	8,75%	203.166.729	10,65%
<b>Total activ (lei)</b>	<b>1.711.042.329</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.906.979.797</b>	<b>100,00%</b>

Sursa: ASF

## 6.4. Societățile de investiții (SI)

La 30 septembrie 2024, activele nete aferente celor șase SI-uri au cumulat aproximativ 15,84 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 17,7% față de finalul anului 2023 (13,4 miliarde lei). Cele mai mari active nete aparțin LION, INFINITY și EVER.

Tabel 33 Evoluția sintetică a celor cinci societăți de investiții financiare

Data	Indicatori	LION	EVER	TRANSI	SI4 Muntenia (Longshield Investment Group)	INFINITY	Sparking Capital SA
29.12.2023	VUAN (lei)	7,8630	2,9296	0,7952	2,9918	5,8795	
	Preț de piață	2,5900	1,2700	0,3260	1,5150	1,9000	
	Discount (%)	67,06%	56,65%	59,00%	49,36%	67,68%	
	Activ Net (lei)	3.982.788.300	2.665.945.739	1.718.362.674	2.277.074.918	2.792.746.164	12.233.390
30.09.2024	Nr. acțiuni emise	506.520.056	910.011.057	2.160.945.797	761.105.845	475.000.000	
	VUAN (lei)	9,1030	3,4327	0,8860	3,3184	7,8134	
	Preț de piață	2,83	1,485	0,3620	1,7450	2,39	
	Discount (%)	68,91%	56,73%	59,14%	47,41%	69,41%	
	Activ Net (lei)	4,619,848,038	3,083,244,140	1,891,454,065	2,525,669,853	3,696,842,930	23,138,691
	Nr. acțiuni emise	507.510.056	898.198.687	2.148.576.051	761.105.845	473.142.639	

Sursa: ASF, BVB, Rapoarte SIF

La finalul trimestrului III 2024, investițiile în acțiuni dețin cea mai ridicată pondere în activul total cumulat al SI-urilor (aproximativ 80,8%).

Tabel 34 Structura cumulată a portofoliilor SI-urilor la 29.12.2023, respectiv 30.09.2024

Elemente de portofoliu SI-uri	29.12.2023	% din AT	30.09.2024	% din AT
Acțiuni cotate	10.549.358.698	73,57%	12.306.721.313	72,33%
Acțiuni necotate	1.178.344.534	8,22%	1.365.754.450	8,03%
Obligațiuni corporative cotate	123.584.936	0,86%	59.553.947	0,35%
Obligațiuni corporative necotate		0,00%	2.484.989	0,01%
Obligațiuni municipale cotate	18.729.327	0,13%	26.754	0,00%
Conturi curente și numerar	35.711	0,00%	8.404.784	0,05%
Depozite bancare	28.935.024	0,20%	1.507.356.719	8,86%
Titluri de stat >1 an	1.028.709.505	7,17%	-	0,00%
Titluri de stat <1 an	-	0,00%	181.881.190	1,07%
Titluri OPCVM/AOPC cotate	52.347.521	0,37%	377.352.038	2,22%
Titluri OPCVM/AOPC necotate	331.494.406	2,31%	1.036.354.975	6,09%
Dividende și alte drepturi de încasat	1.002.178.769	6,99%	22.453.933	0,13%
Alte active	26.400.803	0,18%	145.821.139	0,86%
<b>Total activ (lei)</b>	<b>14.340.119.234</b>	<b>100,00%</b>	<b>17.014.166.229</b>	<b>100,00%</b>

Sursa: ASF

## 7. Piețe de carbon

### Introducere și context global

Atenuarea schimbărilor climatice reprezintă un subiect de maximă relevanță, deoarece în prezent emisiile globale de gaze cu efect de seră continuă să se intensifice.

Temperaturile, de asemenea, continuă să crească neîncetat, 2023 fiind cel mai cald an înregistrat până în prezent<sup>15</sup>. Cele mai recente date arată că emisiile globale de gaze cu efect de seră au atins niveluri record în 2022, iar concentrația de dioxid de carbon (CO<sub>2</sub>) din atmosferă a atins cel mai ridicat nivel din istorie.

Graficele 1 și 2 prezintă dinamica valorilor pentru emisiile de gaze cu efecte de seră și emisiile de carbon în perioada 2010 – 2023. Seriile utilizate sunt ajutate sezonier și au ca unitate de măsură milioane de tone metrice de echivalent CO<sub>2</sub>.

În timp ce angajamentul politic continuă să se consolideze, sunt necesare mai multe acțiuni pentru reducerea emisiilor. Peste 90% dintre cele 195 de părți la Acordul de la Paris au adoptat obiective cuantificabile de reducere a emisiilor, iar mai mult de 95 de țări au anunțat angajamente nete zero, acoperind peste 85% din emisiile globale de CO<sub>2</sub> legate de energie (World Bank, 2024).

Perspectivile economice globale moderate creează un mediu dificil pentru reformele economice. Se preconizează că va continua creșterea moderată în economiile avansate, în timp ce creșterea în economiile de piață emergente și în curs de dezvoltare (EMDE) este divizată. EMDE cu fundamente solide (de exemplu, ratinguri de credit solide și datorii moderate) vor înregistra o creștere apropiată de

nivelurile de dinainte de pandemie, însă altele se confruntă cu o perspectivă mai incertă.

Deși perspectivele economice sunt mai bune decât se anticipase în urma pandemiei COVID-19 și a recente crize energetice, anul 2024 este al treilea an consecutiv de încetinire a creșterii economice mondiale, după un declin puternic în 2022. Inflația rămâne o problemă în întreaga lume, în special pentru economiile cu venituri mici și medii. În continuare, guvernele se vor confrunta cu alegeri dificile cu privire la alocarea resurselor. Aceasta include echilibrarea eforturilor de abordare a provocărilor pe termen scurt care stau la baza acceptării publice, cum ar fi costul vieții și riscurile de recesiune, și abordarea problemelor esențiale pe termen lung, cum ar fi schimbările climatice, sărăcia și inegalitatea veniturilor.

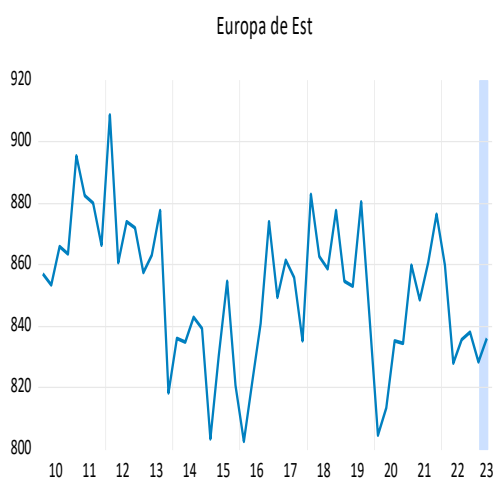
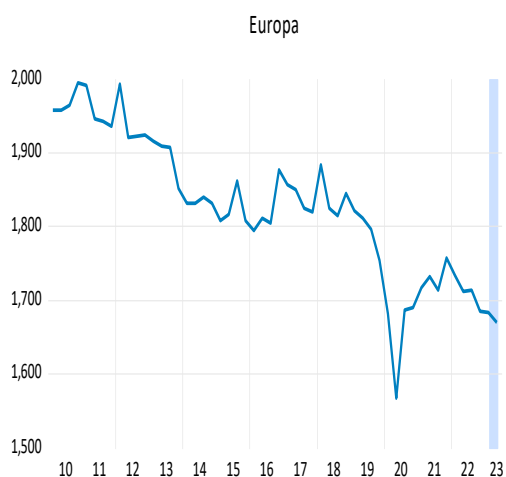
În perioada 2023, guvernele au înregistrat progrese în ceea ce privește o serie de abordări strategice în materie de atenuare a schimbărilor climatice, dar persistă un deficit de punere în aplicare. Economii mari, cu venituri ridicate, au apelat la reforma politicii industriale pentru a stimula transformarea ecologică. În Statele Unite, Legea privind reducerea inflației a marcat prima sa aniversare prin anunțarea unor investiții de 110 miliarde USD în sectorul privat al producției de energie curată.

În mod similar, UE elaborează *Net Zero Industry Act* pentru a sprijini furnizarea de energie accesibilă, fiabilă și durabilă. Impactul deplin al acestor abordări va necesita timp pentru a fi realizat.

---

<sup>15</sup> World Meteorological Organization, "State of the Global Climate 2023," March 2024,

Grafic 40 Emisii de gaze cu efecte de seră



Sursa: OECD, Air Emission Accounts, Prelucrare ASF

Guvernele continuă să sprijine decarbonizarea vehiculelor și a sectorului energetic prin eliminarea treptată a motoarelor cu combustie internă și prin limitarea producției de energie din combustibili fosili (World Bank, 2024).

Începutul obligațiilor de raportare pentru *Mecanismul de ajustare a frontierei de carbon* (CBAM), care urmărește să creeze condiții de concurență echitabile în ceea ce privește stabilirea prețului carbonului pentru bunurile cu emisii intensive expuse comerțului, a avut loc, de asemenea, în 2023. Aceste evoluții vin în paralel cu tendințele pozitive în ceea ce privește utilizarea energiei regenerabile. Capacitatea globală a crescut cu aproximativ o cincime în 2023, iar producția de energie regenerabilă, inclusiv hidroenergia, ar trebui să depășească cărbunele ca cea mai mare sursă de energie electrică din lume până la începutul anului 2025.

În pofida acestor evoluții, este clar că există în continuare un decalaj în ceea ce privește punerea în aplicare, ceea ce necesită progrese continue în întregul portofoliu de politici climatice, inclusiv stabilirea unor prețuri cuprinzătoare pentru carbon.

Stabilirea prețului carbonului reprezintă o parte esențială a combinației de politici necesare atât pentru îndeplinirea obiectivelor Acordului de la Paris, cât și pentru susținerea unei creșteri cu emisii reduse. Inițiativele globale, inclusiv *Global Carbon Pricing Challenge* (inițiată de Canada), Parteneriatul internațional de acțiune privind carbonul, Coaliția miniștrilor de finanțe pentru acțiuni climatice, grupul operativ condus de Organizația Mondială a Comerțului privind stabilirea prețului carbonului și Parteneriatul pentru punerea în aplicare a pieței al Băncii Mondiale continuă să sprijine cooperarea internațională privind dezvoltarea și punerea în

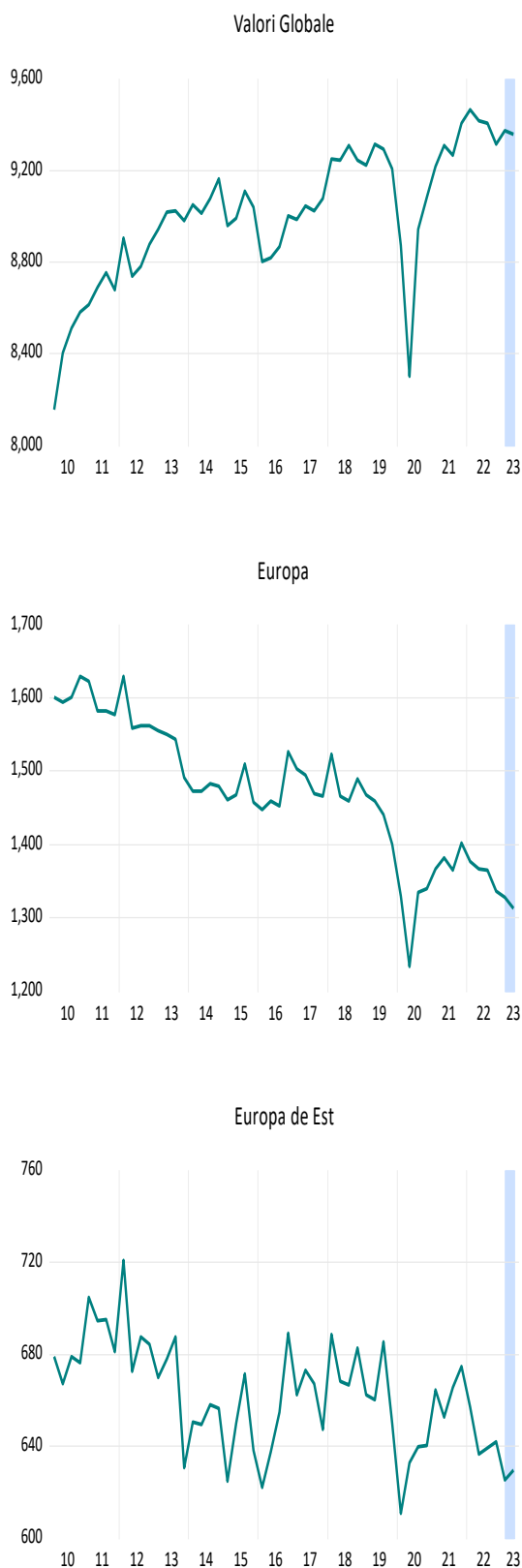
aplicare a normelor de stabilire a prețului carbonului în întreaga lume.

Deși se înregistrează în continuare progrese pozitive la multe niveluri în ceea ce privește stabilirea prețului carbonului, este nevoie de mai mult pentru a atinge obiectivele Acordului de la Paris. Numărul taxelor pe carbon și al sistemelor de comercializare a certificatelor de emisii (ETS) se ridică în prezent la 75 la nivel mondial. Țările cu venituri medii și guvernele subnaționale iau din ce în ce mai mult în considerare și pun în aplicare taxe pe carbon și ETS. În ultimele 12 luni, s-au înregistrat progrese în ceea ce privește inițiativele multilaterale sectoriale privind emisiile din aviație și din sectorul maritim, iar *Mecanismul de ajustare a frontierei de carbon* (CBAM) a intrat în funcțiune.

În ciuda acestor progrese, este puțin probabil ca nivelul emisiilor globale acoperite de prețurile la carbon să atingă 30% pe termen scurt. Modificările nivelului prețurilor carbonului prezintă o imagine mixtă, unele instrumente înregistrând creșteri, iar altele scăderi în ultimul an, însă prețurile în majoritatea jurisdicțiilor rămân sub nivelurile necesare pentru îndeplinirea obiectivelor Acordului de la Paris. Veniturile în 2023 au crescut ușor față de 2022, depășind pentru prima dată pragul de 100 de miliarde USD. Guvernele explorează oportunitățile de a acoperi sectoare netradiționale, precum transportul maritim și deșeurile, pun în aplicare în paralel mai multe instrumente de stabilire a prețului carbonului și își urmăresc propriile abordări individuale privind utilizarea creditelor de carbon pentru a compensa obligațiile legate de stabilirea prețului carbonului (World Bank, 2024).

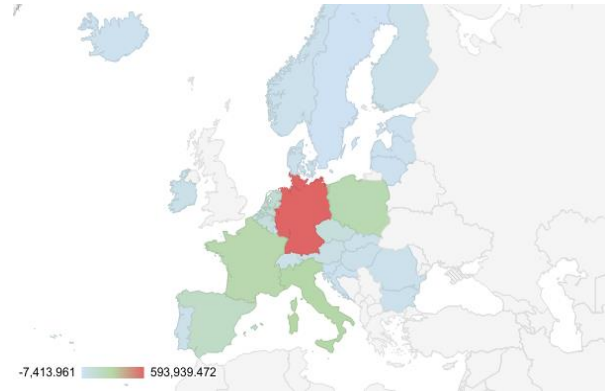
Veniturile totale din taxele pe carbon și ETS în 2023 au fost de 104 miliarde EUR, reprezentând o creștere de aproximativ 4% în termeni reali.

Grafic 41 Emisii de Carbon



Sursa: OECD, Air Emission Accounts, Prelucrare ASF

Grafic 42 Emisii de carbon în UE în anul 2023



Sursa: EEA, prelucrare ASF

Cel mai cel mai mare contribuitor unic la veniturile globale din carbon, EU ETS, a înregistrat o creștere a veniturilor ajustate în funcție de inflație în 2023 cu aproximativ 4% față de anul precedent, în mare parte datorită creșterilor mai mari ale prețurilor certificatelor. Veniturile reale din ETS specifice Germaniei au crescut cu aproape 60%, în ciuda suspendării unei creșteri planificate a prețurilor (ca parte a fazei inițiale a ETS cu preț fix).

Această creștere s-a datorat în mare parte întreprinderilor care și-au amânat achizițiile de certificate până la începutul anului 2023 pentru obligațiile de conformare din 2022, deplasând temporar veniturile pentru țară (World Bank, 2024).

### Uniunea Europeană și piețele de carbon

Europa este continentul cu cea mai rapidă încălzire din lume, ceea ce prezintă riscuri climatice semnificative pentru bunăstarea cetățenilor din întreaga Europa, după cum s-a arătat la începutul acestui an în prima evaluare a riscurilor climatice a UE (EEA, 2024). Aceste constatări subliniază necesitatea urgentă de a îmbunătăți gradul de pregătire a societății și de a spori rezistența la schimbările climatice.

Pe lângă necesitatea de a ne adapta rapid la schimbările climatice, ritmul accelerat al schimbărilor climatice subliniază imperativul reducerii emisiilor de gaze cu efect de seră (GES). Din 1990, emisiile globale de GES au crescut cu peste 60%. În contrast cu această evoluție globală, UE a demonstrat că este posibil să reducă emisiile cu peste o treime, menținând în același timp creșterea economică. Împreună, țările UE s-au angajat să devină neutre din punct de vedere climatic până în 2050 cel târziu și să urmărească obținerea unor emisii negative ulterior.

La 30 octombrie 2024, Agenția Europeană de Mediu (EEA) a publicat estimările asupra nivelului emisiilor pe baza contribuțiilor statelor membre. Graficul 3 prezintă dinamica estimată a emisiilor totale de carbon nete pentru Uniunea Europeană la nivelul anului 2023.

În 2023, emisiile nete totale de GES ale UE au scăzut la 37% sub nivelurile din 1990, comparativ cu o scădere de 31% în 2022, conform cifrelor preliminare. Această estimare se bazează pe rapoartele statelor membre și utilizează domeniul de aplicare al obiectivului climatic al UE, astfel cum este definit în Legea europeană privind clima (UE, 2021), inclusiv absorbțiile nete din sectorul utilizării terenurilor, al schimbării destinației terenurilor și al silviculturii (LULUCF), precum și emisiile din activitățile de transport aerian și maritim internațional reglementate în temeiul legislației UE. Reducerea emisiilor în 2023 reprezintă cea mai mare reducere de la an la an din ultimele decenii, dacă anul 2020 este exclus din cauza impactului COVID-19.

Începând cu 1990, utilizarea redusă de către Europa a combustibililor fosili, în special a cărbunelui, a fost cel mai important factor de reducere a emisiilor de gaze cu efect de seră. În 2023, acesta rămâne un factor dominant. Decarbonizarea accelerată a economiei

europene a fost posibilă numai datorită expansiunii rapide a energiei regenerabile. Conform primelor estimări ale EEA, ponderea energiei regenerabile a crescut de la 10,2% în 2005 la un procent estimat de 24% din consumul final brut de energie al UE până în 2023. În plus, UE a continuat reducerea consumului de energie. Conform datelor pentru 2023, consumul de energie primară a scăzut cu 19% din 2005, în timp ce consumul final de energie a scăzut cu 11% în aceeași perioadă.

Aceste evoluții marchează progrese semnificative către neutralitatea climatică a UE, ritmul de reducere a emisiilor accelerându-se în ultimii ani. Reducerea anuală înregistrată în 2023 este de peste trei ori mai mare decât rata medie începând cu 2005 și depășește rata anuală necesară pentru îndeplinirea obiectivelor climatice pentru 2030.

Reducerile emisiilor din Europa variază în funcție de sectoarele economice. În sectorul aprovizionării cu energie, emisiile au scăzut aproape la jumătate față de nivelurile din 2005. Scăderea a fost determinată de un declin semnificativ al utilizării cărbunelui și de creșterea utilizării surselor regenerabile de energie. Sectorul industrial a înregistrat, de asemenea, reduceri semnificative de peste o treime în ultimele două decenii, datorită îmbunătățirii proceselor și creșterii eficienței. Aceste două sectoare constituie cea mai mare parte a actualului sistem european de plafonare și comercializare a certificatelor de emisii – sistemul de comercializare a certificatelor de emisii (ETS) (UE, 2023) – ceea ce face posibilă atingerea obiectivului de reducere a emisiilor pentru 2030 pentru ETS.

Datele pentru 2023 sugerează o accelerare a tendințelor istorice. Între 2022 și 2023, emisiile de gaze cu efect de seră din sectorul

aprovizionării cu energie au scăzut cu aproximativ 19% de la an la an. Această scădere a fost determinată în principal de o creștere substanțială a producției de energie din surse regenerabile, cu o contribuție mai mică din partea unei reduceri a consumului global de energie în 2023. Prin urmare, sectorul aprovizionării cu energie a făcut un pas important către neutralitatea climatică și este responsabil pentru cea mai mare parte a reducerii emisiilor în 2023. În sectorul industrial, s-a înregistrat, de asemenea, o reducere notabilă a emisiilor (-6%), deși, în unele sub-sectoare, scăderea nivelului producției indică faptul că o parte din această scădere poate fi atribuită scăderii producției industriale în Europa. Această observație evidențiază importanța planului industrial Green Deal pentru a spori competitivitatea industriei europene cu emisii nete zero și sprijină tranziția rapidă către neutralitatea climatică. Sectorul transporturilor interne a înregistrat o scădere modestă de 1% a emisiilor pentru 2023, adoptarea vehiculelor electrice crescând mai lent decât în anii anteriori. În schimb, se estimează că sectorul construcțiilor a înregistrat o reducere a emisiilor de 6% în 2023, în timp ce în agricultură emisiile au scăzut cu aproximativ 2%.

**Sistemul de comercializare a certificatelor de emisii al Uniunii Europene (EU ETS)**, care stabilește un preț pentru emisiile de CO<sub>2</sub> generatoare de schimbări climatice, a fost ani de zile un factor-cheie al decarbonizării în energie și industrie, iar UE instituie un sistem similar, denumit ETS II, pentru sectoarele transporturilor și construcțiilor. Prețurile scăzute ale cotelor de CO<sub>2</sub> au făcut ca ETS să fie considerat mult timp un mecanism fără efect în ceea ce privește măsurile de combatere a schimbărilor climatice, însă reformele recente au crescut prețul, oferind companiilor mai multe stimulente pentru

reducerea consumului de combustibili fosili. UE a înăspriț și mai mult sistemul ca parte a pachetului „Fit for 55” – o serie de acte legislative menite să atingă noul obiectiv al blocului comunitar în materie de climă, și anume o reducere cu 55% a emisiilor până în 2030.

Prin EU ETS, Uniunea Europeană a creat un mecanism de piață care atribuie CO<sub>2</sub> un preț și creează stimulente pentru reducerea emisiilor în modul cel mai eficient din punct de vedere al costurilor. Acesta este o piatră de temelie a politicii UE în domeniul climei. Obiectivul ETS I inițial este de a reduce emisiile din producția de energie și din industriile energointensive (cum ar fi producția de fier, aluminiu, ciment, sticlă, carton, acizi etc.) cu un anumit procent în fiecare an. Prelungirea normelor actuale (în vigoare până în 2030) ar însemna că plafonul va ajunge la zero până în 2039, dar este probabil ca reformele viitoare să schimbe acest lucru.

Sistemul a contribuit la reducerea emisiilor din aceste sectoare cu aproximativ 47% între 2005 și 2023. Datele pentru 2023 arată o reducere record de 15,5%, comparativ cu nivelurile din 2022, în mare parte datorită unei creșteri a energiei regenerabile. EU ETS este cel mai vechi și de departe cel mai mare dintre cele 36 de sisteme de comercializare a certificatelor de emisii de dioxid de carbon aflate în funcțiune în întreaga lume până la începutul anului 2024, care acoperă împreună 18% din emisiile globale, conform raportului privind situația din 2024 al Parteneriatului internațional de acțiune pentru carbon.

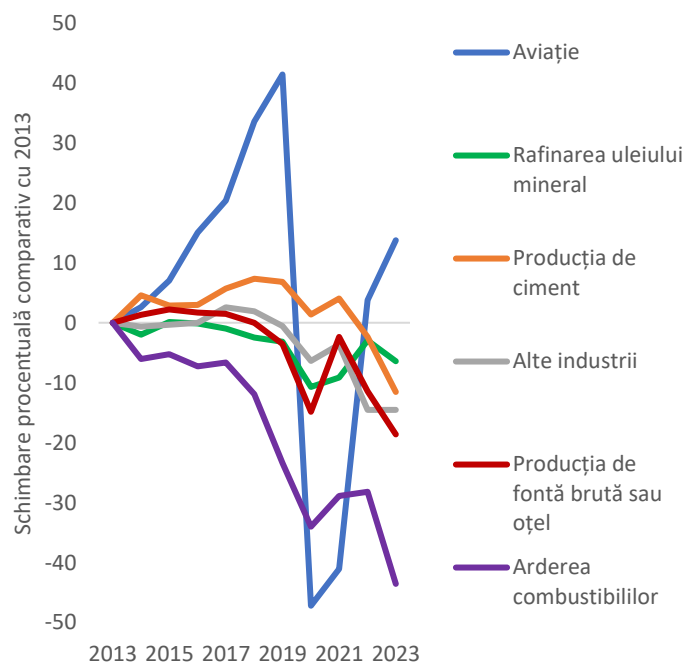
Din 2027, un nou sistem de comercializare a certificatelor de emisii va acoperi distribuția de combustibil pentru transportul rutier și clădiri, precum și sectoare industriale suplimentare. ETS II va funcționa mai întâi în paralel cu sistemul

inițial, dar există planuri de fuziune a celor două la începutul anilor 2030.

Întreprinderile trebuie să cumpere sau să primească cote corespunzătoare emisiilor lor de CO<sub>2</sub>, ceea ce face ca producția de energie din cărbune și alți combustibili fosili să fie mai scumpă, iar sursele de energie nepoluante mai atractive.

Figura de mai jos arată în mod sintetic evoluția emisiilor de gaze cu efect de seră în cadrul sistemului de comercializare a certificatelor de emisii al Uniunii Europene începând cu 2013, în funcție de tipul de industrie.

Grafic 43 Modificări procentuale în emisii de gaze cu efect de seră în funcție de industrie



Sursa: EEA, prelucrare ASF

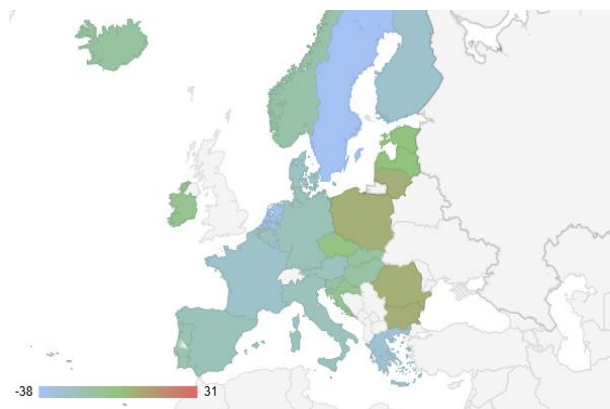
EU ETS urmează o abordare de tip „cap-and-trade”: UE stabilește un plafon pentru cantitatea de CO<sub>2</sub> care poate fi emisă – care scade în fiecare an – iar întreprinderile trebuie să dețină un drept european de emisie (EUA) pentru fiecare tonă de CO<sub>2</sub> pe care o emit într-un an calendaristic. Acestea cumpără aceste permise sau le primesc



gratuit (mai multe detalii despre alocarea gratuită mai jos) și le pot comercializa. După fiecare an, întreprinderile predau suficiente cote pentru a-și acoperi toate emisiile.

EU ETS acoperă emisiile de CO<sub>2</sub> provenite de la centralele electrice, de la instalațiile grele mari consumatoare de energie și de la aviația civilă. Zborurile din afara UE sau către aeroporturi din afara Uniunii nu sunt incluse în domeniul de aplicare al sistemului; doar zborurile între și în interiorul țărilor din Spațiul Economic European trebuie să respecte programul. Începând din acest an, sistemul va acoperi și emisiile provenite din transportul maritim.

Grafic 44 Emisii ESR estimate în 2023



Sursa: EEA, prelucrare ASF

Graficul de mai sus prezintă estimările asupra nivelului emisiilor pentru anul 2023, sub inițiativa *Effort Sharing Regulation (ESR)*<sup>16</sup>.

Industria grea primește o anumită cantitate de cote de emisii gratuite pentru a putea concura cu întreprinderile din afara UE care sunt supuse unei legislații mai puțin stricte în materie de climă.

Întreprinderile riscă o amendă dacă emit mai mult CO<sub>2</sub> decât au acoperit prin certificate de emisii. Amendă este de 100 de euro pe tona în exces. Prin urmare, întreprinderile sunt stimulate să reducă emisiile prin investiții în eficiența energetică, deoarece pot vinde apoi certificatele excedentare. (Pentru context: cea mai mare companie chimică din lume, BASF din Germania, a produs 20,2 milioane de tone de echivalent CO<sub>2</sub> în 2021, emisii de domeniul 1 și 2).

Veniturile provenite din EU ETS sunt direcționate în principal către bugetele statelor membre sau sunt vărsate în Fondul de inovare și în Fondul de modernizare la nivelul UE. În 2022, EU ETS a generat un total de 38,8 miliarde de euro în venituri din licitații, cu 7,7 miliarde de euro mai mult decât în 2021. Din această sumă, 29,7 miliarde de euro au fost distribuite direct statelor membre. Germania a avut venituri de 7,8 miliarde de euro.

Lansat în 2005, EU ETS funcționează în etape de comercializare. Sistemul se află în prezent în cea de-a patra fază de comercializare (2021-2030). Mecanismul a fost instituit în mod oficial pentru a „promova reducerea emisiilor de gaze cu efect de seră într-un mod rentabil și eficient din punct de vedere economic (EU, 2003/87/EC).

Cadrul legislativ al EU ETS este definit în Directiva ETS. De-a lungul anilor, directiva a suferit mai multe reviziri pentru a alinia sistemul la obiectivele climatice globale ale UE.

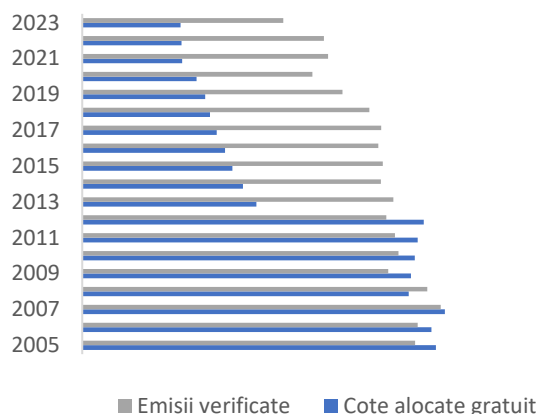
Directiva ETS pentru a patra etapă de comercializare a fost revizuită pentru prima dată în 2018, în conformitate cu cadrul UE 2030 privind clima și energia, stabilit în 2014. Odată cu lansarea Green Deal-ului european și a unor

<sup>16</sup> Regulamentul privind partajarea eforturilor stabilește pentru fiecare stat membru al UE un obiectiv național de reducere a emisiilor de gaze cu efect de seră până în 2030 în următoarele sectoare: transport intern (cu excepția

aviației), clădiri, agricultură, industrie mică și deșeuri. În total, emisiile reglementate de Regulamentul privind partajarea eforturilor reprezintă aproape 60% din totalul emisiilor interne ale UE.

obiective climatice mai ambițioase în temeiul Legii europene privind clima, directiva a fost revizuită din nou în 2023.

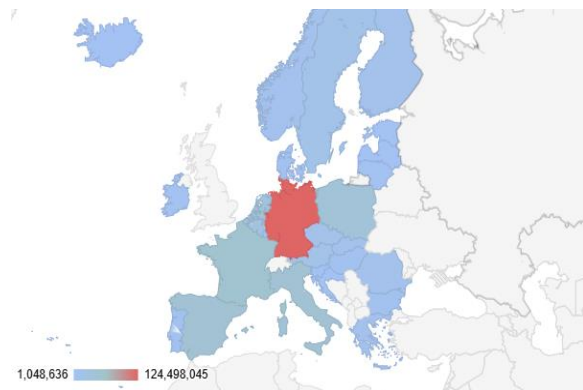
Grafic 45 Certificate și emisii UE 27 (t CO<sub>2</sub>-eq)



Sursa: EUTL, prelucrare ASF

Graficul de mai sus prezintă dinamica certificatelor alocate gratuit și a emisiilor în intervalul 2005 – 2023, conform registrului european de tranzacționare. În același timp, în Graficul 7 este prezentat sintetic numărul total de certificate emise la nivelul anului 2024.

Grafic 46 Numărul total de certificate alocate în anul 2024



Sursa: EUTL, prelucrare ASF

În primele două perioade de comercializare ale EU ETS (2005-2007 și 2008-2012), majoritatea certificatelor au fost acordate gratuit în cantități mari, ceea ce a dus prețul certificatelor pentru prima perioadă la zero în 2007. În cea de-a treia

etapă (2013-2020), 40% din certificate au fost scoase la licitație, determinând producătorii de energie electrică să își cumpere toate certificatele (cu excepții în unele state membre precum Polonia, Bulgaria, Ungaria, Lituania etc.). Din 2021, aproximativ 57% din plafonul la nivelul Uniunii este licitat și doar Bulgaria, Ungaria și România au decis să continue să aloce cote gratuite sectorului energetic. În timpul reformei din 2018 a sistemului, s-a convenit asupra unei reduceri a numărului de permise distribuite gratuit. Ca parte a acestei reforme, în a patra fază a programului (2021-2030), a fost redus numărul sectoarelor economice considerate a fi expuse riscului de relocare a emisiilor de dioxid de carbon și, prin urmare, îndreptățite să primească cote de emisii gratuite. Odată cu acordurile privind reformele sistemului, prețul permiselor a crescut considerabil, de la 9,68 euro în 2018 la un nivel record de 100 de euro la începutul anului 2023.

Cu toate acestea, prețul a scăzut din nou la aproximativ 60 de euro la începutul anului 2024 din mai multe motive. Prețurile reduse ale gazului înseamnă că energia electrică este produsă cu emisii mai reduse, iar scăderea cererii de energie din industrie determină scăderea necesarului de certificate în acest sector.

În literatura de specialitate ETS este văzut atât ca o alternativă, cât și ca o completare a taxelor pe carbon, care reflectă ideea lui Pigou conform căreia taxa trebuie să fie egală cu costul marginal extern al externalităților negative. Subiectul punerii în aplicare a piețelor pentru drepturile de emisie și, în special, punerea în aplicare a celei concepute de UE (ETS), a fost deja studiat în literatura de specialitate din diferite puncte de vedere (Green, 2021; Texido, Verde și Nicolli, 2019). Cu toate acestea, nu există un consens cu privire la impactul politicii EU ETS (Verde, 2020). O analiză relevantă a literaturii de specialitate

(IPCC, 2022) raportează, că măsurile de tipul EU ETS tind să crească prețurile bunurilor cu emisii intensive, generând astfel stimulente pentru reducerea acestor emisii.

Cu toate acestea, studiul impactului politicilor ETS este complicat de posibila prezență simultană a altor politici similare și a unor factori exogeni (de exemplu, modificări ale prețurilor combustibililor fosili și condiții economice fluctuante)<sup>17</sup>, precum și de faptul că acestea se aplică emisiilor asociate unui subset de industrii, posibil cu cote diferite de emisii în diferite țări (World Bank, 2021).

Un alt curent de literatură a arătat că EU ETS a avut un impact pozitiv asupra reducerii emisiilor de CO<sub>2</sub> din anumite țări europene. De exemplu, o reducere relevantă a producției de CO<sub>2</sub> în Germania a fost constatată de Petrick și Wagner (2014), motivată de o creștere a eficienței energetice a instalațiilor. În mod similar, o reducere semnificativă a producției de CO<sub>2</sub> în Franța a fost observată de Wagner et al (2014). Un articol de dată recentă, (Dechezlepretre et al., 2023) a constatat o reducere de aproximativ 10% a emisiilor de CO<sub>2</sub> între 2005 și 2012 în patru țări studiate (și anume Franța, Olanda, Norvegia și Regatul Unit).

De asemenea, mai mulți cercetători au analizat factorii determinanți ai prețurilor pieței carbonului (Creti et al., 2012; Koch et al., 2014). În plus față de nivelul de dezvoltare economică (Wen et al., 2017), factorii care influențează semnificativ volatilitatea pieței carbonului pot fi împărțiți în trei categorii. În primul rând, Chevallier (2011) constată că gradul ridicat de integrare a piețelor macroeconomice, financiare și de mărfuri de la criza financiară globală a cauzat contagiunea riscurilor financiare la piața carbonului. În al doilea rând, principiul cap-and-

trade al EU ETS face ca elasticitatea pe termen lung a prețurilor carbonului să fie mai incertă. Acest lucru a contribuit și mai mult la volatilitatea pieței carbonului. În cele din urmă, prețurile energiei, legile, evenimentele instituționale și alte elemente fundamentale ale pieței pot duce, de asemenea, la schimbări dramatice ale riscului pe piața carbonului. Există perspective care consideră piața bursieră ca o aproximare pentru indicatorii de activitate economică, încercând să exploreze impactul pieței bursiere asupra prețurilor carbonului. De exemplu, Gronwald et al. (2011) au constatat o corelație pozitivă semnificativă între contractele futures EUA și randamentele bursiere. În plus, piața bursieră va avea un impact semnificativ al riscului asupra pieței carbonului atunci când apar evenimente sistemice (Yuan și Yang, 2020).

Dintr-o perspectivă teoretică, piața bursieră poate avea un impact semnificativ asupra prețurilor carbonului. În primul rând, modificările dintre prețurile carbonului și prețurile acțiunilor sunt legate în principal de prețurile energiei (Zhang et al., 2017). Piața bursieră poate reflecta situația economică a unei economii, iar o situație economică pozitivă favorizează creșterea cererii de energie, ceea ce, la rândul său, conduce la o creștere a prețurilor carbonului (Wen et al., 2020a; 2020b). În al doilea rând, multe industrii mari consumatoare de carbon sunt larg implicate în activități de investiții pe piața bursieră (Dong et al., 2019; Yadav et al., 2023). Cu toate acestea, volatilitatea prețurilor acțiunilor afectează situația financiară a acestor companii, care, la rândul său, afectează strategiile lor de reducere a emisiilor de carbon și comportamentul de participare la piața carbonului, cauzând volatilitate pe piața carbonului. În cele din urmă, volatilitatea pieței

---

<sup>17</sup> Vezi Bayer și Aklin (2020)

bursiere afectează sentimentul investițional al investitorilor și percepția riscului. În timpul perioadelor de volatilitate ridicată a pieței bursiere, investitorii pot dezvolta o mai mare aversiune la risc. Acest lucru va duce la o reducere a cererii investitorilor pentru investiții pe piața carbonului (Narayan și Sharma, 2015), ceea ce va face ca prețurile carbonului să fie volatile.

### Raportul ESMA privind piețele europene de carbon

La începutul lunii octombrie a anului 2024, Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe (ESMA), autoritatea de reglementare și supraveghere a piețelor financiare din UE a publicat prima ediție a raportului său asupra piețelor dedicate carbonului „*EU carbon markets 2024*” cu scopul de a furniza detalii și informații privind funcționarea pieței sistemului UE de comercializare a certificatelor de emisii (EU ETS).

Revizuirea Directivei UE de stabilire a unui sistem de comercializare a certificatelor de emisii de gaze cu efect de seră (GES) în cadrul Uniunii (Directiva EU ETS) impune ESMA să „monitorizeze integritatea și transparența pieței europene a carbonului, în special în ceea ce privește volatilitatea pieței și evoluția prețurilor, funcționarea licitațiilor, operațiunile de tranzacționare pe piața certificatelor de emisii și a instrumentelor derivate din acestea, inclusiv tranzacționarea extrabursieră, lichiditatea și volumele tranzacționate, precum și categoriile și comportamentul de tranzacționare al participanților la piață, inclusiv pozițiile intermediarilor financiari”. (ESMA, 2024).

Prețul pentru *European Union Allowances* (EUA) a scăzut în general în 2023, după ce a depășit pentru prima dată pragul de 100 EUR pe tonă de emisii echivalente de CO<sub>2</sub> (/tCO<sub>2</sub>) în februarie 2023. Prețurile au încheiat anul sub 70 EUR/tCO<sub>2</sub>

înainte de a-și reveni parțial în primul semestru al anului 2024.

Datele prezentate în tabelele 1 și 2 descriu principalele repere urmărite la nivelul raportului ESMA pentru intervalul 2022 – 2023.

Tabel 35 Statistici cheie ESMA

Prețuri și volatilitate		
	2023	2022
Preț spot (EUR/tCO <sub>2</sub> )	83	81
Preț forward la 5 ani (EUR/tCO <sub>2</sub> )	105	103
Volatilitate (%)		
• Istorică	1,9	3,3
• Intraday	1	1,5
Numărul total de certificate în circulație (MtCO <sub>2</sub> e)	1112	1135
Emisii de gaze cu efect de seră verificate (MtCO <sub>2</sub> e)	1127	1313
Piețe primare - Licitații		
Număr de licitații derulate	223	222
Număr de certificate achiziționate	523	491
Volume de certificate achiziționate (mld. EUR)	43,6	38,8
Număr de participanți	44	-
• Nonfinanciari	30	-
• Financiari	14	-
Rată de acoperire (%)	202	215

Sursa: ESMA, adaptare ASF

Scăderea a fost determinată de trei factori principali. În primul rând, o încetinire economică mai amplă în întreaga UE comparativ cu 2022 și un consum mai scăzut de energie au afectat cererea de EUA.

Tabel 36 Statistici cheie ESMA

Piețe secundare – tranzacționare		
	Mld. tCO <sub>2</sub> (2023)	Mld. EUR (2023)
Volume de tranzacționare		
Pe piață	9,3	648
• Futures	7,6	643
• Options	1,7	0,9
• Alte contracte inclusiv spot	0,03	4,1
În afara pieței	0,9	72,5
Fracție de volum tranzacționat (%)		
• Entități de conformitate și alte entități nefinanciare	31	26

• Societăți de investiții și instituții de credit	56	63
• Fonduri de investiții	12	10
• Alte entități	1	1

Sursa: ESMA, adaptare ASF

În al doilea rând, pe fondul scăderii prețurilor la gazele naturale, schimbarea combustibilului a început să joace din nou un rol important în sectorul producerii de energie, ducând la o reducere a producției de energie pe bază de cărbune. Împreună cu o creștere semnificativă a producției de energie regenerabilă, acest lucru a dus la scăderea emisiilor de gaze cu efect de seră.

În al treilea rând, agenda UE privind politica climatică a afectat prețurile EUA în două moduri. Reforma EU ETS – inclusiv o reducere mai rapidă a plafonului ETS – a contribuit la creșterea prețurilor EUA până la nivelul record din februarie. Pe de altă parte, programul UE de accelerare a energiei regenerabile (REPowerEU), care a condus la concentrarea în avans a volumelor licitate pentru finanțarea tranziției energetice, a avut un impact negativ asupra prețurilor (ESMA, 2024).

Cel mai lichid contract futures pe decembrie, cu scadența la începutul anului, s-a tranzacționat aproape de prețul spot al EUA pe parcursul anului 2023. Contractele futures cu scadență mai lungă s-au tranzacționat peste prețul spot, așa cum reiese din curba forward ascendentă.

Volatilitatea istorică<sup>18</sup> a rămas scăzută în 2023 (1,9%) și în prima jumătate a anului 2024, cu mult sub nivelul din 2022 (3,3%). Atât măsurile de volatilitate istorică, cât și cele intraday au scăzut în 2023.

În 2023, 1,127 milioane de tone de CO<sub>2</sub> au fost compensate în cadrul EU ETS. Aceasta a reprezentat o scădere de 16% de la an la an,

determinată în principal de o reducere cu 24% a emisiilor de GES verificate provenite din producția de energie. Au fost alocate gratuit 560 de milioane de EUA (-1%) și licitate 523 de milioane (+7%), ceea ce reprezintă o creștere globală a ofertei anuale cu 3%. Astfel, cererea a depășit oferta cu 43 de milioane de EUA, iar numărul total de certificate în circulație (TNAC) a scăzut cu 2%, ajungând la 1,1 miliarde. Aceasta se compară cu o scădere de 22% a TNAC în 2022.

În 2023, un total de 523 de milioane de certificate de emisii au fost licitate pe Bursa Europeană de Energie (EEX), echivalentul unui volum anual de 44 miliarde EUR. Aceasta reprezintă o creștere anuală de 7% a numărului de certificate de emisii licitate. Creșterea a fost anticipată în cadrul răspunsului UE la penuria de pe piața energiei cauzată de invazia Rusiei în Ucraina (REPowerEU), care este finanțat parțial prin EU ETS. În perioada 2023 – 2026 se preconizează o cantitate suplimentară de EUA în valoare de 20 de miliarde EUR scoase la licitație, urmată de o restrângere mai rapidă a ofertei începând cu 2026.

Un total de 223 de licitații au avut loc pe parcursul anului 2023, cu un venit lunar mediu de 43 de milioane de EUA (3,6 miliarde EUR). În lunile august și decembrie au fost scoase la licitație volume reduse, reflectând perioadele de vară și de vacanță, de obicei mai puțin active. Licitațiile au atras în medie 20 de participanți, dintre care 15 ofertanți au fost selectați. Aproximativ 40% din oferte au fost acceptate, cu 4 puncte procentuale mai puțin decât în anul precedent.

Aproximativ 80% din certificatele EUA au fost achiziționate de entități care nu sunt supuse unei obligații directe de conformitate în cadrul EU ETS

<sup>18</sup> Măsurată ca deviația standard anuală a randamentelor zilnice.

(societăți de investiții și instituții de credit, împreună cu alte entități nefinanciare).

Mai mult de jumătate din certificatele licitate au fost achiziționate de entități domiciliată în Germania (57%), urmate de entități domiciliată în Regatul Unit (17%), care fac parte din grupuri transfrontaliere mari cu instalații care intră în domeniul de aplicare al EU ETS (ESMA, 2024).

Piața primară rămâne considerabil concentrată, cu doar 44 de participanți activi – în comparație cu aproximativ 10.000 de instalații cu obligații de conformitate. În 2023, doar zece participanți au achiziționat 90% din EUA licitate.

În 2023, un total de 9,3 miliarde de tone de emisii echivalente de CO<sub>2</sub> (tCO<sub>2</sub>) în contracte EUA au fost cumpărate pe piețele din UE, în valoare de 648 miliarde EUR. Acestea au provenit din 3,2 milioane de tranzacții. Cea mai mare parte a tranzacțiilor a avut loc prin contracte derivate futures (sau „mini-futures”), care au reprezentat 99% din tranzacții și 81% din volumul total al tranzacțiilor.

Principalii actori de pe piețele secundare din EUA au fost societățile de investiții și instituțiile de credit, implicate în 56% (5,2 miliarde tCO<sub>2</sub> sau 408 miliarde EUR) din volumele totale schimbate. În conformitate cu raportul ESMA 2022, tranzacționarea EUA s-a concentrat în principal în cadrul entităților domiciliată în SUA (34% din volum), urmate de Regatul Unit (24%), Germania (14%) și Olanda (8%).

La nivel agregat, tranzacționarea instrumentelor derivate pe EUA a fost stabilă în 2023, fără nicio mișcare majoră. Cu toate acestea, numărul zilnic de tranzacții arată trei perioade principale de activitate crescută. Una dintre acestea, în iunie, este posibil să fie legată de publicarea de către Comisia Europeană a Pachetului de finanțare ecologică. Celelalte au fost în martie și decembrie, când expiră cele mai lichide

contracte futures. Creșterea activității de tranzacționare s-a reflectat și în volumele mai mari de tCO<sub>2</sub> și în valoarea monetară schimbată (ESMA, 2024).

Tranzacțiile extra-bursiere (OTC) au reprezentat doar o mică parte din volumul total al tranzacțiilor cu EUA. În 2023 au avut loc 524.000 de tranzacții OTC prin care s-au schimbat 864 milioane tCO<sub>2</sub> (sau 72,5 miliarde EUR), adică mai puțin de o zecime din volumul tranzacționat pe bursă. O corelație pozitivă (0,51) între numărul de tranzacții zilnice pe bursă și în afara bursei indică o evoluție moderată a activității de piață în cele două segmente de piață.

Tranzacționarea contractelor spot a determinat o creștere a activității de tranzacționare extra-bursieră în decembrie, cu 44 de milioane tCO<sub>2</sub> schimbate, comparativ cu o medie lunară de 9,5 milioane tCO<sub>2</sub> pentru restul anului.

Majoritatea schimburilor totale (48%) au avut loc în cadrul societăților de investiții sau al instituțiilor de credit sau între acestea din urmă și alte entități din sectorul nefinanciar (19%).

Pozițiile în instrumentele derivate EUA urmează un model regulat care reflectă ciclul anual de conformitate al EU ETS. Entitățile care se conformează și alte entități nefinanciare intră într-un număr tot mai mare de poziții futures *long* pe parcursul anului, anticipând data de predare a EUA în anul următor. Aceste poziții sunt însoțite de un număr corespunzător de poziții *short* deținute de societăți de investiții și bănci. Numărul de poziții atinge de obicei un nivel maxim la jumătatea lunii decembrie, în conformitate cu activitatea de tranzacționare (a se vedea secțiunea anterioară), când expiră cel mai tranzacționat contract futures („next-Dec”).

Piețele instrumentelor derivate joacă un rol important în cadrul EU ETS, facilitând achiziționarea de EUA de la intermediarii

financiari de către entitățile care se conformează. Fondurile de investiții tind să urmărească mai îndeaproape evoluția prețurilor EUA și au dezvoltat o poziție *short* în 2023, pe măsură ce prețurile au scăzut. În 2023, în medie, 406 fonduri de investiții au deținut poziții zilnice, în conformitate cu raportul ESMA 2022, în comparație cu 206 entități de conformitate și alte entități nefinanciare și 118 societăți de investiții și bănci.

În cadrul entităților nefinanciare, entitățile germane au deținut 39% din poziții. Fondurile dețineau, în medie, poziții mult mai mici și

reprezentau doar 6% din totalul pozițiilor deținute, comparativ cu 53% pentru societățile de investiții și bănci. Aproximativ 75% din pozițiile fondurilor erau deținute de administratori domiciliați în Insulele Cayman și Bermuda, în timp ce SUA și Regatul Unit reprezentau 52% din pozițiile deținute de societățile de investiții și bănci.

În general, în conformitate cu raportul ESMA 2022, analiza nu a scos la iveală nicio problemă semnificativă în funcționarea piețelor carbonului din UE (ESMA, 2024).

## Bibliografie selectivă

1. World Bank, 2024, State and Trends of Carbon Pricing, 2024. Washington, DC: World Bank. DOI: 10.1596/978-1-4648-2127-1.
2. European Environment Agency, 2024, European climate risk assessment — Executive summary, EEA Report No 1/2024, European Environment Agency
3. EU, 2023, Directive (EU) 2023/959 of the European Parliament and of the Council of 10 May 2023 amending Directive 2003/87/EC establishing a system for greenhouse gas emission allowance trading within the Union and Decision (EU) 2015/1814 concerning the establishment and operation of a market stability reserve for the Union greenhouse gas emission trading system.
4. EU, 2023, Commission Implementing Decision (EU) 2023/1319 of 28 June 2023 amending Implementing Decision (EU) 2020/2126 to revise Member States' annual emission allocations for the period from 2023 to 2030
5. Green, J. F., 2021, Does carbon pricing reduce emissions? A review of ex-post analyses. *Environ. Res. Lett.* 16, 043004
6. Teixedó, J., Verde, S. F., Nicolli, F., 2019, The impact of the EU emissions trading system on low-carbon technological change: The empirical evidence. *Ecol. Econ.* 164, 106347
7. Verde, S. F., 2020, The impact of the EU emissions trading system on competitiveness and carbon leakage: The econometric evidence. *J. Econ. Surv.* 34, 320–343
8. IPCC. *Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change* (Cambridge University Press, 2022). Contribution of Working Group III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change (eds Shukla, P. R., Skea, J., Slade, R., Al Khourdajie, A., van Diemen, R., McCollum, D., Pathak, M., Some, S., Vyas, P., Fradera, R., Belkacemi, M., Hasija, A., Lisboa, G., Luz, S., Malley, J.).
9. Bayer, P., Aklın, M., 2020 The European Union emissions trading system reduced CO<sub>2</sub> emissions despite low prices. *Proc. Natl. Acad. Sci.* 117, 8804–8812.
10. World Bank, 2021, State and Trends of Carbon Pricing 2021 87 (World Bank Group, 2021).
11. Petrick, S., Wagner, U. J., 2014 The impact of carbon trading on industry: Evidence from German manufacturing firms Kiel Working Paper No. 1912
12. Wagner, U. J., Muuls, M., Martin, R., Colmer, J., 2014 The causal effect of the European Union emissions trading scheme: Evidence from French manufacturing plants. In *Proceedings of the IZA Workshop: Labor Market Effects of Environmental Policies* 33
13. Dechezlepretre, A., Nachtigall, D. & Venmans, F., 2023, The joint impact of the European Union emissions trading system on carbon emissions and economic performance. *J. Environ. Econ. Manag.* 118, 102758
14. Creti, A., Jouvét, P.A., Mignon, V., 2012, Carbon price drivers: phase I versus Phase II equilibrium? *Energy Econ.* 34 (1), 327–334.
15. Koch, N., 2014, Dynamic linkages among carbon, energy and financial markets: a smooth transition approach. *Appl. Econ.* 46 (7), 715–729.
16. Chevallier, J., 2011, Macroeconomics, finance, commodities: interactions with carbon markets in a data-rich model. *Econ. Model.* 28 (1-2), 557–567.



17. Gronwald, M., Ketterer, J., Trück, S., 2011, The relationship between carbon, commodity and financial markets: a copula analysis. *Econ. Rec.* 87, 105–124.
18. Yuan, N., Yang, L., 2020, Asymmetric risk spillover between financial market uncertainty and the carbon market: a GAS–DCS–copula approach. *J. Clean. Prod.* 259, 120750
19. Wen, F., Wu, N., Gong, X., 2020a, China’s carbon emissions trading and stock returns. *Energy Econ.* 86, 104627.
20. Wen, F., Zhao, L., He, S., Yang, G., 2020b, Asymmetric relationship between carbon emission trading market and stock market: evidences from China. *Energy Econ.* 91, 104850
21. Zhang, Y., Liu, Z., Yu, X., 2017. The diversification benefits of including carbon assets in financial portfolios. *Sustainability* 9 (3), 437.
22. Yadav, M.P., Sharif, T., Ashok, S., Dhingra, D., Abedin, M.Z., 2023, Investigating volatility spillover of energy commodities in the context of the Chinese and European stock markets. *Res. Int. Bus. Financ.* 65, 101948.
23. Dong, F., Dai, Y., Zhang, S., Zhang, X., Long, R., 2019, Can a carbon emission trading scheme generate the Porter effect? Evidence from pilot areas in China. *Sci. Total Environ.* 653, 565–577.
24. Narayan, P.K., Sharma, S.S., 2015, Is carbon emissions trading profitable? *Econ. Model.* 47, 84–92.

## Anexa 1

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

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

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

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

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

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

## Algoritm pentru estimarea unei Rețele Aciclice Direcționate (DAG)

Prezentăm pe scurt pașii de estimare a unei Rețele Aciclice Direcționate

**Inițializarea unui graf nedirecționat complet conectat:** este inițializat un graf nedirecționat, complet conectat (unde fiecare nod este conectat la fiecare alt nod).

### Eliminarea iterativă a marginilor pe baza independenței condiționate:

- Pentru fiecare pereche de noduri, algoritmul testează independența condiționată având în vedere diferite subseturi de alte noduri (algoritmul de calculare a corelației parțiale este descris mai jos).
- Dacă se constată că două noduri sunt independente condiționat, având în vedere orice subset de alte noduri, marginea dintre ele este eliminată din graf.
- Procesul începe prin testarea independenței fără niciun set de condiționare, apoi continuă la seturi mai mari până la atingerea unei dimensiuni maxime specificate.
- Pentru fiecare pereche de noduri  $(i, j)$ , algoritmul generează subseturi  $S$  ale altor noduri pe care să le condiționeze. Este utilizat un test de corelație parțială ca proxy pentru independența condiționată. Dacă două noduri  $(i, j)$  sunt independente condiționat având în vedere un subset  $S$ , algoritmul elimină marginea dintre ele în matricea de adiacență. Acest pas este iterat pentru creșterea dimensiunilor subseturilor pentru a elimina iterativ marginile,

### Marginile sunt orientate pe baza testelor de independență condiționată

- Odată ce marginile sunt eliminate pe baza testelor de independență condiționată, muchiile rămase sunt orientate pentru a crea o structură aciclică direcționată. Nivelul de semnificație pentru testele de independență condiționate este de 0.05.
- Acest pas de orientare urmează reguli specifice (cum ar fi prevenirea ciclurilor și orientarea bazată pe structuri  $v$ ) pentru a se asigura că graful rezultat este aciclic.

### Orientarea finală a DAG

- Este implementată orientarea muchiilor pentru a forma un DAG complet. Pasul de orientare al algoritmului Peter-Clark necesită reguli suplimentare pentru a determina direcția muchiilor, cum ar fi identificarea structurilor  $v$  (unde două noduri indică un nod copil comun) și asigurarea aciclicității.

Etapă de orientare a marginilor este adăugată după testarea independenței condiționate. Această fază implică conversia muchiilor nedirecționate în cele direcționate, evitând în același timp ciclurile pentru a se asigura că graful rezultat rămâne un graf aciclic direcționat (DAG). Pașii pentru procesul de orientare a marginilor în algoritmul Peter-Clark sunt de obicei:

- identificarea structurilor  $V$ : Pentru nodurile  $X$  și  $Y$  care nu sunt conectate direct, dar împărtășesc un  $Z$  copil comun
- propagarea direcțiilor: se utilizează orice muchii direcționate existente pentru a deduce orientări suplimentare pe baza constrângerilor pentru a evita ciclurile și a asigura aciclicitatea.

- se evita ciclurile: Asigurați-vă că orientarea oricărei muchii noi nu introduce un ciclu, menținând astfel natura aciclică a DAG.

### Faza de orientare a marginilor

- orientarea structurilor V: sunt identificate colisoarele neecranate (*v-structures*), unde două noduri  $i$  și  $k$  sunt conectate numai printr-un nod comun  $j$ .
- propagarea direcțiilor: După orientarea structurilor V, algoritmul orientează muchiile pe baza muchiilor direcționate deja setate.
- evitarea ciclurilor: Muchiile direcționate sunt atribuite pentru a menține structura DAG, ca să nu se formeze cicluri în rețea.

### Algoritmul de calculare a corelației parțiale

Corelația parțială între două variabile  $X$  și  $Y$ , dat fiind variabila  $Z$  măsoară asocierea directă între  $X$  și  $Y$  după eliminarea efectului variabilei  $Z$ . Dacă  $Z$  nu are nici un efect, corelația parțială între  $X$  și  $Y$  este pur și simplu corelația *Pearson*.

$$\text{cor}(X, Y) = \frac{\sum(X - \bar{X})(Y - \bar{Y})}{\sqrt{\sum(X - \bar{X})^2 \sum(Y - \bar{Y})^2}}$$

Dacă  $Z$  are un efect asupra variabilelor, se utilizează regresia liniară pentru a elimina efectul variabilelor  $Z$  din  $X$  și  $Y$  înainte de a calcula corelația.

Regresia lui  $Z$  pe  $X$

$$X = Z\beta_X + \epsilon_X$$

unde  $\beta_X$  sunt coeficienții de regresie, iar  $\epsilon_X$  reprezintă reziduurile (partea din  $X$  care nu este explicată de  $Z$ ).

Regresia lui  $Z$  pe  $Y$

$$Y = Z\beta_Y + \epsilon_Y$$

unde  $\beta_Y$  sunt coeficienții de regresie și  $\epsilon_Y$  reprezintă reziduurile (partea din  $Y$  care nu este explicată de  $Z$ ).

$$\text{partial\_corr}(X, Y|Z) = \frac{\text{cov}(\epsilon_X, \epsilon_Y)}{\sigma_{\epsilon_X} \sigma_{\epsilon_Y}}$$

Corelația parțială este corelația *Pearson* între aceste reziduuri, unde  $\sigma_{\epsilon_X}$  și  $\sigma_{\epsilon_Y}$  sunt deviațiile standard ale reziduurilor. După ce se calculează corelația parțială dintre  $X$  și  $Y$  dat fiind  $Z$ , se aplica testul de semnificație pentru a determina dacă corelația parțială este semnificativ diferită de zero.

Statistica de test  $t$  este calculată astfel

$$t = \text{partial\_corr}(X, Y|Z) \times \sqrt{\frac{n - |Z| - 2}{1 - \text{partial\_corr}(X, Y|Z)^2}}$$

unde  $n$  este numărul de observații, iar  $|Z|$  este dimensiunea setului de variabile condiționale.

Statistică  $t$  urmează o distribuție Student  $t$  cu  $n - |Z| - 2$  grade de libertate. Valoarea- $p$  este apoi calculată pe baza acestei distribuții:  $p\text{-value} = 2 \times (1 - \text{CDF}(|t|))$ , unde CDF reprezintă funcția de distribuție cumulativă a distribuției Student- $t$ . Dacă valoarea- $p$  este mai mare decât nivelul de semnificație ales  $\alpha$ , se consideră că  $X$  și  $Y$  sunt independente condiționat dat fiind  $Z$ .

Algoritmul PC necesită testarea independenței condiționate pentru toate submulțimile de variabile atunci când se analizează perechi de noduri. Această selecție a submulțimilor este esențială pentru a testa independența condiționată dat diferite seturi de variabile condiționale

Dat fiind un set de variabile  $S$ , excluzând  $X$  și  $Y$ , se generează toate submulțimile posibile ale lui  $S$  de dimensiune  $k$ , unde  $k$  reprezintă numărul de variabile condiționate.

Numărul de submulțimi de dimensiune  $k$  dintr-un set de  $m$  elemente (unde  $m = |S|$ ) este dat de coeficientul binomial:

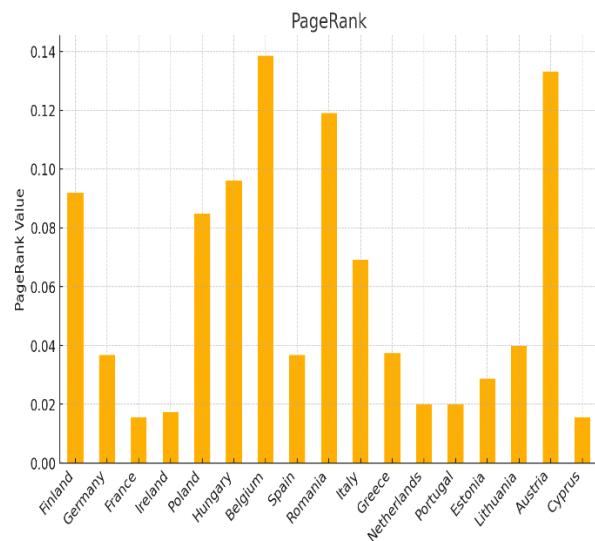
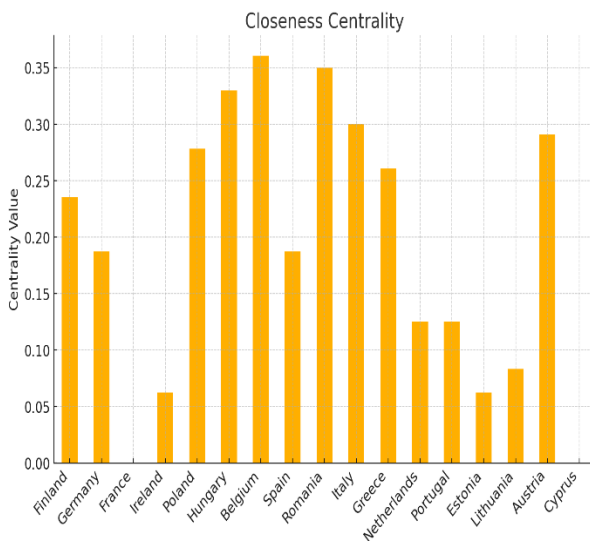
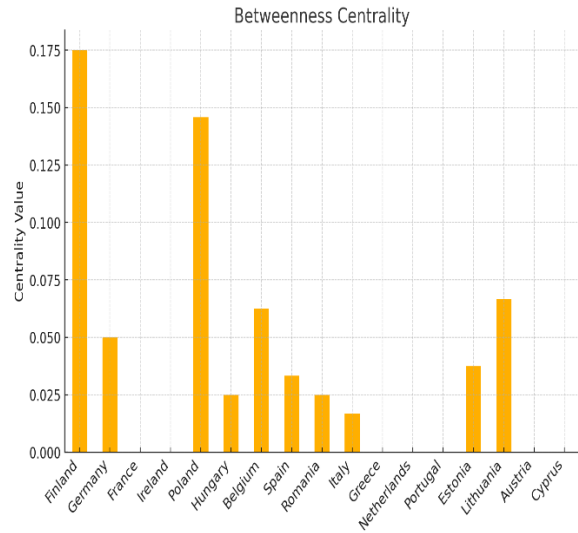
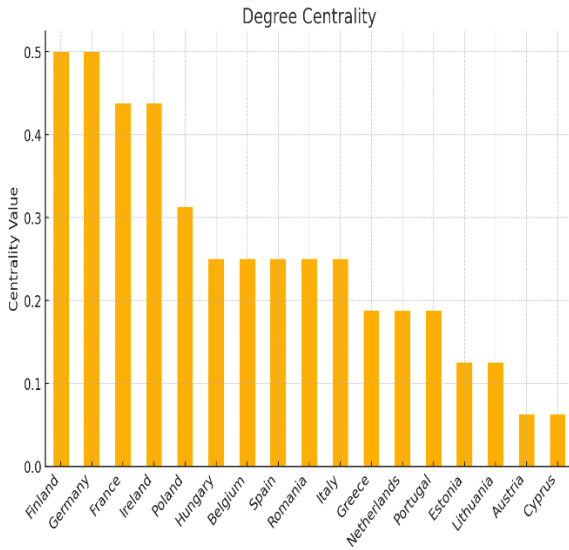
$$\binom{m}{k} = \frac{m!}{k!(m - k)!}$$

După selectarea submulțimilor relevante, se construiește matricea de adiacență pentru a reprezenta prezența sau absența muchiilor dintre nodurile grafului. Matricea de adiacență pentru un graf orientat (DAG) are următoarele caracteristici:

- Dacă există o muchie orientată de la nodul  $i$  la nodul  $j$ , atunci intrarea din matrice  $A(i,j)=1$
- Pentru o muchie neorientată între  $i$  și  $j$ , ambele intrări  $A(i,j)=1$  și  $A(j,i)=1$

## Măsuri de centralitate pentru rețeaua DAG

Statistica rețelei: a) Grad de centralitate b) Centralitatea intermediară  
c) Centralitatea apropierii d) PageRank



Sursa: ASF, calcule proprii

Valorile de centralitate pentru rețeaua analizată sunt următoarele:

- **Grad de centralitate:** arată cele mai conectate noduri în ceea ce privește conexiunile imediate. Valorile cu un grad ridicat de centralitate indică țări cu multe influențe sau dependențe directe.

- **Centralitatea intermediară:** evidențiază nodurile care acționează ca legături în rețea. Aceste noduri au un control mai mare asupra fluxului de informații, deoarece se află pe multe dintre cele mai scurte căi între alte noduri.
- **Centralitatea apropierii:** indică cât de aproape este un nod de toate celelalte noduri în ceea ce privește cele mai scurte căi. Valorile mai mari de apropiere sugerează că influențele transmise de indicii bursier dintr-o țară pot ajunge la altele mai eficient.
- **PageRank:** reflectă influența generală a fiecărui nod, luând în considerare atât cantitatea, cât și calitatea conexiunilor. Nodurile cu un *PageRank* ridicat sunt susceptibile de a fi influente, deoarece sunt fie bine conectate, fie conectate la alte noduri importante.

Măsurile calculate reprezintă indicatorii statistici pentru o rețea și ajută la identificarea rolului și a importanței relative a fiecărui nod din structura rețelei.

## Listă tabele

Tabel 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial.....	9
Tabel 2 Randamentele burselor de acțiuni .....	15
Tabel 3 Activele nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu .....	23
Tabel 4 Vânzările nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu în trimestrul II 2024 ..	23
Tabel 5 Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu.....	24
Tabel 6 Vânzările nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în trimestrul I 2024 în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu .....	25
Tabel 7 Corelații multirezolutive (MODWT) dintre piața de capital din România și STOXX 600.....	40
Tabel 8 Oferte publice de vânzare primare în perioada 01.01.2024 - 30.09.2024 (conform documentelor aprobate de ASF).....	46
Tabel 9 Oferte publice de cumpărare derulate în perioada 01.01.2023 – 30.09.2024 (conform documentelor aprobate de ASF)	47
Tabel 10 Numărul de Certificate de Înregistrare a Valorilor Mobiliare pe tipuri de operațiuni, emise în perioada 01.01.2023 – 30.09.2024 .....	49
Tabel 11 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața Reglementată și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument .....	54
Tabel 12 Top 20 emitenți după valoarea tranzacționată la 30 septembrie 2024 pe piața Reglementată (doar acțiuni).....	59
Tabel 13 Evoluția trimestrială a tranzacțiilor derulate pe SMT în perioada T1 2019-T3 2024 .....	61
Tabel 14 Top emitenți după valoarea tranzacționată pe SMT (doar acțiuni), la 30 septembrie 2024 .....	62
Tabel 15 Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare, structurată pe tipuri de instrumente financiare .....	64
Tabel 16 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate nete .....	65
Tabel 17 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate brute .....	66
Tabel 18 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB .....	67
Tabel 19 Categoriile de intermediari pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB.....	67
Tabel 20 Clasamentul intermediarilor pe piețele la vedere administrate de BVB la 30 septembrie 2024 .....	68
Tabel 21 Numărul de OPC-uri și Administratori .....	73
Tabel 22 Depozitarii activelor OPC.....	73
Tabel 23 Principalele societăți de administrare a investițiilor și activele administrate .....	74
Tabel 24 Numărul conturilor individuale de investiții și activele administrate de SAI-uri la 30 septembrie 2023.....	75
Tabel 25 Activele totale (milioane lei) pe categorii de OPC .....	76
Tabel 26 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei) .....	76
Tabel 27 Evoluția numărului de OPCVM, pe categorii .....	77
Tabel 28 Distribuția investitorilor pe categorii de OPCVM .....	77
Tabel 29 Structura activelor nete pe categorii de OPCVM .....	78
Tabel 30 Evoluția alocării strategice a activelor OPCVM .....	78
Tabel 31 Structura activelor nete pe categorii de FIA.....	79
Tabel 32 Evoluția alocării strategice a activelor FIA.....	79
Tabel 33 Evoluția sintetică a celor cinci societăți de investiții financiare .....	80
Tabel 34 Structura cumulată a portofoliilor SI-urilor la 29.12.2023, respectiv 30.09.2024 .....	81
Tabel 39 Statistici cheie ESMA .....	91
Tabel 40 Statistici cheie ESMA.....	91



## Listă grafice

Grafic 1 Creștere economică trimestrială (ca modificare procentuală față de perioada anterioară) .....	9
Grafic 2 Rata inflației (IAPC).....	10
Grafic 3 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani) .....	11
Grafic 4 Sentiment economic.....	12
Grafic 5 Incertitudinea economică.....	13
Grafic 6 Indicatorul CISS pentru riscul sistemic.....	13
Grafic 7 Sub-indicatorii CISS.....	14
Grafic 8 Volatilitatea indicelui BET.....	16
Grafic 9 Indicele BET: descompunerea volatilității în trei regimuri de volatilitate.....	18
Grafic 10 Indice de contagiune .....	20
Grafic 11 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 31 martie .....	22
Grafic 12 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 30 iunie 2024.....	24
Grafic 13 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni în 2024.....	29
Grafic 14 Distribuția empirică a duratei modificate (septembrie 2021-septembrie 2024).....	34
Grafic 15 Analiza CWT pentru indicele BET din Romania.....	38
Grafic 16 Corelații condiționate dintre Romania și bursele europene (model DCC).....	39
Grafic 17 Gradul de coerență dintre Indicele pieței de capital din România și indicele european (STOXX600) .....	41
Grafic 18 Graf aciclic direcționat (DAG) pentru bursele europene .....	43
Grafic 19 Evoluția indicilor Bursei de Valori București la 30.09.2024 .....	53
Grafic 20 Evoluția indicilor BVB în perioada 01.01.2020 - 30.09.2024 (31.12.2019 = 1).....	54
Grafic 21 Structura trimestrială a tranzacțiilor derulate pe piața Reglementată în perioada 2021 – 2024 .....	55
Grafic 22 Indicator de lichiditate Amihud pentru indicele BET .....	56
Grafic 23 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu acțiuni*, derulate pe piața Reglementată a BVB.....	57
Grafic 24 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni) .....	58
Grafic 25 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix derulate pe piața Reglementată .....	60
Grafic 26 Evoluția lunară a tranzacțiilor cu produse structurate în perioada iunie 2020 – septembrie 2024 .....	61
Grafic 27 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor derulate pe SMT.....	63
Grafic 28 Valoarea intermediată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 30 septembrie 2024.....	68
Grafic 29 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF .....	69
Grafic 30 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii .....	70
Grafic 31 Valoarea activelor în custodie raportată la numărul de conturi active .....	70
Grafic 32 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor .....	71
Grafic 33 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în T3 2024 .....	72
Grafic 34 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 30.09.2024) .....	74
Grafic 35 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC .....	75
Grafic 36 Modificarea (%) activelor totale pe categorii de OPC la 30.09.2024 față de 29.12.2023 .....	76
Grafic 37 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC.....	77
Grafic 38 Cota de piață a OPCVM în funcție de politica investițională și de activul net (30.09.2024) .....	78
Grafic 39 Cota de piață a FIA în funcție de politica investițională și de activul net (30.09.2024) .....	79
Grafic 40 Emisii de gaze cu efecte de seră .....	83
Grafic 41 Emisii de Carbon .....	84
Grafic 42 Emisii de carbon în UE în anul 2023.....	85
Grafic 43 Modificări procentuale în emisii de gaze cu efect de seră în funcție de industrie .....	87
Grafic 44 Emisii ESR estimate în 2023 .....	88
Grafic 45 Certificate și emisii UE 27 (t CO <sub>2</sub> -eq).....	89
Grafic 46 Numărul total de certificate alocate în anul 2024 .....	89

## Abrevieri

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

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

### Simbol societăți

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

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