



RAPORT PRIVIND **STABILITATEA PIEȚELOR** FINANCIARE NEBANCARE **2/2026**



RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIEȚELOR
FINANCIARE NEBANCARE
2/2026

Cuprins

Introducere	3
1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional	8
1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale	8
1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale	12
2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebankare	23
2.1. Piețele europene de capital	23
2.2. Piața asigurărilor în UE	27
2.3. Piața pensiilor ocupaționale în UE	29
2.4. Riscuri și vulnerabilități la nivel național din perspectiva stabilității financiare	31
3. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare	36
3.1. Piața instrumentelor și investițiilor financiare în context european	38
3.2. Riscuri și vulnerabilități ale pieței instrumentelor și investițiilor financiare	41
3.2.1. Analiza evoluției riscului sistemic pentru companiile incluse în indicele BET	41
3.2.2. Lichiditatea pieței de acțiuni: măsurare, semnale de alertă și schimbări de nivel (indicele BET, 2015–2026)	46
3.2.3. Riscul de contagiune la nivelul pieței de capital din România	57
3.2.4. Stresul financiar sistemic și propagarea șocurilor către economia reală	58
4. Stabilitatea pieței asigurărilor	62
4.1. Piața asigurărilor în context european	64
4.2. Riscuri și vulnerabilități la adresa sectorului local de asigurări	68
4.3. Activitatea de subscriere	78
4.4. Solvabilitate	78
4.5. Lichiditate	82
4.6. Rezerve tehnice – Solvabilitate II	84
4.7. Reasigurare	85
5. Stabilitatea pieței pensiilor private	88
5.1. Piața pensiilor private în context internațional	90
5.2. Entități relevante sistemic	95
5.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România	97
5.4. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private	110
6. Finanțe sustenabile	123
Pierderile generate de catastrofele naturale la nivel global	123
Anexa 1 - Metodologia descompunerii dinamicii datoriei publice	127
Anexa 2 - Metodologia de calcul pentru indicatorii CoVaR, Delta CoVaR și Pierdere Marginală Așteptată (MES)	129
Anexa 3. Modelul TBVAR: specificație, estimare și funcții de răspuns	130

Lista figurilor	134
Lista tabelelor	137
Bibliografie.....	138

Introducere

Stabilitatea sistemului financiar se menține în linii generale solidă, dar evaluarea curentă are loc într-un context în care pilonii tradiționali ai supravegherii macro-prudențiale sunt testați simultan de fragmentarea geopolitică, de presiunea persistentă asupra finanțelor publice și de ritmul accelerat al transformării digitale a sectorului financiar. Fragmentarea geopolitică se manifestă tot mai concret prin erodarea treptată a cadrelor de cooperare multilaterală și prin folosirea tot mai frecventă a instrumentelor financiare ca pârgă de politică externă, cu efecte asupra predictibilității fluxurilor de capital și asupra costului finanțării pentru economiile mai expuse.

Perspectivile economiei mondiale pentru 2026–2027 rămân moderate și expuse la șocuri, într-un context dominat de conflictul din Orientul Mijlociu și de perturbarea fluxurilor energetice. FMI proiectează, în actualizarea din iulie 2026 a Raportului WEO, o creștere globală de 3,0% în 2026 și 3,4% în 2027.¹ Pentru economiile avansate, FMI estimează o creștere de 1,7% în 2026 și 1,8% în 2027, SUA rămânând relativ robuste (aprox. 2,3% în 2026, 2,2% în 2027); Europa emergentă ar avansa cu 1,9% în 2026 și 2,1% în 2027, după o decelerare la 2,0% în 2025. Comerțul internațional a decelerat pronunțat: după 5,0% în 2025, volumul schimburilor va crește cu doar 3,5% în 2026, redresându-se la 4,3% în 2027. Inflația mondială, de la 4,1% în 2025, ar urca la 4,7% în 2026, coborând la 3,9% în 2027.

Comisia Europeană (Proгноza de primăvară 2026) a revizuit în scădere ritmul de creștere al UE: 1,5% (2025), 1,1% (2026), 1,4% (2027); zona euro rămâne sub acest nivel: 1,4% (2025), 0,9% (2026), 1,2% (2027). Inflația din zona euro ar urma să crească la 3,0% în 2026 (de la 2,1% în 2025), cu revenire spre 2,3% în 2027.

Șocul energetic este elementul central al deteriorării perspectivelor: închiderea aproape totală a Strâmătorii Ormuz a redus fluxurile maritime de petrol cu circa 15% și cele de GNL cu circa 20%; între finalul lunii februarie și finalul lunii aprilie 2026, prețul gazelor a crescut cu circa 50%, iar cel al țițeiului cu circa 65%.

România se află într-o poziție macroeconomică vulnerabilă. Comisia Europeană proiectează o expansiune a PIB de doar 0,7% în 2025 și 0,1% în 2026, printre cele mai scăzute din UE, cu revenire la circa 2,3% în 2027. Deficitul bugetar, de 9,3% din PIB în 2024, s-ar reduce la 7,9% în 2025 și 6,2% în 2026.⁵

Inflația din România rămâne cea mai ridicată din UE: 10,42% (IPC, iunie 2026). Comisia Europeană proiectează o inflație IAPC de 7,0% în 2026, cu decelerare spre 3,7% în 2027. BNR (Raportul asupra inflației, august 2026) estimează o rată anuală de circa 6,1% la finalul lui 2026 și circa 3,4% la finalul lui 2027, cu revenire în intervalul-țintă; dobânda de politică monetară a fost menținută la 6,50%.

ESMA (septembrie 2026) evaluează riscurile de piață, contagiune și operaționale la nivelul cel mai ridicat posibil, riscul de credit la nivel înalt, lichiditatea și mediul la nivel moderat. EIOPA (iulie 2026) menține riscurile din asigurări și pensii la nivel mediu și stabil, cu o excepție: riscurile de digitalizare și cibernetice au urcat la nivel ridicat.

Piața de capital

Raportul evaluează riscul sistemic pe piața de capital din România prin patru analize cantitative distincte, iar concluzia lor combinată este că nu există, la 30 iunie 2026, un risc sistemic activ, dar sistemul rămâne pregătit pentru o transmitere rapidă a unui șoc viitor.

Prima analiză aplică trei măsuri complementare, ΔCoVaR , MES și SRISK, pe opt emitenți din indicele BET, care concentrează împreună circa 85% din capitalizarea acestuia. Cele trei măsuri răspund la întrebări diferite și nu converg pe același emitent, ceea ce e chiar mesajul central: perechea SNG-BRD are cea mai consistentă legătură cu pierderile extreme ale pieței, adică amplifică cel mai puternic stresul (ΔCoVaR de circa 1,3 puncte procentuale); Electrica, Transgaz și DIGI sunt cei mai vulnerabili la stresul pieței, adică pierd cel mai mult în zilele extreme ale acesteia (MES), fără să fie și principalii amplificatori; iar necesarul potențial de capital (SRISK) este concentrat aproape integral la TLV, dar devine vizibil doar la praguri de capital de 10,5-12% — la pragul de referință de 8%, capitalizarea băncilor analizate ar absorbi integral un șoc sever, iar deficitul sistemic e zero la finalul semestrului. Șocul dominant al perioadei a fost escaladarea conflictului SUA/Israel-Iran de la începutul lunii martie 2026, care a produs un episod de stres sistemic de unsprezece ședințe consecutive, cu vârf la 4 martie.

A doua analiză urmărește lichiditatea pieței de acțiuni între 2015 și 2026. Impactul de preț al tranzacțiilor pentru emitenții mari a coborât la cele mai reduse niveluri din eșantion în 2024-2026, însă costul de tranzacție estimat a crescut după 2020 și rămâne ridicat în 2026. Cele două dimensiuni ale lichidității evoluează în direcții opuse, iar rulajul pieței rămâne concentrat, cinci emitenți realizând circa 70% din volumul tranzacționat. Concluzia raportului este că nivelul nominal ridicat al lichidității nu contrazice riscul de lichiditate crescut semnalat în capitolul anterior, pentru că lichiditatea de piață se poate retrage brusc atunci când intermediarii care o furnizează își pierd finanțarea, un fenomen care nu a fost observat încă în eșantion.

A treia analiză privește riscul de contagiune, măsurat printr-un indice de conectivitate între șapte piețe bursiere europene. Luna august 2026 a produs o configurație atipică: conectivitatea a crescut constant, ajungând la 66,1% pe 24 august, exact în perioada în care indicii de volatilitate VIX și VSTOXX au atins minime anuale, adică piețele s-au sincronizat fără o creștere corespunzătoare a aversiunii la risc. Raportul interpretează acest lucru nu ca un episod clasic de contagiune, ci ca un proces de *re-pricing* sincronizat, determinat de mișcări simultane ale randamentului obligațiunilor germane, ale Euribor și ale prețului gazului. Concluzia pentru stabilitate este că rețeaua financiară este configurată pentru o transmitere rapidă a unui eventual șoc de toamnă.

A patra analiză modelează stresul financiar sistemic printr-un model VAR bayesian cu prag, folosind indicele CLIFS pentru România pe perioada 2005-2026. Rezultatul central este că un șoc financiar afectează creșterea economică doar atunci când sistemul se află deja în regim de stres și reduce ritmul anual de creștere a PIB cu 0,28 puncte procentuale după două luni, în timp ce în regim calm același șoc nu are efect distinct de zero. La momentul redactării raportului, CLIFS se situa la 0,079 în iulie și 0,137 în august, ambele sub pragul de stres estimat în eșantion de circa 0,23, deci România se afla în regim calm.

Piața asiguraților

Din perspectiva activității de subscriere, piața asiguraților din România a continuat să înregistreze dinamici pozitive în semestrul I 2026 comparativ cu perioada similară a anului precedent, ritmul de creștere accelerându-se față de cel consemnat în anul 2025, atât pentru activitatea de asigurări generale, cât și pentru asigurările de viață.

În termeni nominali, volumul primelor brute subscrise de societățile autorizate de ASF și de sucursale a crescut cu 15% în semestrul I 2026, ajungând la 14,2 miliarde lei. Activitatea de asigurări generale a înregistrat un avans de 15%, în timp ce primele brute subscrise pentru asigurările de viață au crescut cu 19% (comparativ cu creșteri nominale de 8%, respectiv 18%, consemnate în anul 2025 față de 2024). Dinamica pozitivă a activității de subscriere a fost susținută atât de avansul înregistrat de primele brute subscrise de societățile autorizate de ASF (+13%), cât și de creșterea mai accentuată a primelor subscrise de sucursale (+31%). Din volumul total al activității de subscriere, 78% reprezintă prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, iar 22% pentru asigurările de viață.

Din perspectiva gradului de concentrare, se mențin aceleași îngrijorări cu privire la dependența pieței asiguraților din România de asigurările auto (obligatorii și facultative). Asigurările auto (clasele A3 și A10) dețin o pondere de 74% în volumul primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale de societățile autorizate de ASF și sucursale în semestrul I 2026, în ușoară creștere comparativ cu nivelul înregistrat în semestrul I 2025 (72%), ceea ce corespunde unei ponderi de circa 58% în volumul total de prime brute subscrise pe piața locală.

Gradul ridicat de concentrare se menține și din perspectiva numărului de societăți active pe piață. În semestrul I 2026, primele cinci societăți cumulează o cotă de piață de 72,2% pe segmentul asiguraților generali și de 73,8% pe segmentul asiguraților de viață, în timp ce primele zece societăți acopereau 90,6%, respectiv 98,5% din primele brute subscrise aferente celor două segmente.

Piața pensiilor private

Piața pensiilor private din România și-a continuat creșterea în semestrul I 2026, sistemul aflându-se într-o etapă de acumulare în care nu există presiuni pentru vânzarea activelor. La finalul lunii iunie 2026, valoarea activelor totale aflate în administrare, la nivelul întregului sistem, a atins 246,2 miliarde lei (aproximativ 47 miliarde euro), pentru un număr de 9,64 milioane de participanți; raportate la PIB, activele cumulate ale Pilonului II și III reprezentau circa 12,35% din produsul intern brut anual. Sistemul rămâne robust din perspectiva plăților, care se mențin reduse, chiar dacă sunt în creștere accentuată de la an la an. În semestrul I 2026 au fost operate plăți de 1,73 miliarde lei în Pilonul II, echivalentul a 0,73% din activele totale, către 44.229 de participanți sau beneficiari, din care 82,1% pentru deschiderea dreptului la pensie, 9,9% pentru invaliditate și 8,0% ca urmare a decesului. În Pilonul III plățile au însumat circa 114 milioane lei (1,3% din active) către 7.193 de persoane, cu o structură similară dominată de deschiderea dreptului la pensie (91,5%).

Contribuțiile au continuat să crească într-un ritm susținut. Către fondurile de pensii administrate privat au fost virate contribuții brute de 11,93 miliarde lei, cu 9,2% mai mult decât în aceeași perioadă a anului anterior, în timp ce în Pilonul III contribuțiile brute au ajuns la 544 milioane lei, în creștere cu 22% față de semestrul I 2025. Contribuția medie lunară a unui participant din Pilonul II a fost de circa 447 lei în iunie 2026, cu 4% peste nivelul de acum un an, cel mai mare fond după acest criteriu și după numărul de participanți fiind FPAP NN, cu o cotă de piață de aproximativ 33% din active. În Pilonul III contribuția medie a fost de circa 166 lei, ușor în scădere (0,5%), fondul cu cei mai mulți participanți și cea mai mare cotă de piață (42,4%) fiind FPF NN Optim, iar cea mai mare contribuție medie fiind înregistrată la FPF Stabil (268 lei).

Vulnerabilități la adresa sistemului financiar nebanca

Piața de acțiuni rămâne un canal important de transmitere a șocurilor către sectorul financiar nebanca, ale cărui plasamente sunt concentrate pe emitenții din indicii BET: fondurile de pensii dețin 28,8% din active în acțiuni, 90% dintre acestea fiind concentrate în zece emitenți. Trei constatări susțin această evaluare. În primul rând, piețele europene sunt puternic sincronizate: indicii de conectivitate între șapte burse europene a urcat la 66,1% în august 2026, într-o perioadă în care volatilitatea așteptată (VIX, VSTOXX) se afla la minime anuale. Un șoc s-ar putea transmite astfel rapid, fără semnale prealabile de aversiune la risc. În al doilea rând, stresul de pe BVB nu se distribuie uniform: Romgaz și BRD sunt emitenții ale căror scăderi însoțesc cel mai puternic pierderile extreme ale indicelui BET (o adâncire a pierderii zilnice cu circa 1,3 puncte procentuale; asociere statistică, nu relație cauzală), în timp ce Electrica, Transgaz și DIGI pierd cel mai mult în zilele de stres ale pieței. Transgaz a înregistrat cele mai mari scăderi în toate cele trei episoade de stres din aprilie 2025, mai 2025 și martie 2026. În al treilea rând, într-un scenariu ipotetic de scădere a pieței cu 40% în șase luni, băncile listate nu ar înregistra un deficit de capital la un prag de 8% din activele totale, însă acesta ar urca la 4–8 mld. lei la praguri de 10,5–12%. Se impune monitorizarea distinctă a emitenților care amplifică stresul și a celor vulnerabili la el, precum și a expunerilor fondurilor de pensii și de investiții față de aceștia

O altă vulnerabilitate ține de lichiditatea pieței de acțiuni atunci când piața intră în stres. În perioada 2024–2026 impactul de preț al tranzacțiilor (indicatorul Amihud) la emitenții cu o pondere de cel puțin 5% în BET a ajuns la cele mai mici valori din perioada 2015–2026. Doar că acest indicator nu spune toată povestea deoarece costul de tranzacție, estimat din prețurile maxime și minime zilnice, a mers în sens opus și a crescut după 2020. Costul de tranzacție este diferența estimată dintre prețul la care se poate vinde și cel la care se poate cumpăra o acțiune, calculată din prețurile maxime și minime zilnice. La emitenții prezenți în indice pe toată perioada, media lunară a costului de tranzacție a urcat de la 0,34% în 2017–2019 la 0,47% în 2020–2026. În primele șapte luni din 2026 a atins, alături de 2022, cel mai ridicat nivel din eșantion, în parte și din cauza volatilității mai mari. La aceasta se adaugă concentrarea: în 2026, cinci emitenți fac singuri circa 70% din rulajul acțiunilor din BET.

Lichiditatea poate dispărea peste noapte dacă intermediarii care o asigură își pierd finanțarea (Brunnermeier și Pedersen, 2009). Piața românească nu a trecut încă printr-un asemenea episod: în martie 2020 rulajul a crescut, iar în octombrie 2022 a scăzut fără ca volatilitatea să urce. Pentru sectorul nebanca, miza este evaluarea portofoliilor. La 30 iunie 2026, fondurile de pensii private (Pilonul II și III) aveau 28,8% din active în acțiuni, iar 90% din această sumă era plasată în zece dintre cele mai tranzacționate companii

de la BVB. Fondurile se află în faza de acumulare, nu sunt obligate să vândă, iar riscul lor de lichiditate rămâne scăzut. Totuși, cât de lichide sunt acțiunile acestor emitenți hotărăște cât îi costă pe administratori o reechilibrare a portofoliului în plină criză.

Tocmai pentru că un asemenea episod nu a fost încă observat, important este ca deteriorarea să fie detectată din timp. În acest scop, raportul propune o regulă simplă de alertă, construită pe un scor z . Scorul arată cât de departe se află lichiditatea din luna curentă față de ceea ce a fost „normal” pentru piața românească în ultimii trei ani, adică de câte abateri standard se îndepărtează de media ultimelor 36 de luni (fără luna evaluată). Lichiditatea este măsurată prin același impact de preț al tranzacțiilor, la emitentul median din BET. Un scor de 0 înseamnă o lună obișnuită. Un scor pozitiv arată o lichiditate mai slabă decât de obicei, iar unul negativ, o lichiditate mai bună. Alerta se declanșează când scorul rămâne peste +1 trei luni la rând sau depășește +2 într-o singură lună. Condiția este ca semnalul să fie confirmat de cealaltă dimensiune a lichidității discutate mai sus, costul de tranzacție (de exemplu, un scor z al acestuia peste +1 în aceeași lună). Confirmarea este necesară pentru că scorul, luat singur, semnalează destul de des. Aplicată retroactiv, componenta bazată pe scorul z s-ar fi activat de 10 ori (februarie–mai și noiembrie 2019, aprilie și noiembrie 2020, septembrie–noiembrie 2022). Cam tot de atâtea ori (9,5) s-ar activa și o serie la fel de persistentă în care nu se schimbă nimic real. De aceea regula trebuie judecată după episoadele pe care le prinde, nu după cât de des semnalează.

În sectorul asigurărilor generale, vulnerabilitatea principală o reprezintă societățile cu tamponare reduse de capital și de lichiditate, într-o piață concentrată pe asigurarea auto. În perioada 2016–2026, 3,6% din raportările trimestriale ale societăților de asigurări generale au indicat o rată de acoperire a cerinței de capital de solvabilitate (SCR) sub 100%, iar circa 5% din raportările lunare au indicat un indicator de lichiditate subunitar. Episoadele includ societăți care au ieșit ulterior de pe piață. Societățile compozite nu au înregistrat valori sub prag, însă operează cu cel mai redus tampon de capital (rata SCR mediană de 149%). Riscul depășește nivelul individual al societăților: asigurările auto reprezintă 74% din primele subscrise pe segmentul general, iar primele cinci societăți dețin 72,2% din piață. Dificultățile unui asigurător RCA de dimensiuni medii se transmit restului pieței prin Fondul de Garantare a Asiguraților și prin redistribuirea portofoliului de polițe. Se impun urmărirea numărului și a cotei de piață RCA a societăților aflate aproape de pragurile de capital și de lichiditate, precum și a evoluției rezervei de daune avizate în raport cu activele lichide.

O altă vulnerabilitate este generată de riscul operațional și cibernetic, cu concentrarea infrastructurii. Riscul operațional este revizuit la „ridicat”, EIOPA evaluează riscul cibernetic drept „ridicat”, iar depozitarea activelor fondurilor de pensii este concentrată la BRD-GSG (81,8%), cu „risc de substituție ridicat”. Se urmăresc incidentele raportate conform Normei ASF nr. 6/2015, dependențele de furnizori terți și non-europeni și prioritățile Strategiei ASF 2026–2028.

1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional

Economia mondială încetinește: FMI proiectează o creștere globală de 3,0% în 2026, de la 3,5% în 2025. Principala cauză este șocul energetic generat de conflictul din Orientul Mijlociu, care a inversat dezinflația și a determinat BCE să majoreze dobânzile de două ori, în iunie și în septembrie, deși activitatea din zona euro rămâne relativ rezilientă. Pe piețele financiare, evaluările întinse, datoria publică ridicată și levierul intermediarilor nebancari pot amplifica șocurile, iar balanța riscurilor rămâne înclinată în sens negativ, cu riscul unui scenariu stagflaționist în cazul prelungirii conflictului.

1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale

Perspectivă economiei mondiale

Perspectivă economiei mondiale pentru 2026–2027 rămân moderate și puternic expuse la șocuri, pe fondul conflictului din Orientul Mijlociu și al perturbării majore a fluxurilor energetice. În actualizarea din iulie 2026 a World Economic Outlook („Global Economy in Crosscurrents of War and Technology”), FMI proiectează o încetinire a creșterii globale de la 3,5% în 2025 la 3,0% în 2026, urmată de o revenire la 3,4% în 2027. Economia mondială este traversată de două forțe opuse. Conflictul apasă asupra economiilor importatoare de energie și asupra celor vulnerabile. Cererea legată de inteligența artificială (IA) susține țările integrate în lanțul valoric al tehnologiei. Economiiile avansate ar urma să crească cu 1,7% în 2026 și cu 1,8% în 2027, iar Statele Unite rămân relativ robuste (2,3%, respectiv 2,2%). Economiiile emergente și în curs de dezvoltare din Europa ar urma să avanseze cu 1,9% în 2026 și cu 2,1% în 2027.

Volumul comerțului mondial ar decelera de la 5,0% în 2025 la 3,5% în 2026, cu revenire la 4,3% în 2027. FMI avertizează că fragmentarea geoeconomică și incertitudinea politicilor comerciale se numără printre principalii factori care grevează perspectivă pe termen mediu. Dezinflația globală s-a inversat: inflația mondială ar urma să urce de la 4,1% în 2025 la 4,7% în 2026, apoi să coboare la 3,9% în 2027. În Statele Unite și în Japonia, inflația de bază ar reveni la țintă abia spre finalul lui 2027.

Șocul energetic este principalul factor al deteriorării perspectivă. Comisia Europeană îl descrie drept una dintre cele mai semnificative perturbări ale ofertei globale de energie din istoria recentă. Închiderea cvasi-totală a Strâmtoării Ormuz a redus fluxurile maritime de petrol cu circa 15% și pe cele de gaze naturale lichefiate cu circa 20%. Între 27 februarie și 29 aprilie 2026, prețul gazelor a crescut cu aproximativ 50%, iar cel al țițeiului cu aproximativ 65%.

Presiunile s-au atenuat parțial în timpul verii, dar rămân ridicate. Proiecțiile BCE din septembrie, cu date închise la 19 august, presupun un preț mediu al petrolului de 88 de dolari pe baril în trimestrul al III-lea 2026, cu 7,6 dolari sub ipoteza din iunie. Ipoteza privind prețul gazelor naturale este revizuită în creștere, la 51 de euro/MWh. La începutul lunii septembrie, cotația Brent se situa în jurul a 94–96 de dolari pe baril. Depozitele de gaze ale UE au depășit 60% din capacitate la mijlocul lunii august, un nivel scăzut din perspectivă istorică pentru această perioadă a anului, ceea ce menține prețurile sensibile la eventuale întreruperi ale aprovizionării. Prin dependența de importurile de energie și prin ritmul de creștere deja modest, Europa este relativ mai expusă decât alte regiuni.

Balanța riscurilor rămâne înclinată în sens negativ. În World Economic Outlook din aprilie 2026, FMI a construit două scenarii alternative, cu șocuri la prețul energiei mai severe decât cele din proiecția de referință de atunci (creștere globală de 3,1% și inflație de 4,4% în 2026):

- În scenariul advers, petrolul este cu circa 80% mai scump din trimestrul al II-lea 2026. Creșterea globală ar coborî la 2,5% în 2026, iar inflația ar urca la 5,4%.
- În scenariul sever, petrolul este cu circa 100% mai scump, iar efectele persistă și în 2027. Creșterea ar scădea la 2,0% în 2026, iar inflația ar atinge 5,8% în 2026 și 6,1% în 2027.

Se adaugă alte două riscuri. Primul este o revizuire în scădere a așteptărilor privind profitabilitatea și câștigurile de productivitate asociate IA, care ar putea reduce investițiile și provoca corecții abrupte pe piețele financiare. Al doilea este nivelul ridicat al datoriei publice, care expune piețele suverane unei reevaluări a sustenabilității fiscale și exercită presiuni asupra dobânzilor pe termen lung. În sens pozitiv, investițiile în IA și o eventuală atenuare a tensiunilor comerciale ar putea susține creșterea, în măsura în care se traduc în câștiguri efective de productivitate. În ansamblu, evoluția conflictului și transmisia sa prin piețele energetice rămân determinante pentru dinamica creșterii și pentru stabilitatea piețelor financiare, cu riscul unui scenariu stagflationist și al unei înăsprii suplimentare a politicilor monetare.

Evoluții pe piețele financiare globale

În Global Financial Stability Report din aprilie 2026 (capitolul 1, „Global Financial Markets Confront the War in the Middle East and Amplification Risks”), FMI constată intensificarea riscurilor la adresa stabilității financiare globale. Sistemul financiar este expus simultan conflictului, presiunilor inflaționiste și unei posibile înăsprii a condițiilor financiare. Mai multe canale de amplificare ar putea transforma turbulențele de piață în instabilitate financiară.

De la sfârșitul lunii februarie, cotațiile globale ale acțiunilor au scăzut, iar randamentele obligațiunilor au crescut puternic, pe fondul anticipării unei inflații mai ridicate. FMI subliniază că evaluările erau deja întinse înaintea șocului, peste nivelurile estimate pe baza fundamentelor. Ele erau și concentrate, în special în companiile legate de IA, ceea ce accentuează vulnerabilitatea la corecții. Activele piețelor emergente au fost puternic afectate de aprecierea dolarului, de creșterea dobânzilor globale și de scumpirea energiei. Piețele au funcționat ordonat, dar riscurile sunt asimetrice: cu cât conflictul durează mai mult, cu atât crește probabilitatea unei înăsprii abrupte a condițiilor financiare.

Șocurile ar putea fi amplificate prin mai multe canale, care activează vulnerabilitățile existente:

- Piețele suverane. Datoria publică ridicată și nevoile mari de refinanțare ar putea accelera creșterea randamentelor. Tensiunile de pe piețele de obligațiuni ar putea readuce în prim-plan legătura dintre riscul suveran și cel bancar.
- Piețele emergente. Acestea rămân expuse presiunilor valutare și ieșirilor de capital, pe fondul reducerii apetitului pentru risc și al deteriorării termenilor de schimb.
- Intermediarii financiari nebancari. Fondurile de investiții și de piață monetară, asigurătorii, fondurile de pensii și furnizorii de credit privat au un rol tot mai important în sistemul financiar. În

cazul expunerilor construite pe levier, vânzările forțate ar putea amplifica volatilitatea și ar putea genera presiuni de lichiditate prin apeluri în marjă și răscumpărări. Volatilitatea pieței de acțiuni poate fi amplificată de vânzătorii de opțiuni și de fondurile tranzacționate la bursă cu efect de levier, iar cea a pieței de obligațiuni de fondurile speculative (hedge funds). Eventualele falimente ale debitorilor ar putea alimenta îngrijorări privind calitatea creditului corporativ.

- Interconectarea. Legăturile tot mai strânse dintre intermediarii nebancari, sectorul bancar și sectorul suveran pot propaga șocurile în afara perimetrului bancar tradițional.

FMI identifică și două riscuri distincte. Primul privește companiile din lanțul valoric al IA, care s-au bazat tot mai mult pe finanțare circulară, adică pe tranzacții în care furnizorii finanțează, direct sau indirect, cererea pentru propriile produse. Prolungirea conflictului ar putea frâna investițiile în IA și afecta evaluarea acestor companii, deși impactul asupra stabilității financiare rămâne deocamdată limitat. Al doilea: șocurile de ofertă tot mai frecvente au erodat efectul de acoperire reciprocă dintre acțiuni și obligațiuni, sporind riscul unor scăderi simultane în ambele clase de active.

FMI recomandă autorităților să se pregătească pentru o posibilă disfuncționalitate a piețelor, prin facilități de lichiditate și de finanțare accesibile și pregătite operațional. Economii emergente ar trebui să își consolideze cadrele de politici și să utilizeze, unde este cazul, instrumentele Cadrului integrat de politici al FMI, precum intervențiile valutare și măsurile de gestionare a fluxurilor de capital. Printre celelalte recomandări se numără:

- menținerea stabilității prețurilor;
- orientarea politicilor fiscale spre un grad adecvat de restrictivitate;
- finalizarea implementării cadrului Basel;
- închiderea lacunelor de date și întărirea supravegherii intermediarilor nebancari, inclusiv prin teste de stres;
- consolidarea infrastructurii de piață, de exemplu prin compensarea centralizată a operațiunilor repo.

FMI subliniază, de asemenea, importanța cooperării internaționale pentru închiderea lacunelor de reglementare.

Evoluții macroeconomice și financiare la nivel european

În Prognoza de primăvară 2026 („Slowdown in growth as energy shock drives up inflation”), Comisia Europeană revizuieste în scădere creșterea economică. Pentru UE, estimările sunt de 1,5% în 2025, 1,1% în 2026 și 1,4% în 2027, iar pentru zona euro de 1,4%, 0,9% și, respectiv, 1,2%. Șocul energetic a împins din nou inflația în sus: în zona euro, aceasta ar urca de la 2,1% în 2025 la 3,0% în 2026, cu revenire la 2,3% în 2027. Inflația mai ridicată limitează spațiul de relaxare monetară și readuce în prim-plan compromisul dintre susținerea creșterii și ancorarea așteptărilor inflaționiste. Competitivitatea industriei europene rămâne afectată de dependența de importurile de energie și de materii prime critice, precum și de concurența din sectoare cu valoare adăugată ridicată, precum vehiculele electrice, tehnologia verde și echipamentele electronice.

După majorarea cu 25 de puncte de bază din 11 iunie 2026, prima de la izbucnirea conflictului, Consiliul Guvernatorilor BCE a menținut ratele dobânzilor neschimbate la 23 iulie. La 10 septembrie le-a majorat din nou cu 25 de puncte de bază: facilitatea de depozit la 2,50%, operațiunile principale de refinanțare la 2,65% și facilitatea de creditare marginală la 2,90%. BCE a motivat decizia prin faptul că conflictul continuă să genereze presiuni inflaționiste, iar inflația ar urma să rămână semnificativ peste țintă pentru o perioadă îndelungată. Banca centrală își reafirmă angajamentul de a readuce inflația la 2% pe termen mediu, cu decizii adoptate în funcție de datele disponibile.

Activitatea economică din zona euro a dat semne de reziliență. PIB-ul real a crescut cu 0,6% față de trimestrul anterior în trimestrul al II-lea (0,3% fără Irlanda), susținut de cererea internă și de exporturi, în timp ce variația stocurilor a avut o contribuție negativă. Proiecțiile BCE din septembrie indică o creștere de 0,9% în 2026, 1,4% în 2027 și 1,5% în 2028, ușor peste proiecțiile din iunie. Revizuirea reflectă atenuarea treptată a impactului șocului energetic, îmbunătățirea încrederii mediului de afaceri, reziliența pieței muncii și sprijinul pe termen mediu din partea cheltuielilor pentru apărare și infrastructură și a investițiilor legate de IA. BCE estimează că șocul energetic generat de conflict reduce creșterea PIB-ului real al zonei euro cu circa 0,4 puncte procentuale în primul an.

Inflația IAPC a crescut de la 2,8% în iunie la 2,9% în iulie și la 3,3% în august, conform estimării rapide. Accelerarea din august se datorează componentei energetice, a cărei rată anuală a urcat la 14,3%, de la 10,3% în iulie. Inflația de bază, excluzând energia și alimentele, s-a temperat la 2,4%. BCE proiectează o inflație de 3,0% în 2026, 2,5% în 2027 și 2,1% în 2028, cu revizuri în creștere pentru ultimii doi ani.

Condițiile financiare s-au înăsprit din februarie 2026: bursele au scăzut, iar dobânzile de piață, îndeosebi cele pe termen scurt, au crescut. Dobânda medie la creditele noi pentru companii a urcat la 3,8% în iunie–iulie, de la 3,6% în mai, iar cea la creditele ipotecare noi s-a menținut la 3,5%. În mai, creditul către companii a accelerat la 4,0% an/an, de la 3,4% în aprilie, iar creditul ipotecar a avansat cu 3,1%. Mediul extern a fost rezilient în prima jumătate a anului, susținut de boomul investițiilor în IA și de achizițiile anticipate. Activitatea din Statele Unite a surprins pozitiv, în timp ce economia Chinei a încetinit semnificativ în trimestrul al II-lea. Prelungirea conflictului umbrește însă perspectivele pe termen scurt.

BCE subliniază că răspunsurile fiscale la șocul energetic trebuie să fie temporare, țintite și adaptate, pentru a nu alimenta presiunile inflaționiste. Criza evidențiază nevoia reducerii dependenței de combustibilii fosili, a finalizării uniunii economiilor și investițiilor și a sprijinirii dublei tranziții, verde și digitală. În aceeași logică, în Regional Economic Outlook pentru Europa din aprilie 2026 („Reforming Europe Under Pressure”), FMI susține că Europa trebuie să își consolideze potențialul de creștere prin aprofundarea Pieței Unice, dezvoltarea uniunii piețelor de capital și investiții în securitatea energetică, astfel încât presiunea actuală să devină un catalizator al reformelor structurale.

1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

România se află într-o poziție macroeconomică vulnerabilă, la intersecția dintre o consolidare fiscală amplă și un șoc energetic inflaționist. Potrivit Prognozei de primăvară 2026 a Comisiei Europene, după o creștere de 0,7% în 2025, PIB-ul real ar avansa cu doar 0,1% în 2026, una dintre cele mai slabe dinamici din UE, și ar reveni la 2,3% în 2027. Potrivit BNR, PIB-ul s-a contractat cu 1,2% an/an în primul trimestru din 2026. Deficitul bugetar s-a redus de la 9,3% din PIB în 2024 la 7,9% în 2025, cel mai ridicat nivel din UE în acel an, și ar urma să coboare la 6,2% în 2026 și la 5,8% în 2027. Ajustarea reflectă două categorii de măsuri. Pe de o parte, pachetele fiscale adoptate în vara și toamna lui 2025: majorarea TVA, lărgirea bazei contribuțiilor la sănătate, accize și impozite pe proprietate mai mari. Pe de altă parte, înghețarea nominală a salariilor și pensiilor din sectorul public în 2025–2026. Comisia estimează că aceste măsuri, împreună cu prețurile ridicate ale energiei, reduc venitul real disponibil și antrenează scăderea consumului și a importurilor.

Inflația rămâne cea mai ridicată din UE, dar a intrat pe o traiectorie descendentă, pe măsură ce efectul eliminării plafonului la prețul energiei electrice pentru gospodării, din iulie 2025, a ieșit din baza de calcul. Rata anuală a inflației (IPC) a coborât de la 10,42% în iunie la 8,16% în iulie și la 6,17% în august 2026. Inflația măsurată prin IAPC a fost de 6,3% în august, față de 3,2% media UE. Comisia proiectează o inflație IAPC medie anuală de 7,0% în 2026 și de 3,7% în 2027. Revizuirea în creștere reflectă scumpirea energiei cauzată de conflict, parțial compensată de amânarea liberalizării prețului gazelor naturale pentru gospodării. În Raportul asupra inflației din august 2026, BNR a revizuit în creștere prognoza IPC la 6,1% pentru finalul lui 2026 și la 3,4% pentru finalul lui 2027, cu revenire în intervalul-țintă în trimestrul al IV-lea 2027. La 10 august 2026, BNR a menținut dobânda de politică monetară la 6,50%, invocând evoluția prețurilor energiei și efectele secetei severe asupra prețurilor alimentelor și ale energiei. Fondurile europene, în principal cele din PNRR, contrabalansează parțial efectul contractant al consolidării fiscale. Prin combinația dintre inflația energetică, ajustarea fiscală severă și sensibilitatea la condițiile financiare globale, România rămâne una dintre economiile cele mai expuse din UE.

Pentru sectorul financiar nebanca din România, vulnerabilitățile identificate de FMI se transmit în principal prin trei canale:

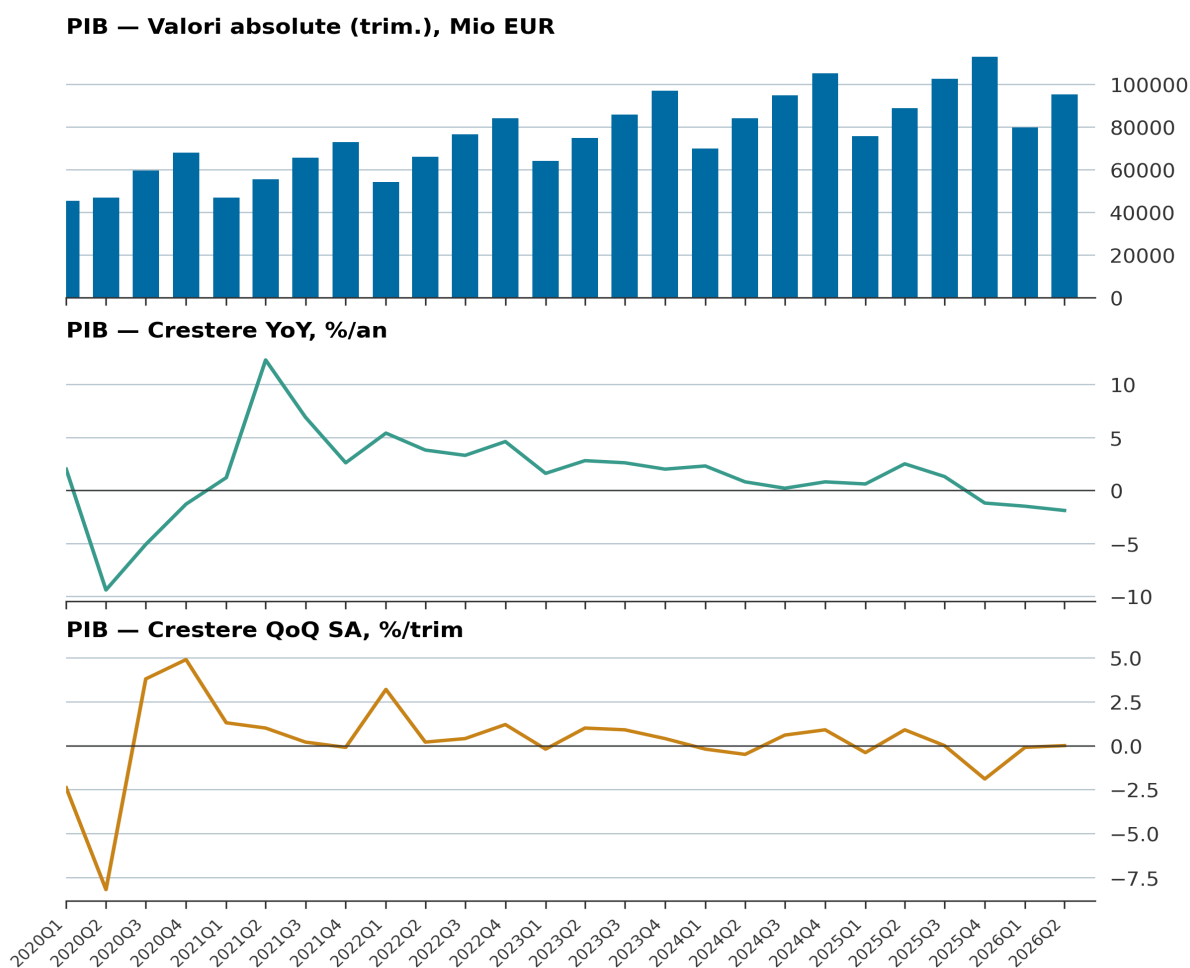
- Expunerea pe titluri de stat. Fondurile de pensii administrate privat și asigurătorii dețin [X%], respectiv [Y%] din active în obligațiuni suverane românești, astfel încât o reevaluare a riscului fiscal s-ar reflecta direct în valoarea portofoliilor.
- Erodarea diversificării dintre acțiuni și obligațiuni, care reduce protecția oferită de portofoliile echilibrate.
- Riscul de lichiditate al fondurilor de investiții deschise, în cazul unor răscumpărări ample în perioade de tensiune pe piețe.

1. Activitate economică (PIB)

PIB-ul nominal al T2 2026 a fost de 95.234,2 milioane EUR (serie brută, prețuri curente). În volum, economia s-a contractat cu 1,9% față de T2 2025 — al treilea trimestru consecutiv de dinamică anuală negativă (-1,2% în T4 2025, -1,5% în T1 2026, -1,9% în T2 2026).¹

Din perspectivă Debt Sustainability Analysis, trei trimestre consecutive de contracție YoY ridică întrebarea dacă aceasta este o încetinire ciclică, reversibilă în 12-18 luni, sau o revizuire a creșterii potențiale? QoQ la exact 0,0% în T2, la limita dintre stagnare și contracție marginală, nu permite tranșarea întrebării din seria disponibilă. Distincția contează direct pentru traiectoria proiectată a raportului datorie/PIB pe orizontul de 5 ani al oricărui exercițiu DSA.

Figura 1 PIB real, variație anuală și trimestrială



Sursă: Eurosta

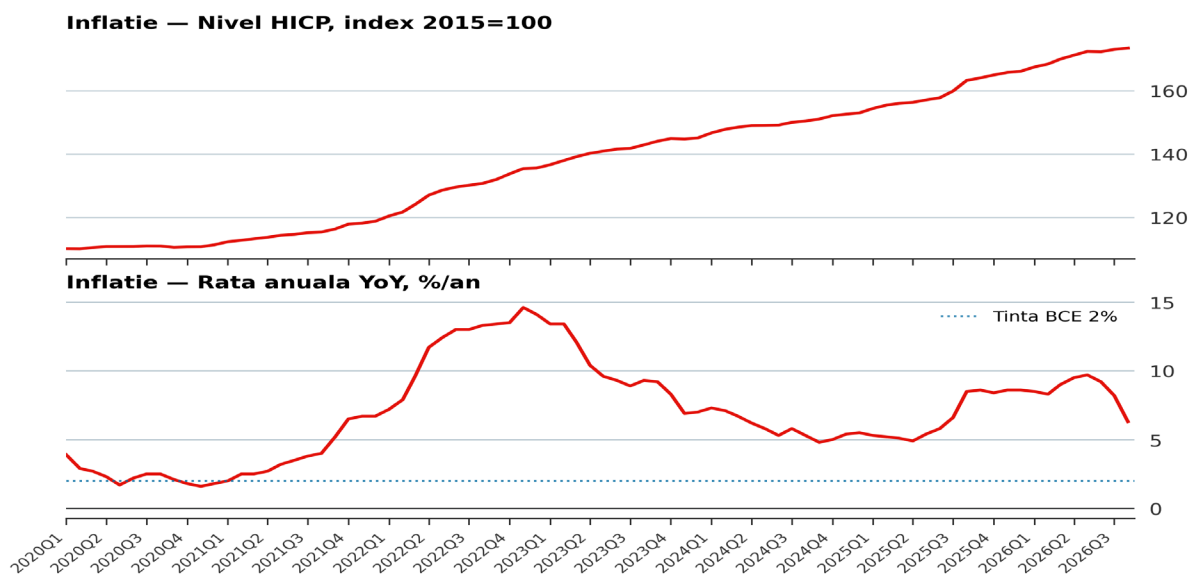
¹ Date utilizate: PIB până în T2 2026 · inflație și dobânzi până în august 2026 · sentiment (ESI) până în septembrie 2026 · curs și stres financiar până la 28 septembrie 2026. Surse: Eurostat, BCE, ESRB Risk Dashboard (ediția iunie 2026).

2. Inflație și dobânzi

Dezinflația s-a accelerat neașteptat de mult în august. După vârful de 9,7% din mai, rata anuală HICP a coborât la 9,2% în iunie, 8,2% în iulie și 6,3% în august, o scădere de 1,9 puncte procentuale într-o singură lună, cea mai amplă corecție lunară din serie. Indicele HICP (173,45 în august, 2015=100) continuă totuși să urce în nivel, chiar dacă mai lent. Pe partea de dobânzi, rata de 3 luni rămâne în jurul valorii de 5,69% (a treia lună consecutivă), însă randamentul suveran la 10 ani a urcat la 6,43% în august, un nou maxim, peste vârful anterior de 6,33% din martie. Panta dintre 10Y–3M s-a lărgit de la +0,4 la +0,74 puncte procentuale.

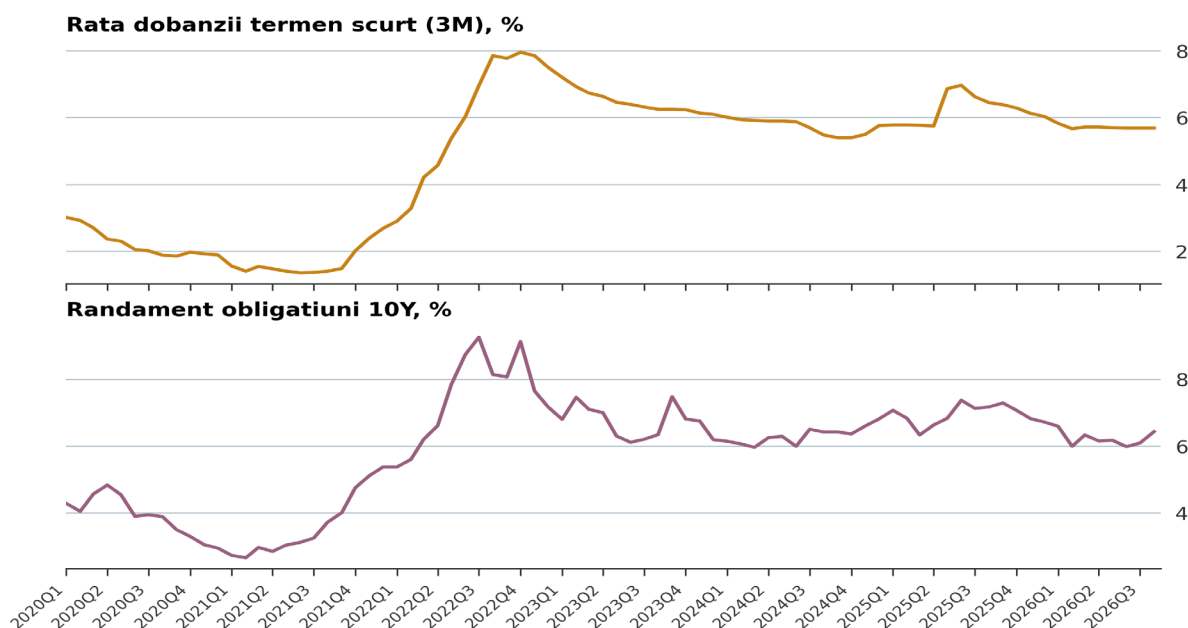
Dezinflația de la 9,7% (mai) la 6,3% (august) este binevenită pentru convergența nominală, dar parametrul relevant pentru sustenabilitatea datoriei nu este inflația în sine, ci diferența dintre $r-g$. Randamentul nominal de 6,43% minus inflația de 6,3% dă o rată reală ex-post de doar ~0,1 puncte procentuale este aproape zero, însă randamentul reflectă anticipații, nu inflația curentă. Dacă piața anticipează continuarea dezinflației, rata reală anticipată de finanțare e semnificativ pozitivă. Aceasta este configurația în care $r-g$ poate deveni matematic nefavorabil chiar fără nicio schimbare de politică fiscală.

Figura 2 Inflație HICP, variație anuală



Sursă: Eurostat

Figura 3 Dobânda interbancară 3M și randamentul titlurilor de stat la 10 ani

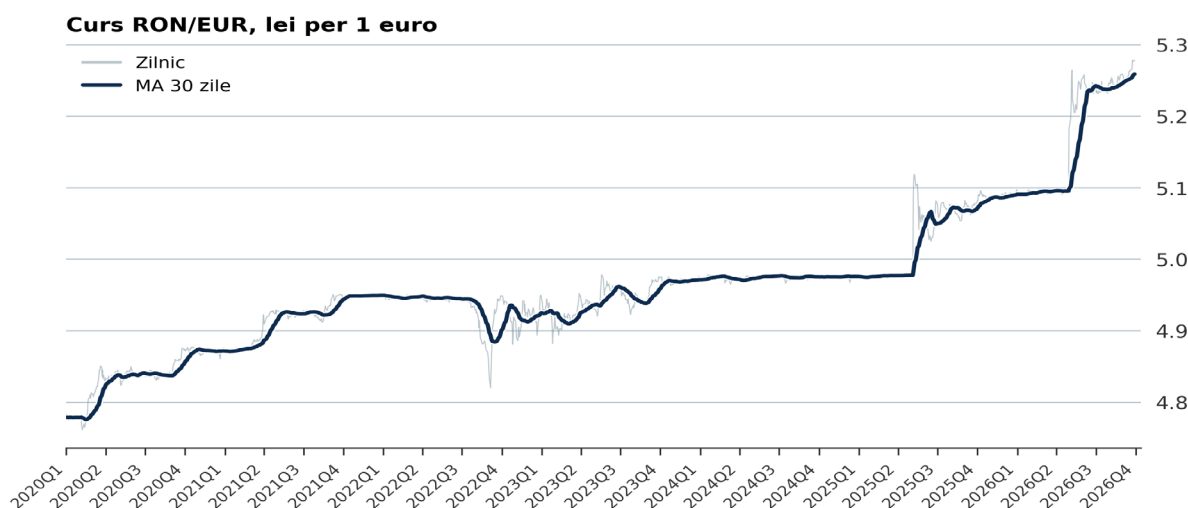


Sursă: Eurostat

3. Curs de schimb

Leul a atins un nou maxim istoric de 5,2785 RON/EUR pe 23 septembrie, depășind pragul anterior de 5,2646 (7 mai 2026). Față de închiderea anului 2025 (5,0968), deprecierea cumulată este de 3,6%. Între 18 și 28 septembrie cursul a urcat în trepte succesive (5,2647 → 5,2785), fără o pauză de consolidare vizibilă încă.

Figura 4 Curs de schimb RON/EUR, evoluție zilnică



Sursă: Eurostat

O depreciere de 3,6% de la începutul anului, la un nou maxim istoric, este relevantă pentru DSA prin canalul valutar al datoriei publice: o pondere semnificativă a datoriei românești este denominată sau indexată în valută, iar orice depreciere suplimentară crește direct stocul de datorie exprimat în monedă locală, independent de deficitul primar. Este un canal de risc distinct de *r-g*, dar care se cumulează cu acesta în orice proiecție de sustenabilitate.

4. Finanțe publice

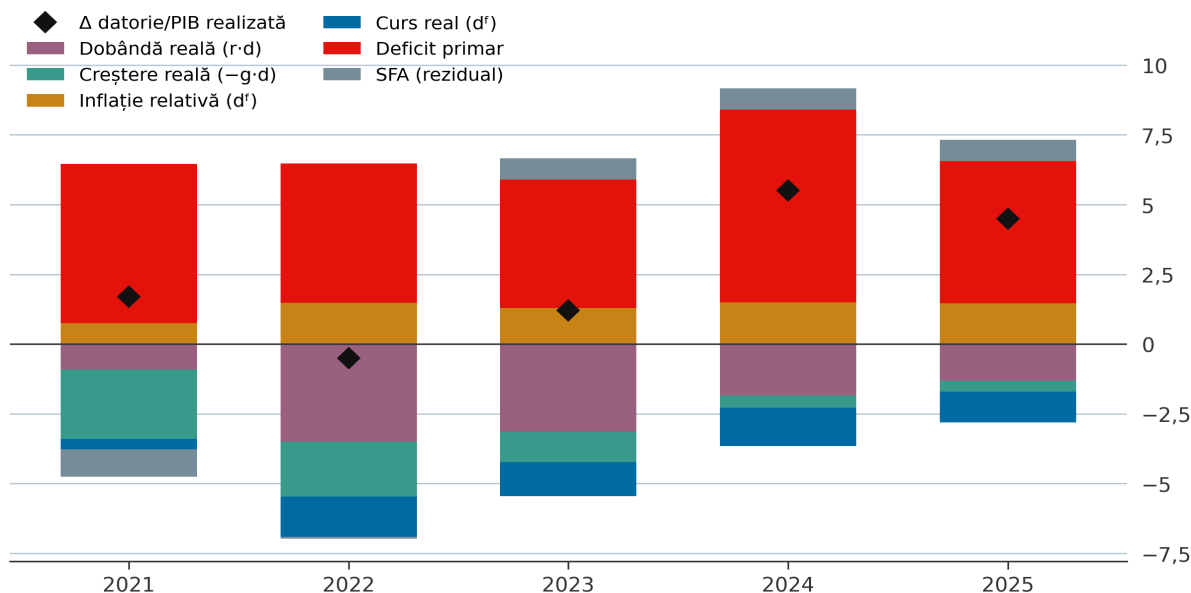
Datoria guvernamentală a atins 229.426,7 milioane EUR în T1 2026, cu 14,4% mai mult decât în T1 2025 și în creștere în fiecare dintre ultimele patru trimestre. Raportată la PIB, datoria a urcat la 59,3% în 2025, de la 54,8% în 2024, 4,5 puncte procentuale într-un singur an. Datele pentru T2 2026 și ponderea în PIB pe 2026 nu sunt încă disponibile în Eurostat la data acestei actualizări.

Creșterea datoriei publice de la 46,9% din PIB (2020) la 59,3% (2025) are o cauză dominantă și cuantificabilă: deficitul primar. Descompunerea standard a variației datoriei/PIB (cadrul FMI de analiză a sustenabilității datoriei, SRDSF; metodologia și sursele în Anexa tehnică nr.1) separă contribuția deficitului primar de dinamica automată, efectul combinat al dobânzii reale, al creșterii reale și al canalului valutar asupra unui stoc de datorie dat și de ajustarea stoc-flux (variații ale datoriei care nu trec prin deficit).

Dinamica automată a fost favorabilă (negativă) în toți anii 2021-2025 de la -5,4 pp în 2022, la vârful inflației, la -1,3 pp în 2025, iar deficitul primar a adăugat între 4,6 și 6,9 pp pe an. În 2024, din cele 5,5 pp de creștere a datoriei, canalul dobândă-creștere a scăzut datoria cu 2,3 pp, canalul valutar a fost aproape neutru (+0,1 pp: inflația internă peste cea din zona euro a compensat deprecierea), deficitul primar a adăugat +6,9 pp, iar ajustarea stoc-flux +0,8 pp. Fără deficit primar, datoria/PIB ar fi scăzut în fiecare dintre cei cinci ani.

Figura 5 Contribuții la variația datoriei publice/PIB, 2021-2025

România: contribuții la variația datoriei/PIB (formula SRDSF, date Eurostat), pp din PIB



Sursă: Eurostat, calcule proprii, formula SRDSF (vezi Anexa 1)

Rata efectivă a dobânzii, costul mediu al stocului existent, a urcat de la 3,4% în 2021 la 5,6% în 2025 (dobândă plătită raportată la stocul de la începutul anului; rata oficială Eurostat pe stoc mediu: 3,3% la 5,2%). Pentru că inflația a fost mult mai mare decât această rată, diferențialul $r - g$ a fost puternic negativ în fiecare an: $-7,2 / -11,2 / -8,7 / -4,6 / -3,1$ pp în 2021-2025. Cu alte cuvinte, stocul de datorie contractat la dobânzi istorice de 3-4% a fost erodat de inflație.

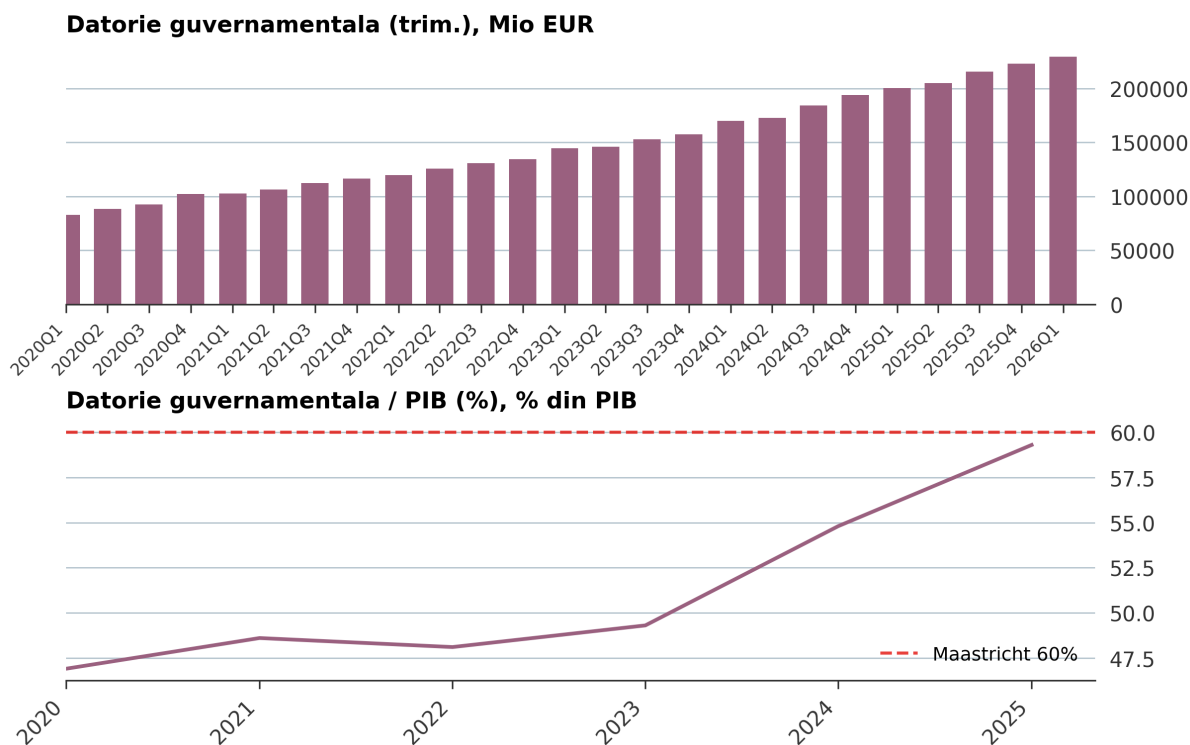
Această fereastră se închide. diferența $r - g$ s-a îngustat de la $-11,2$ pp (2022) la $-3,1$ pp (2025) pe măsură ce inflația a scăzut și stocul s-a reînnoit la dobânzile curente. Randamentul la 10 ani (6,94% medie 2025; 6,43% în august 2026, maximul anului curent) rămâne sub creșterea nominală realizată în 2025 (8,9%), deci costul marginal nu a depășit încă creșterea economiei în prețuri curente, dar e cu 1,4 pp peste rata efectivă, ceea ce înseamnă că stocul continuă să se scumpească la fiecare reînnoire. Proiecțiile FMI (Art. IV 2025) păstrează $r - g$ negativ și în 2026-2027 (creștere nominală 7,9% față de o rată efectivă de 4,5% în 2026), dar în îngustare; momentul în care diferențialul devine pozitiv depinde de viteza dezinflației, nu de nivelul randamentelor, care sunt deja acolo.

53% din datoria publică este denominată în valută (31,4% din PIB în 2025), pondere stabilă din 2020. Mecanic, o depreciere nominală de 5% a leului adaugă $\approx 1,4$ pp la datoria/PIB într-un an, înainte de orice deficit, echivalentul a două treimi din dinamica automată favorabilă a anului 2024. Noul maxim istoric al cursului din septembrie 2026 trebuie citit și prin această lentilă: fiecare treaptă de depreciere se traduce direct în datorie, pe o pondere în valută care nu scade.

Descompunerea de mai sus a fost validată față de tabelul publicat de FMI pentru anul 2024 (IMF Country Report No. 25/294, Anexa III). FMI proiectează datoria la 62,5% din PIB în 2026 pe propria definiție, cu deficitul primar drept factor dominant (5,3% și 3,3% din PIB în 2025-2026), aceeași concluzie ca descompunerea pe date Eurostat.

Riscul pentru stabilitatea financiară vine din suprapunerea celor două mișcări : închiderea ferestrei $r - g$ negativ exact în anii în care deficitul primar rămâne de 5-7% din PIB și din canalul valutar, care transformă fiecare depreciere în datorie.

Figura 6 Datorie publică, nivel și pondere în PIB.



Sursă: Eurostat

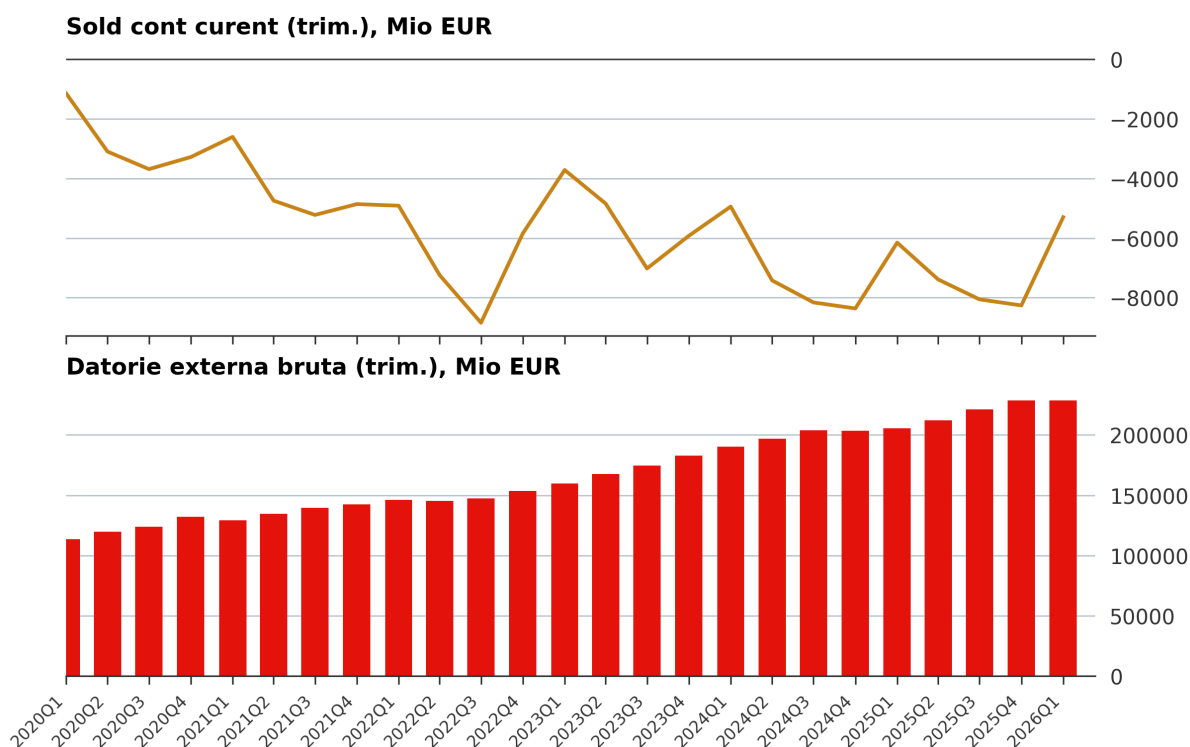
5. Sector extern

Deficitul de cont curent al T1 2026 a fost de 5.296,9 milioane EUR, iar pe fereastra mobilă de patru trimestre (T2 2025–T1 2026), deficitul cumulat este de 29.006 milioane EUR. Datoria externă brută era de 228.698,6 milioane EUR în T1 2026. Datele pentru T2 2026 nu au fost încă publicate de Eurostat la data acestei actualizări (29 septembrie).

Contul curent, deficitar cu aproximativ 29 miliarde EUR pe ultimele patru trimestre disponibile, este relevant instituțional prin necesarul brut de finanțare externă (*gross external financing need*), suma dintre deficitul de cont curent și scadențele de datorie externă care trebuie rostogolite.

Într-un cadru de avertizare timpurie (early-warning), un necesar de finanțare externă ridicat combinat cu condiții de piață mai restrictive (randamente mai mari, curs mai slab) ridică riscul de rostogolire (*rollover risk*), independent de solvabilitatea pe termen lung a poziției externe.

Figura 7 Cont curent și datorie externă brută



Sursă: Eurostat

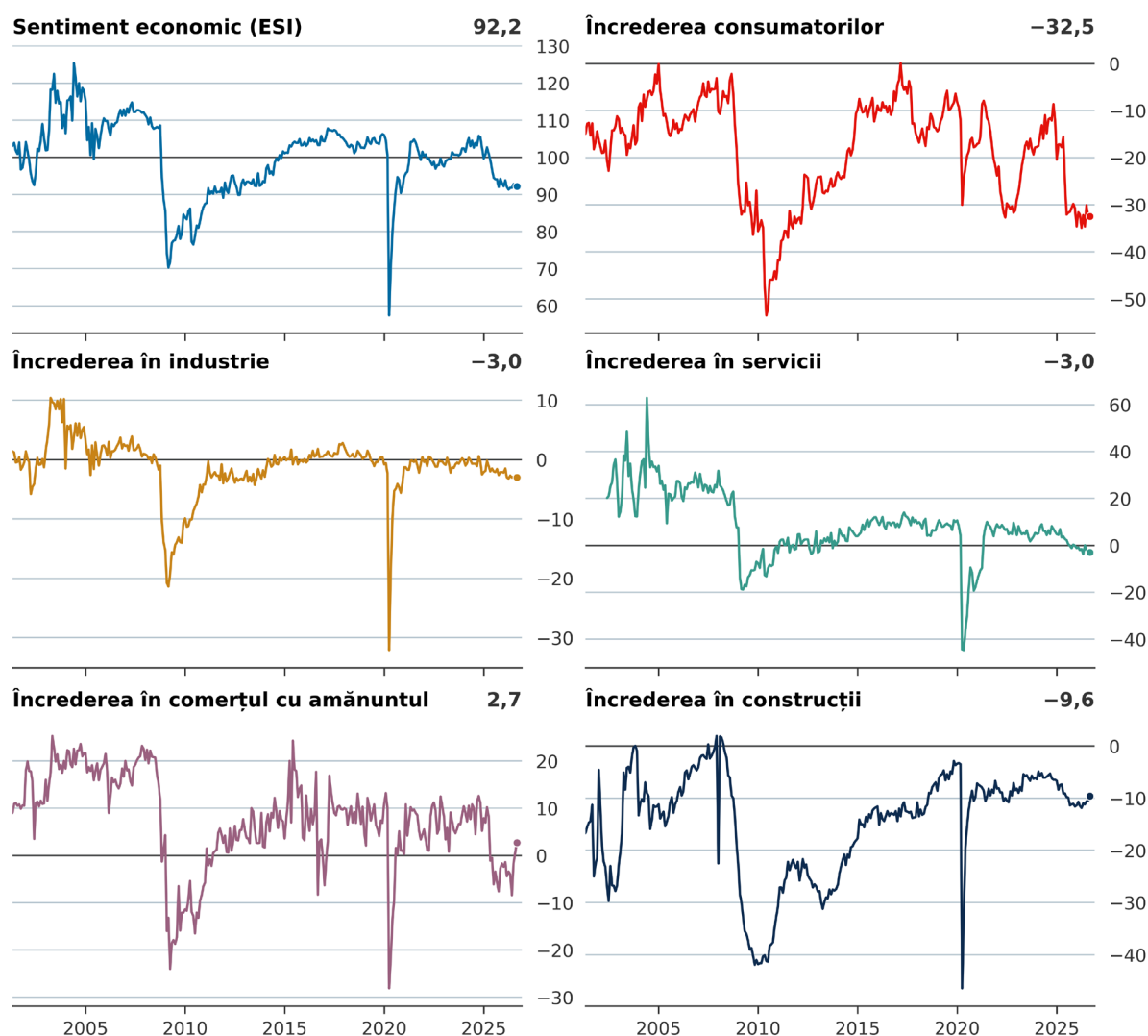
6. Sentiment economic (ESI)

Indicatorul de sentiment economic (ESI) a fost 92,2 în septembrie în ușoară scădere față de august (92,6) și a 17-a lună consecutivă sub pragul de echilibru 100. În clasificarea pe regimuri a proiectului (praguri expert 77/100/113), economia rămâne, din mai 2025, în regimul „probleme de încredere” (Scor 3).

Descompunerea pe componente arată un tablou mixt: încrederea consumatorilor rămâne cea mai slabă componentă (-32,5, practic neschimbată), industria și serviciile stau la -3,0 fiecare, construcțiile continuă să se amelioreze (-9,6, de la -10,5 în august), iar comerțul cu amănuntul a urcat la +2,7 (de la +0,6). Pe pragurile derivate statistic (GMM: 88,96/96,12/111,82), nivelul de 92,2 rămâne în banda inferioară a regimului mediu, la 3,2 puncte deasupra cozii empirice de 10%.

Canalul de transmisie relevant instituțional dintre sentiment și fiscalitate trece prin veniturile din taxe pe consum: un ESI sub 100 timp de 17 luni consecutive semnalează consum reprimat, care afectează direct colectarea de TVA, una dintre componentele cele mai volatile și mai sensibile ciclic ale veniturilor bugetare românești. Persistența regimului de încredere scăzută este, din această perspectivă, un risc fiscal indirect, nu doar un indicator de sentiment.

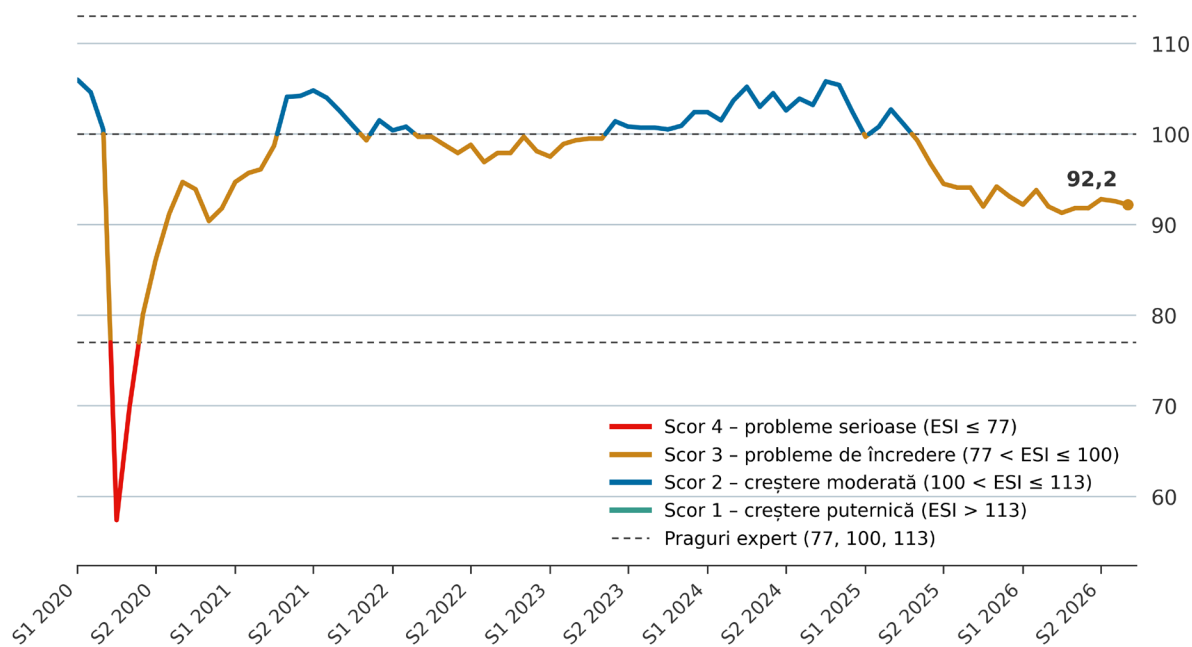
Figura 8 Indicatorul de sentiment economic cele cinci componente de încredere (România)



Sursă: Eurostat

Pentru piața financiară non-bancară, persistența unui sentiment economic deteriorat în România reprezintă un factor de risc relevant: poate semna încetinirea cererii pentru produse de investiții, presiuni asupra randamentelor cerute de investitori, dar și creșterea importanței instrumentelor de protecție și a diversificării portofoliilor în contextul unei posibile inflexiuni a ciclului economic.

Figura 9 Clasificarea regimurilor de sentiment (analiză GMM, 4 regimuri)

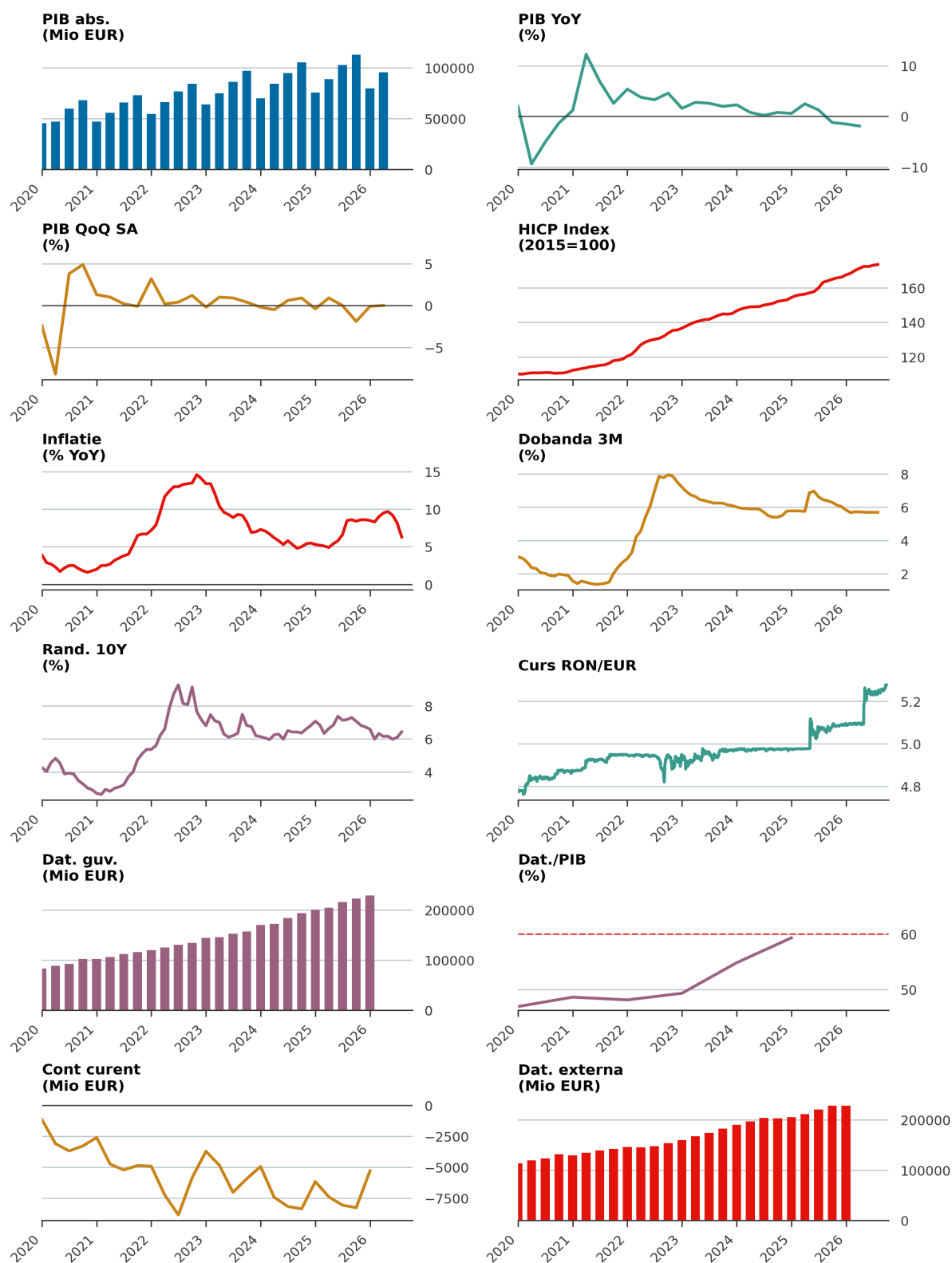


Sursă: Eurostat, calcule ASF

În concluzie riscurile principale pot fi grupate pe patru categorii:

- (1) risc suveran/ de rating: probabilitate ridicată, impact ridicat, dat fiind randamentul de 6,43% (nou maxim) și deteriorarea $r-g$;
- (2) risc de finanțare externă: probabilitate moderat-ridică, impact moderat, din necesarul brut de finanțare externă combinat cu condiții de piață mai restrictive;
- (3) risc de contagiune către sectorul financiar nebancar: probabilitate ridicată, impact ridicat, dată fiind concentrarea cunoscută a fondurilor de pensii și a asigurătorilor în titluri de stat românești, canal prin care riscul suveran devine direct risc de sistem financiar;
- (4) risc macroeconomic de stagnare prelungită: probabilitate ridicată, impact moderat, cu efecte de amplificare asupra primelor trei categorii mai degrabă decât un risc independent.

Figura 10 Tablou de bord sintetic al indicatorilor macroeconomici



Sursă: Eurostat, BCE

2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebancare

Pe parcursul primului semestru din 2026 și în primele luni ale celui de-al doilea, piața de capital, asigurările și pensiile ocupaționale din Europa au rămas expuse unor vulnerabilități structurale comune. Aceste sectoare se confruntă cu riscuri strâns legate între ele, într-un climat marcat de incertitudine de durată: tensiunile geopolitice și economice, evaluările fragile ale activelor și schimbările tehnologice se manifestă în același timp și se amplifică reciproc.

Principala sursă de risc pentru toate cele trei domenii a continuat să fie contextul geopolitic instabil. Războiul declanșat în Orientul Mijlociu la începutul anului a provocat scumpiri bruște ale petrolului și gazelor, perturbând piețele energetice și accentuând fluctuațiile economice. Pe lângă aceasta, statele europene intenționează să aloce sume tot mai mari pentru apărare și infrastructură. Acest lucru ar putea face mai scumpă finanțarea prin obligațiuni, atât pentru guverne, cât și pentru companii, afectând în mod direct valoarea investițiilor deținute de asigurători, fondurile de pensii și investitorii de pe piața de capital. În primăvară, ritmul susținut al economiei și încetinirea inflației au mai redus din presiuni. Totuși, noile tensiuni internaționale apărute la jumătatea anului, împreună cu estimările de creștere economică mai modeste, au făcut ca echilibrul macroeconomic să rămână precar.

Transformarea digitală și atacurile informatice capătă o pondere tot mai mare printre riscurile de fond, afectând deopotrivă toate cele trei piețe. Instituțiile financiare din Europa sunt ținta unor atacuri cibernetice și a unor acțiuni de tip hibrid din ce în ce mai dese. Infrastructurile esențiale și prestatorii de servicii depind unii de alții din punct de vedere operațional, astfel încât un incident izolat se poate extinde la nivelul întregului sistem. Noile generații de inteligență artificială, digitalizarea activelor prin tokenizare și înmulțirea platformelor online eficientizează activitatea, dar fac sistemele mai complicate și mai ușor de atacat. Cele mai performante modele de IA pot deja descoperi breșe de securitate care până acum treceau neobservate. În plus, schimbările continue de pe scena internațională și recurgerea la companii externe pentru serviciile tehnologice fac ca instituțiile financiare nebancare din Europa să fie mai vulnerabile și mai greu de administrat din punct de vedere operațional.

2.1. Piețele europene de capital

Tabloul riscurilor pe piața de capital europeană, publicat de ESMA (Raportul privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile, ediția nr. 2/2026), arată că riscurile din acest sector rămân ridicate.

În prima jumătate a anului 2026, evaluările acțiunilor — în special cele din sectorul tehnologic și al inteligenței artificiale din SUA — au rămas la niveluri ridicate, în pofida deteriorării condițiilor macrofinanciare, subliniind riscul unor corecții dezordonate. După declinul abrupt provocat de izbucnirea conflictului din Orientul Mijlociu la începutul anului, indicii bursieri și-au revenit rapid, însă decalajul dintre fundamentele economice și evaluări s-a accentuat. Piețele de criptomonede au scăzut cu circa 25% în primul trimestru, în continuarea prăbușirii din octombrie 2025 — Bitcoin a pierdut aproximativ 35%, iar Ethereum peste 50% în primul semestru, deși stablecoin-urile au continuat să crească. Creditul privat a devenit o vulnerabilitate sistemică după cererile masive de răscumpărare adresate fondurilor de creditare semi-lichide (BDC) din SUA, care au scos în evidență opacitatea și interconexiunile sistemice. Preocupările

privind sustenabilitatea datoriilor au crescut atât în UE, cât și în SUA, pe fondul deficitelor publice în creștere. Amenințările cibernetice și hibride au rămas ridicate, crescând riscul de perturbări grave ale infrastructurii pieței și amplificând vulnerabilitățile sistemice.

Aceste evoluții de piață au contribuit colectiv la menținerea riscurilor de piață și sistemic la nivel ridicat, mai ales pe fondul geopoliticii în schimbare și al incertitudinii persistente. Corelațiile prețurilor activelor au rămas ridicate, indicând un risc sporit de contagiune între diferite clase de active.

ESMA continuă să evalueze riscurile de piață, contagiune și operaționale la cel mai înalt nivel, riscul de credit la nivel înalt, iar riscurile de lichiditate și de mediu la nivel moderat. Comparativ cu evaluarea anterioară, perspectiva s-a înrăutățit pentru majoritatea categoriilor de risc, ESMA anticipând o intensificare a acestora în lunile următoare.

Incertitudinea persistentă continuă să influențeze perspectiva, evaluările globale ridicate ale acțiunilor reprezentând riscuri semnificative de corecții abrupte și contagiune sistemică, iar calitatea creditului ar putea să se deterioreze. Tensiunile geopolitice și șocurile prețurilor la energie pot complica deciziile de politică ale băncilor centrale, cu potențial de volatilitate pe piețele obligațiunilor și valutar. Expansiunea rapidă a creditului privat adaugă vulnerabilități de levier și lichiditate, iar eventualele eșecuri ar putea genera dificultăți financiare. Interconexiunile tot mai puternice între piețele de criptomonede și cele tradiționale (inclusiv prin stablecoins) merită o atenție deosebită, deoarece cresc riscul de propagare a efectelor negative. În plus, amenințările cibernetice și hibride, amplificate de inteligența artificială de frontieră, reprezintă o preocupare în creștere. Investitorii retail și instituționali ar trebui să rămână vigilenți și să mențină rezerve solide de lichiditate pentru a face față corecțiilor bruște de piață.

Tabel 1 Tabloul riscurilor piața de capital din UE, ESMA septembrie 2026 ²

Categorie risc	Nivel risc actual	Perspectivă
Risc de lichiditate		→
Risc de piață		→
Risc de credit		↗
Risc de contagiune		→
Risc operaționale		↗
Risc de mediu		→
Segmente de piață	Nivel risc actual	Perspectivă
Piețe de valori mobiliare și active crypto		→
Infrastructuri și servicii		↗

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

Managementul activelor		→
Investitori retail		→

Sursa: ESMA, Tabloul riscurilor pe piața de capital din UE (septembrie 2026)

Factori de risc

Stabilitate financiară și piețe ordonate

Perspectivă

Incertitudini geopolitice și macroeconomice: Războiul din Orientul Mijlociu s-a adăugat incertitudinilor geopolitice existente — inclusiv celor privind conflictele regionale și comerțul global —, a amplificat riscul de fragmentare și ar putea declanșa evenimente cu impact brusc, amplu și potențial de durată asupra prețurilor. Performanța economică a UE este incertă, pe fondul inflației generate de prețurile energiei, și depinde în mare măsură de durata și intensitatea războiului. Creșterea ratelor dobânzilor va apăsa asupra datoriei private și publice și va spori preocupările privind riscul de credit. În acest context, menținerea unor evaluări ridicate ale piețelor de acțiuni intensifică și mai mult riscul unor corecții bruște de piață, într-un climat de reactivitate și volatilitate crescută a piețelor.



Perturbări operaționale și tehnologice: Sectorul financiar este vizat tot mai frecvent de amenințări cibernetice și hibride, în timp ce infrastructurile critice și furnizorii de servicii rămân vulnerabili la dependențe operaționale care pot propaga șocuri către participanți și piețe. În plus, evoluțiile recente din domeniul inteligenței artificiale de frontieră ar putea afecta și mai mult peisajul riscului operațional. Eforturile de consolidare a cadrelor de reziliență operațională, de întărire a supravegherii terților și de îmbunătățire a raportării și testării incidentelor sunt esențiale pentru atenuarea impactului potențial al perturbărilor viitoare asupra stabilității financiare și a bunei funcționări a piețelor.



Protecția investitorilor

Perspectivă

Produse speculative: Deși cea mai mare parte a investițiilor retail se concentrează pe clase de active tradiționale, precum acțiunile sau unitățile de fond, unii investitori tranzacționează produse complexe, cu efect de levier — cum ar fi CFD-urile sau turbo-certIFICATELE — ori își asumă expuneri pe active crypto. Riscurile și costurile se amplifică dacă investitorii intră și ies frecvent din poziții.



Tendințe comportamentale în investiții: Noii clienți se orientează masiv către platformele digitale. Deși participarea sporită aduce beneficii importante, clienții fără experiență sunt expuși în mod deosebit riscului de a lua decizii de tranzacționare neinspirate sau de a avea așteptări nerealiste. Investitorii riscă să fie expuși la informații false sau înșelătoare prin intermediul rețelelor sociale. Unele platforme digitale integrează fluxuri din rețelele sociale, sporind influența potențială asupra deciziilor de investiții.



Riscul de concentrare a portofoliului: Clienții retail, în special investitorii tineri, au acumulat expuneri semnificative față de acțiunile americane. Investițiile în companii de inteligență artificială și tehnologie au continuat să împingă în sus evaluările pieței de acțiuni din SUA, ridicând îngrijorări privind riscul unei corecții dezordonate care ar afecta investitorii retail din UE.



Dezvoltări pe piața financiară

Piețe de valori mobiliare și active crypto

- **Acțiuni:** Scăderi rapide ale prețurilor după declanșarea războiului din Orientul Mijlociu (un declin mai moderat decât în crizele anterioare), urmate de o revenire la nivelurile de dinaintea războiului sau chiar peste acestea. Evaluările ridicate, în contextul deteriorării mediului macrofinanciar și geopolitic, au crescut riscul unor corecții bruște de piață.

- Obligațiuni: Preocupări în creștere privind piețele de finanțare și statutul de refugiu sigur al obligațiunilor în perioadele de stres; o creștere susținută a volatilității prețurilor obligațiunilor, indicatorii de calitate a creditului pentru ratingurile din UE fiind în mare parte stabili.
- Credit: Riscurile de pe piața creditului privat sunt mai probabil să provină din expunerile față de piața SUA.
- Active crypto: Declinul continuă pe măsură ce interconexiunile sistemice se extind.

Managementul activelor

- Fluxurile și performanța fondurilor au rămas pozitive, în pofida mediului de piață volatil.
- Riscurile de dobândă și de credit devin preocupări tot mai mari, însă indicatorii de risc rămân stabili.
- Riscul de evaluare rămâne o preocupare constantă pentru majoritatea categoriilor de fonduri.
- Analiză aprofundată: Caracteristicile fondurilor imobiliare care au suspendat răscumpărările.

Infrastructuri și servicii

- Riscurile cibernetice devin tot mai relevante din punct de vedere structural, iar progresele inteligenței artificiale de frontieră modifică peisajul riscurilor.
- Contrapărțile centrale (CCP) rămân reziliente în pofida volatilității tranzacționării pe piețele energiei.
- Creșteri bruște ale eșecurilor de decontare la nivelul depozitarilor centrali de titluri (CSD), pentru toate clasele de active, la începutul lunii aprilie.
- Numărul de ratinguri de credit în vigoare continuă să crească pentru SEE.
- Analiză aprofundată: Inteligența artificială de frontieră și riscurile cibernetice sistemice.

Consumatori

- Investitorii retail continuă să se orienteze către administrarea pasivă.
- Platformele digitale facilitează nu doar investițiile pe termen lung, ci și tranzacționarea speculativă pe termen scurt.
- Investitorii retail sunt expuși riscurilor generate de conținutul din rețelele sociale, care poate determina tranzacționarea neinformată.
- Analiză aprofundată: Tranzacțiile retail cu instrumente derivate.
- Analiză aprofundată: Fragmentarea pieței OPCVM (UCITS).

Dezvoltări structurale

Finanțare bazată pe piață

- Activitatea de IPO a fost limitată, iar emisiunile secundare (follow-on) s-au situat sub medie.
- Emisiunile de obligațiuni corporative au rămas solide, în pofida temperării datoriei pe termen scurt și a creșterii riscurilor de refinanțare.
- Fondurile private de capital au înregistrat o evoluție mixtă, atragerea de fonduri în SEE scăzând, în timp ce investițiile către SEE au crescut.
- Analiză aprofundată: Finanțarea privată în UE – date privind tranzacțiile.
- Analiză aprofundată: IPO-urile marilor companii tehnologice din SUA: prezentare generală și implicații.

Finanțare sustenabilă

- Tensiunile din politica globală privind clima și preocupările legate de securitatea energetică apasă asupra sentimentului ESG.
- Fondurile ESG au înregistrat evoluții mixte, fondurile axate pe energie regenerabilă și pe tranziție atrăgând intrări de capital.
- Piața obligațiunilor ESG din UE rămâne rezilientă, cu un rol în creștere al veniturilor legate de energia regenerabilă.
- Analiză aprofundată: Sistemul UE de comercializare a certificatelor de emisii (ETS) – noile ținte.

Inovație financiară

- Tokenizarea aplicată acțiunilor: adoptare incipientă, dar cu un impuls în creștere.
- Finanțele descentralizate (DeFi): atacurile informatice reînnoiesc preocupările privind interconectarea.
- Investiții în IA: oferta de fonduri din sectorul inteligenței artificiale continuă să se extindă prin produse axate pe infrastructura de IA.
- Calculul cuantic: finanțarea startup-urilor, la nivel global și în UE, a atins niveluri record în 2025.
- Analiză aprofundată: Tokenizarea acțiunilor: de la vizibilitate la viabilitate?
- Analiză aprofundată: Piețele predictive: relevanța din perspectiva piețelor de capital.

2.2. Piața asigurărilor în UE

Tabloul riscurilor pe piața asigurărilor din UE din luna iulie 2026, publicat de EIOPA, arată că riscurile din sectorul european al asigurărilor sunt stabile, la un nivel mediu, cu excepția notabilă a riscurilor cibernetice și de digitalizare, care au urcat la un nivel ridicat.

Tabel 2 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, iulie 2026³

Riscuri	Nivel	Tendință (ultimele 3 luni)	Perspectivă (următoarele 12 luni)
Riscuri macroeconomice		↗	↗
Riscuri de credit		→	→
Riscuri de piață		↘	↗
Riscuri de lichiditate și finanțare		→	→
Riscuri de profitabilitate și solvabilitate		→	→
Interconexiuni și dezechilibre		→	→

³ Data de referință pentru datele companiilor este T1-2026 pentru indicatorii trimestriali și 2025-YE pentru indicatorii anuali. Data limită pentru majoritatea indicatorilor de piață este sfârșitul lunii iunie 2026. Nivelul (culoarea) corespunde nivelului de risc la data de referință, Tendința este afișată pentru cele 3 luni anterioare datei de referință, iar Perspectiva este afișată pentru cele 12 luni ulterioare datei de referință. Aceasta din urmă se bazează pe răspunsurile primite de la 23 de autorități naționale competente (ANC) și este clasificată în funcție de modificarea preconizată a importanței fiecărui risc (scădere substanțială, scădere, neschimbată, creștere și creștere substanțială).

Riscuri de asigurare (subscriere)		↗	→
Percepțiile pieței		→	→
Riscuri legate de factorii ESG		→	→
Riscurile cibernetice și de digitalizare		↑	↗

Sursa: EIOPA, Tabloul riscurilor pe piața asigurărilor din UE (iunie 2026)

Riscurile macroeconomice rămân stabile la un nivel mediu, cu o perspectivă în creștere. Până la sfârșitul lunii iunie, tendința de risc era deja ascendentă, alimentată de așteptări mai slabe privind creșterea economică și de așteptări inflaționiste mai ridicate. La începutul lunii iulie, intensificarea riscului geopolitic a adăugat presiuni suplimentare. În perspectivă, incertitudinea rămâne ridicată, iar riscurile sunt înclinare spre scenariul negativ.

Riscurile de credit rămân constante la un nivel mediu. Calitatea generală a portofoliului rămâne ridicată, cu spread-uri moderat mai înguste până la sfârșitul lunii iunie, care s-au lărgit însă ușor la începutul lunii iulie. Condițiile fundamentale de credit ale sectorului corporativ și ale gospodăriilor rămân în mare parte neschimbate. În perspectivă, costurile de finanțare a datoriei și calitatea creditului privat rămân sub monitorizare, întrucât costuri de împrumut mai ridicate ar putea crește riscul de neplată pentru entitățile puternic îndatorate, în timp ce spread-urile de credit observate public ar putea să nu reflecte pe deplin riscurile emergente de pe piețele creditului privat.

Riscurile de piață au urmat o ușoară tendință de temperare între sfârșitul lunii martie și sfârșitul lunii iunie, în timp ce perspectiva indică o creștere. Totuși, la mijlocul lunii iulie, evoluțiile geopolitice au amplificat din nou volatilitatea, în special pe piețele de mărfuri. Prețurile proprietăților au scăzut, iar alocările de portofoliu și indicatorii de concentrare ai asigurătorilor au rămas în mare parte stabili. În perspectivă, supraveghetorii rămân preocupați de riscul unei corecții mai ample, în contextul evaluărilor ridicate și al incertitudinii persistente. Reapariția tensiunilor geopolitice, preocupările fiscale persistente și o reevaluare a perspectivei macroeconomice ar putea determina o creștere a primelor de risc.

Lichiditatea și condițiile de finanțare rămân la un nivel mediu, condițiile generale fiind în mare parte neschimbate. Pozițiile de numerar și de active lichide se mențin, în ansamblu, stabile, în timp ce activitatea de emisiune pe piețele de finanțare a fost mult mai ridicată decât în evaluarea anterioară.

Condițiile de profitabilitate și solvabilitate rămân stabile la un nivel mediu. Pozițiile de capital rămân în mare parte neschimbate, cu o ușoară slăbire în cazul grupurilor, în timp ce indicatorii de profitabilitate au fost micști, indicând o reziliență continuă, dar fără o îmbunătățire clară a tendințelor de bază ale veniturilor.

Riscurile de interconectare și dezechilibru rămân stabile la un nivel mediu. Expunerile față de bănci, alte instituții financiare, datoria suverană și instrumentele derivate au rămas în mare parte neschimbate, în timp ce dependența de reasigurare a crescut ușor.

Riscurile de asigurare rămân la un nivel mediu. Creșterea puternică a primelor, atât în asigurările de viață, cât și în cele generale, susține un mediu de risc mai echilibrat, deși se observă o anumită deteriorare la

capătul superior al distribuției ratei daunelor, în timp ce persistă incertitudinea legată de acoperirile aferente riscurilor de război și comerț.

Percepțiile pieței rămân la un nivel mediu. Indicii sectorului asigurărilor s-au menținut pozitivi, în timp ce performanța lor relativă a variat pe parcursul perioadei; ratele mediane preț/profit au crescut ușor, spread-urile de credit rămân controlate, iar acțiunile de rating au fost ușor favorabile.

Riscurile legate de ESG rămân stabile la un nivel mediu. Participarea la obligațiuni verzi a crescut modest, în timp ce expunerile relevante pentru climă și ceilalți indicatori de risc de mediu rămân în mare parte neschimbați.

Digitalizarea și riscurile cibernetice au crescut la un nivel ridicat. Evaluările de supraveghere continuă să semnaleze aceste riscuri ca fiind deosebit de relevante, recunoscând că ascensiunea modelelor de inteligență artificială de frontieră, contextul geopolitic și expunerea prin subscrierea de riscuri cibernetice mențin vulnerabilitățile la un nivel ridicat.

2.3. Piața pensiilor ocupaționale în UE

Tabloul riscurilor publicat de Autoritatea Europeană pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA), ediția din iulie 2026, privind instituțiile pentru furnizarea de pensii ocupaționale (IORP), arată că riscurile din sectorul european al IORP se mențin în ansamblu la niveluri medii, pe fondul unui mediu geopolitic incert, riscurile de piață și de randament al activelor rămânând principala preocupare. Mediul macroeconomic s-a deteriorat, marcat de așteptări inflaționiste mai ridicate și de o perspectivă mai slabă a PIB-ului. Instabilitatea geopolitică persistentă, cu reparația tensiunilor la mijlocul anului 2026 — în special conflictul din Orientul Mijlociu — a amplificat presiunile inflaționiste prin costurile energiei și transportului, sporind incertitudinea globală.

Obligațiunile suverane și corporative au înregistrat spread-uri în mare parte controlate, cu o ușoară lărgire, în timp ce incertitudinea geopolitică ridicată, împreună cu creșterea preconizată a cheltuielilor publice pentru apărare și infrastructură, ar putea exercita o presiune ascendentă asupra spread-urilor în viitor.

Piețele financiare rămân vulnerabile la presiunile de evaluare. Deși volatilitatea piețelor de acțiuni și de obligațiuni s-a redus spre sfârșitul lunii iunie, reparația tensiunilor geopolitice și potențiala destindere a unei bule a prețurilor activelor legate de inteligența artificială, chiar și în absența default-urilor, ar putea amplifica corecțiile pieței.

Tabel 3 Tabloul riscurilor pe piața pensiilor ocupaționale din UE, EIOPA, iulie 2026⁴

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

Sursa: EIOPA, Tabloul riscurilor pe piața pensiilor ocupaționale din UE (iulie 2026)

Riscurile macroeconomice se situează la un nivel mediu, cu o tendință ascendentă, determinată de deteriorarea perspectivei privind PIB-ul și de creșterea inflației până la sfârșitul lunii iunie. În perspectivă, contextul macroeconomic global rămâne marcat de o incertitudine ridicată, pe fondul fricțiunilor geopolitice persistente, care ar putea adăuga presiuni inflaționiste suplimentare.

Riscurile de credit rămân stabile la un nivel mediu. Spread-urile obligațiunilor suverane și corporative au fost controlate la sfârșitul lunii iunie, lărgindu-se ușor la mijlocul lunii iulie. În perspectivă, costurile de finanțare a datoriei și calitatea creditului privat rămân sub monitorizare, întrucât costuri de împrumut mai ridicate ar putea crește riscul de neplată pentru entitățile puternic îndatorate, în timp ce spread-urile de credit observate public ar putea să nu reflecte pe deplin riscurile emergente de pe piețele creditului privat.

Riscurile legate de piață și de randamentul activelor rămân la un nivel ridicat, cu o tendință descrescătoare, determinată de diminuarea volatilității piețelor de acțiuni și de obligațiuni la sfârșitul lunii iunie 2026. Totuși, la mijlocul lunii iulie, evoluțiile geopolitice au contribuit la creșterea volatilității, în special pe piețele de mărfuri. Performanța portofoliilor IORP-urilor, măsurată ca venit din investiții — inclusiv câștigurile și pierderile nerealizate — ca pondere în totalul activelor, a fost pozitivă, situându-se la 3,2% în 2025, însă mai redusă decât în anii anteriori (6,6% în 2024). În perspectivă, perspectiva de risc pentru următoarele 12

⁴ Data de referință pentru datele IORP este T1-2026 pentru indicatorii trimestriali și 2025-YE pentru indicatorii anuali. Data limită pentru indicatorii bazați pe date din surse externe este sfârșitul lunii iunie 2026. Nivelul (culoarea) corespunde nivelului de risc la data de referință, Tendința este afișată pentru cele 3 luni anterioare datei de referință, iar Perspectiva este afișată pentru cele 12 luni ulterioare datei de referință. Aceasta din urmă se bazează pe răspunsurile primite de la 17 autorități naționale competente (ANC) și este clasificată în funcție de modificarea preconizată a importanței fiecărui risc (scădere substanțială, scădere, neschimbată, creștere și creștere substanțială).

luni este în creștere, pe fondul preocupărilor privind o eventuală corecție mai amplă a pieței, al evaluărilor ridicate și al unei posibile reevaluări a primelor de risc ca urmare a reapariției tensiunilor geopolitice.

Riscurile de lichiditate rămân la un nivel mediu, prezentând semne de stabilitate. Media mediană a valorii nete de piață a instrumentelor derivate ale IORP-urilor a rămas negativă, pe fondul ratelor ridicate ale dobânzilor.

Riscurile legate de rezerve și finanțare au crescut la un nivel mediu, poziția financiară a IORP-urilor cu beneficii definite (Defined Benefit – DB) rămânând robustă în primul trimestru al anului 2026.

Riscurile de concentrare se situează la un nivel mediu. Tabloul general este dominat în continuare de stabilitatea concentrării expunerilor față de sectoarele și clasele de active identificate.

Riscurile legate de ESG rămân stabile la un nivel mediu. Ponderea mediană a investițiilor IORP-urilor în obligațiuni verzi din totalul obligațiunilor corporative a rămas stabilă, după tendința ascendentă observată începând cu anul 2022.

Riscurile legate de digitalizare și cele cibernetice se situează la un nivel mediu, evaluările de supraveghere indicând o creștere a materialității acestora pentru IORP-uri în al doilea trimestru al anului 2026, ceea ce reflectă atât incertitudinea geopolitică persistentă, cât și riscurile cibernetice sistemice tot mai mari asociate modelelor de inteligență artificială de frontieră.

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

La nivel global, cadrul economic continuă să fie marcat de fragilitate și de o expunere însemnată la șocuri externe și la slăbiciuni de natură structurală. În cea mai recentă prognoză, Fondul Monetar Internațional a diminuat estimarea de creștere a economiei mondiale până la 3,1% pentru 2026, sub media perioadei anterioare de 3,4%, sub titlul sugestiv al unei economii care avansează „în umbra războiului”, concomitent cu o revizuire ascendentă a inflației mondiale, către circa 4,4%, alimentată de tensiunile din Orientul Mijlociu (FMI, World Economic Outlook, aprilie 2026). În aceeași direcție, Consiliul European pentru Risc Sistemic (CERS) a semnalat o intensificare a riscurilor la adresa stabilității financiare a Uniunii Europene comparativ cu sfârșitul anului 2025, apreciind că nivelul riscurilor sistemice rămâne unul ridicat (CERS, martie 2026). Suprapunerea tensiunilor geopolitice de durată cu ajustarea în jos a perspectivelor de creștere și cu gradul mare de îndatorare publică menține incertitudinea la cote înalte. Totodată, accentuarea barierelor comerciale și fenomenul de fragmentare geoeconomică restructurează lanțurile de aprovizionare, efectele de propagare fiind resimțite cu precădere de economiile foarte deschise și cu datorie publică ridicată, între care se numără și România (BCE și CERS, ianuarie 2026).

Pe acest fond, agravarea situației din Orientul Mijlociu, odată cu izbucnirea conflictului armat cu Iranul, se conturează ca o sursă majoră de risc sistemic, aflată în centrul atenției instituțiilor internaționale. Deopotrivă FMI și Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA) văd în acest conflict principalul vector prin care șocurile se propagă către piețele internaționale și locale (FMI, Global Financial Stability Report, aprilie 2026; ESMA, februarie 2026), efectele făcându-se simțite pe mai multe planuri:

- Securitatea energetică și oscilațiile prețurilor la energie: Climatul instabil din regiune și dificultățile apărute în zona Strâmtorii Ormuz susțin o primă de risc importantă atașată cotațiilor petrolului și gazelor naturale (BNR, Raport asupra stabilității financiare, iunie 2026). Fiecare întrerupere a fluxurilor de aprovizionare sau a producției se reflectă aproape imediat în majorarea cheltuielilor de producție din industria europeană și, implicit, din cea autohtonă, erodând marjele și întreținând presiunea inflaționistă. Comisia Europeană leagă, de altfel, o parte semnificativă a revizuirii inflației și a temperaturii creșterii tocmai de acest șoc energetic (Comisia Europeană, Prognoza economică de primăvară, mai 2026).
- Blocajele de pe rutele comerciale și logistice: Escaladarea tensiunilor pune în pericol siguranța transportului naval pe coridoare comerciale esențiale, cu întârzieri și scumpiri ale transportului care sporesc expunerea la risc de profitabilitate a firmelor implicate în comerțul exterior. Devierea navelor pe trasee ocolitoare presupune durate de tranzit mai mari și prime de asigurare mai costisitoare, iar întârzierile în aprovizionarea cu piese și materii prime pot bloca fluxurile de producție industrială, hrănind un nou puseu inflaționist prin scumpirea inputurilor.
- Refugiul spre siguranță și mișcările de capital: Pe durata episoadelor de tensiune geopolitică acută, capitalurile se orientează de regulă către plasamente considerate sigure („safe havens”), în detrimentul piețelor emergente, care resimt retrageri de capital și presiuni de depreciere a monedelor naționale. FMI subliniază că fluxurile îndreptate spre economiile emergente au devenit tot mai concentrate și mai volatile („în formă de K”), lăsând statele cu fragilități anterioare vulnerabile la deznodări abrupte ale pozițiilor de tip carry trade (FMI, Global Financial Stability Report, aprilie 2026).

Prelungirea conflictului din Orientul Mijlociu funcționează ca un amplificator de risc pentru economia românească: erodează câștigurile pe care le-ar aduce o eventuală relaxare a politicii monetare la nivel mondial și ține incertitudinea la un prag care frânează investițiile străine directe cu orizont lung. Nu întâmplător, BNR plasează incertitudinile globale generate de evoluțiile geopolitice în categoria riscurilor sistemice severe pentru stabilitatea financiară internă (BNR, iunie 2026).

Demersul de consolidare fiscală derulat în România, orientat spre coborârea deficitului bugetar de la 7,9% din PIB în 2025 spre 6,2% din PIB în 2026, antrenează însă efecte pro-ciclice care adâncesc fragilitatea pieței interne (Comisia Europeană, mai 2026), îndeosebi pe următoarele coordonate:

- Tensiuni inflaționiste și fiscalitate: Aplicarea noilor măsuri fiscale – majorări de taxe indirecte și retragerea unor facilități – a reaprins inflația, estimată de Comisia Europeană în jurul valorii de 7,0% pentru 2026, cea mai ridicată din Uniunea Europeană, ceea ce restrânge marja de acțiune a politicii monetare (Comisia Europeană, mai 2026). Efectul se propagă asupra costurilor de finanțare, atât publice, cât și private. Povara fiscală sporită lovește direct companiile, cărora le reduce capacitatea de autofinanțare și le mărește dependența de creditul bancar într-un context al dobânzilor înalte, în timp ce scăderea predictibilității pe termen mediu și lung complică planificarea afacerilor.
- Răspunsul piețelor financiare: Lipsa de predictibilitate fiscală a indus o poziționare prudentă a investitorilor instituționali. Păstrarea perspectivei negative atașate ratingului suveran – confirmată din nou de S&P Global Ratings la treapta BBB-/A-3 în aprilie 2026 – arată rezervele piețelor față de șansele de atingere a țintelor de deficit fără a frâna creșterea pe termen mediu, agenția evidențiind riscuri de

implementare, deficiențe în colectarea veniturilor și incertitudine pe plan politic (S&P Global Ratings, aprilie 2026).

- Valorificarea fondurilor europene (PNRR): Gradul ridicat de complexitate al reformelor administrative și pericolul unei implementări defectuoase a proiectelor cu finanțare din PNRR rămân vulnerabilități capabile să accentueze dezechilibrele macroeconomice. Reușita reformelor este strâns condiționată de atingerea jaloanelor asumate; întârzierile în derularea schimbărilor structurale – în administrație, în sistemul de pensii sau în justiție – pot atrage blocarea fondurilor, ceea ce ar lipsi economia de un motor de creștere esențial și ar impune ajustări fiscale suplimentare. Cu toate acestea, intrările de fonduri europene continuă să sprijine finanțarea externă, acoperind în medie între 50% și 60% din deficitul de cont curent (S&P Global Ratings, aprilie 2026).
- Consecințe sociale și pe piața muncii: Reformele presupun reduceri de personal în sectorul public, urmărind eficientizarea acestuia, cu efecte de undă asupra pieței forței de muncă; rata șomajului este proiectată în urcare, spre 6,3% în 2026 (Comisia Europeană, mai 2026). Comprimarea aparatului birocratic și restructurarea companiilor de stat, deși justificate din rațiuni de eficiență, apasă pe termen scurt asupra sistemelor de protecție socială. În paralel, translatarea noilor taxe în prețurile de consum menține inflația peste media europeană și afectează consumul privat – motorul principal al creșterii din ultimii ani – într-un an în care avansul PIB este estimat la doar 0,1%, practic o stagnare (Comisia Europeană, mai 2026).

În consecință, cumulara corecțiilor fiscale interne cu un context geopolitic extern instabil (Orientul Mijlociu și protecționismul comercial) conturează un mediu de operare restrictiv, în care șansele de materializare a riscurilor de credit și de lichiditate sunt în urcare, impunând o gestiune defensivă a activelor și a expunerilor. În acest sens, BNR atrage atenția că întâlnirea vulnerabilităților interne cu șocurile venite din exterior ar putea preschimba dezechilibrele actuale într-o criză cu efecte prelungite (BNR, iunie 2026). Îmbinarea unei politici fiscale restrictive, necesară pentru reducerea deficitului, cu un mediu economic global incert așază România într-o zonă de vulnerabilitate accentuată, în care izbânda reformelor ține de dozarea corectă a echilibrului dintre disciplina bugetară și sprijinirea competitivității economice.

În aceste condiții, riscul de piață se menține accentuat, putându-se manifesta prin desprinderea valorii reale a activelor de cotațiile de piață. ESMA avertizează că evaluările bursiere ajunse la niveluri record, împreună cu strângerea corelațiilor dintre clasele de active, ridică pericolul unor corecții dezordonate și al propagării șocurilor, într-un climat pe care îl caracterizează drept „de risc ridicat” (ESMA, februarie 2026). Într-un peisaj instabil și dominat de incertitudine, în care contagiunea se extinde iar perspectivele macroeconomice și condițiile de finanțare globale se deteriorează, probabilitatea ca riscurile să se concretizeze în perioada următoare devine tot mai mare.

Amplificarea protecționismului comercial a remodelat raporturile economice internaționale și a generat mutații structurale în numeroase economii europene. Concomitent, tensiunile de pe piața muncii adâncesc riscul macroeconomic și alimentează riscurile de credit, lichiditate, solvabilitate și profitabilitate. La acestea se adaugă faptul că, pe fondul frământărilor geopolitice și al progresului tehnologic rapid, extinderea digitalizării și a inteligenței artificiale ridică nivelul riscurilor cibernetice: ESMA remarcă faptul că amenințările cibernetice și hibride se amplifică ca scară și complexitate, EIOPA avertizează asupra dependențelor de furnizori terți și a rezilienței operaționale legate de adoptarea inteligenței artificiale, iar CERS apreciază drept ridicat riscul unui atac cibernetic asupra infrastructurii critice (ESMA, februarie 2026;

EIOPA, iunie 2026; CERS, martie 2026). Pe plan intern, ASF a înscris supravegherea inteligenței artificiale, a criptoactivelor și a publicității financiare online între prioritățile strategiei pentru intervalul 2026–2028 (ASF, Strategia 2026–2028).

Ansamblul factorilor examinați justifică o revizuire în sus a riscului macroeconomic, de la nivelul „ridicat” la cel „foarte ridicat”, cu o traiectorie ascendentă, în contextul adâncirii vulnerabilităților interne – cele mai mari deficite bugetar și de cont curent din Uniunea Europeană, o economie aproape de stagnare și o inflație peste media europeană – și al incertitudinii externe alimentate de tensiunile geopolitice și comerciale și de acumularea dezechilibrelor. BNR situează deteriorarea dezechilibrelor macroeconomice interne în categoria riscurilor sistemice severe, iar probabilitatea de materializare este reevaluată în sens ascendent (BNR, iunie 2026; Comisia Europeană, mai 2026; FMI, aprilie 2026).

Riscul de piață rămâne evaluat la un nivel ridicat, cu tendință de creștere, întreținut de fenomenul de contagiune și de gradul înalt de interconectare, piețele răspunzând rapid la apariția oricăror tensiuni sau factori de risc, într-un mediu în care înăsprirea condițiilor financiare și contextul geopolitic extern își pun puternic amprenta. Probabilitatea de materializare este reasezată în sens crescător, dat fiind pericolul unor corecții dezordonate ale evaluărilor aflate la maxime istorice (ESMA, februarie 2026; FMI, aprilie 2026).

Riscul de credit se păstrează la un nivel mediu spre ridicat, cu tendință de creștere: BNR plasează riscul de nerambursare a împrumuturilor angajate de sectorul privat, îndeosebi de companiile nefinanciare, pe o pantă ascendentă, motiv pentru care probabilitatea de materializare este reevaluată în urcare (BNR, iunie 2026). Pe plan european, EIOPA și ESMA atrag atenția asupra expansiunii piețelor de credit privat, considerată o vulnerabilitate în formare ce reclamă supraveghere atentă (EIOPA, iunie 2026; ESMA, februarie 2026).

Riscurile de lichiditate și de profitabilitate rămân la un nivel mediu spre ridicat, cu tendință de creștere. FMI semnalează tensiuni în segmentul finanțărilor garantate (repo) și diminuarea valorii colateralului în intervalele de volatilitate a piețelor de obligațiuni (FMI, aprilie 2026), în vreme ce presiunea costurilor – din energie, tarife comerciale și fiscalitate – laolaltă cu inflația daunelor îngustează marjele de profit (EIOPA, iunie 2026; Comisia Europeană, mai 2026).

Riscul de solvabilitate se menține la un nivel mediu spre ridicat, dar cu o tendință de stabilizare: chiar dacă interconexiunile economice pot declanșa efecte în lanț asupra onorării obligațiilor de plată, EIOPA remarcă faptul că pozițiile de solvabilitate robuste și rezervele de lichiditate adecvate continuă să sprijine reziliența sectorului asigurărilor și al pensiilor, în timp ce sistemul bancar românesc rămâne bine capitalizat (EIOPA, iunie 2026; BNR, iunie 2026).

Riscul operațional este revizuit în sus, de la nivelul „mediu spre ridicat” la „ridicat”, cu tendință de creștere și cu o probabilitate de materializare în urcare, ca urmare a digitalizării accelerate și a înmulțirii incidentelor cibernetice, inclusiv pe fondul tensiunilor geopolitice externe. BNR se așteaptă la o intensificare a provocărilor legate de securitatea cibernetică și de inovația financiară (BNR, iunie 2026), evaluare confirmată de semnalele de alarmă transmise de ESMA, EIOPA și CERS cu privire la escaladarea amenințărilor cibernetice și la presiunile asupra rezilienței operaționale.

Tabel 4 Tabloul riscurilor la nivel național⁵

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

Sursa: ASF

⁵ Pentru unitatea raportului, a fost utilizată aceeași codificare a riscurilor ca cea realizată de ESMA.

3. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare

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

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

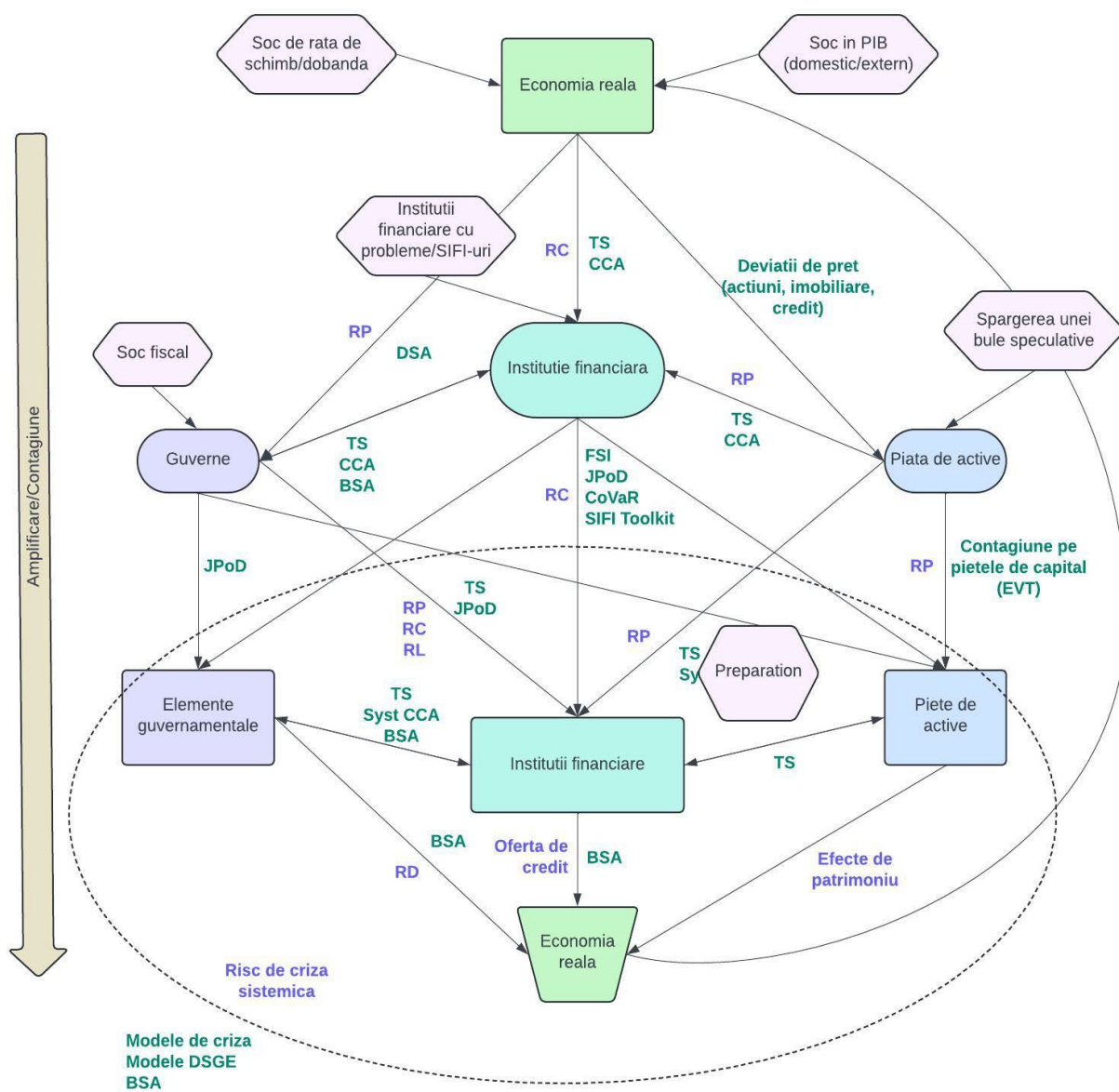
Riscul sistemic este adesea analizat din două perspective: ca efect asupra economiei (măsurat cel mai adesea ca efect asupra PIB), respectiv ca efect asupra intermedierei financiare.

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

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

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

Figura 11 Dinamica riscului sistemic. Surse și canale de transmisie



Sursa: Prelucrare ASF după IMF (2023)

3.1. Piața instrumentelor și investițiilor financiare în context european

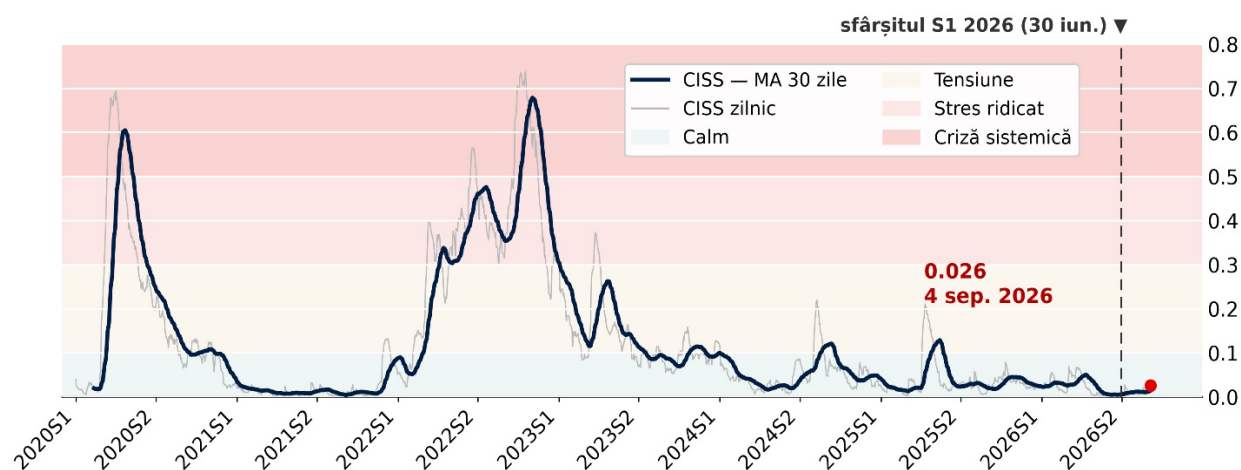
Măsurarea riscului sistemic pentru piețele europene este realizată cu ajutorul indicatorului CISS⁶, care este un indicator compozit pentru riscurile sistemice calculat de Banca Centrală Europeană. Indicatorul CISS este construit pentru a arăta măsura în care stresul financiar sistemic contribuie la instabilitatea financiară a piețelor europene.

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

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

După turbulențele bancare din martie 2023 (Silicon Valley Bank, Credit Suisse), indicele CISS a coborât treptat. Din iulie 2023 media mobilă nu mai depășește 0,129 și rămâne constant sub 0,2. În semestrul I 2026 media zilnică este 0,023, cu un maxim punctual de 0,069, ceea ce indică existența unor fluctuații minore, fără niciun episod de tensiune.

Figura 12— CISS zona euro, zilnic + MA30, cu benzile de stres (2020–4 sept. 2026)



Sursa: Banca Centrală Europeană, calcule ASF

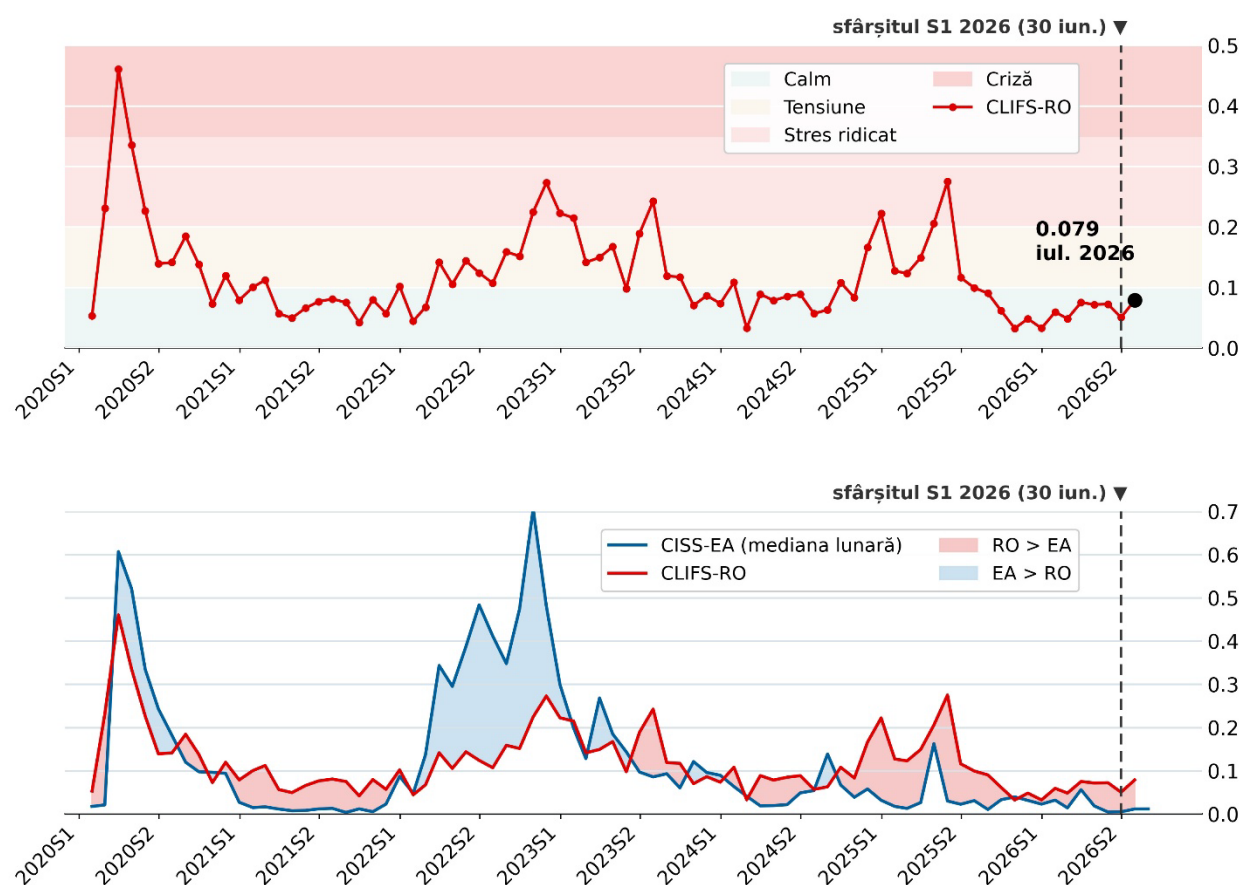
Anul 2025 aduce un al treilea episod de stres local, cu un maxim de 0,275, comparabil ca nivel cu cel din 2022. Este singurul episod din fereastra analizată fără corespondent în zona euro, ceea ce indică o sursă internă, legată de tensiunile fiscal-politice din 2025, și nu una importată. În perioada ianuarie–iulie 2026 are loc o deescaladare clară: toate cele șapte observații lunare se situează sub pragul de 0,1 al benzii inferioare, cu o medie de 0,065.

⁶ CISS - Composite Indicator of Systemic Stress

Suprapunerea indicatorului CLIFS-RO cu mediana lunară a indicatorului CISS-EA evidențiază o inversare de regim. În timpul crizei energetice (ianuarie 2022 – martie 2023), stresul din zona euro a fost net superior: CISS-EA a depășit CLIFS-RO în 87% din luni, cu o diferență medie de $-0,18$ (CLIFS-RO minus CISS-EA), deoarece șocul energetic și reevaluarea dobânzilor au afectat în primul rând piețele din zona euro. Din 2024 până în iulie 2026 raportul s-a inversat, iar CLIFS-RO s-a situat peste CISS-EA în 90% din luni. Diferența medie rămâne totuși redusă ($+0,06$) și se înregistrează la niveluri scăzute ale ambilor indicatori, cu excepția episodului intern din 2025, când decalajul s-a accentuat vizibil. În iulie 2026, ultima lună comună, CLIFS-RO era de $0,079$, iar mediana lunară a CISS-EA de $0,012$. România se menține astfel deasupra zonei euro, însă ambele valori se situează în zona de calm a propriilor distribuții istorice.

Din perspectivă economică, după 2024 stresul rezidual de pe piețele din România are o origine predominant internă și reflectă în principal prima de risc fiscal, amplificată temporar de episodul din 2025. Nu este un stres importat din zona euro. La nivelurile actuale, divergența rămâne însă una de nuanță, nu un decalaj de regim.

Figura 13 Indicatorul compozit de stres sistemic (CISS) pentru zona euro și indicele de stres financiar la nivel de țară (CLIFS) pentru România, 2020–2026



Sursa: Banca Centrală Europeană, calcule ASF

La sfârșitul semestrului I 2026 și în lunile imediat următoare, stresul financiar este scăzut atât în România (0,079 în iulie, valoare lunară), cât și în zona euro (0,026 la 4 septembrie, ultima observație săptămânală a CISS-EA). Ambele niveluri reprezintă o fracțiune din vârfurile din 2020 și 2022 și se situează sub pragurile inferioare ale benzilor de regim. Din 2024, România se menține sistematic peste zona euro, pe fondul primei de risc fiscal, însă diferența de nivel este mică.

Piețele nu confirmă, deocamdată, deteriorarea fundamentelor. În zona euro, indicatorul CISS a rămas redus pe parcursul întregului an. Valoarea maximă din 2026, de 0,069, a fost atinsă la 3 martie, în primele zile ale șocului energetic, iar la 4 septembrie media mobilă pe 30 de zile era de 0,014. În România, CLIFS a crescut la 0,079 în iulie, de la 0,050 în iunie, dar rămâne sub mediana ultimului deceniu (0,087). Decalajul față de zona euro reflectă atât prima structurală specifică unei piețe emergente, cât și prima de risc fiscal. Întrucât cei doi indicatori au construcții diferite, diferența de nivel dintre ei are doar valoare orientativă.

Indicatorii de stres măsoară condițiile curente de piață (volatilitatea, spread-urile și corelațiile), nu vulnerabilitățile acumulate. Din acest motiv, o economie cu fundamente slabe poate coexista luni întregi cu piețe liniștite. Traectoria CLIFS din 2026 justifică totuși o monitorizare atentă: de la 0,033 în decembrie 2025, indicatorul și-a dublat nivelul până în iulie, chiar dacă rămâne sub pragul de 0,10. Acest reper de 0,10 este orientativ, nu pragul de regim estimat econometric. Pragul formal de stres sistemic pentru CLIFS-România, calibrat prin modelul VAR bayesian cu prag, este de circa 0,23, nivel sub care ambele valori lunare din 2026 se situează.

Semnalul relevant ar fi combinația dintre creșterea randamentelor titlurilor de stat pe 10 ani și o nouă etapă de depreciere a monedei naționale, scenariu în care CLIFS ar ieși din zona de calm.

3.2. Riscuri și vulnerabilități ale pieței instrumentelor și investițiilor financiare

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

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

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

Această analiză evaluează riscul sistemic pe piața de capital din România în semestrul I 2026, prin trei măsuri complementare: ΔCoVaR — capacitatea unui emitent de a amplifica pierderile extreme ale pieței; MES — vulnerabilitatea proprie a emitentului la stresul pieței; și SRISK — traducerea acestei vulnerabilități într-un necesar potențial de capital. Cele trei măsuri răspund la întrebări diferite și se citesc împreună, tocmai pentru a evita concluzia simplificatoare că un emitent cu pondere mare în indice este automat și principalul contribuitor la riscul sistemic. Principalele rezultate pot fi rezumate după cum urmează.

În privința amplificării riscului sistemic (ΔCoVaR), perechea SNG–BRD prezintă cea mai consistentă legătură cu pierderile extreme ale indicelui BET, poziția de vârf a BRD regăsindu-se în toate variantele de estimare testate. În privința vulnerabilității proprii la stresul pieței (MES), cei mai expuși sunt Electrica, Transgaz și DIGI — emitenți care nu conduc clasamentul amplificării. În privința necesarului potențial de capital (SRISK), vulnerabilitatea este concentrată la TLV și devine vizibilă numai la praguri de capital de 10,5–12%; la pragul de referință de 8%, capitalizarea de piață a băncilor analizate ar absorbi integral un șoc sever. Întrucât niciun emitent nu ocupă simultan primele poziții în toate cele trei clasamente, monitorizarea trebuie să distingă între emitenții care pot amplifica stresul pieței, cei care îl suportă și cei la care acesta s-ar putea transforma în necesar de capital.

Șocul dominant al semestrului a fost de natură externă și geopolitică: escaladarea conflictului dintre Statele Unite/Israel și Iran, la începutul lunii martie 2026, a declanșat un episod de aversiune la risc pe piețele europene — vânzări generalizate de active riscante, însoțite de creșterea prețului petrolului, adică un șoc de ofertă pe piața energiei. Pe piața românească, acesta s-a tradus într-un interval de stres sistemic cuprins între 2 și 16 martie 2026 (unsprezece ședințe consecutive în care stresul condiționat mediu pe emitent a depășit pragul de episod), cu vârful la 4 martie, când CoVaR mediu a atins 2,88%, față de o medie semestrială de 2,26%. Efectele au fost puternic diferențiate în funcție de poziția emitenților față de șoc: producătorul de petrol SNP, susținut de prețul în creștere al țițeiului, s-a decuplat de piață (β de 0,44, ultimul loc la MES), în timp ce energia reglementată și de transport a înregistrat cele mai severe co-căderi — în ziua de vârf, TGN a pierdut cu 66% mai mult decât media sa proprie, urmat de BRD (+49%) și DIGI

(+31%). Această configurație este condiționată de natura șocului: într-un șoc de cerere, care ar antrena scăderea prețului petrolului, poziția relativă a SNP s-ar putea inversa.

În afara acestui interval și a două zile izolate (29 aprilie și 1 mai), semestrul a fost calm, iar la 30 iunie 2026 sistemul apare normalizat: SRISK este zero la pragul de 8%, iar SES este zero pe întregul semestru. Episodul din martie este însă al treilea consecutiv, după cele din aprilie și mai 2025, TGN conducând co-căderea în toate trei. Față de anul 2025, contribuțiile SNG și BRD la riscul extrem au crescut, iar perechea s-a consolidat în fruntea clasamentului; SNP a înregistrat al treilea semestru consecutiv de scădere a contribuției, coborând de pe primul pe ultimul loc la MES; H2O și-a dublat contribuția, rămânând totuși cea mai redusă. Această dinamică reflectă în principal evoluția volatilității condiționate relative, nu apariția unor canale noi de contagiune. Se constată, de asemenea, că ponderea în indice aproximează slab riscul sistemic: SNP deține a doua pondere din BET, dar una dintre cele mai slabe legături de coadă, în timp ce BRD — cu doar a cincea contribuție mecanică la variația indicelui — este a doua sursă de risc extrem.

Pentru activitatea de supraveghere rezultă trei priorități distincte: perechea SNG–BRD, sub aspectul potențialului de amplificare a stresului pieței; Electrica și Transgaz, sub aspectul vulnerabilității proprii la acest stres; TLV, sub aspectul sensibilității necesarului de capital la praguri apropiate de cerințele prudențiale efective. Toate relațiile estimate sunt asocieri statistice, nu relații cauzale, iar faptul că cei opt emitenți reprezintă aproximativ 84% din indice implică o componentă mecanică a legăturii măsurate: stresul unui emitent cu pondere mare coincide, în parte, cu scăderea indicelui însuși.

Sub aspect metodologic, analiza acoperă semestrul I 2026 (1 ianuarie – 30 iunie) și utilizează indicele BET drept sistem de referință, acesta fiind indicele reprezentativ al pieței de capital din România. Perimetrul cuprinde opt companii listate în BET — TLV, SNP, H2O, SNG, BRD, TGN, EL și DIGI — care concentrau împreună aproximativ 85% din capitalizarea indicelui. Evenimentele extreme sunt definite la pragul de coadă $\alpha = 5\%$, adică cele mai severe 5% dintre randamentele zilnice. Seriile de preț sunt construite pe o grilă de zile lucrătoare calendaristice, sărbătorile fiind completate prin reportarea ultimului preț disponibil; eșantionul complet cuprinde 2 216 observații (ianuarie 2018 – iunie 2026), iar seria DIGI este ajustată pentru splitul 3:1 din 2 aprilie 2026. Estimarea utilizează, pentru fiecare observație, numai informația disponibilă până la momentul respectiv, fără date ulterioare ferestrei de raportare.

ΔCoVaR (eșantion 2018-30 iunie 2026)

Emitent	ΔCoVaR H1 2026	CI 90%
SNG	1,292	[1,06 – 1,53]
BRD	1,277	[1,11 – 1,52]
TLV	1,118	[0,99 – 1,32]
EL	1,095	[0,89 – 1,40]
SNP	0,994	[0,87 – 1,21]
TGN	0,965	[0,80 – 1,18]
DIGI	0,914	[0,65 – 1,16]
H2O	0,670	[0,48 – 0,91]

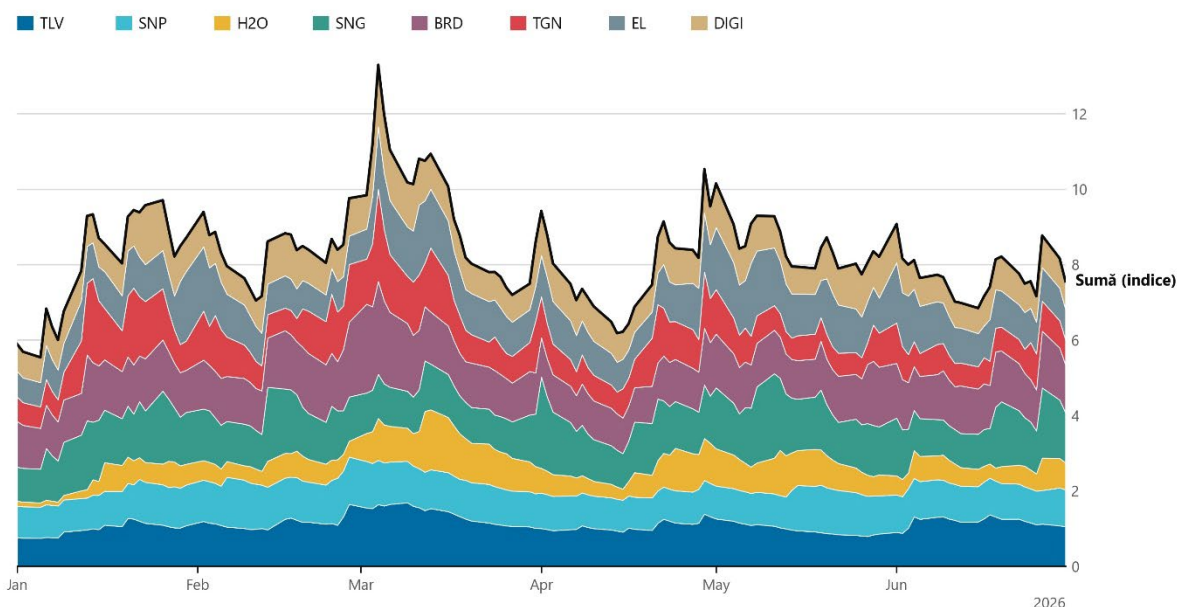
Nota: Intervalele indică marja de incertitudine a estimării; suprapunerea lor pentru primii doi emitenți susține citirea pe grupuri.

Cifrele ΔCoVaR se exprimă în puncte procentuale din randamentul zilnic al indicelui BET și arată cu cât se adâncește pierderea extremă a pieței atunci când un emitent trece din starea lui obișnuită în stres. SNG și

BRD au cele mai mari contribuții: atunci când unul dintre ei este în stres, pragul de scădere zilnică a BET depășit doar cu o probabilitate de 5% se adâncește cu circa 1,3 puncte procentuale — în cazul SNG, de la aproximativ 1,2% la aproximativ 2,5% pe zi. Diferența dintre cei doi (1,29 față de 1,28 puncte procentuale) este însă prea mică iar analiza de incertitudine arată că ordinea lor s-ar putea la fel de bine inversa. Ceea ce ramane este distanța dintre pereche și restul pieței; TLV și EL formează un al doilea grup, la rândul lui greu de departajat intern. Clasamentul se citește, așadar, pe grupuri, nu poziție cu poziție.

Concluzia nu este că un anumit emitent ocupă primul loc, ci că SNG și BRD formează grupul a cărui legătură cu pierderile extreme ale pieței apare cel mai consistent în date; dintre cei doi, poziția de vârf a BRD se regăsește în toate variantele de estimare testate. Pentru supraveghere, aceasta înseamnă monitorizare concentrată pe acest grup și pe canalele prin care șocurile asociate lui s-ar putea transmite pieței, cu precizarea că cifrele descriu o asociere statistică între căderi, nu o relație cauzală.

Figura 14 Δ CoVaR Contribuția marginală a fiecărui emitent la riscul sistemic al pieței (% pe zi)



Sursa: BVB, calcule proprii

Marginal Expected Shortfall (MES)

Emitent	MES H1 2026	CI 90% (bootstrap)
EL	2,739	[2,41 – 3,14]
TGN	2,510	[2,21 – 2,88]
DIGI	2,406	[2,06 – 2,76]
TLV	2,383	[2,11 – 2,78]
BRD	2,303	[2,04 – 2,64]
SNG	2,301	[2,01 – 2,62]
H2O	1,894	[1,74 – 2,07]
SNP	1,828	[1,59 – 2,09]

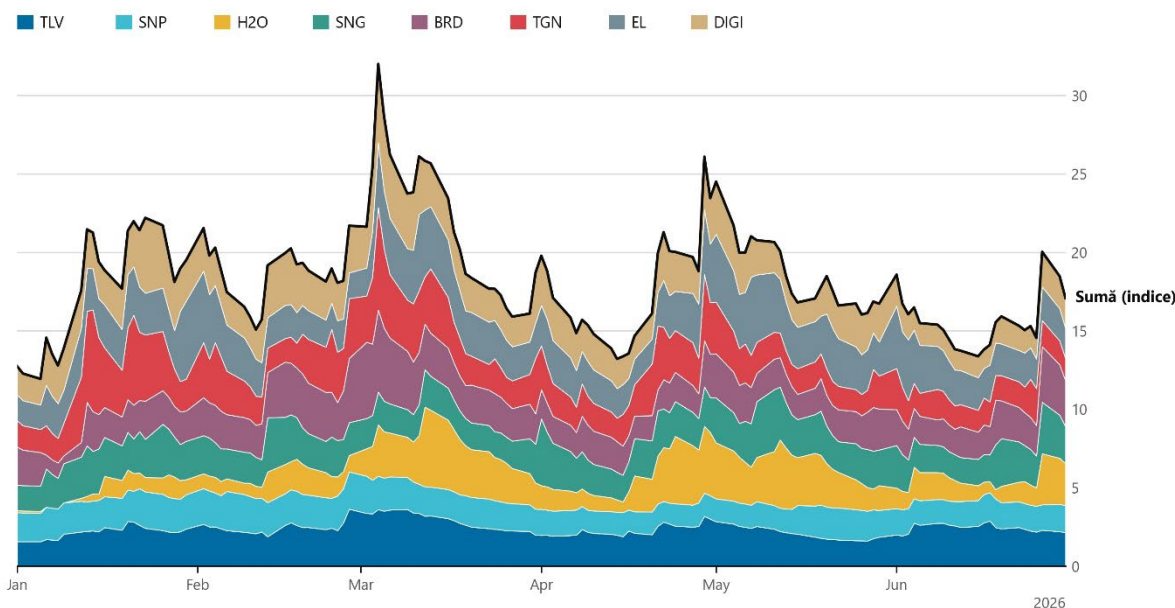
Nota: Intervalele indică marja de incertitudine a estimării; suprapunerea lor pentru primii doi emitenți susține citirea pe grupuri

În timp ce ΔCoVaR măsoară cât de mult adâncește un emitent pierderile pieței; MES măsoară cât pierde emitentul însuși atunci când piața are o zi extremă. Cifrele se exprimă în puncte procentuale din randamentul zilnic al emitentului și reprezintă pierderea lui medie în zilele în care BET scade dincolo de pragul depășit doar cu o probabilitate de 5%. Un MES de 2,74% pentru Electrica înseamnă, așadar, că într-o astfel de zi Electrica pierde în medie circa 2,7%. Electrica are cel mai ridicat MES și își păstrează prima poziție în cele mai multe dintre scenariile analizei de incertitudine; urmează TGN și DIGI, cu 2,51%, respectiv 2,41%. TLV, BRD și SNG ocupă zona mediană, deși sunt emitenți cu pondere mare în indice iar H2O și SNP închid clasamentul.

Comparația cu sensibilitatea obișnuită la piață (β) adaugă o nuanță importantă. TLV pierde în zilele extreme mai mult decât ar sugera comportamentul său din zilele normale: legătura sa cu piața se strânge tocmai în momentele de stres. SNP se află la polul opus: cu un β de 0,44 și cel mai mic MES, apare puțin expus; această poziție reflectă însă natura șocurilor din perioada analizată, nu o trăsătură permanentă a emitentului, iar la un șoc de altă natură tabloul ar putea arăta diferit.

Implicație pentru stabilitatea financiară: MES și ΔCoVaR răspund la întrebări diferite și se folosesc împreună: ΔCoVaR identifică emitenții ale căror căderi însoțesc cel mai puternic pierderile pieței, MES pe cei care ar avea cel mai mult de suferit dacă piața intră în criză. Faptul că Electrica este prima la MES, dar nu și la ΔCoVaR , ilustrează exact această distincție — un emitent vulnerabil la stresul pieței nu este automat și unul care îl amplifică — și motivează monitorizarea lor ca măsuri complementare, nu concurente.

Figura 15 MES Pierdere așteptată a fiecărui emitent când piața e în coada de 5% pe zi



Sursa: BVB, calcule proprii

SRISK schimbă unitatea de măsură a analizei: nu mai vorbim despre randamente, ci despre bani — un necesar ipotetic de capital, exprimat în miliarde de RON. Indicatorul răspunde la întrebarea: dacă piața de acțiuni ar scădea cu 40% în șase luni, cât capital i-ar lipsi unui emitent pentru a mai deține capital de cel puțin $k\%$ din activele sale? Formal indicatorul $\text{SRISK} = \max(0; k \cdot L - (1-k) \cdot (1-\text{LRMES}) \cdot E)$, unde L sunt pasivele totale din bilanțurile anuale consolidate IFRS, presupuse neschimbate pe durata șocului, E este capitalizarea

bursieră (acțiuni în circulație × preț), iar LRMES este pierderea așteptată de capitalizare la declinul de 40%, dedusă din beta-ul condiționat. Rezultatul este, așadar, un scenariu de tip „ce-ar fi dacă”, nu o prognoză, iar valoarea lui depinde direct de pragul k ales.

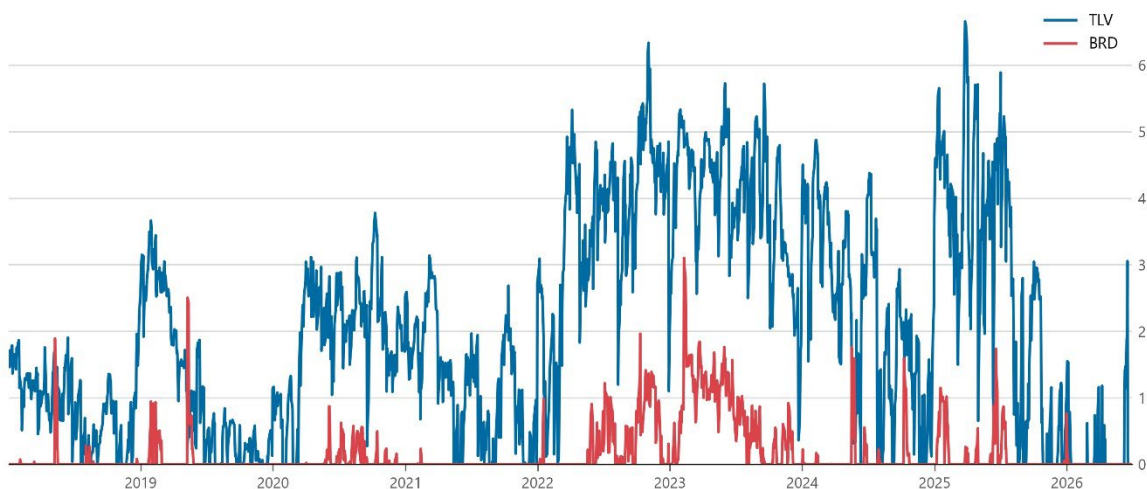
Tocmai de aceea, rezultatul se citește în primul rând prin sensibilitatea la k . La $k = 8\%$, deficitul sistemic mediu în S1 2026 este de 0,19 mld. RON și este zero la 30.06.2026. La acest prag, capitalizarea de piață curentă a băncilor analizate ar absorbi integral șocul. La $k = 10,5\%$, media urcă la 3,99 mld. RON (3,49 mld. la finalul perioadei), iar la $k = 12\%$ la 7,84 mld. RON (8,13 mld. la 30.06), concentrarea fiind aproape integral la TLV. Întrucât pragul k se raportează la activele totale, nu la activele ponderate la risc, comparația cu cerințele prudențiale efective rămâne orientativă. Sensibilitatea la capitalizarea aproximată este, de asemenea, semnificativă: o variație de $\pm 20\%$ a capitalizării TLV deplasează maximum istoric estimat la $k = 8\%$ între 5,7 și 8,4 mld. RON.

Prag de capital	TLV medie S1	BRD medie S1	Sistem medie S1	Sistem 30.06	Sistem max istoric
$k = 8\%$	0,19	0,01	0,19	0,00	7,87 (feb. 2023)
$k = 10,5\%$	3,83	0,16	3,99	3,49	13,99
$k = 12\%$	7,14	0,71	7,84	8,13	18,26

Faptul că numai băncile ating valori pozitive persistente nu este un accident, ci o consecință directă a construcției indicatorului: SRISK devine pozitiv doar acolo unde pasivele sunt mari în raport cu capitalul propriu, iar la 30.06.2026 TLV și BRD au pasive de aproximativ 209, respectiv 88 mld. RON — ordine de mărime pe care niciun emitent nefinanciar din perimetru nu le atinge. SES, varianta pe termen scurt a aceluiași calcul (condiționată de variațiile zilnice extreme ale pieței, nu de un declin de șase luni), este pozitiv doar episodic pentru TLV, cu un maxim de 0,58 mld. RON în octombrie 2022, și este zero în S1 2026.

Implicație pentru stabilitatea financiară. SRISK nu estimează un deficit care urmează să se materializeze, ci dimensiunea vulnerabilității la un șoc sever, condiționată de nivelul de capital considerat adecvat. Mesajul cifrelor este dublu: la pragul de bază de 8%, deficitul este închis la finalul semestrului; la praguri comparabile ca ordin de mărime cu cerințele efective care includ buffere (10,5–12%), deficitul potențial mediu se situează între aproximativ 4 și 8 mld. RON, concentrat la TLV. Această sensibilitate, și nu o cifră unică, este informația relevantă pentru evaluarea adecvării capitalului în condiții de stres și pentru interpretarea rolului bufferelor.

Figura 16 Evoluția SRISK pentru bănci la $k = 8\%$: maxime istorice de 6,66 mld. RON pentru TLV (26.03.2025) și 3,10 mld. RON pentru BRD (09.02.2023); valoarea sistemică este zero la 30.06.2026



Sursa: BVB, calcule proprii

3.2.2. Lichiditatea pieței de acțiuni: măsurare, semnale de alertă și schimbări de nivel (indicele BET, 2015–2026)

Principalele constatări

Analiza acoperă perioada ianuarie 2015 – iulie 2026 (139 de luni; date de piață până la 31 iulie 2026). În 2024–2026, impactul de preț al tranzacțiilor pentru emitenții cu o pondere de cel puțin 5% în indicele BET (media lor ponderată) a coborât, în termeni nominali, la cele mai reduse niveluri din eșantion: opt dintre cele mai reduse zece valori lunare, cu minimul în martie 2024. Media ponderată a tuturor constituenților are minimul în decembrie 2025, iar nivelul din iulie 2026 este practic egal cu cel din ianuarie 2015. Pentru emitentul median, nivelul este redus, dar nu sub minimele din 2016–2017. Emitenții mari au fost mai lichizi decât emitentul median în fiecare lună din eșantion.

Nu toate dimensiunile lichidității s-au îmbunătățit. Costul de tranzacție estimat din prețurile maxime și minime zilnice a crescut după 2020, iar creșterea se menține după eliminarea efectului volatilității. Media din ianuarie–iulie 2026 este, alături de cea din 2022, cea mai ridicată din eșantion; o parte din acest nivel reflectă volatilitatea mai mare a pieței.

Mediana ilichidității a scăzut puternic la sfârșitul anului 2020, după reclassificarea României de către FTSE Russell la statutul de piață emergentă secundară, dar în 2022 a revenit temporar la nivelul din 2019–2020. O scădere mai durabilă apare în a doua jumătate a anului 2023, după listarea Hidroelectrică, și numai aceasta rămâne semnificativă statistic atunci când se ține seama de persistența seriei. Legătura cu aceste evenimente nu este una cauzală demonstrată, iar scăderile nu sunt generale: pentru cei nouă emitenți

prezenți în indice pe toată perioada, mediana lor nu își schimbă semnificativ nivelul la niciuna dintre cele două date. În două luni, ilichiditatea a depășit media ultimilor trei ani cu peste două abateri standard. În aprilie 2020, depășirea este produsă mecanic de intrarea TeraPlast în indice. În octombrie 2022, ea coincide cu înjumătățirea rulajului constituenților, fără o creștere neobișnuită a celorlalte dimensiuni ale ilichidității. În martie 2020, creșterea indicatorului a reflectat volatilitatea: rulajul a crescut puternic, iar după eliminarea componentei de volatilitate ilichiditatea nu crește.

Măsura de ilichiditate

Impactul de preț se măsoară cu indicatorul de ilichiditate propus de Amihud (2002). Pentru emitentul i în luna t , pe cele $D_{i,t}$ zile ale lunii în care emitentul a fost tranzacționat:

$$ILLIQ_{i,t} = \frac{1}{D_{i,t}} \sum_{d=1}^{D_{i,t}} \frac{|r_{i,d}|}{V_{i,d}} \times 10^6$$

unde $V_{i,d}$ este valoarea tranzacționată în ziua d , în lei, aproximată prin produsul dintre preț și volum. Prețurile și volumele zilnice provin din Yahoo Finance, iar pentru Electrica, în 2015 – mai 2018, din sumarele zilnice de tranzacționare ale BVB. Volumele corespund pieței principale (REGS) și nu includ tranzacțiile de tip deal, dar includ blocurile încheiate pe piața principală. $r_{i,d}$ este randamentul logaritm zilnic, ajustat pentru dividende și pentru distribuirile de acțiuni gratuite și splituri:

$$r_{i,d} = \ln \left(\frac{A_{i,d} P_{i,d} + \text{Div}_{i,d}}{P_{i,d-1}} \right)$$

unde $A_{i,d}$ este numărul de acțiuni deținute în ziua d pentru fiecare acțiune deținută în ziua anterioară (egal cu 1 în zilele fără operațiuni corporative), iar $\text{Div}_{i,d}$ este dividendul brut pe acțiune cu data „ex-dividend” d . $P_{i,d-1}$ este prețul de închidere din ziua de tranzacționare anterioară; prețurile sursei sunt ajustate retroactiv pentru splituri și acțiuni gratuite, ceea ce ține locul factorului $A_{i,d}$. Într-o lună se rețin emitenții cu cel puțin 15 zile în care randamentul se poate calcula, iar rapoartele zilnice se winsorizează la percentilele 1% și 99% ale lunii (toți emitenții la un loc). Cinci zile cu erori de date sunt excluse, iar câteva erori ale sursei (dividende lipsă sau datate greșit, o schimbare de scară fără eveniment corporativ, o ședință lipsă) sunt corectate după datele BVB.

ILLIQ arată variația relativă medie a prețului (0,02 înseamnă 2%) pentru fiecare milion de lei tranzacționat într-o zi (de aici factorul 10^6). O valoare mare indică o piață puțin adâncă, în care un investitor instituțional mișcă prețul când intră sau iese. O valoare mică indică o piață adâncă, în care rulajele mari se absorb fără variații semnificative de preț. Analiza folosește logaritmul indicatorului, deoarece distribuția acestuia este puternic asimetrică; în logaritm, diferențele mici se citește aproximativ ca variații procentuale.

Indicatorul se calculează pentru fiecare constituent și abia apoi se agregă. Calculul direct pe indice ar măsura altceva: impactul rulajului total al pieței asupra indicelui, nu impactul rulajului unui emitent asupra prețului său; în plus, randamentele individuale de semn contrar se compensează în randamentul indicelui. Compoziția istorică a indicelui BET (10 constituenți în 2015, 20 în prezent; 24 de emitenți au făcut parte din indice în perioada analizată) este reconstituită din 73 de instantanee ale paginii oficiale BVB a indicelui, cu ponderile oficiale. Intrările și ieșirile se aplică de la data lor efectivă (o schimbare din a doua jumătate a lunii, din luna următoare). Seria include și emitenții ieșiți din indice, deci nu suferă de distorsiunea supraviețuirii (*survivorship bias*). Emitenții incluși acoperă întreaga pondere a indicelui, cu excepția lui iulie

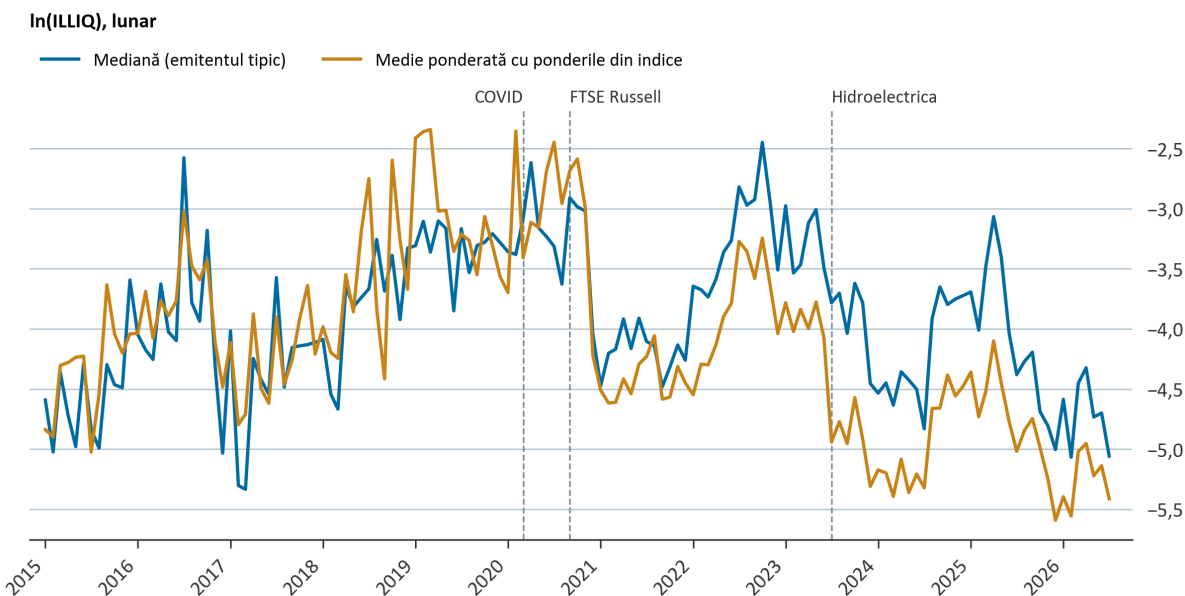
2023 (85%), când Hidroelectrică, intrată în indice la 12 iulie, nu are încă 15 zile de tranzacționare. Creșterea numărului de constituenți influențează mediana: includerea unor emitenți mai puțin lichizi o ridică mecanic (intrarea TeraPlast, de exemplu, ridică logaritmul mediane din aprilie 2020 cu circa 0,3).

$$ILLIQ_t^{med} = \text{mediana}_i(ILLIQ_{i,t})$$

$$ILLIQ_t^{pond} = \sum_i w_{i,t} ILLIQ_{i,t}, \quad \sum_i w_{i,t} = 1$$

unde $w_{i,t}$ sunt ponderile oficiale din indice (din cel mai recent instantaneu disponibil; pentru emitenții intrați între două instantanee, din primul instantaneu care îi conține), renormalizate pe emitenții incluși în luna respectivă. Mediana descrie emitentul tipic și este robustă la valori extreme. Media ponderată este o medie aritmetică a unei mărimi cu valori extreme: în medie, circa jumătate din nivelul ei provine din emitenții cu pondere sub 2%. Din decembrie 2020, media ponderată se află sub mediană, cu o singură excepție, august 2021 (Figura 17). Poziția ei față de mediană nu măsoară însă concentrarea lichidității. Măsurat direct, mediana emitenților cu o pondere de cel puțin 5% se află sub mediana tuturor constituenților în toate cele 139 de luni: emitenții mari au fost, așadar, mai lichizi decât emitentul median pe tot eșantionul. Media ponderată a acestor emitenți (șase în iulie 2026) are în 2024–2026 opt dintre cele mai reduse zece valori lunare ale eșantionului, cu minimum în martie 2024.

Figura 17 Lichiditatea Amihud a constituenților indicelui BET (mediană și medie ponderată), $\ln(ILLIQ)$, frecvență lunară



Sursa: BVB (compoziția indicelui; prețurile și volumele Electrica în 2015–2018), Yahoo Finance (prețuri și volume zilnice); calcule ASF. Ultima observație: iulie 2026. Liniile verticale: martie 2020 (COVID), septembrie 2020 (reclasificarea FTSE Russell), iulie 2023 (listarea Hidroelectrică).

Indicatorul este nominal, deoarece valoarea tranzacționată este exprimată în lei curenți. Între ianuarie 2015 și iulie 2026, indicele armonizat al prețurilor de consum a crescut în România cu circa 72% (Eurostat), ceea ce reduce în timp, mecanic, nivelul indicatorului. În lei constanți, media ponderată are tot în decembrie 2025 minimul eșantionului, dar în iulie 2026 este practic la nivelul din ianuarie 2015. Mediana din 2025 este mai ridicată decât cea din 2015 chiar și în termeni nominali, iar în lei constanți diferența este mai mare. Raportate la capitalizarea pieței (normalizarea propusă de Acharya și Pedersen, 2005, aproximată aici prin indicele BET), nivelurile din 2025–2026 nu sunt minime. Comparațiile dintre începutul și sfârșitul eșantionului supraestimează, deci, îmbunătățirea lichidității.

Semnalele de alertă

Pentru monitorizare, logaritmul mediane se standardizează față de media și abaterea standard din fereastra rulantă a ultimelor 36 de luni, fără luna evaluată:

$$z_t = \frac{\ln \text{ILLIQ}_t^{\text{med}} - \mu_{t-1}^{(36)}}{\sigma_{t-1}^{(36)}}$$

Scorul se calculează începând cu ianuarie 2017; în 2017, fereastra disponibilă are între 24 și 35 de luni. Pragul de semnal este $|z| > 2$. Chiar în absența oricărei schimbări reale, un astfel de prag este depășit în circa 6% din luni pentru o serie fără autocorelare și în circa 8% pentru o serie la fel de persistentă ca aceasta, astfel încât o depășire izolată trebuie confirmată de celelalte dimensiuni ale lichidității.

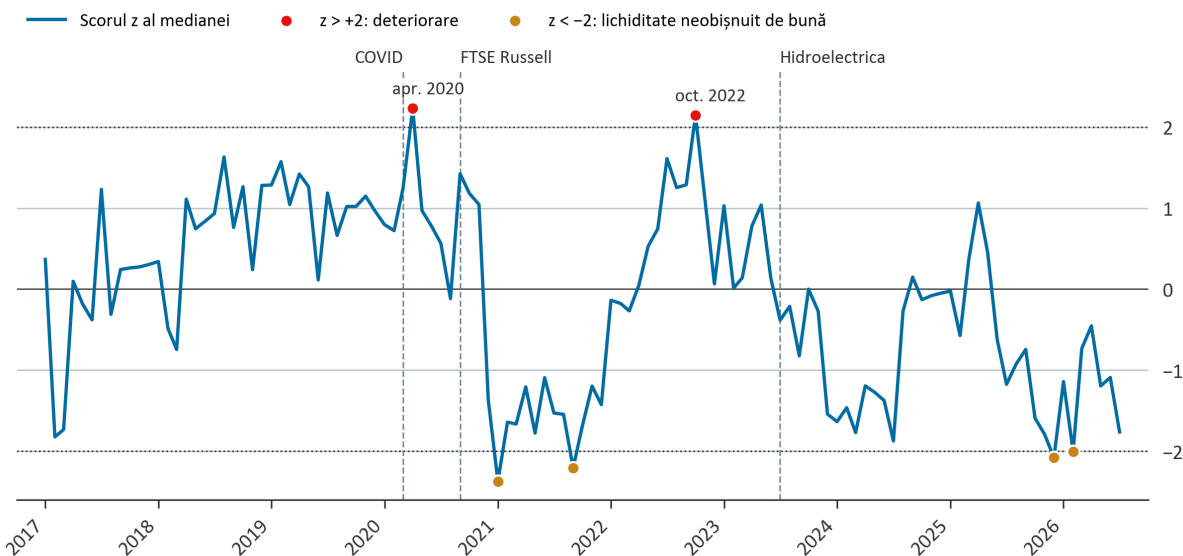
Nivelurile cele mai ridicate ale lichidității apar în perioadele 2019–2020 și 2022 (Figura 17). Maximul nominal al seriei este în octombrie 2022, care este și maximul în lei constanți. A doua valoare este iulie 2016, lună cu al doilea cel mai redus rulaj din eșantion; rulajele foarte mici din acea lună sunt confirmate de sumarele zilnice ale BVB.

Pe cele 115 luni pentru care scorul se poate calcula, acesta a depășit +2 de două ori (Figura 18). Prima depășire este în aprilie 2020 (2,23), lună în care intrarea TeraPlast în indice ridică mecanic mediana; fără ea, scorul ar fi fost 1,60. A doua este în octombrie 2022 (2,15), când rulajul constituenților a scăzut la jumătate față de septembrie. Depășirea din octombrie 2022 nu este însoțită de o creștere neobișnuită a costului de tranzacție estimat sau a proporției randamentelor zero (scorurile lor rămân sub +1), deci rămâne un semnal al impactului de preț neconfirmat de celelalte dimensiuni.

Depășiri în sens negativ, adică o lichiditate neobișnuit de bună față de ultimii trei ani, apar în ianuarie și septembrie 2021 și la trecerea dintre 2025 și 2026 (–2,08 în decembrie 2025 și –2,00 în februarie 2026, la limită). Cele din 2021 sunt în mare parte mecanice: fereastra de 36 de luni conține mai ales luni dinaintea scăderii din decembrie 2020, cu niveluri mai ridicate. Cele din 2025–2026 nu se explică astfel, deoarece fereastra lor conține mai ales luni de după iulie 2023; ele sunt însă la limită și dispar pe seria în lei constanți.

Figura 18 Illichiditatea în abateri standard față de fereastra rulată de 36 de luni (scorul z)

Abateri standard față de ultimele 36 de luni



Sursa: BVB (compoziția indicelui; prețurile și volumele Electrica în 2015–2018), Yahoo Finance (prețuri și volume zilnice); calcule ASF. Punctele roșii marchează depășirea pragului de +2 (deteriorare), cele portocalii depășirile pragului de -2; fereastra exclude luna evaluată.

Schimbări de nivel asociate evenimentelor de piață

Trei evenimente au fost testate prin variabile binare de nivel, într-o regresie cu constantă și trend liniar, cu erori standard robuste la autocorelare și heteroscedasticitate (Newey și West, 1987) (Tabel 5):

$$\ln \text{ILLIQ}_t^{\text{med}} = \alpha + \beta \frac{t}{12} + \delta_1 D_t^{\text{COVID}} + \delta_2 D_t^{\text{FTSE}} + \delta_3 D_t^{\text{H2O}} + \varepsilon_t$$

Fiecare variabilă binară D ia valoarea 1 începând cu luna evenimentului (martie 2020 pentru șocul COVID, septembrie 2020 pentru reclasificarea FTSE Russell, iulie 2023 pentru listarea Hidroelectrica) și valoarea 0 înainte. Pentru că variabilele se cumulează, fiecare coeficient măsoară schimbarea de nivel față de perioada imediat anterioară, nu față de perioada dinainte de 2020. δ_1 compară intervalul martie–august 2020 cu perioada anterioară, δ_2 compară perioada începând cu septembrie 2020 cu intervalul martie–august 2020, iar δ_3 compară perioada începând cu iulie 2023 cu intervalul septembrie 2020 – iunie 2023.

Tabel 5 Schimbări de nivel ale ilichidității în jurul a trei evenimente de piață

Eveniment	Data	Perioada de comparație	Coef. (ln)	Variație	t (HAC)	p (HAC)	p (simulare)
Șocul COVID (δ_1)	mar. 2020	față de perioada anterioară	+0,252	+29%	+1,28	0,20	0,53
Reclasificarea FTSE Russell (δ_2)	sep. 2020	față de mar.–aug. 2020	–0,732	–52%	–2,89	0,004	0,20
Listarea Hidroelectrică (δ_3)	iul. 2023	față de sep. 2020 – iun. 2023	–1,207	–70%	–4,59	<0,001	0,003
Trend (β), pe an	—	—	+0,194	+21%	+3,27	0,001	0,03

Notă: variabila dependentă este logaritmul medianeii ILLIQ; erori Newey–West cu 6 decalaje; $n = 139$ de luni; trendul este măsurat în ani ($t/12$); variația = $\exp(\text{coeficient}) - 1$. Reziduurile sunt autocorelate ($\hat{\rho}_1 = 0,56$); coloana „p (simulare)” dă probabilitatea obținută prin simulare cu erori AR(1), pe aceleași variabile explicative (20 000 de replici).

Sursa: BVB, calcule ASF.

În intervalul martie–august 2020, mediana ilichidității nu diferă semnificativ de tendința anterioară; pe șase luni testul are însă putere redusă (intervalul de încredere de 95% merge de la –12% la +89%). Mai mult de jumătate din coeficient vine din intrarea TeraPlast în indice: fără TeraPlast în tot eșantionul, el scade de la 0,252 la 0,11. Începând cu septembrie 2020, nivelul este cu circa 52% sub cel din martie–august 2020, după eliminarea trendului, dar diferența nu rezistă la o inferență care ține seama de persistența seriei ($p = 0,20$ în simulare). Suma $\delta_1 + \delta_2 = -0,48$ nu este semnificativă ($p = 0,14$), deci modelul nu arată un nivel mai mic decât înainte de 2020.

Începând cu iulie 2023, nivelul scade cu încă circa 70% față de perioada anterioară, iar scăderea rămâne semnificativă și în simulare ($p = 0,003$). Mărima ei depinde însă de trendul de +0,194 pe an, care reflectă în mare parte creșterea numărului de constituenți; fără trend, scăderea este de circa 47%. Schimbul Hidroelectrică–Alro explică doar o mică parte din ea: fără cei doi emitenți în tot eșantionul, coeficientul este –0,985 în loc de –1,207.

În estimarea pe emitent, cu efecte fixe, care elimină efectul schimbărilor de compoziție, scăderile sunt de circa 55% după septembrie 2020 și de circa 52% după iulie 2023. La cei nouă emitenți prezenți în indice pe toată perioada, schimbările sunt mult mai mici: în medie (efecte fixe), +2% după septembrie 2020 și –32% după iulie 2023, iar mediana lor nu își schimbă semnificativ nivelul la niciuna dintre date (+2%, respectiv –4%). Scăderile nu sunt, deci, generale, iar cea din 2020 vine în întregime de la emitenții intrați ulterior în indice. Coeficientul pentru Hidroelectrică rămâne practic același dacă evenimentul se mută în august sau în octombrie 2023 (–1,220, respectiv –1,229), ceea ce arată și că testul nu poate data precis scăderea: mediana coboară treptat în 2023, cu cel mai mare pas lunar în decembrie 2023.

Rezultatele arată că nivelul ilichidității s-a schimbat în jurul acestor date, nu că evenimentele au cauzat schimbarea. Motivele sunt patru. Mai întâi, evenimentele au fost alese ex post, cu evoluția seriei cunoscută, deci testele nu sunt independente de date. Apoi, scăderea asociată reclasificării FTSE Russell se produce abia în decembrie 2020 – ianuarie 2021, la trei luni după intrarea ei în vigoare (21 septembrie 2020), iar cea mai mare scădere de după listarea Hidroelectrică apare în decembrie 2023, la cinci luni după listare. În plus, reclasificarea a adus în indicii FTSE All-World doar două acțiuni românești, Banca Transilvania și Nuclearelectrica, care nu pot determina singure mediana. În sfârșit, două dintre datele alese coincid cu modificări ale compoziției indicelui BET, care mută mecanic mediana: includerea TeraPlast (23 martie 2020;

în serie din aprilie 2020, în intervalul asociat șocului COVID) și intrarea Hidroelectrică, concomitent cu ieșirea Alro, la 12 iulie 2023.

Controlul volatilității

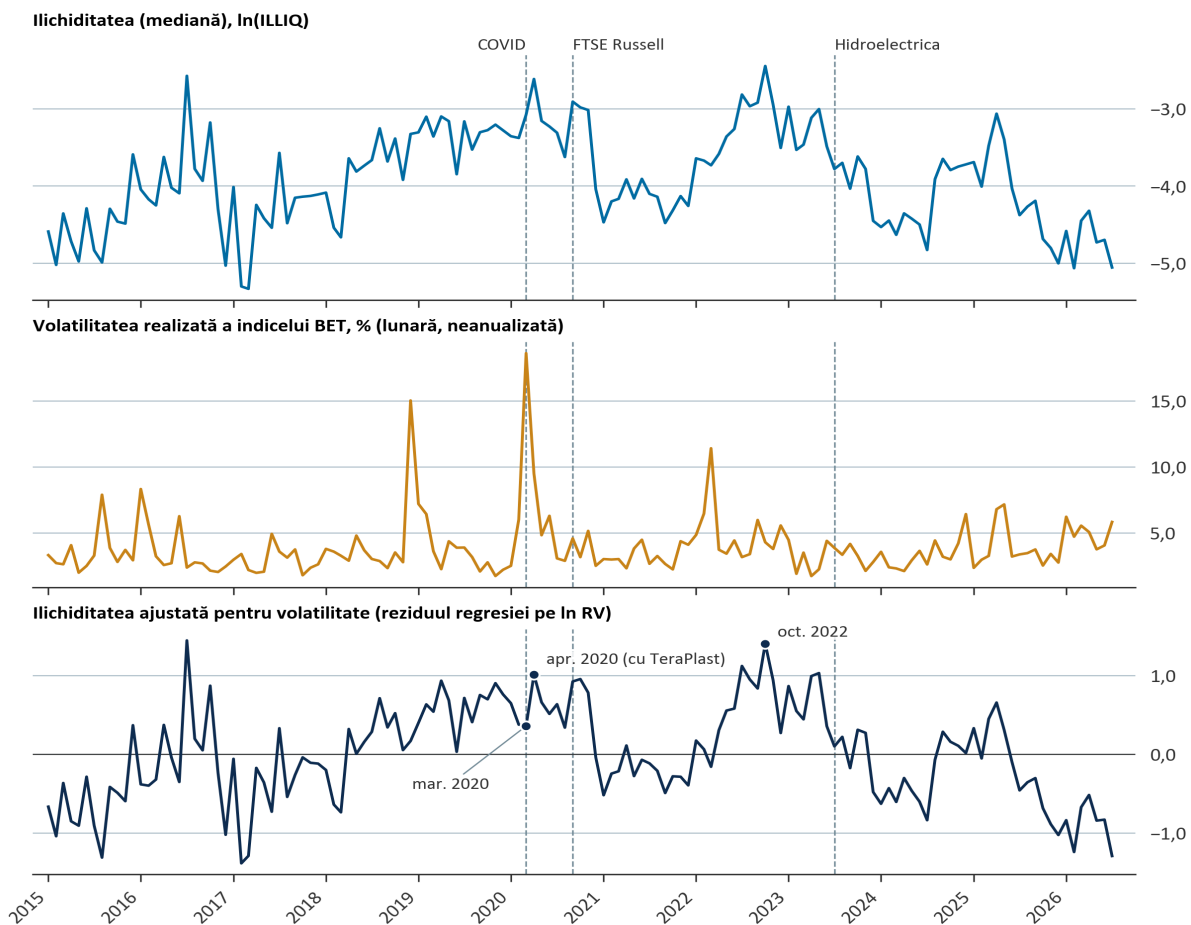
Prin construcție, numărătorul indicatorului (randamentul absolut) leagă mecanic ILLIQ de volatilitate: în perioadele de stres, indicatorul crește chiar dacă volumul rămâne constant. Pentru a separa cele două efecte, alături de ILLIQ se raportează volatilitatea realizată lunară a indicelui BET, unde $r_{BET,d} = \ln(BET_d/BET_{d-1})$:

$$RV_t = \sqrt{\sum_{d \in t} r_{BET,d}^2}$$

și seria ajustată pentru volatilitate, adică reziduul u_t al regresiei:

$$\ln ILLIQ_t^{\text{med}} = a + b \ln RV_t + u_t$$

Figura 19 Controlul volatilității: ILLIQ, volatilitatea realizată și seria ajustată pentru volatilitate



Notă: Volatilitatea realizată este calculată din închiderile zilnice ale indicelui BET (lunară, neanualizată). Seria ajustată este reziduul regresiei ln ILLIQ pe ln RV, estimată pe tot eșantionul; în aprilie 2020, ea include efectul mecanic al intrării TeraPlast în indice (circa 0,3).

Sursa: BVB, calcule ASF.

La frecvență lunară, legătura dintre cele două serii este slabă ($b = 0,28$; $R^2 = 0,035$), iar b este estimat imprecis (intervalul de încredere de 95% merge de la circa 0 la 0,59). Rezultatul trebuie citit cu prudență: volatilitatea indicelui aproximează imperfect volatilitatea fiecărui emitent, iar volumul tranzacționat crește odată cu volatilitatea, ceea ce atenuează legătura. Regresia este estimată pe tot eșantionul, deci seria ajustată servește la diagnostic, nu la monitorizarea în timp real (Figura 19).

În martie 2020, rulajul constituenților a crescut cu circa 70%, iar indicatorul brut a urcat doar pentru că variațiile de preț au crescut mai mult decât rulajul; seria ajustată practic nu se modifică. Creșterea indicatorului a reflectat, deci, volatilitatea, nu o retragere a lichidității. În aprilie 2020, fără efectul intrării TeraPlast în indice (circa 0,3), seria ajustată este aproape de nivelul din ianuarie (0,70, față de 0,65), deci nu indică o deteriorare întârziată; nici cu acest efect nu depășește pragul de alertă (scorul ei este 1,7). În octombrie 2022, episodul se menține și după ajustare: este a doua cea mai mare valoare a seriei ajustate.

Alte dimensiuni ale lichidității

Impactul de preț este doar una dintre dimensiunile lichidității. Din aceleași date zilnice se construiesc încă două.

Costul de tranzacție se estimează cu metoda Corwin și Schultz (2012), din prețurile maxime și minime zilnice. Metoda se aplică atunci când nu sunt disponibile cotații bid-ask: datele istorice publicate de BVB conțin prețurile maxime și minime zilnice, dar nu și cotațiile. Amplitudinea zilnică dintre maxim și minim reflectă atât volatilitatea, cât și spread-ul: componenta de varianță crește proporțional cu intervalul de timp, iar componenta de spread nu. Comparând amplitudinea pe o zi cu amplitudinea pe două zile consecutive, cele două componente se pot separa.

Pentru perechea de zile consecutive ($d, d + 1$):

$$\begin{aligned}\beta_d^{CS} &= \left[\ln \frac{H_d}{L_d} \right]^2 + \left[\ln \frac{H_{d+1}}{L_{d+1}} \right]^2 \\ \gamma_d^{CS} &= \left[\ln \frac{H_{d,d+1}}{L_{d,d+1}} \right]^2 \\ \alpha_d^{CS} &= \frac{\sqrt{2\beta_d^{CS}} - \sqrt{\beta_d^{CS}}}{3 - 2\sqrt{2}} - \sqrt{\frac{\gamma_d^{CS}}{3 - 2\sqrt{2}}} \\ S_d &= \frac{2(e^{\alpha_d^{CS}} - 1)}{1 + e^{\alpha_d^{CS}}}\end{aligned}$$

unde H și L sunt prețurile maxime și minime zilnice, $H_{d,d+1}$ și $L_{d,d+1}$ sunt maximul și minimul pe cele două zile, iar S_d este spread-ul relativ estimat. Estimările negative se trunchiază la zero, iar media lunară se calculează pe toate perechile de zile consecutive de tranzacționare (cu un decalaj calendaristic de cel mult 5 zile), cu minimum 10 perechi pe lună; la nivelul pieței se raportează mediana emitentilor. Ajustarea pentru variațiile de preț peste noapte, propusă de autori, nu a fost aplicată. Pe acțiunile BVB estimatorul este instabil (circa 35% dintre estimările zilnice sunt negative și trunchiate la zero) și crește odată cu volatilitatea (corelația de rang cu volatilitatea realizată a indicelui este 0,47), așa că nivelurile lui se citesc ca indicație, nu ca măsură exactă a spread-ului.

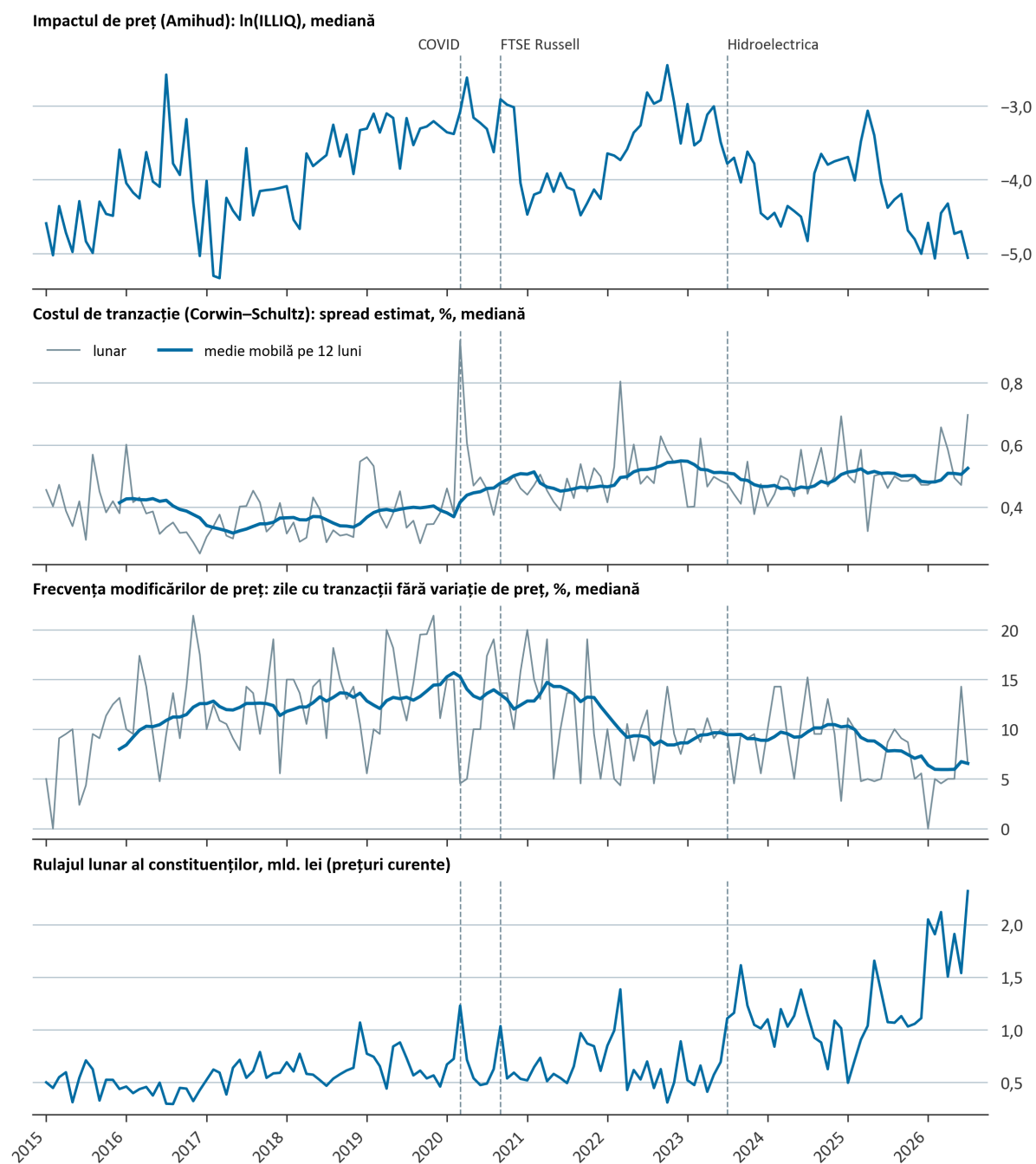
Frecvența modificărilor de preț se măsoară prin proporția zilelor cu tranzacții în care prețul nu se schimbă (mediana emitenților). Proporția este mai mare la emitenții cu rulaj redus (corelația de rang cu rulajul, pe emitent și lună, este $-0,33$) și scade când volatilitatea crește ($-0,39$), astfel că nu poate confirma singură un episod de stres. Emitentul median din BET se tranzacționează în fiecare zi a lunii, deci proporția zilelor fără tranzacții nu aduce informație. Proporția randamentelor zero stă la baza estimatorului de cost de tranzacție propus de Lesmond, Ogden și Trzcinka (1999).

Corelațiile de rang (Spearman) dintre nivelurile lunare sunt slabe sau moderate ($0,09$ între Amihud și Corwin–Schultz; $0,14$ între Amihud și proporția zilelor cu randament zero; $-0,43$ între Corwin–Schultz și proporția zilelor cu randament zero), iar pe variațiile lunare sunt și mai mici ($0,02$; $-0,02$; $-0,31$). Cele trei măsuri nu se pot înlocui una cu alta: corelațiile slabe reflectă atât aspecte diferite ale lichidității, cât și imprecizia estimatorilor, iar costul de tranzacție și proporția randamentelor zero reacționează în sens opus la volatilitate. Evoluțiile lor diferă (Figura 20):

- costul de tranzacție a atins maximul în martie 2020 și a crescut după 2020; creșterea se menține după eliminarea efectului volatilității și pe emitenții prezenți în indice pe toată perioada (media lor lunară urcă de la $0,34\%$ în 2017–2019 la $0,47\%$ în 2020–2026); media din ianuarie–iulie 2026 este, alături de cea din 2022, cea mai ridicată din eșantion, iar iulie 2026 este a treia lună ca nivel; o parte din acest nivel reflectă volatilitatea ridicată din 2026, comparabilă cu cea din 2022;
- proporția zilelor fără variație de preț a crescut până în 2019, apoi a scăzut, cu o revenire temporară în 2024;
- impactul de preț a scăzut în etape (sfârșitul anului 2020, 2023), fără o legătură strânsă cu rulajul lunar (corelația de rang este $-0,23$).

Divergențele dintre dimensiuni sunt ele însele informație de monitorizare: în 2026, impactul de preț este redus, dar costul de tranzacție estimat este ridicat.

Figura 20 Trei dimensiuni ale lichidității și rulajul lunar al constituenților



Sursa: BVB, calcule ASF

Implicații pentru stabilitatea financiară

Nivelul nominal ridicat al lichidității pieței de acțiuni nu contrazice evaluarea din tabloul riscurilor la nivel național (secțiunea 2.4), unde riscul de lichiditate are tendință de creștere. Nivelul actual al lichidității nu garantează lichiditatea în condiții de stres: lichiditatea de piață poate dispărea brusc atunci când intermediarii care o furnizează își pierd finanțarea (Brunnermeier și Pedersen, 2009). Un astfel de episod nu apare în eșantion: în martie 2020 rulajul a crescut, iar în octombrie 2022 a scăzut fără o creștere a volatilității. Două trăsături ale pieței românești pot amplifica acest risc: rulajul este concentrat în puțini emitenți (în 2026, cei cinci cu cel mai mare rulaj realizează circa 70% din rulajul constituenților), iar costul de tranzacție estimat a crescut după 2020.

Canalul de transmisie către sectorul nebancaar trece prin evaluarea portofoliilor. La 30 iunie 2026, fondurile de pensii private (Pilonul II și Pilonul III) dețineau 28,8% din active în acțiuni, iar, potrivit capitolului 5, 90% din această componentă este concentrată în zece companii dintre cele mai tranzacționate la Bursa de Valori București. Fondurile sunt în faza de acumulare și nu sunt vânzători forțați (capitolul 5 evaluează riscul lor de lichiditate ca scăzut), dar lichiditatea acestor emitenți determină costul la care își pot reechilibra portofoliile în condiții de stres.

Pentru monitorizare, semnalul relevant este revenirea scorului z în teritoriu pozitiv, de exemplu o valoare peste +1 timp de trei luni consecutive sau peste +2 într-o singură lună, confirmată de costul de tranzacție (de exemplu, scorul z al costului peste +1 în aceeași lună). Aplicată retroactiv, componenta bazată pe scorul z s-ar fi activat în februarie–mai și noiembrie 2019, aprilie și noiembrie 2020 și septembrie–noiembrie 2022, de 10 ori în total, cât ar produce în medie și o serie la fel de persistentă fără nicio schimbare reală (9,5 activări). Regula trebuie judecată, deci, după episoadele pe care le semnalează, nu după frecvența semnalelor.

3.2.3. Riscul de contagiune la nivelul pieței de capital din România

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.

Creșterea indicelui de contagiune are implicații pentru riscul sistemic. Astfel valorile în creștere indică reducerea segmentării piețelor, creșterea vulnerabilității sistemice precum și scăderea potențialului de diversificare. Regula empirică de interpretare a contagiunii se bazează pe intuiția ca indicii tind să se miște împreună atunci când crește aversiunea la risc.

Luna august a ieșit însă din acest tipar. Indicele de conectivitate totală a crescut constant începând cu 7 august, iar indicele de contagiune a ajuns la 66,1% la 24 august 2026. În același timp, indicele VSTOXX a scăzut cu 9,3% față de luna iulie și a atins minimul perioadei analizate chiar la 14 august, în timp ce conectivitatea continua să crească. În aceeași zi, VIX a înregistrat minimul anului 2026.

Prin urmare, creșterea conectivității într-un context de reducere a costului protecției împotriva riscului nu indică, în sensul clasic, un episod de contagiune. Mai degrabă, configurația este compatibilă cu un proces de *re-pricing* sincronizat.

În graficul următor este prezentată dinamica indicelui de contagiune⁷ în perioada septembrie 2025-august 2026.

Figura 21 Indicele de conectivitate totală (TCI) al celor șapte piețe bursiere și tendința Hodrick–Prescott, septembrie 2025 – august 2026



Sursa: Trading Economics, calcule ASF

⁷ 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 randamentele indicilor bursieri pe baza unui model Vector Autoregresiv (VAR) cu 10 pași de prognoză pentru o fereastră de estimare de 60 de zile prin însumarea erorii varianței de prognoză a indicilor.

Randamentul obligațiunilor germane Bund la zece ani a crescut cu 13 puncte de bază față de iulie, atingând 3,275%, cel mai ridicat nivel din ultimii cincisprezece ani. Mișcarea ascendentă s-a concentrat în special în perioada 14–19 august. În același timp, indicele Euribor la trei luni a crescut cu 25 de puncte de bază. În sondajul Reuters din 13 august, 57 dintre cei 69 de economiști chestionați anticipau o majorare a dobânzii de politică monetară a BCE în septembrie.

Pe segmentul energetic, prețul gazului TTF a crescut cu 13,9% într-o singură lună, atingând niveluri care nu mai fuseseră observate din ianuarie 2023. Astfel, costul finanțării și costul energiei s-au deplasat simultan în aceeași direcție pentru toate cele șapte piețe analizate.

Reacția sincronizată a piețelor, în absența unei creșteri corespunzătoare a indicatorilor de frică, sugerează mai degrabă acțiunea unui factor comun decât o transmitere determinată de panică. Descompunerea varianței este compatibilă cu această interpretare: contribuțiile încrucișate cresc relativ uniform, iar indicele de contagiune urmează o traiectorie aproape liniară, fără salturi pronunțate.

Din perspectiva stabilității financiare, configurația observată în august reprezintă o formă discretă, dar relevantă, de vulnerabilitate. Corelațiile dintre piețe se consolidează într-un moment în care protecția împotriva riscului este relativ ieftină, iar atenția investitorilor este redusă de perioada sezonieră de vacanță. În cazul producerii unui șoc real în toamnă, rețeaua financiară este deja configurată pentru o transmitere rapidă a acestuia, cu un difuzor dominant și un singur nod care absoarbe o parte semnificativă a șocurilor.

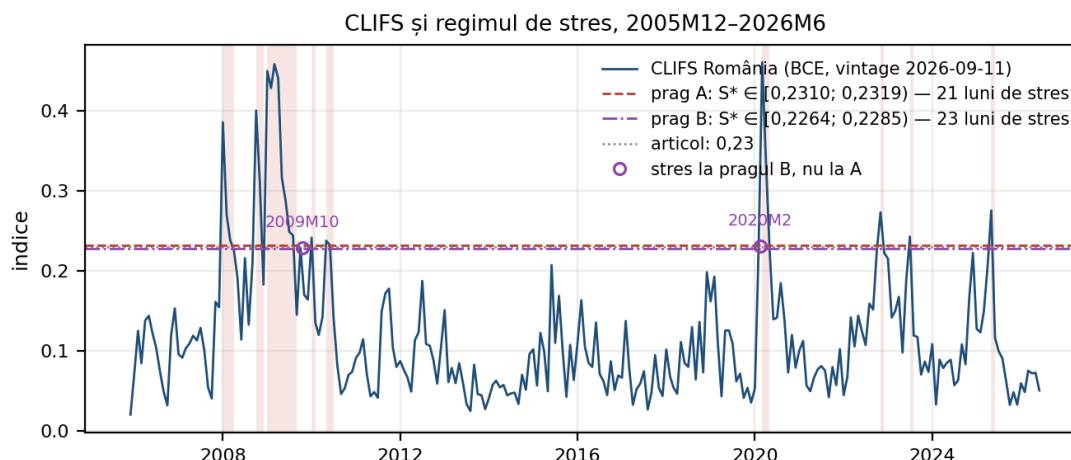
3.2.4. Stresul financiar sistemic și propagarea șocurilor către economia reală

Există un nivel al stresului pe piețele financiare românești peste care economia funcționează diferit? Și cum se transmite, în acest regim, un șoc din sistemul financiar către activitatea economică și încredere? Răspunsul contează pentru evaluarea stabilității financiare: un șoc de aceeași mărime poate rămâne fără efect vizibil în perioadele calme și poate afecta producția în perioadele de tensiune.

Stresul financiar este măsurat prin indicele CLIFS, calculat de BCE pentru România. Indicele agregă tensiunile de pe piața acțiunilor, a titlurilor de stat și cea valutară și ține cont de corelația dintre ele (Duprey, Klaus și Peltonen, 2015). Analiza folosește un model VAR bayesian cu prag (Threshold Bayesian VAR) cu șapte variabile: PIB, credit, inflație, dobânda la 3 luni, curs de schimb, încrederea economică și CLIFS. Economia trece în regimul de stres atunci când CLIFS depășește un prag estimat din date, iar fiecare regim are propria dinamică și propria volatilitate a șocurilor. Analiza din acest capitol modifică și extinde studiul lui Copaciu și Horobeț (2022) pe date din surse oficiale (BCE, Eurostat), pentru perioada decembrie 2005 – iunie 2026.

Stresul sistemic apare rar, în episoade scurte. Pragul estimat se situează în jurul valorii de 0,23 a indicelui CLIFS (între 0,226 și 0,232, în funcție de specificația modelului), aceeași valoare ca în studiul original. Între decembrie 2005 și iunie 2026, CLIFS a depășit pragul în 21 de luni, grupate în nouă episoade cu durata medie de circa două luni și durata maximă de opt luni (Figura 21). Cea mai lungă perioadă de stres este ianuarie–august 2009. Celelalte episoade sunt ianuarie–martie și octombrie–noiembrie 2008, ianuarie și mai–iunie 2010, martie–aprilie 2020 și trei luni izolate: noiembrie 2022, iulie 2023 și mai 2025. Pe întreaga serie disponibilă, din martie 2002, lunile de stres reprezintă 7,5% din total.

Figura 22 Indicele CLIFS și lunile de stres sistemic, 2005–2026



Sursa: Eurostat, calcule ASF

Notă: Liniile orizontale marchează pragul estimat în două specificații ale modelului: pragul A corespunde specificației din studiul original, pragul B, unei variante alternative a modelului. Cele două clasificări diferă doar prin octombrie 2009 și februarie 2020. Zonele umbrite indică lunile de stres la pragul A.

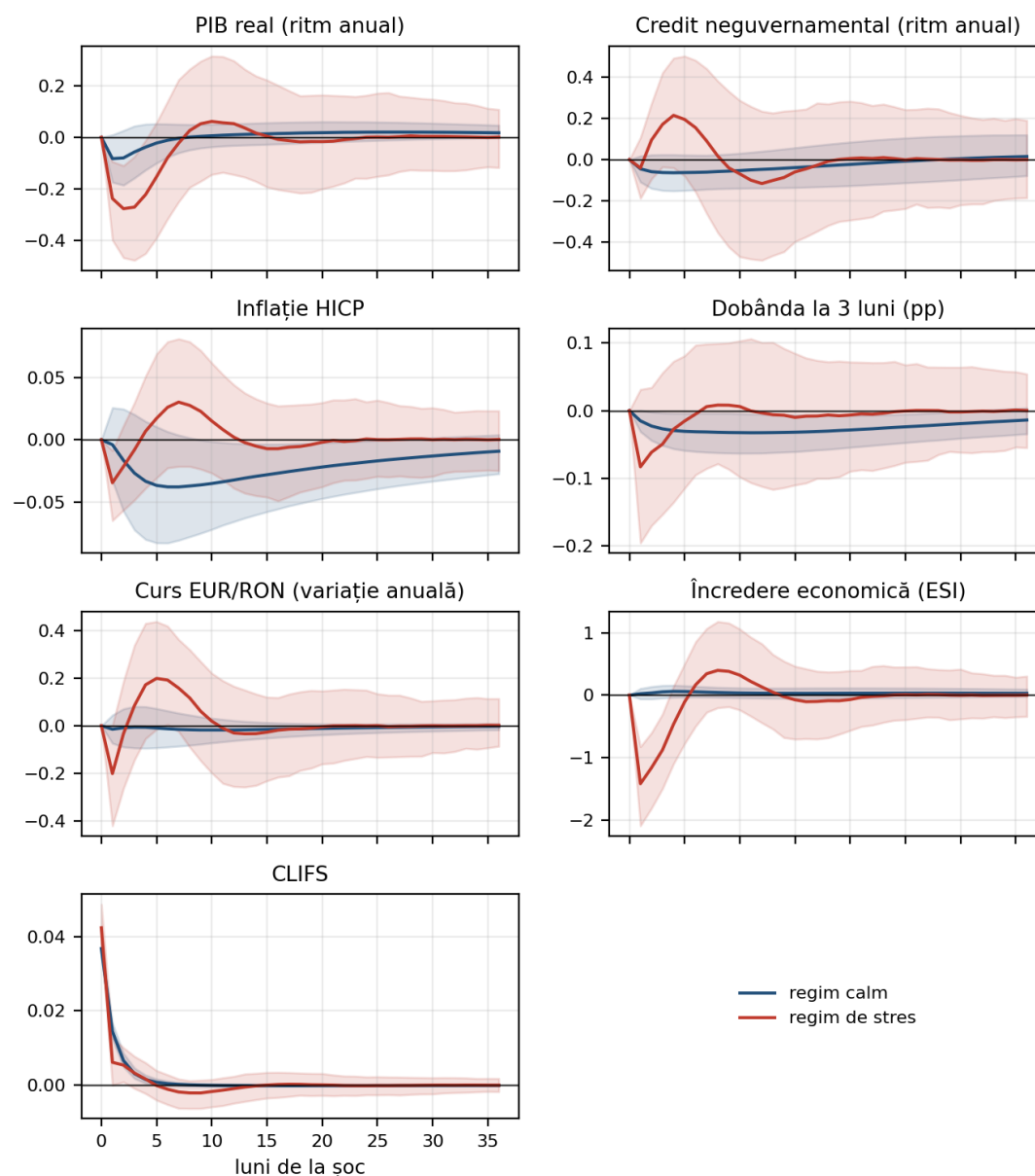
Sursa: Eurostat, calcule ASF.

În regimul de stres, șocurile sunt mai mari. Când CLIFS este peste prag, volatilitatea șocurilor crește de aproape patru ori pentru dobânda la 3 luni și pentru încrederea economică, de circa două ori pentru cursul de schimb și cu un sfert până la o jumătate pentru credit. Inflația este, în schimb, mai puțin volatilă în perioadele de stres. Pentru PIB, datele nu permit o concluzie privind diferența de volatilitate dintre regimuri.

Un șoc financiar ajunge la economia reală numai în regimul de stres, și o face rapid. O creștere neanticipată a stresului financiar, de o abatere standard a CLIFS, reduce ritmul anual de creștere a PIB cu 0,28 puncte procentuale după două luni atunci când economia se află deja în regim de stres. Intervalul care conține 68% din distribuția estimată este 0,11–0,47 puncte procentuale, iar probabilitatea unei scăderi este de 95%. Încrederea economică scade încă din prima lună, cu circa 1,4 puncte ale indicatorului de sentiment economic. În regimul calm, același șoc nu are un efect distinct de zero asupra PIB (Figura 22).

Scăderea PIB în regimul de stres apare în toate variantele testate ale modelului, cu mărimi între 0,2 și 0,7 puncte procentuale. Rezultatul presupune însă că celelalte variabile nu reacționează la stresul financiar în aceeași lună; fără această ipoteză, efectul nu mai este distinct de zero. Inflația scade ușor în prima lună, după care efectul nu mai are un semn stabil.

Figura 23 Răspunsul economiei la un șoc de stres financiar, pe regimuri



Notă: Răspunsuri la o creștere a CLIFS cu o abatere standard. Linia continuă este mediana, iar zona umbră conține 68% din distribuția estimată. Roșu: regimul de stres; albastru: regimul calm. Răspunsurile presupun că economia rămâne în regimul respectiv; pentru regimul de stres se interpretează numai primele trei luni, orizont comparabil cu durata episoadelor observate.

Sursa: Eurostat, calcule ASF

Transmisia politicii monetare. În regimul calm, o creștere cu 1 punct procentual a dobânzii la 3 luni reduce ritmul anual de creștere a PIB cu circa 1 punct procentual după cinci luni, rezultat prezent în toate variantele modelului. În regimul de stres, mărimea efectului nu poate fi estimată cu precizie. Analiza nu susține, prin urmare, concluzia că transmisia monetară ar fi mai puternică sau mai slabă în perioadele de stres.

Valoarea pragului coincide cu cea din Copaciu și Horobeț (2022), dar clasificarea lunilor diferă. Pe aceeași perioadă (martie 2002 – septembrie 2021), seria CLIFS disponibilă în prezent depășește 0,23 în 20 de luni, față de 35 de luni în studiul original, deoarece BCE a revizuit retroactiv indicele; episoadele din 2012 și 2015 nu mai apar.

Rezultatul original potrivit căruia inflația crește după un șoc de stres financiar nu se regăsește în datele actuale. Nici studiul original, nici analiza de față nu identifică o diferență a transmisiei monetare între regimuri.

În iulie 2026, CLIFS era 0,079, iar prima valoare publicată pentru august 2026 este 0,137. Ambele sunt sub prag, deci sistemul financiar românesc se află în regim calm. Revizuirile BCE ale seriei între 11 și 29 septembrie 2026 au modificat 142 din 293 de valori lunare, cu cel mult 0,0015, fără a schimba clasificarea vreunei luni.

Analiza oferă o datare reproductibilă a episoadelor de stres sistemic din România, bazată pe un indicator publicat de BCE și actualizabilă lunar. Rezultatul principal este că șocurile de pe piețele financiare ajung la activitatea economică și la încredere în principal atunci când stresul este deja ridicat, iar efectul se manifestă în primele luni. În afara episoadelor de stres, tensiunile de pe piețele financiare nu se transmit vizibil către PIB.

Impactul estimat al unui șoc financiar depinde, prin urmare, de regimul în care se află sistemul.

Limite analizei depinde de poziția exactă a pragului depinde de ipotezele de modelare, iar zecimalele sale nu trebuie interpretate ca rezultat. Regimul de stres are puține observații (21–23 de luni), ceea ce face estimările din acest regim mai puțin precise decât cele din regimul calm. Clasificarea este ex post: CLIFS se publică cu o întârziere de una–două luni și este revizuit retroactiv de BCE.

4. Stabilitatea pieței asigurărilor

Structura portofoliilor societăților de asigurare autorizate local rămâne similară, remarcându-se orientarea asigurătorilor către investiții în instrumente cu venit fix, în principal obligațiuni guvernamentale. Valoarea totală a investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF (incluzând activele deținute pentru contractele unit-linked) era de 41,6 miliarde lei la finalul lunii iunie 2026, în creștere cu circa 8% comparativ cu finalul anului 2025 (38,5 miliarde lei). Plasamentele în titluri de stat dețin o pondere de circa 61% din investițiile totale, fiind urmate de investițiile în fonduri de investiții (aproximativ 16%) și de deținerile de numerar și depozite (7%). În acest context, expunerea societăților față de riscul de rată a dobânzii rămâne semnificativă. Pe de altă parte, investițiile asigurătorilor în acțiuni rămân limitate ca pondere în valoarea totală a plasamentelor, astfel că societățile au o expunere mai redusă la riscul de scădere a prețului acțiunilor.

Din punct de vedere al interconexiunilor și riscului de credit, principala expunere a asigurătorilor locali rămâne față de Ministerul Finanțelor. Valoarea investițiilor în obligațiuni guvernamentale se situa la circa 25,5 miliarde lei la 30 iunie 2026, în creștere cu 6% față de finalul anului 2025, 98% din plasamentele în titluri de stat având un nivel de calitate a creditului de 3, similar unui rating BBB, ceea ce indică un risc de credit mediu. Această evaluare este determinată de ratingul suveran al României, menținut de toate cele trei agenții majore la cel mai scăzut nivel din categoria investment grade (BBB-/Baa3), cu perspectivă negativă⁸. O potențială deteriorare a ratingului de țară poate conduce la creșterea costului de finanțare și, implicit, a randamentelor așteptate de investitori, ceea ce poate determina o scădere a valorii de piață a titlurilor de stat deținute de asigurători.

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

La nivelul pieței asigurărilor, indicatorul de lichiditate s-a menținut supraunitar în cazul tuturor societăților la finalul lunii iunie 2026, înregistrând uşoare scăderi față de finalul anului 2025: 2,83 pentru activitatea de asigurări generale (2,95 în decembrie 2025) și 3,5 pentru asigurările de viață (3,6 în decembrie 2025). Evoluția reflectă creșterea mai rapidă a obligațiilor pe termen scurt comparativ cu avansul activelor lichide. În cazul asigurărilor generale, activele lichide au crescut cu circa 6%, până la 21,3 miliarde lei, în timp ce rezerva brută de daune avizate a avansat cu aproximativ 10%, de la 6,8 miliarde lei la 7,5 miliarde lei.

La finalul semestrului I 2026, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare totală de circa 30 miliarde lei, conform regimului Solvabilitate II, în creștere cu aproximativ 24% față de perioada similară din anul anterior. Rezervele tehnice brute constituite pentru asigurările generale au însumat 18 miliarde lei (60% din total, +24% față de finalul semestrului I 2025), iar cele aferente asigurărilor de viață circa 12 miliarde lei (40% din total, +25%).

⁸ Ratingul a fost reconfirmat de Fitch la începutul lunii august 2026 și de Moody's la 7 august 2026, ambele agenții invocând riscurile de implementare asociate procesului de consolidare fiscală.

Din perspectiva transferului de risc, în semestrul I 2026 aproximativ 18% din primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale au fost cedate în reasigurare, gradul de cedare variind, la nivel individual, între 0% și 56%. În cazul asigurărilor de viață, unde societățile rețin în mod tradițional o parte mult mai mare din riscul subscris, gradul de cedare în reasigurare a variat între 0,1% și 61%.

În acord cu practicile la nivel european și internațional, ASF a continuat să monitorizeze expunerea societăților autorizate de ASF față de activele alternative/netraționale și sectorul imobiliar. Preocuparea este împărtășită la nivel internațional: EIOPA a abordat această temă în raportul de stabilitate financiară din iunie 2026, apreciind totodată că expunerile asigurătorilor din Spațiul Economic European față de creditul privat rămân limitate, iar IAIS semnalează, în actualizarea de mijloc de an a Global Insurance Market Report (iulie 2026), că alocările crescute către active nelichide reprezintă una dintre sursele de presiune asupra lichidității asigurătorilor la nivel global.

În ceea ce privește investițiile în active alternative, valoarea acestora a continuat să crească (+21%) la finalul semestrului I 2026 (3,1 miliarde lei) comparativ cu finalul anului precedent (2,5 miliarde lei), avansul fiind semnificativ și în raport cu finele anului 2024, când plasamentele în active alternative se situau la 873 milioane lei. Ca pondere la nivelul întregii piețe a asigurărilor, investițiile asigurătorilor în active alternative se situau la 7,4% din valoarea totală a plasamentelor, în creștere față de 6,6% la finalul anului 2025. Pe categorii de societăți, cea mai mare expunere față de activele alternative ca pondere în investițiile totale pe segmentul respectiv o dețineau societățile de asigurări generale (7,9%), urmate de societățile compozite (7,8%). Valoarea investițiilor societăților de asigurări de viață în active alternative reprezenta 6,2% din totalul plasamentelor aferente acestor categorii de societăți. Pe clase de active, cea mai mare expunere este față de alte investiții (50%), împrumuturi negarantate (35%) și acțiuni nelistate (9%).

Pe de altă parte, expunerea față de sectorul imobiliar rămâne limitată, cu investiții totale în valoare de 768 milioane lei la 30 iunie 2026 (707 milioane lei la finalul anului 2025), reprezentând 1,8% din valoarea totală a plasamentelor asigurătorilor, pondere nemodificată față de finalul anului precedent. Societățile de asigurare locale investesc preponderent în terenuri și clădiri (property), ce dețin o pondere de 97% în totalul investițiilor în sectorul imobiliar, iar din investițiile totale în sectorul imobiliar 83% reprezintă plasamente în active deținute pentru uz propriu. Societățile ce practică asigurări generale și cele compozite au investit mai mult în sectorul imobiliar, înregistrând ponderi de 4,1%, respectiv 1,9% în valoarea totală a plasamentelor acestora, în timp ce societățile de asigurări de viață dețin o expunere scăzută (0,4%) față de imobiliare.

Contextul european și internațional rămâne unul de reziliență a sectorului, dar cu vulnerabilități în acumulare. Potrivit EIOPA (Financial Stability Report, iunie 2026), primele brute subscrise în Spațiul Economic European au continuat să crească în anul 2025, însă într-un ritm mai lent decât în 2024: +5,2% pentru asigurările generale (809 miliarde EUR) și +7,5% pentru asigurările de viață (816 miliarde EUR), raportul dintre primele brute subscrise și PIB rămânând stabil la aproximativ 8,3%. Profitabilitatea s-a menținut robustă, cu o valoare mediană a rentabilității activelor de 0,7% și cu rate combinate brute mediane situate sub 100% pentru toate liniile de afaceri. Tabloul de bord al riscurilor publicat de EIOPA la 30 iulie 2026 menține majoritatea categoriilor de risc la nivel mediu, însă riscurile de digitalizare și cele

cibernetice au fost ridicate la nivel înalt, pe fondul dezvoltărilor în domeniul inteligenței artificiale de frontieră, al tensiunilor geopolitice și al expunerilor crescute din subscrierea riscurilor cibernetice.

La rândul său, Banca Centrală Europeană semnalează în Financial Stability Review (mai 2026) vulnerabilități persistente la nivelul intermediarilor financiari nebancari: evaluări ale portofoliilor care se mențin ridicate față de standardele istorice, rezerve de lichiditate insuficiente în perioade de volatilitate accentuată și necorelări de lichiditate la nivelul fondurilor deschise de investiții, precum și expuneri orientate preponderent către active denuminate în dolari SUA. BCE avertizează totodată asupra riscului de reevaluare a riscului suveran în statele cu grad ridicat de îndatorare din zona euro, care poate fi declanșat inclusiv prin propagarea dinspre piețele globale ale titlurilor de stat — element cu relevanță directă pentru asigurătorii locali, având în vedere concentrarea portofoliilor acestora în titluri de stat românești.

IAIS a constatat, în actualizarea de mijloc de an a Global Insurance Market Report (iulie 2026), poziții relativ stabile de solvabilitate, lichiditate și profitabilitate la nivel global la finalul anului 2025, dar și o ușoară creștere a scorurilor agregate de risc sistemic ale grupurilor de asigurare incluse în eșantion față de finalul anului 2024, cele mai importante majorări fiind consemnate la componentele privind lichidarea activelor și interconectarea.

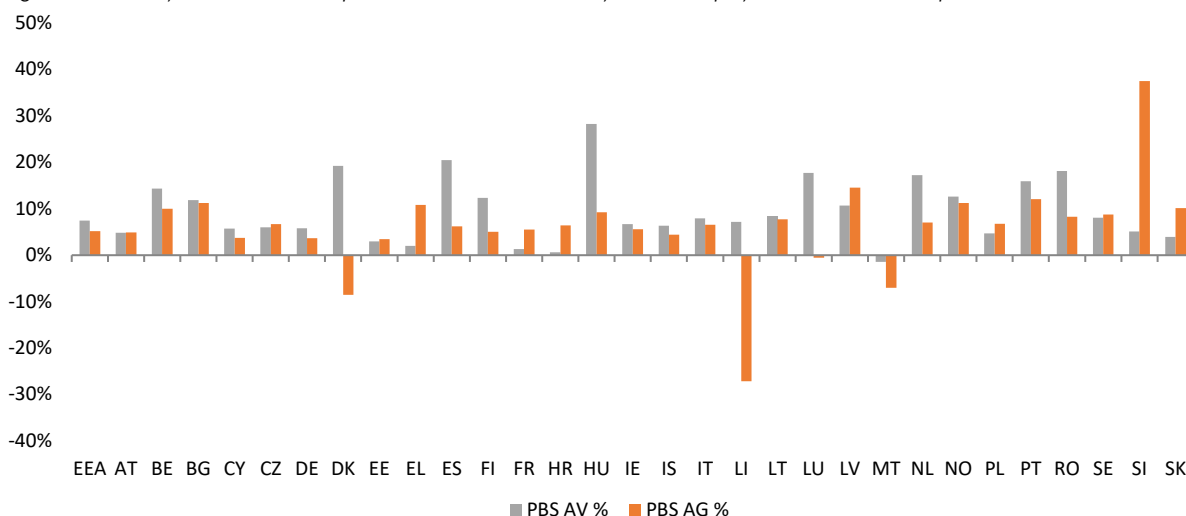
4.1. Piața asigurărilor în context european

Subscriere

Conform raportului de stabilitate financiară publicat de EIOPA (iunie 2026), în anul 2025, primele brute subscrise (PBS) au continuat să crească atât pentru segmentul asigurărilor de viață, cât și pentru asigurările generale în Spațiul Economic European (SEE), însă într-un ritm mai lent comparativ cu anul 2024. Primele subscrise pentru asigurările generale au crescut cu 5,2% față de anul precedent (8,3% în 2024), ajungând la 809 miliarde EUR. Dezvoltarea în statele membre este eterogenă, cu contracții observate pe piețe precum Liechtenstein (-27,2%), Danemarca (-8,6%) și Malta (-7,0%). Majoritatea celorlalte țări au înregistrat rate de creștere moderate, sub 15%, cu excepția Sloveniei (37,5%).

Primele brute subscrise pentru asigurările de viață din SEE au înregistrat o dinamică pozitivă, crescând cu 7,5% până la 816 miliarde EUR, deși într-un ritm semnificativ mai redus decât în anul precedent (13,8% în 2024). Dezvoltarea în statele membre este observată pe scară largă, cele mai mari rate de creștere fiind observate în Ungaria (+28,3%), Spania (+20,5%) și Danemarca (+19,2%).

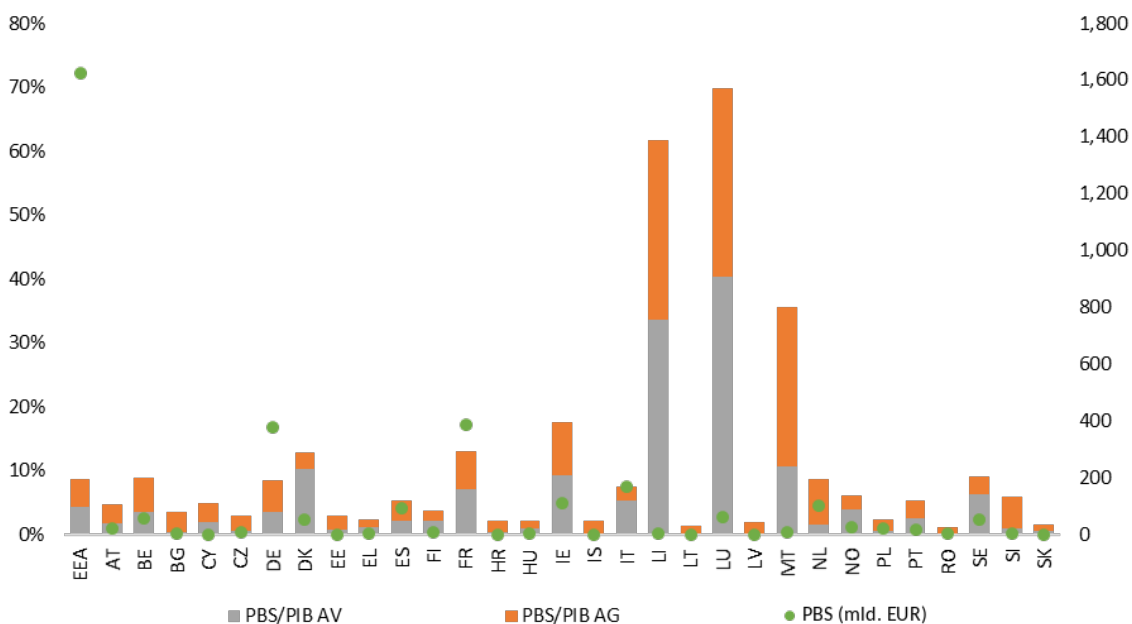
Figura 24 Evoluția volumului de prime brute subscrise în țările din Spațiul Economic European



Sursa: EIOPA, Financial Stability Report (June 2026); 2025 vs 2024

Raportul dintre primele brute subscrise din SEE și PIB-ul total a rămas în general stabil, la aproximativ 8,3% în 2025. Creșterea PBS a fost în mare măsură compensată de creșterea PIB-ului nominal. Franța și Germania reprezintă cele mai mari piețe în funcție de primele brute subscrise, cu subscrieri în valoare de 386 miliarde EUR, respectiv 377 miliarde EUR. Ca pondere în PIB, Luxemburg, Liechtenstein și Malta au înregistrat cele mai mari rate atât pentru primele subscrise pentru asigurările de viață, cât și pentru cele generale.

Figura 25 Ponderea PBS pentru asigurările de viață și generale în PIB (%) (axa din stânga) și PBS totale (mld. EUR) (axa din dreapta), pe țări, în T4 2025



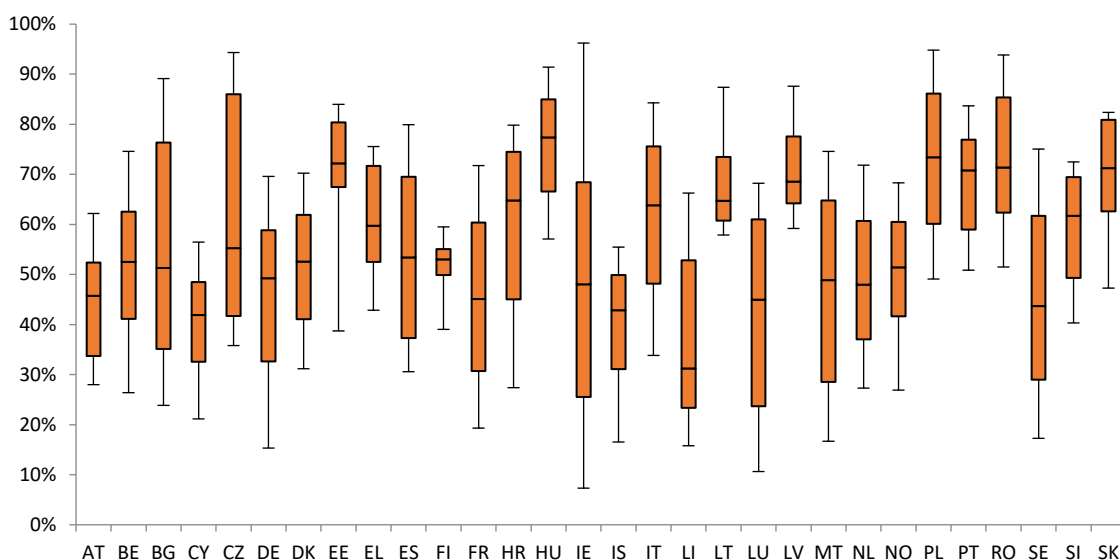
Sursa: EIOPA, Financial Stability Report (June 2026)

Lichiditate

În ceea ce privește ratele activelor lichide, se observă un grad mare de eterogenitate între țările Spațiului Economic European, conform informațiilor publicate de EIOPA.

Valoarea mediană ponderată la sfârșitul anului 2025 a fost de aproximativ 52,1%, puțin mai mare decât în 2024 (51,3%). Pentru asigurătorii din Liechtenstein, Cipru și Islanda, rata mediană a activelor lichide este considerabil sub mediana SEE (31,2%, 41,9%, respectiv, 42,8%).

Figura 26 Rata activelor lichide pe țări (%; mediana, interval intercuartilic, perc. 10 și 90)



Sursa: EIOPA, Financial Stability Report (June 2026); rata activelor lichide arată proporția activelor lichide din totalul activelor (excluzând activele deținute pentru contracte UL/IL). Raportul este calculat prin aplicarea diferitelor ponderi (variind de la 100% pentru numerar la 0% pentru active necorporale) diferitelor active în funcție de profilul lor de lichiditate. Metodologia a fost revizuită pentru a se alinia cu îmbunătățirile categoriei de riscuri de lichiditate din Tabloul de bord al riscurilor EIOPA din februarie 2024. Activele lichide cuprind, cu diferite marje de ajustare, numerar și echivalente, titluri de valoare aferente guvernului (guvernamele centrale și filiale), expuneri față de BCE, bănci centrale, bănci multilaterale de dezvoltare și organizații internaționale, obligațiuni garantate de înaltă calitate, obligațiuni corporative de înaltă calitate, acțiuni listate (excluzând participațiile); titluri de valoare garantate; organisme de plasament colectiv. Activele deținute în portofolii UL/IL, MA și fonduri rezervate sunt excluse. Distribuțiile din figură sunt ponderate în funcție de totalul activelor.

Profitabilitate

Profitabilitatea societăților de asigurare a rămas robustă pe parcursul anului 2025, cu randamente ale investițiilor mai mari în comparație cu 2024.

Valoarea mediană a rentabilității activelor (ROA) a crescut ușor la 0,7% (0,6% în anul precedent), în principal pe fondul randamentelor mai mari ale investițiilor obținute în cursul anului 2025.

În schimb, valoarea mediană a randamentului excedentului activelor față de pasive (un indicator al rentabilității capitalurilor proprii) a scăzut ușor la 8,7% (9,2% în 2024), reflectând o creștere a poziției de

capital a asiguratorilor (creșterea activelor a depășit creșterea pasivelor), care a compensat randamentele nominale mai mari. Cozile superioare ale distribuțiilor au continuat să se deplaseze în sus, indicând o dispersie tot mai mare a randamentelor, asiguratorii cu cele mai bune performanțe atingând o rentabilitate mai mare decât media sectorului.

Profitabilitatea subscrisorilor pentru segmentul asigurărilor generale s-a îmbunătățit în 2025 datorită primelor mai mari. Valoarea mediană a ratei combinate brute pentru asigurările generale a scăzut și a rămas sub 100% pentru toate liniile de afaceri, indicând faptul că majoritatea asiguratorilor din SEE au generat rezultate pozitive din perspectiva subscrisorilor. La nivel agregat, primele au crescut pe parcursul anului, depășind creșterea numărului de cereri de despăgubire și susținând îmbunătățirea generală a performanței de subscriere.

Evoluția pozitivă a rentabilității subscrisorilor a fost observată în general în ceea ce privește toate liniile de afaceri. Profitabilitatea subscrisorilor, măsurată prin intermediul ratei combinate, s-a deteriorat doar pentru Răspunderea civilă auto (+2,4 puncte procentuale), în timp ce restul liniilor de afaceri au înregistrat o îmbunătățire, în special Incendiu și altele (-6,6 puncte procentuale), Asistență (-5,5 puncte procentuale) și alte asigurări auto (-5,5 puncte procentuale).

Figura 27 Rentabilitatea activelor (%; mediană, interval intercuartilic; perc. 10 și 90)

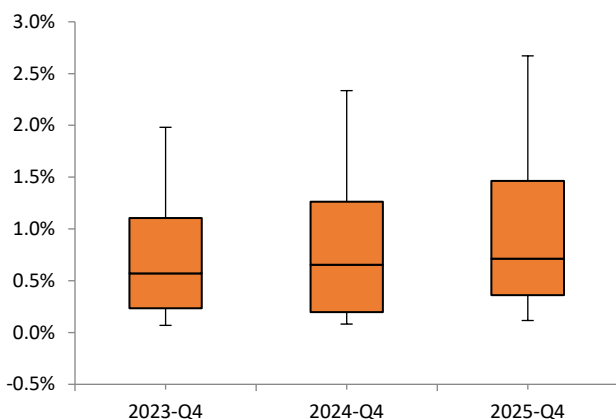
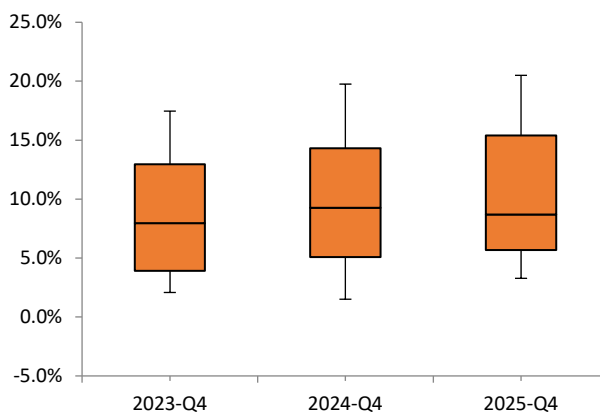


Figura 28 Rentabilitatea excedentului activelor față de pasive (%; mediană, interval intercuartilic; perc. 10 și 90)



Sursa: EIOPA, Financial Stability Report (June 2026)

Solvabilitate

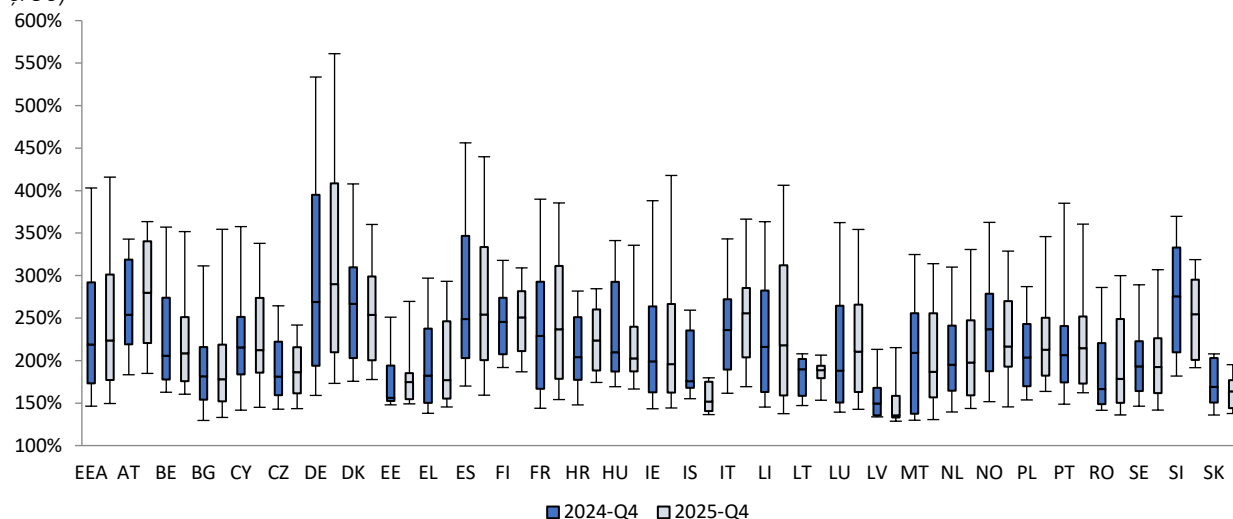
Capitalizarea sectorului asigurărilor s-a menținut robustă la sfârșitul anului 2025, cu o consolidare a rezervelor de capital pentru asigurările de viață.

Valoarea mediană a ratei SCR pentru asiguratorii de viață s-a îmbunătățit ca urmare a unor rate ale dobânzii fără risc ușor mai mari (la sfârșitul anului 2025 față de 2024), ajungând la 247,0% în 2025 (229,7% în 2024). Datorită duratei lungi a obligațiilor acestora, valoarea rezervelor tehnice a scăzut mai mult în termeni relativi decât valoarea activelor lor, cu un efect pozitiv asupra excedentului de active față de pasive.

Valoarea mediană a ratei SCR pentru societățile compozite și cele care practică asigurări generale a rămas în general stabilă la 219,0%, respectiv 213,7% (216,1%, respectiv 213,6% în anul 2024).

Conform raportului de stabilitate financiară (ediția din iunie 2026) publicat de EIOPA, se menține eterogenitatea capitalizării asigurătorilor în statele membre ale SEE. În pofida unei rate SCR mediane solide la nivel agregat în 2025, mai multe țări au înregistrat scăderi notabile, în special Islanda (-23,8 pp), Malta (-22,4 pp) și Norvegia (-20,3 pp).

Figura 29 Distribuția ratei SCR în țările din Spațiul Economic European (%; mediană, interval intercuartilic; perc. 10 și 90)



Sursa: EIOPA, Financial Stability Report (June 2026)

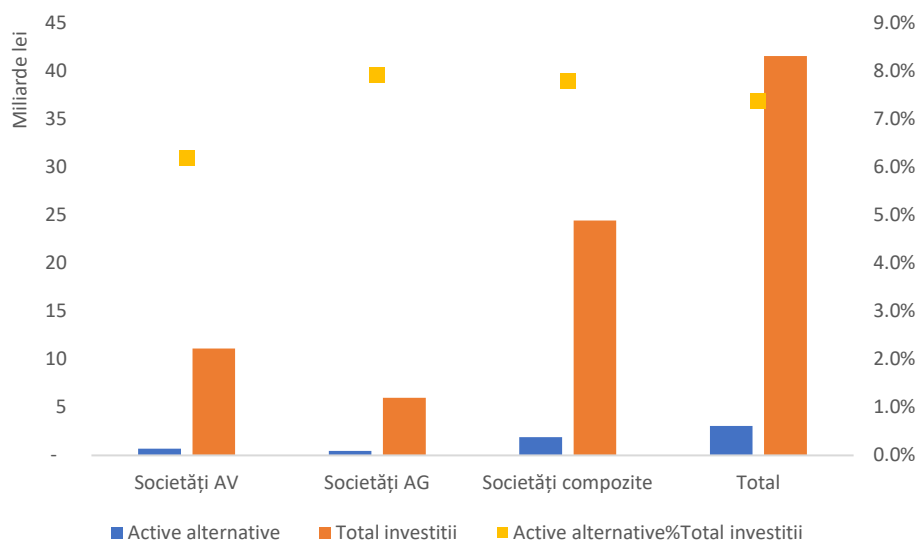
4.2. Riscuri și vulnerabilități la adresa sectorului local de asigurări

Expunerea societăților de asigurare față de activele alternative/nelichide

În contextul macroeconomic și geopolitic actual, caracterizat printr-un nivel ridicat de incertitudine, expunerea societăților de asigurare față de active alternative rămâne o temă de interes, autoritățile de supraveghere monitorizând cu atenție investițiile asigurătorilor din perspectiva evaluării riscului de credit și lichiditate.

Rămân, așadar, de actualitate riscurile în ceea ce privește o deteriorare a ratingurilor de credit ale emitenților, precum și ale instrumentelor financiare, și chiar riscurile referitoare la potențiale insolvențe ale contrapărților asigurătorilor.

Figura 30 Valoarea activelor alternative pe categorii de societăți și ponderea acestora în investițiile totale la 30 iunie 2026



Sursa: ASF, raportări individuale ale societăților autorizate și supraveghere de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

Valoarea investițiilor societăților de asigurare în active alternative a continuat să crească (+21%) la finalul semestrului I 2026 (3,1 miliarde lei) față de finalul anului precedent (2,5 miliarde lei). Comparativ cu finele lui 2024, când valoarea plasamentelor în active alternative se situa la 873 milioane lei, avansul înregistrat este semnificativ.

Ca pondere la nivelul întregii piețe a asigurărilor, investițiile asigurătorilor în active alternative se situau la 7,4% din valoarea totală a plasamentelor. Pe categorii de societăți, cea mai mare expunere față de activele alternative ca pondere în investițiile totale pe segmentul respectiv o dețineau societățile de asigurări generale (7,9%), urmate de societățile compozite (7,8%). Valoarea investițiilor societăților de asigurări de viață în active alternative reprezenta 6,2% din totalul plasamentelor aferente acestor categorii de societăți.

O analiză pe categorii de clase de active alternative arată că cea mai mare pondere revine categoriei „Altele” (50%), formată în principal din obligațiuni structurate (27%) și împrumuturi și ipoteci (16%), urmată de împrumuturile negarantate (35%) și de acțiunile nelistate⁹ (9%).

⁹ Excl. participațiile și investițiile în infrastructură

Tabel 6 Investițiile societăților în active alternative pe categorii de clase de active și societăți la 30 iunie 2026

	Societăți AV	Societăți AG	Societăți compozite	Total
Total active alternative (mil. lei)	691	476	1,910	3,078
Private equity	0.2%	26.4%	8.7%	9.5%
Fonduri de private equity	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%
Acțiuni nelistate	0.0%	26.2%	8.6%	9.4%
Datorie privată	0.0%	56.6%	42.8%	35.3%
Împrumuturi negarante	0.0%	56.6%	42.8%	35.3%
Imobiliare	0.3%	5.0%	3.1%	2.8%
Terenuri și clădiri (altele decât cele pentru uz propriu)	0.3%	3.7%	3.0%	2.5%
Ipoteci	0.0%	1.3%	0.0%	0.2%
Acțiuni - companii imobiliare	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
Infrastructură	0.0%	0.0%	3.6%	2.2%
Fonduri infrastructură	0.0%	0.0%	0.8%	0.5%
Investiții directe	0.0%	0.0%	2.8%	1.7%
Altele	99.5%	12.0%	41.9%	50.2%
Fonduri alternative	4.9%	0.5%	0.3%	1.3%
Alte împrumuturi garantate	0.0%	0.0%	10.4%	6.4%
Împrumuturi legate de polițe	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Obligațiuni structurate	94.6%	0.0%	9.0%	26.8%
Împrumuturi și ipoteci	0.0%	11.4%	22.2%	15.5%
Alte investiții	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%

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

Expunerea societăților de asigurare față de sectorul imobiliar

Expunerile societăților de asigurare față de sectorul imobiliar sunt atent monitorizate din perspectiva lichidității și riscului de credit, mai ales în condiții de piață volatile. Evaluarea corectă a investițiilor imobiliare este o provocare majoră, ținând cont de contextul macroeconomic tot mai schimbător, acestea fiind considerate adesea ilichide, ceea ce poate îngreuna vânzarea rapidă a activelor.

O altă preocupare cheie pentru investițiile imobiliare este riscul asociat ratelor dobânzilor și creditului, având în vedere că modificările ratelor dobânzilor pot avea un impact semnificativ asupra valorii activelor imobiliare.

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

În acest context, ASF realizează periodic analize privind expunerea asigurătorilor autorizați local față de sectorul imobiliar. Pe plan local, investițiile asigurătorilor în sectorul imobiliar reprezintă 1,8% din valoarea totală a investițiilor la finalul semestrului I 2026. Societățile de asigurare locale investesc preponderent în terenuri și clădiri (property), ce dețin o pondere de 97% în totalul investițiilor în sectorul imobiliar.

Societățile ce practică asigurări generale și cele compozite au investit mai mult în sectorul imobiliar, înregistrând ponderi de 4,1%, respectiv 1,9% în valoarea totală a plasamentelor acestora, în timp ce societățile de asigurări de viață dețin o expunere scăzută (0,4%) față de imobiliare.

Tabel 7 Expunerea față de sectorul imobiliar a societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în funcție de tipul de societate și clasa de active imobiliare la 30 iunie 2026

Tip investiție (mil. lei)	Societăți AV	Societăți AG	Societăți compozite	Total
Sector imobiliar comercial	50	207	449	705
Sector imobiliar rezidențial	-	29	4	33
Neatribuit (CIC84)	-	6	-	6
Terenuri și clădiri (Property)	50	241	454	745
Acțiuni - corporații imobiliare	-	-	2	2
Obligațiuni corporative	-	5	16	22
Total investiții imobiliare	50	247	472	768
Investiții imobiliare % Total investiții	0,4%	4,1%	1,9%	1,8%

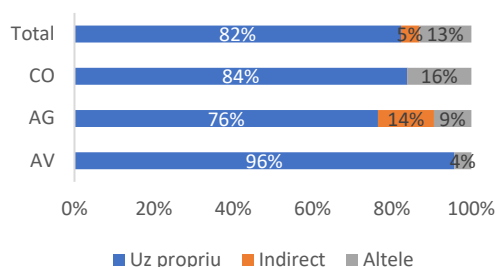
Sursa: ASF, raportări individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

Investițiile în imobiliare se pot clasifica în cele destinate uzului propriu, indirecte (obligațiuni structurate, garantate, ipotecii) și alte plasamente imobiliare (terenuri și clădiri pentru investiții, fonduri de investiții imobiliare, acțiuni și obligațiuni corporative emise de companii imobiliare). În România, investițiile în terenuri și clădiri deținute pentru uz propriu dețin o pondere de 1,5% în valoarea totală a investițiilor asigurătorilor, iar celelalte tipuri de investiții reprezintă doar 0,3% din plasamentele totale ale asigurătorilor autorizați și supravegheați de ASF.

Tabel 8 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în total investiții în funcție de tipul de plasament (uz propriu, indirect și altele) – 30 iunie 2026

Tip plasament	Societăți AV	Societăți AG	Societăți compozite	Total
Uz propriu	47	189	396	632
Indirect	-	35	0	35
Altele	2	23	76	101
Total	50	247	472	768

Figura 31 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în totalul investițiilor imobiliare în funcție de tipul de plasament



Sursa: ASF, raportări individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

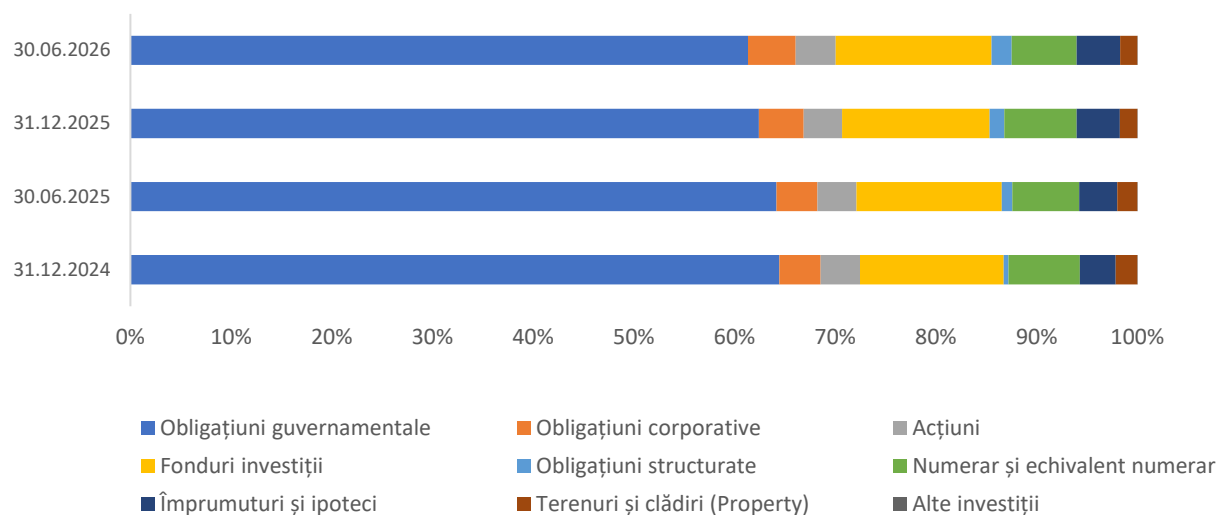
Din valoarea totală a investițiilor în sectorul imobiliar (circa 768 milioane lei), 82% reprezintă plasamente în terenuri și clădiri (property) pentru uz propriu, iar 13% reprezintă ponderea investițiilor în terenuri și clădiri (property) pentru investiții, acțiuni și obligațiuni corporative emise de companii din sectorul imobiliar.

Structura investițională – alocarea activelor

Valoarea totală a investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF (incluzând și activele deținute pentru contractele *unit-linked*) era de 41,6 miliarde lei la finalul lunii iunie 2026, în creștere cu circa 8% comparativ cu situația înregistrată la finele anului 2025 (38,5 miliarde lei).

Societățile de asigurare autorizate și supravegheate de ASF investesc preponderent în obligațiuni guvernamentale. Dacă luăm în considerare investițiile totale (incluzând și activele deținute pentru contractele *unit-linked*), plasamentele societăților în titluri de stat dețin o pondere de circa 61,3%, fiind urmate de investițiile în fonduri de investiții (15,5%) și deținerile de numerar și depozite (6,5%).

Figura 32 Investițiile totale ale societăților de asigurare pe clase de active



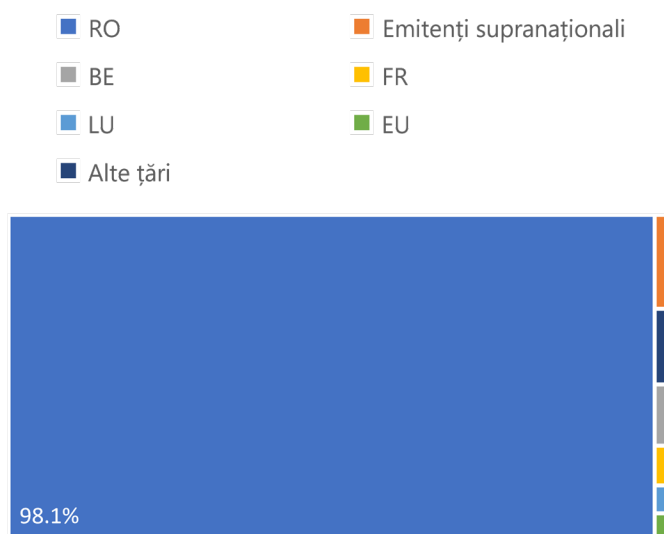
Sursa: ASF, raportări individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

Obligațiuni guvernamentale

Valoarea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în obligațiuni guvernamentale se situa la circa 25,5 miliarde lei la 30 iunie 2026, în creștere cu 6% față de finalul anului 2025. Din valoarea totală a plasamentelor în obligațiuni guvernamentale, 98,1% sunt investiții în obligațiuni emise de instituții guvernamentale din România.

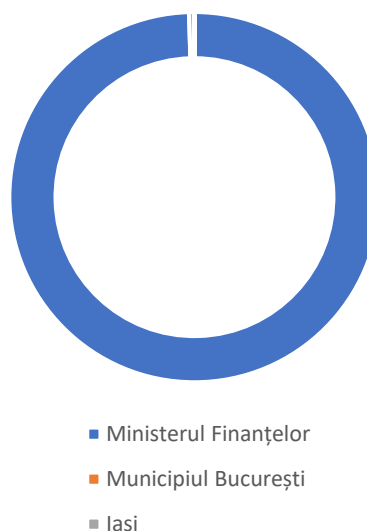
Se menține la un nivel semnificativ expunerea față de Ministerul Finanțelor. Din valoarea investițiilor în obligațiuni emise de instituții guvernamentale din România, 99,5% reprezintă plasamente în titluri de stat românești, restul fiind expuneri limitate față de obligațiuni municipale.

Figura 33 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă la 30 iunie 2026



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

Figura 34 Investițiile în obligațiuni guvernamentale românești descompuse pe emitenți



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

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

Tabel 9 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului

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

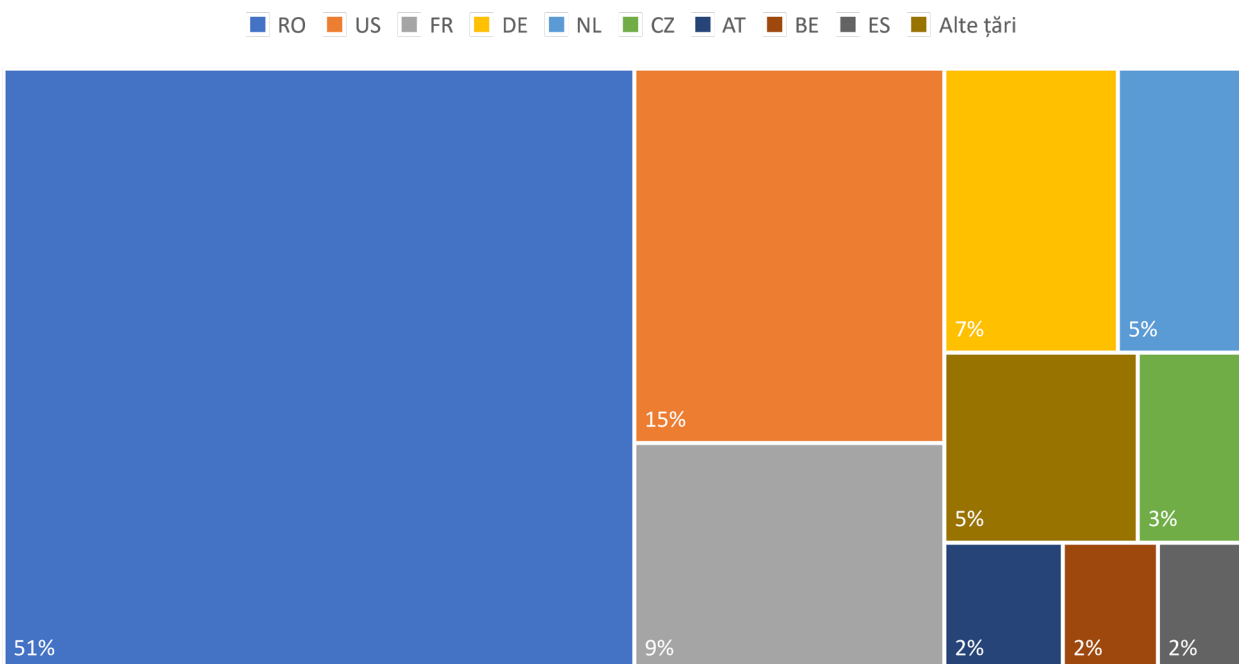
Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

Obligațiuni corporative

Valoarea investițiilor în obligațiuni corporative se situa la circa 2 miliarde lei la 30 iunie 2026, în creștere cu aproximativ 15% față de valoarea înregistrată la finalul anului 2025. Comparativ cu investițiile în obligațiuni guvernamentale, plasamentele în obligațiuni corporative sunt mult mai reduse ca valoare, iar alocarea emitenților pe țări este mai diversificată.

Cea mai mare expunere este față de obligațiunile corporative emise de companii din România ce dețin o pondere de 51% din valoarea totală a obligațiunilor corporative din portofoliile asigurătorilor, urmate de SUA (15%), Franța (9%) și Germania (7%).

Figura 35 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni corporative în funcție de țara emitentă la 30 iunie 2026



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

Din valoarea investițiilor în obligațiuni corporative, doar 2,2% reprezintă plasamente în obligațiuni cu un nivel de calitate a creditului de 4 și 5 (non-investment grade).

Tabel 10 Investițiile în obligațiuni corporative în funcție de nivelul de calitate a creditului

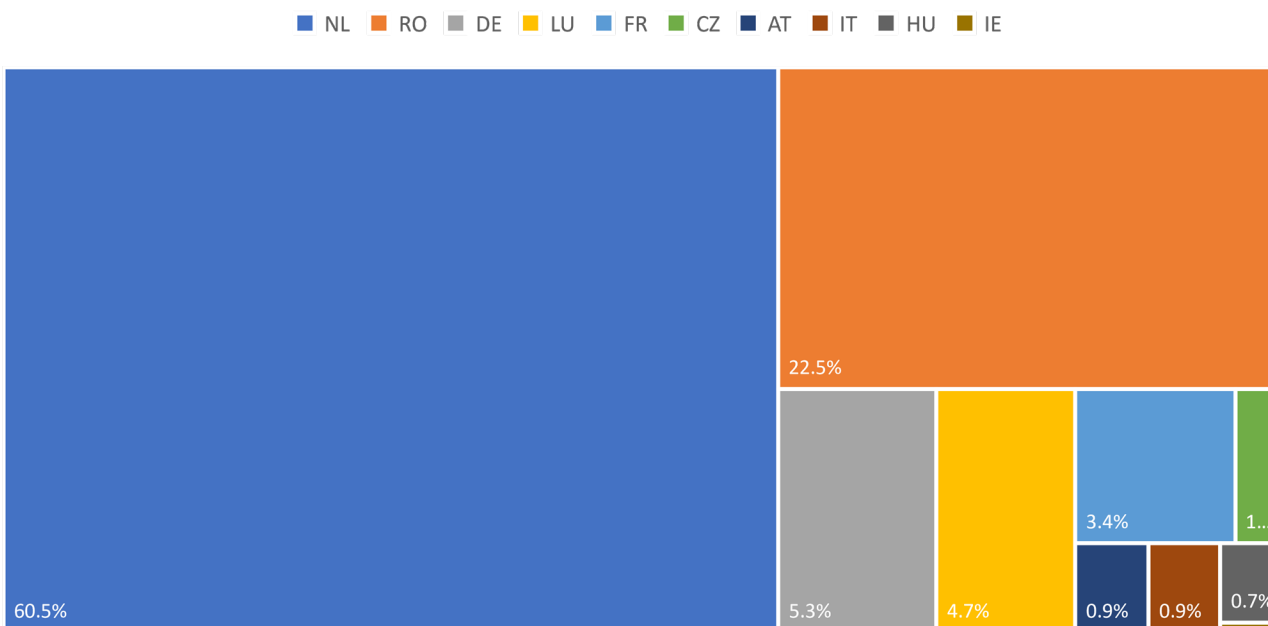
Nivel de calitate a creditului	Pondere în total investiții guvernamentale
0	0,1%
1	2,5%
2	35,3%
3	60,0%
4	1,2%
5	1,0%

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

Fonduri de investiții

Valoarea investițiilor în organisme de plasament colectiv a societăților de asigurare se situa la circa 6,4 miliarde lei la 30 iunie 2026, în creștere cu 14% față de finalul anului 2025. Din valoarea totală a plasamentelor în fonduri de investiții, 60,5% era investită în fonduri înregistrate în Olanda.

Figura 36 Investițiile societăților de asigurare în organisme de plasament colectiv în funcție de țara de origine a emitentului la 30 iunie 2026



Sursa: ASF, raportări individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

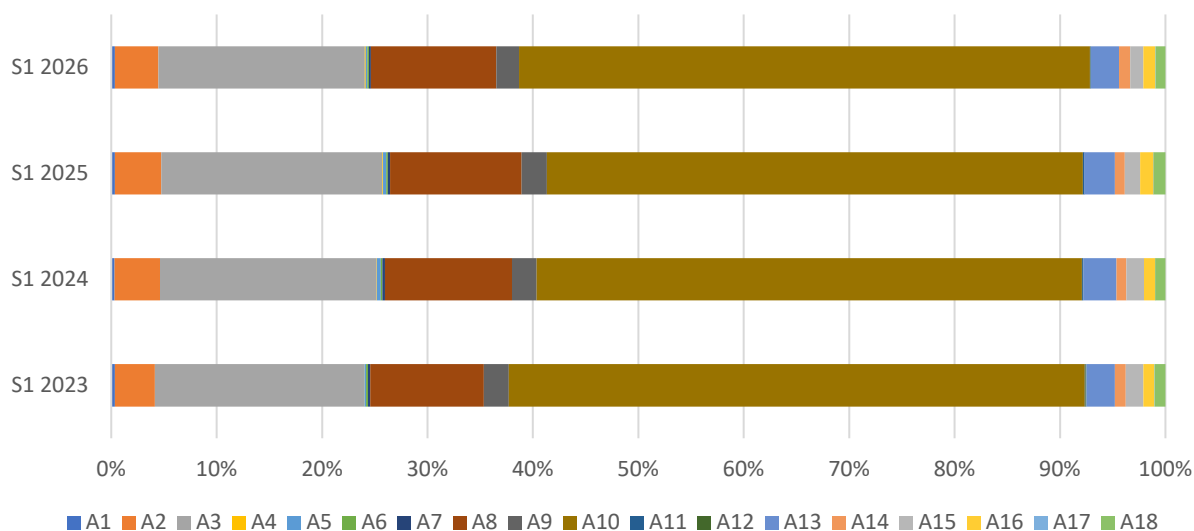
Concentrare

Se menține gradul ridicat de concentrare pe piața asigurărilor din România, măsurat atât din perspectiva volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurare, cât și ca structură a primelor subscrise de societăți. Totodată, sectorul asigurărilor rămâne dominat de asigurările generale ce dețin o pondere de 78% în volumul total de prime brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, în timp ce ponderea activității de asigurări de viață se menține la un nivel relativ redus, de 22%.

Asigurări generale

În ceea ce privește activitatea de asigurări generale, asigurările auto (clasele A3 și A10) reprezintă 74% din acest sector, din perspectiva primelor brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, în uşoară creștere față de semestrul I 2025 (72%).

Figura 37 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF; incl. sucursalele

Din perspectiva gradului de concentrare în funcție de primele brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, primele cinci companii însumează o cotă de piață cumulată de circa 72% pe segmentul asigurărilor generale.

Tabel 11 Cotele de piață ale societăților pentru activitatea de asigurări generale în semestrul I 2026

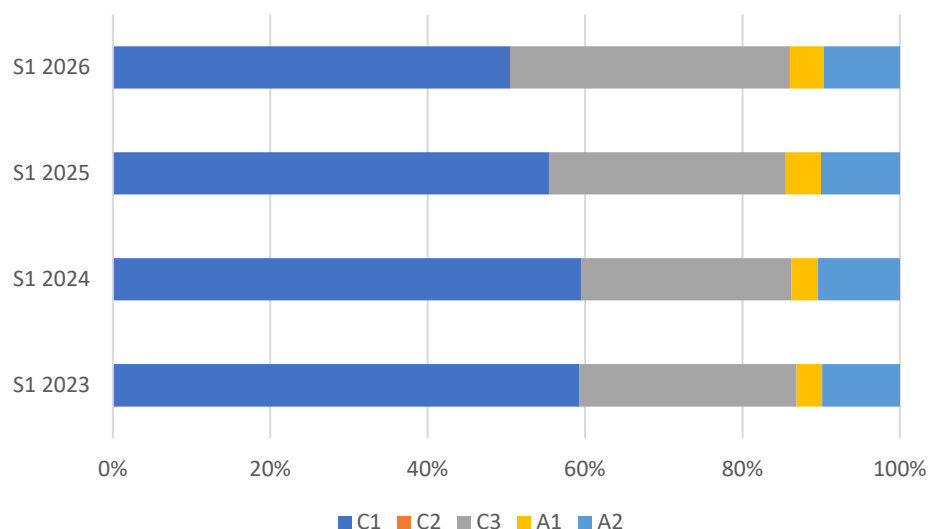
Societate	Cotă de piață
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	23,8%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	17,7%
OMNIASIG VIG S.A.	14,0%
Total 1-3	55,4%
ASIGURAREA ROMANEASCA - ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	8,7%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	8,0%
Total 1-5	72,2%
Axeria IARD	6,2%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	4,5%
Total 1-7	82,8%
Hellas Direct Insurance	3,3%
EAZY ASIGURARI S.A.	2,4%
UNIQA ASIGURARI S.A.	2,1%
Total 1-10	90,6%
Alte societăți	9,4%
Total	100,0%

Sursa: ASF; incl. sucursalele

Asigurări de viață

În ceea ce privește segmentul asigurărilor de viață, acesta este dominat de asigurările de viață tradiționale (clasa C1) și asigurările de viață cu componentă investițională (clasa C3) ce dețin o pondere cumulată de 86% în volumul total de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață de către societățile autorizate de ASF și sucursale.

Figura 38 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF; incl. sucursalele

Din perspectiva gradului de concentrare în funcție de primele brute subscrise de societățile autorizate de ASF și sucursale, primele cinci companii însumează o cotă de piață cumulată de 74% pe segmentul asigurărilor de viață.

Tabel 12 Cotele de piață ale societăților pentru activitatea de asigurări de viață în semestrul I 2026

Societate	Cotă de piață
NN ASIGURARI DE VIATA SA	21,9%
Metropolitan Life	16,0%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	14,3%
Total 1-3	52,3%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	11,8%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	9,7%
Total 1-5	73,8%
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	7,9%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA S.A.	6,5%
Total 1-7	88,3%
ASIGURAREA ROMANEASCA - ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	5,5%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	3,0%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	1,7%
Total 1-10	98,5%
Alte societăți	1,5%
Total	100,0%

Sursa: ASF; incl. sucursalele

4.3. Activitatea de subscriere

Volumul primelor brute subscrise de societățile autorizate de ASF și sucursale a crescut cu 15% în termeni nominali în semestrul I 2026 comparativ cu perioada similară din anul precedent. Activitatea de asigurări generale a înregistrat o creștere cu 15%, iar primele brute subscrise pentru asigurările de viață au crescut cu 19%.

Din volumul total al activității de subscriere (incl. sucursale) de 14,2 miliarde lei, 78% reprezintă prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, iar 22% sunt pentru asigurările de viață. Dinamica pozitivă a activității de subscriere a fost susținută atât de avansul înregistrat de primele brute subscrise de societățile autorizate de ASF (+13%), cât și de creșterea primelor subscrise de sucursale (+31%).

Figura 39 Dinamica anuală a primelor brute subscrise

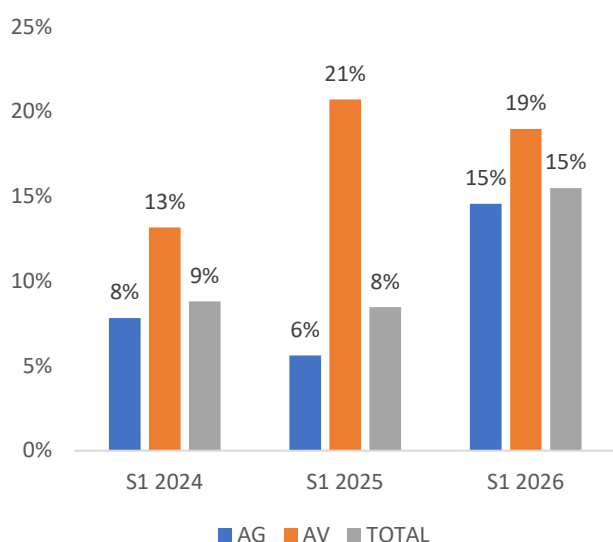
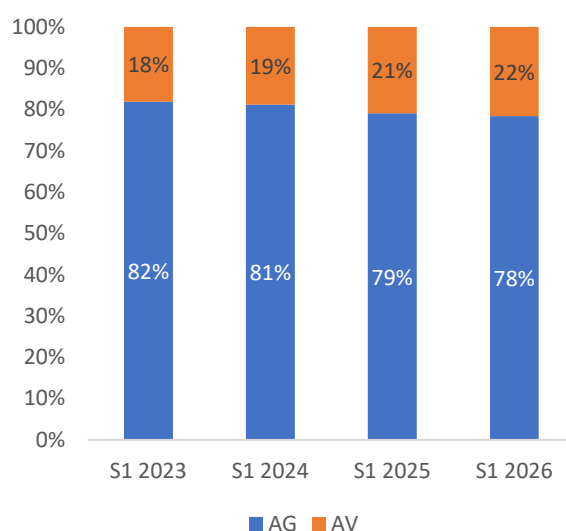


Figura 40 Dinamica repartizării primelor brute subscrise pe segmente de asigurare



Sursa: ASF; incl. sucursalele

4.4. Solvabilitate

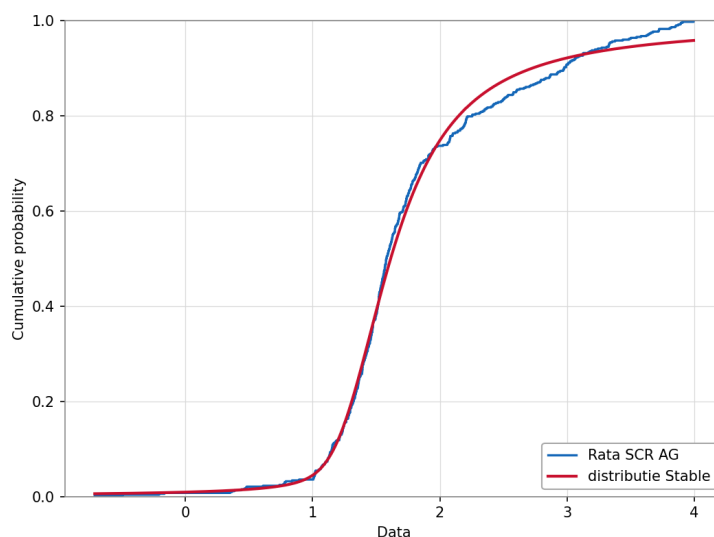
Valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital de solvabilitate se afla la nivelul de circa 11,8 miliarde lei la finalul trimestrului II 2026, în creștere cu aproximativ 14,2% comparativ cu sfârșitul trimestrului II 2025, în timp ce valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital minim se situa la 11,3 miliarde lei, în creștere cu 14,5%.

La 30 iunie 2026, ratele SCR și MCR (164%, respectiv 381%) s-au menținut la niveluri relativ similare cu cele înregistrate la finalul lunii iunie 2025 (164%, respectiv 386%). Aceste rate descriu piața în ansamblu, la o singură dată. Ele raportează totalul fondurilor proprii eligibile ale tuturor societăților la totalul cerințelor de capital. Arată deci că piața dispune, în total, de un excedent de capital.

Distribuția solvabilității între societăți

Analiza curentă nu arată câte societăți operează aproape de pragul reglementat și nici cât de des au coborât sub acesta. Pentru a răspunde întrebare, analiza următoare nu mai privește suma, ci fiecare societate în parte, pe un orizont de zece ani. Au fost reunite toate ratele SCR raportate trimestrial de societăți în regimul Solvabilitate II în perioada 2016 – T2 2026, separat pentru trei segmente: societățile care practică asigurări generale (533 de observații), cele de asigurări de viață (262 de observații) și societățile compozite (248 de observații). Fiecare observație este rata SCR a unei societăți într-un anumit trimestru. Pentru fiecare segment s-a identificat distribuția statistică ce descrie cel mai bine aceste observații.

Figura 41 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări generale



Sursa: ASF, raportări trimestriale Solvabilitate II

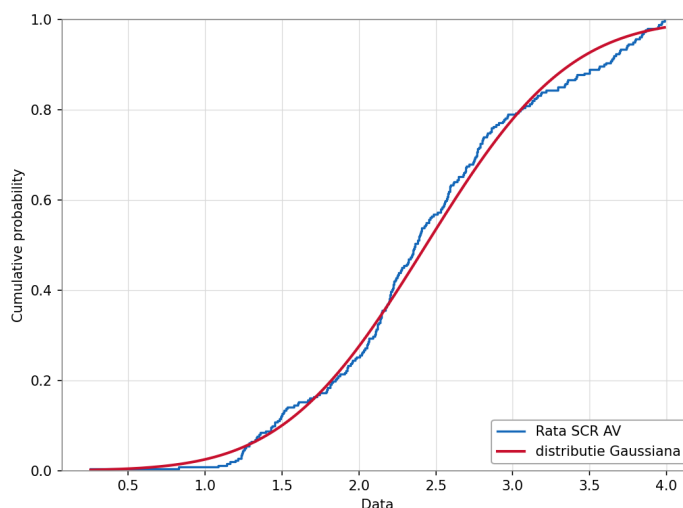
În ultimii zece ani, societatea tipică de asigurări generale a deținut fonduri proprii de aproximativ 1,6 ori mai mari decât cerința de capital: mediana celor 533 de rate SCR trimestriale este de 158%.¹⁰ Acest nivel ascunde însă diferențe mari între societăți. Alături de asigurători foarte bine capitalizați, piața a inclus constant și societăți aflate la limita cerinței reglementate sau sub aceasta. În 19 cazuri, adică 3,6% dintre raportări, rata SCR a coborât sub 100%. În 4 dintre aceste cazuri, fondurile proprii eligibile au fost chiar negative. Cele mai slabe 5% dintre raportări s-au situat sub 103%, practic la nivelul pragului.¹¹ Din perspectiva stabilității financiare, sectorul asigurărilor generale are, în ansamblu, un excedent de capital,

¹⁰ Distribuția ratelor SCR a fost modelată cu o distribuție α -Stable, aceeași ca în exercițiul anterior, alegere confirmată pe datele actualizate ($\alpha = 1,19$; $\beta = 0,74$; $\delta = 2,20$; $\gamma = 0,28$; 533 de observații trimestriale, 2016 – T2 2026). Un parametru α atât de scăzut indică „cozi grele”: valorile extreme, în ambele direcții, apar mult mai des decât într-o distribuție normală. Într-o astfel de distribuție, media de eșantion (1,79) este instabilă și se modifică vizibil la adăugarea câtorva valori extreme. Parametrul de localizare ($\delta = 2,20$) nu corespunde nici el nivelului tipic observat. De aceea, rata reprezentativă pentru sector este mediana (1,58).

¹¹ Frecvența observată sub pragul de 100% este de 3,6% (19 observații, dintre care 4 cu valori negative), iar probabilitatea implicată de model este de 4,5%. Cuantila de 5% a distribuției este 1,03.

dar acesta este distribuit inegal. O evaluare bazată pe rata agregată a pieței sau pe media ratelor ar ascunde tocmai societățile în care se concentrează riscul.¹²

Figura 42 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări de viață



Sursa: ASF, raportări trimestriale Solvabilitate II

Spre deosebire de asigurările generale, societățile de asigurări de viață au fost, în ultimii zece ani, bine și uniform capitalizate. Cele 262 de rate SCR trimestriale se grupează strâns în jurul unei acoperiri de aproximativ 244% din cerința de capital, adică fonduri proprii de circa 2,4 ori mai mari decât cerința reglementată. Diferențele dintre societăți sunt mici, iar valorile extreme sunt rare, în ambele direcții.¹³ Această omogenitate reflectă natura activității: obligațiile din asigurările de viață sunt previzibile și pe termen lung, iar societățile își gestionează capitalul în mod relativ asemănător.

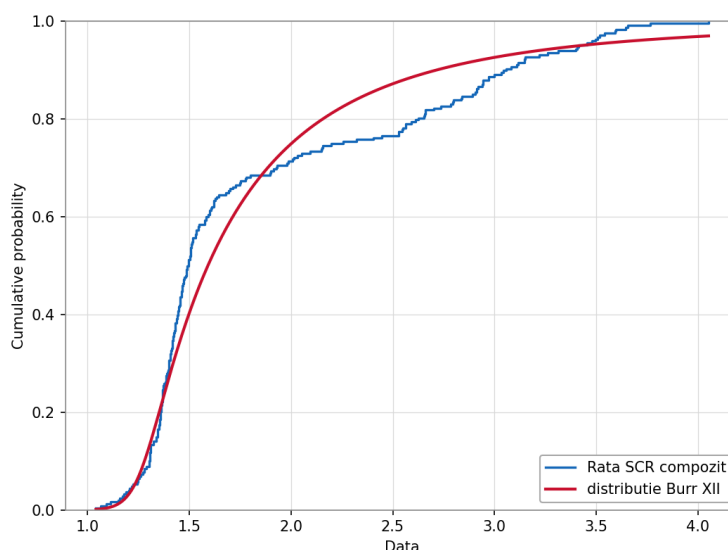
Riscul de subcapitalizare este redus. Doar 0,8% dintre raportările trimestriale au indicat o rată SCR sub 100%. Chiar și cele mai slabe 5% dintre situații păstrează, potrivit modelului, o acoperire de cel puțin 123% din cerința de capital.¹⁴ Din perspectiva stabilității financiare, segmentul asigurărilor de viață funcționează ca o ancoră a pieței: capitalizare ridicată, diferențe mici între societăți și episoade de subcapitalizare rare.

¹² Reestimarea fără cele patru observații cu fonduri proprii eligibile negative păstrează distribuția α -Stable ca model dominant, cu parametri aproape neschimbați ($\alpha = 1,21$). Forma distribuției nu este, așadar, determinată de câteva cazuri excepționale.

¹³ Ratele SCR ale asigurătorilor de viață urmează o distribuție normală ($\mu = 2,44$; $\sigma = 0,73$; 262 de observații trimestriale, 2016 – T2 2026). Este singurul segment pentru care distribuția normală oferă o descriere adecvată. Distribuția este simetrică și nu prezintă cozi grele.

¹⁴ Frecvența observată sub pragul de 100% este de 0,8%, iar cuantila de 5% a modelului este 1,23. Distribuția normală supraestimează ușor frecvența valorilor foarte scăzute față de date: probabilitatea de a coborî sub 100% implicată de model (2,5%) este de circa trei ori mai mare decât frecvența observată. Ea trebuie citită, așadar, ca o limită superioară prudentă, nu ca o estimare punctuală.

Figura 43 Distribuția ratelor SCR aferente societăților compozite



Sursa: ASF, raportări trimestriale Solvabilitate II

Societățile compozite, care practică atât asigurări generale, cât și asigurări de viață, au cel mai scăzut nivel tipic de capitalizare dintre cele trei segmente. Mediana celor 248 de rate SCR trimestriale din ultimii zece ani este de 149%: o societate compozită obișnuită a deținut fonduri proprii de aproximativ 1,5 ori mai mari decât cerința de capital. Câteva societăți sunt mult mai bine capitalizate decât restul, ceea ce ridică media la 186%, dar acestea sunt puține.¹⁵

Profilul de risc diferă de cel al asigurărilor generale. În niciuna dintre cele 248 de raportări rata SCR nu a coborât sub 100%. Marja de siguranță este însă cea mai mică din piață: jumătate dintre raportări s-au situat sub 150%, iar cele mai slabe 5% sub 123%.¹⁶ Societățile compozite nu au trecut sub prag, însă operează în mod constant mai aproape de el. Un astfel de tampon de capital ar putea fi erodat rapid de un șoc care lovește simultan ambele linii de activitate, adică exact riscul la care le expune structura mixtă.

Datele sugerează, în plus, că segmentul nu este omogen cu două grupuri de societăți: unul cu o capitalizare apropiată de 140%, în jurul căruia se concentrează multe observații și altul mai bine capitalizat.¹⁷

¹⁵ Pentru acest segment, datele actualizate au impus înlocuirea distribuției Birnbaum–Saunders, folosită în exercițiul anterior, cu distribuția Burr XII ($c = 23,95$; $k = 0,126$; scală 1,266; 248 de observații trimestriale, 2016 – T2 2026). Noul model reproduce mult mai bine concentrarea observațiilor imediat peste nivelul de 1,3–1,5. Indicele de coadă $c \cdot k \approx 3$ indică o coadă dreaptă moderat grea: există societăți mult mai bine capitalizate decât majoritatea, dar frecvența lor scade rapid. Mediana empirică este 1,49 (1,59 în model), iar media 1,86.

¹⁶ Nicio observație nu se situează sub pragul de 100%, iar modelul atribuie acestei situații o probabilitate neglijabilă (0,04%). Jumătate dintre observații se află sub 1,5, iar cuantila de 5% este 1,23.

¹⁷ Distribuția empirică prezintă un salt abrupt al frecvenței în jurul valorii de 1,4, urmat de un platou, semn al unei posibile bimodalități. Nicio distribuție parametrică unică, inclusiv Burr XII, nu surprinde integral această structură.

4.5. Lichiditate

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

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

Asigurări generale

La nivelul pieței asigurărilor, se observă o ușoară scădere a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale la finalul lunii iunie 2026 (2,83) comparativ cu finalul anului 2025 (2,95), pe fondul creșterii mai rapide a obligațiilor pe termen scurt ale asigurătorilor (+10%) comparativ cu avansul înregistrat de activele lichide. Valoarea activelor lichide s-a situat la un nivel de 21,3 miliarde lei, în creștere cu circa 6% față de situația de la finalul lunii decembrie 2025, conform raportărilor transmise de societățile de asigurare. Pe de altă parte, obligațiile pe termen scurt ale asigurătorilor, reprezentate de rezerva brută de daune avizate, au crescut cu aproximativ 10%, de la 6,8 miliarde lei (decembrie 2025) la 7,5 miliarde lei (iunie 2026).

Dintre cele 18 societăți care practica activitate de asigurări generale¹⁸ la finalul lunii iunie, 16 societăți au raportat un indicator de lichiditate peste indicatorul agregat al pieței de asigurări generale¹⁹.

Distribuția lichidității între societăți

Indicatorul la nivelul pieței nu arată cât de des s-au aflat societățile, individual, într-o poziție dificilă. Pentru aceasta, analiza a reunit toate valorile lunare raportate de societățile de asigurări generale în ultimii zece ani (2016 – iunie 2026), în total 1.513 observații. Fiecare observație reprezintă indicatorul de lichiditate al unei societăți într-o anumită lună.²⁰

În această perioadă, societatea tipică de asigurări generale a avut active lichide de aproximativ 2,3 ori mai mari decât obligațiile pe termen scurt față de asigurați. Distribuția este puternic asimetrică. Un număr mic de societăți a acumulat niveluri de lichiditate mult peste restul pieței și ridică media la 2,58, fără ca această valoare să fie reprezentativă pentru sector.²¹ Nivelul tipic este vizibil mai redus decât la asigurările de viață (mediană de 3,9), ceea ce e firesc pentru o activitate cu daune frecvente și plăți la intervale scurte.

Pentru stabilitatea financiară contează însă partea de jos a distribuției. În 75 dintre cele 1.513 observații lunare (aproximativ 5%), activele lichide ale unei societăți nu au acoperit integral obligațiile pe termen scurt,

¹⁸ Sunt incluse și societățile compozite.

¹⁹ Indicatorul agregat este calculat ca raport între totalul activelor lichide și totalul obligațiilor pe termen scurt.

²⁰ Din analiză au fost excluse 64 de valori mai mari de 10.

²¹ Distribuția observațiilor este descrisă de o distribuție α -Stable ($\alpha = 1,56$; $\beta = 1$; $\delta = 2,66$; $\gamma = 0,66$). Parametrul α , semnificativ sub 2, indică o distribuție cu cozi grele și varianță teoretic infinită. $\beta = 1$, valoarea maximă a parametrului de asimetrie, arată o coadă dreaptă extremă. Mediana empirică (2,28) este sub medie (2,58), care e influențată de valorile extreme pozitive. Valoarea reprezentativă pentru sector este, de aceea, mediana.

adică indicatorul a coborât sub 1.²² Altfel spus, aproximativ una din douăzeci de situații lunare din ultimii zece ani a fost o poziție de deficit de lichiditate. Situația actuală este mai bună decât media perioadei. În iunie 2026, mediana celor 18 societăți era de 3,40, peste nivelul tipic al ultimilor zece ani. Șase societăți aveau un indicator peste 5, iar celelalte 12 se situau între 1 și 5. Potrivit raportărilor transmise, toate societățile aveau un indicator supraunitar.

Figura 44 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale

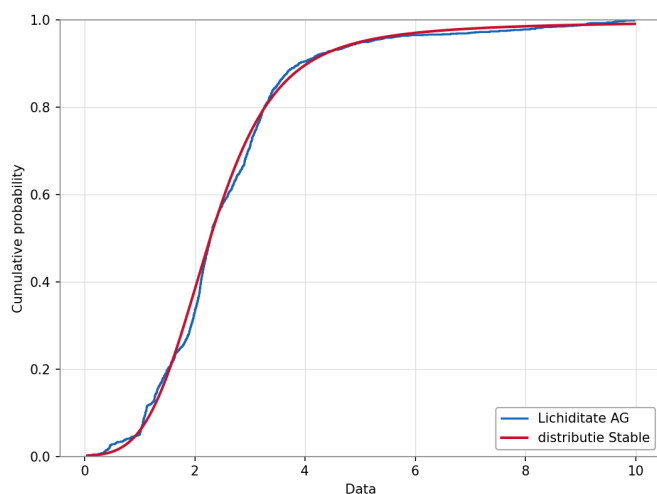
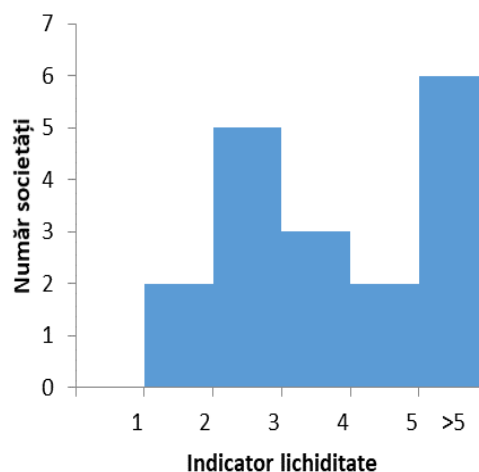


Figura 45 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale (iunie 2026)



Sursa: ASF, raportări lunare

Asigurări de viață

Pentru activitatea de asigurări de viață, indicatorul de lichiditate calculat la nivelul pieței a scăzut ușor, de la 3,6 la finalul lunii decembrie 2025 la 3,5 la finalul lunii iunie 2026. Ca și la asigurările generale, scăderea vine din faptul că obligațiile au crescut mai repede decât activele lichide. Obligațiile pe termen scurt au urcat cu aproximativ 8%, până la 2,8 miliarde lei. Activele lichide au crescut cu circa 5%, până la 9,8 miliarde lei, pe toate clasele de active, cu excepția obligațiunilor municipale și a depozitelor. Dintre cele 12 societăți care practică asigurări de viață²³, șapte aveau un indicator peste cel al pieței.

Distribuția lichidității între societăți

Pentru a vedea cum s-a distribuit lichiditatea între societăți, analiza a reunit 1.318 observații lunare ale indicatorului de lichiditate raportat de asigurătorii de viață. Fiecare observație reprezintă indicatorul unei societăți într-o anumită lună.

Societatea tipică de asigurări de viață a avut active lichide de aproximativ 3,9 ori mai mari decât obligațiile pe termen scurt, nivel mult peste cel al asigurărilor generale (2,3). Ca și la asigurările generale, un grup

²² Frecvența observată sub 1 este de aproximativ 5% (75 de observații), iar modelul plasează cuantila de 5% la 0,94. Distribuția α -Stable corectează ipoteza de simetrie. Seria nu are două cozi comparabile, ci o singură coadă extinsă, la dreapta, iar riscul relevant prudențial se concentrează în partea stângă, pe care distribuția simetrică o supradimensiona.

²³ Sunt incluse și societățile compozite.

restrângs de societăți cu lichiditate foarte ridicată trage media în sus, la circa 4,6, peste nivelul reprezentativ pentru sector. Diferențele dintre societăți sunt considerabile.²⁴

Din perspectiva stabilității financiare, riscul de lichiditate al asigurătorilor de viață este scăzut. Situațiile în care activele lichide nu au acoperit integral obligațiile pe termen scurt au fost foarte rare: aproximativ 0,15% dintre observații. Chiar și cele mai slabe 5% dintre situații au păstrat o acoperire de cel puțin 1,65 ori.²⁵ Această configurație reflectă natura obligațiilor din asigurările de viață: plățile către asigurați sunt eșalonate pe termen lung și relativ previzibile.

Figura 46 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață

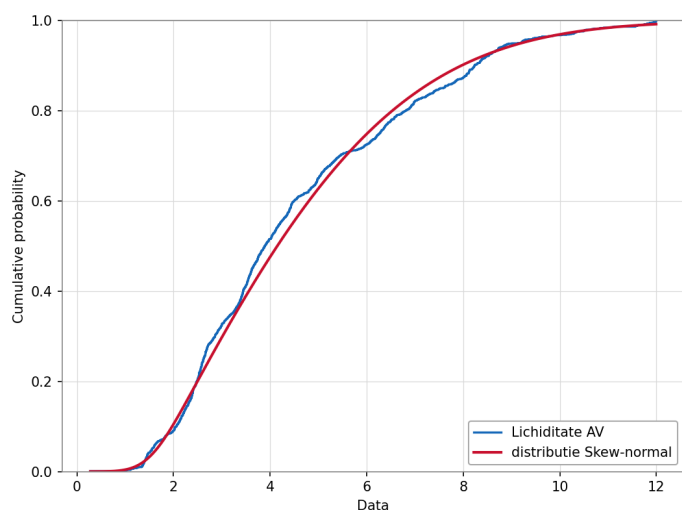
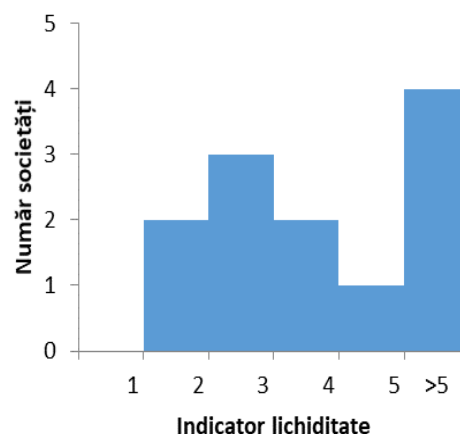


Figura 47 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață (iunie 2026)



Sursa: ASF, raportări lunare

În luna iunie 2026, dintre cele 12 societăți care derulau activitate de asigurări de viață, patru societăți înregistrau un indicator de lichiditate mai mare de 5.

4.6. Rezerve tehnice – Solvabilitate II

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

²⁴ Distribuția observațiilor este descrisă de o distribuție Skew-normal ($\xi = 1,50$ localizare; $\omega = 3,92$ scală; $\alpha = 9,71$ asimetrie; 1.318 observații). Media implicată de model (4,61) este practic identică cu media empirică (4,58), iar abaterea standard este 2,38. Asimetria pozitivă puternică face ca mediana (3,89) să fie sensibil sub medie. De aceea, valoarea reprezentativă pentru sector este mediana.

²⁵ Probabilitatea ca indicatorul să coboare sub 1 este de aproximativ 0,4% potrivit modelului și de 0,15% în datele observate. Cuantila de 5% este 1,65. Față de evaluarea anterioară, care utiliza distribuția normală, modelul Skew-normal surprinde mai bine asimetria. Distribuția normală o subestima și atribuia o probabilitate nenulă unor valori negative ale indicatorului, fără sens economic.

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

La finalul semestrului I 2026, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare totală de circa 30 miliarde lei, conform regimului Solvabilitate II, în creștere cu aproximativ 24% față de perioada similară din anul anterior, repartizate pe cele două categorii de asigurare, după cum urmează:

- rezervele tehnice brute constituite pentru asigurările generale au înregistrat un volum de 18 miliarde lei, reprezentând 60% din totalul rezervelor tehnice brute, în creștere cu 24% față de finalul semestrului I 2025;
- pentru asigurări de viață, societățile au constituit rezerve tehnice brute în valoare de circa 12 miliarde lei, nivel aferent unei ponderi de 40% din totalul rezervelor tehnice brute, în creștere cu 25% față de aceeași perioadă din anul precedent.

Figura 48 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare

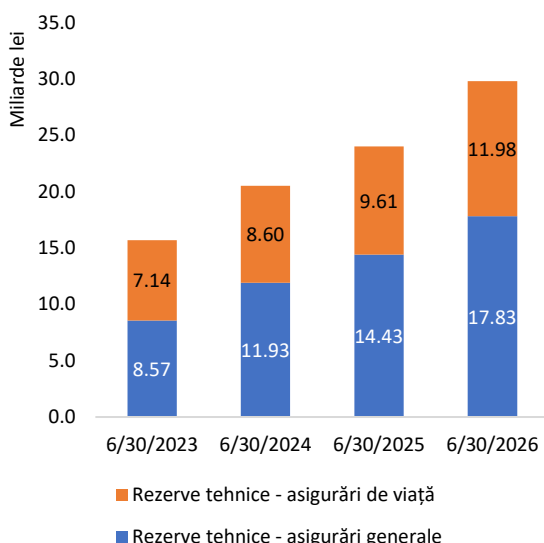
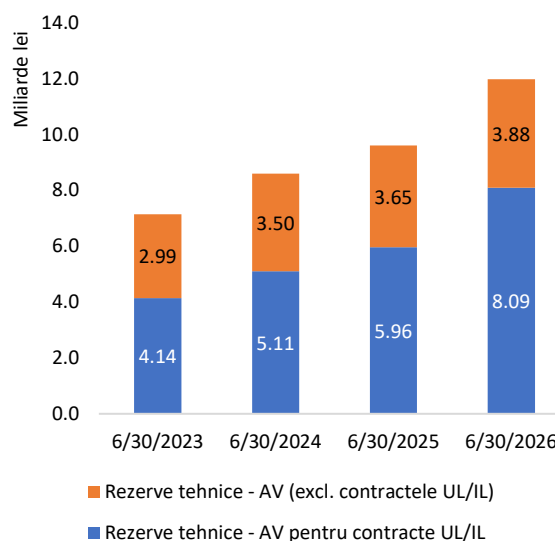


Figura 49 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF, raportări individuale Solvabilitate II

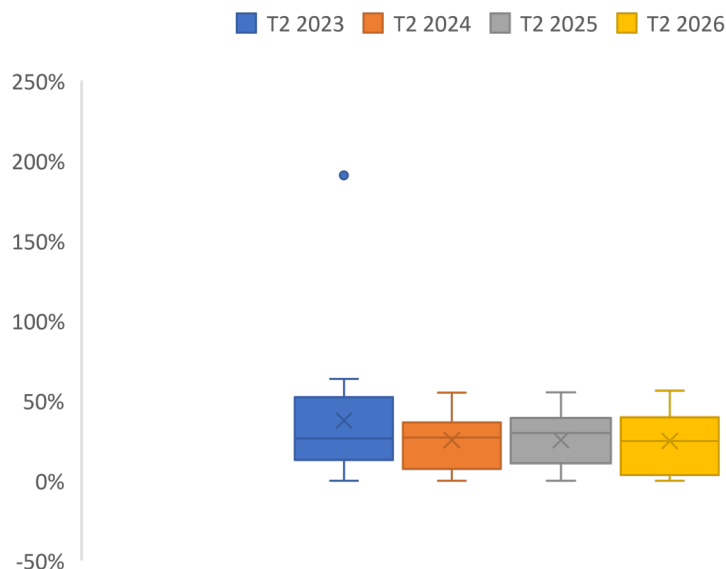
4.7. Reasigurare

Asigurări generale

Pentru o parte importantă de produse de asigurări generale (ex. asigurările care acoperă riscuri de catastrofe naturale, asigurările de răspundere civilă etc), ca parte a strategiei proprii de management al riscurilor, asigurătorii apelează frecvent la tehnici de diminuare a riscurilor de subscriere prin încheierea, de regulă, de contracte de reasigurare. În semestrul I 2026, aproximativ 18% din primele brute subscrise au fost cedate în reasigurare.

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

Figura 50 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada T2 2023 – T2 2026 pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF

Gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări generale a variat între 0% (în cazul a două societăți ce practică doar asigurări generale, Onix și Gerroma) și 56% (valoarea maximă observată - Garanta) în semestrul I 2026.

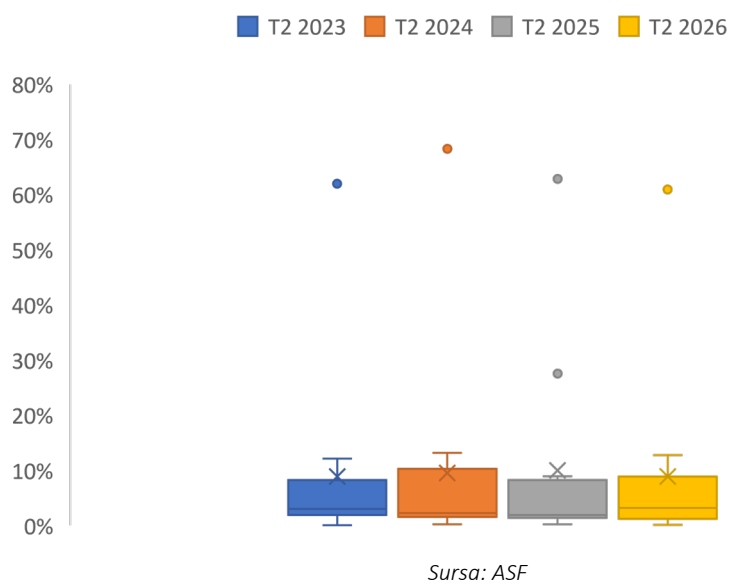
Asigurări de viață

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

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

Gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări de viață a variat între 0,1% (BRD Asigurări de Viață) și 61% (valoarea maximă înregistrată – Generali România) în semestrul I 2026.

Figura 51 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada T2 2023 – T2 2026 pentru activitatea de asigurări de viață



5. Stabilitatea pieței pensiilor private

Politica investițională a rămas concentrată pe piața locală de capital, aproximativ 95% din plasamente fiind efectuate în emitenți din România. Structura portofoliilor este dominată de instrumentele cu venit fix, care reprezentau circa 67% din active, urmate de acțiuni (aproximativ 29%). Cea mai mare expunere a sistemului este față de statul român, respectiv 63,4% din active, investite în titluri de stat denumite preponderent în lei (87,7%), dar și în euro (11,7%) și dolari (0,6%); majoritatea acestor titluri sunt deținute pe termen mediu, cu maturitate până în 2036 (circa 85,7%), restul fiind emisiuni pe termen lung, cu scadențe până în 2053. Investițiile în acțiuni reprezentau 28,8% din active, iar 90% din această componentă este concentrată în zece companii aflate în topul celor mai tranzacționate de la Bursa de Valori București, între care Romgaz, Hidroelectrica, Banca Transilvania, OMV Petrom, BRD-GSG, Transgaz, Electrica, Digi Communications și Med Life. Plasamentele în primii zece emitenți, incluzând statul român, însumează 89,5% din activele totale.

Restul portofoliului este format dintr-un mix de active complementare. Obligațiunile corporative reprezentau 3,23% din active, emise majoritar în România (70,8%), dar și în SUA (14,6%) și Spania (7,7%), preponderent de grupuri financiare sau bancare. Plasamentele în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) reprezentau 3,26% din active, emise în principal în Irlanda (46,4%), Luxemburg (45,2%) și România (6,5%). Depozitele bancare și conturile curente însumau 1,09% din active și au fost realizate exclusiv la bănci din România, majoritatea în lei (76,5%), sumele depuse la BRD-GSG, Citibank și ING Bank România cumulând 85,6% din total. La acestea se adaugă obligațiunile municipale (0,24% din active, circa 580 milioane lei, emise în special de Municipiul București), investițiile în private equity (circa 225 milioane lei) și cele în fonduri și metale prețioase cu suport aurul (circa 209 milioane lei).

Randamentele s-au menținut solide. La 30 iunie 2026, rata medie ponderată de rentabilitate a fondurilor de pensii administrate privat (Pilonul II) a fost de 9,95%, în timp ce în Pilonul III rata medie a fost de 11,10% pentru fondurile cu grad de risc ridicat și de 8,44% pentru cele cu risc mediu. Pe termen lung, de la înființarea sistemului, randamentul anualizat s-a menținut la un nivel ridicat în Pilonul II și pozitiv, ușor mai scăzut, în Pilonul III, evoluția celor două pilone urmând aceeași tendință datorită structurii asemănătoare a plasamentelor. În semestrul I 2026 a continuat creșterea ponderii alocate acțiunilor, în detrimentul instrumentelor cu venit fix, atât în Pilonul II, cât și în Pilonul III, pe fondul randamentelor ridicate obținute de indicii Bursei de Valori București. Alocarea strategică a fondurilor rămâne caracterizată de o expunere moderată la risc și de o preferință pronunțată pentru titlurile emise de statul român; în Pilonul II funcționează șase fonduri cu risc mediu și unul cu risc ridicat (FPAP Aripa), iar în Pilonul III opt fonduri cu risc mediu și două cu risc ridicat (NN Activ și AZT Vivace).

Din perspectiva relevanței sistemice, două fonduri din Pilonul II — FPAP NN și FPAP AZT Viitorul Tău — dețin active de peste 2% din PIB și pot fi considerate relevante sistemic, alte trei (FPAP Metropolitan Life, FPAP Vital și FPAP Aripa) depășind pragul de 1%. Fiind investitori instituționali pe termen lung aflați în faza de acumulare, este puțin probabil ca fondurile să genereze șocuri de lichiditate sau de preț prin vânzări forțate de active. Stabilitatea sistemului este susținută de mecanismul de tip contribuții definite cu garanții absolute și relative și de separarea activelor administratorilor de cele ale fondurilor. Totodată, piața păstrează un grad ridicat de concentrare: primele trei fonduri cumulează 68% din activele Pilonului II și 70%

din cele ale Pilonului III, situație explicabilă prin numărul redus de fonduri și prin mecanismul de repartizare aleatorie a participanților noi. Și serviciile de depozitare sunt concentrate, fiind oferite de trei instituții de credit — BRD-GSG (circa 81,8%), Raiffeisen (13,6%) și BCR (4,7%); BRD-GSG, cu cea mai mare cotă și un risc de substituire ridicat, este deja inclusă în categoria instituțiilor de importanță sistemică supravegheate de BNR.

Riscurile sistemului sunt evaluate în contextul unui cadru macroeconomic fragil. România se află într-o poziție vulnerabilă, la intersecția dintre consolidarea fiscală contractantă și șocul inflaționist energetic: creșterea economică este estimată la doar 0,7% în 2025 și 0,1% în 2026, inflația a fost cea mai ridicată din UE (10,42% în iunie 2026), iar BNR a menținut dobânda de politică monetară la 6,50%. Riscul de piață este amplificat de aceste presiuni, transmise prin volatilitatea randamentelor suverane, a spread-urilor de credit și a cursului de schimb, motiv pentru care în semestrul I 2026 au fost înregistrate mai multe episoade de volatilitate crescută a valorilor unitare. Riscul valutar rămâne totuși redus, întrucât 87,4% din active sunt denominate în monedă locală, restul fiind în euro (12,1%) și dolari (0,5%), o parte dintre administratori utilizând contracte forward pentru protecție. Riscul de credit se menține redus, dar în creștere, în contextul tensiunilor geopolitice și comerciale care pot afecta solvabilitatea emitenților, în timp ce riscul de lichiditate rămâne scăzut, sistemul fiind rezilient în fața solicitărilor de plată câtă vreme se află în perioada de acumulare.

Riscul de solvabilitate se menține la un nivel scăzut, fiind acoperit prin provizioanele tehnice constituite de administratori din surse proprii, în valoare de 1,43 miliarde lei la finalul lunii iunie 2026 (1,37 miliarde lei în Pilonul II și 56 milioane lei în Pilonul III), plasate în titluri de stat (87,8%) și depozite la băncile depozitare. Riscul operațional este redus, dar atent monitorizat în contextul intensificării atacurilor cibernetice la scară largă; până în prezent nu au fost raportate astfel de atacuri asupra industriei fondurilor de pensii. La toate acestea se adaugă mecanismele legale de protecție a participanților — rata minimă de rentabilitate pentru fiecare categorie de risc, segregarea activelor, verificările și validările efectuate de depozitari, provizioanele tehnice, cerințele sporite de raportare și transparență și Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private.

În concluzie, deși incertitudinea perspectivelor macrofinanciare și probabilitatea materializării unor riscuri de piață, inclusiv sistemice, fac posibile scăderi temporare ale activelor evaluate prin marcare la piață, fondurile de pensii private au demonstrat reziliență în perioadele anterioare de vulnerabilitate, continuând tendința de creștere a activelor totale. Arhitectura sistemului și ansamblul mecanismelor de protecție a drepturilor participanților contribuie la menținerea unor riscuri reduse asupra stabilității pieței pensiilor private din România.

5.1. Piața pensiilor private în context internațional

Potrivit raportului publicat de OCDE, *Pension Markets in Focus 2025*, activele pensiilor au continuat să se majoreze și în 2024, cu o creștere medie de 7,1% în țările membre OCDE. Acestea au ajuns la un nivel de 69,8 mii de miliarde USD la sfârșitul anului 2024 în țările membre OCDE și la 2,9 mii de miliarde USD în jurisdicțiile non-OCDE. Acest nivel maxim reflectă o creștere generalizată a activelor gestionate de furnizorii de pensii în toate țările OCDE și în majoritatea celor non-OCDE, precum și în majoritatea fondurilor publice de rezervă pentru pensii. Activele au crescut în toate tipurile de planuri. Totuși, importanța planurilor ocupaționale cu beneficii definite (DB) a scăzut, acestea înregistrând o creștere de doar 4%, comparativ cu 11,4% în planurile ocupaționale cu contribuții definite (DC) și cu 9,3% în planurile personale.

Creșterea activelor în 2024 se datorează în principal randamentelor nominale pozitive ale investițiilor. Randamentul mediu nominal al investițiilor a fost de 9,1% pentru furnizorii de pensii din țările membre OCDE, de 11,7% pentru cei din jurisdicțiile non-OCDE și de 8,5% pentru fondurile publice de rezervă pentru pensii. Randamentele au fost, în general, peste media pe termen lung. Furnizorii de pensii cu cea mai mare expunere la acțiuni au înregistrat unele dintre cele mai solide câștiguri din investiții în 2024, susținute de evoluțiile pozitive de pe piețele globale de acțiuni. Furnizorii de pensii și fondurile publice de rezervă pentru pensii au avut dețineri mai mari de acțiuni la sfârșitul anului 2024 față de anul precedent, ca rezultat al creșterii valorii acțiunilor din portofolii sau al unei realocări către acțiuni.

Furnizorii de pensii au beneficiat, în general, de un flux pozitiv de numerar din contribuțiile care au fost mai mari decât plățile de beneficii în 2024, ceea ce a susținut creșterea activelor. Contribuțiile la schemele de pensii au continuat să crească în 2024, la fel și plățile de beneficii, pe măsură ce sistemele de pensii s-au maturizat și mai multe persoane au devenit eligibile pentru plata pensiilor private.

Activele din schemele de pensii au înregistrat creșteri în majoritatea jurisdicțiilor raportoare în anul 2024. Activele au crescut rapid în statele baltice și în Grecia, înregistrând creșteri de peste 20%, în timp ce aproximativ o treime dintre statele non-OCDE au avut creșteri similare.

Gradul de penetrare al activelor, definit ca activele totale ale schemelor de pensii în raport cu produsul intern brut (PIB) al țării, indică dimensiunea sistemelor de pensii private în raport cu dimensiunea economiei. Nivelul gradului de penetrare diferă de la un stat la altul. În Danemarca și în Olanda, unde angajatorii trebuie să contribuie la planuri de pensii în funcție de ramura industriei, gradul de penetrare al activelor din pensii este la un nivel ridicat. În Islanda și în Elveția, unde angajatorii sunt obligați să asigure pensii ocupaționale angajaților, furnizorii de pensii dețin active în cuantum de 191% și, respectiv, 167% din PIB. Statele cu sisteme de pensii opționale sau cu un sistem de pensii încă recent tind să aibă valori mai mici ale activelor acumulate în planurile de economisire pentru pensionare.

Tabel 13 Gradul de penetrare a schemelor de pensii private din statele europene în anul 2024

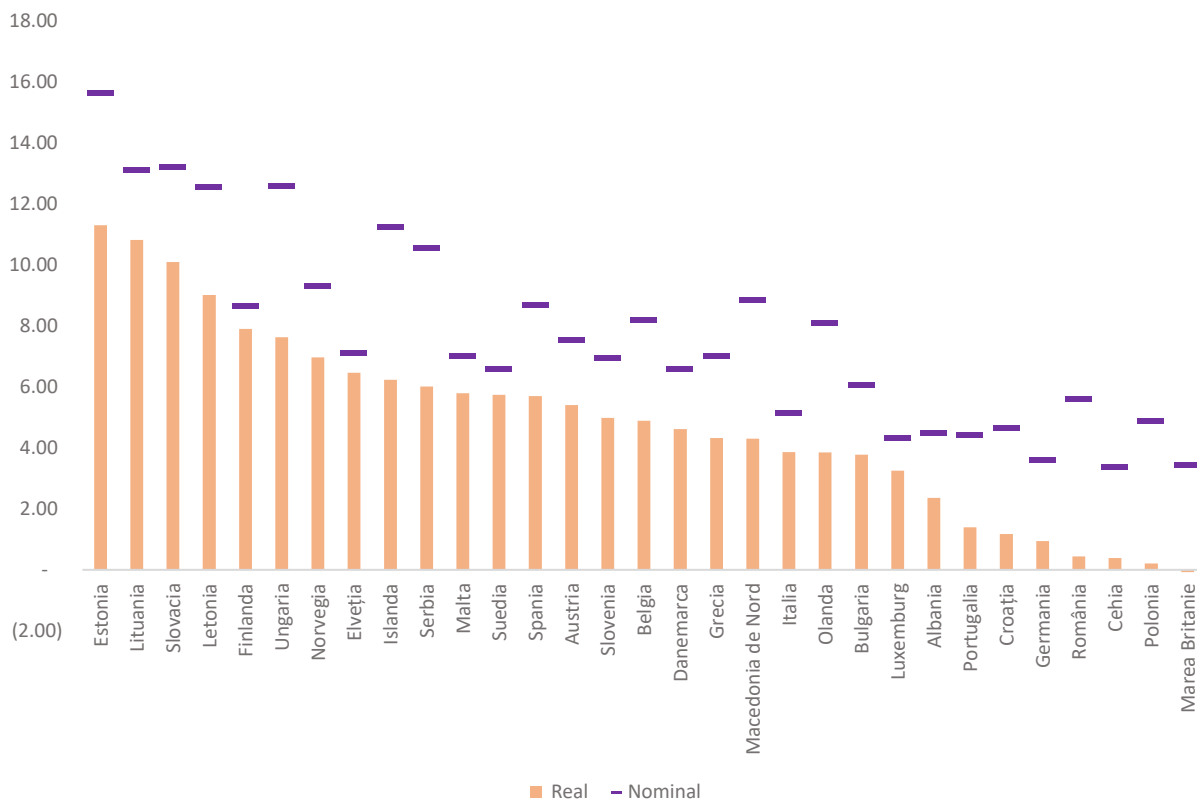
State OCDE/ non-OCDE	Anul 2024
Danemarca	206,4
Islanda	191,3
Elveția	166,9
Olanda	150,9
Suedia	115,8
Marea Britanie	78,4
Finlanda	65,2
Malta	38,2
Belgia	30,3
Croația	29,6
Irlanda	26,2
Letonia	24,3
Estonia	18,0
Macedonia de Nord	17,6
Slovacia	16,2
Bulgaria	13,1
Portugalia	12,9
Franța	12,9
Lituania	12,2
Italia	11,7
Spania	10,8
Norvegia	10,1
România	8,9
Polonia	8,4
Cehia	7,8
Austria	7,2
Slovenia	7,1
Germania	6,4
Ungaria	4,8
Luxemburg	1,6
Grecia	1,1
Serbia	0,6
Albania	0,3

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

Creșterile activelor înregistrate în anul 2024 se datorează, în principal, rezultatelor investiționale pozitive pe care le-au înregistrat furnizorii de pensii. Toate jurisdicțiile europene raportoare au avut randamente pozitive, atât în termeni nominali, cât și reali (cu excepția Marii Britanii care a înregistrat o rată a rentabilității reale de -0,07%).

Rata de rentabilitate nominală a investițiilor, calculată la nivelul statelor OCDE a fost de 9,1%, în timp ce statele non-OCDE au înregistrat o rată nominală de 11,7%.

Figura 52 Rata anuală de rentabilitate a investițiilor, în anul 2024 (%), în statele europene



Sursa: OCDE; rata de rentabilitate a investițiilor (IRR) este calculată ca raportul dintre venitul net din investiții la finalul anului 2024 și nivelul mediu al activelor pe parcursul anului.

Furnizorii de pensii din Estonia, Lituania și Slovacia au avut performanțe investiționale remarcabile, având rate reale de rentabilitate a investițiilor de peste 10%.

Planurile de pensii private cu cea mai mare expunere la acțiuni au obținut unele dintre cele mai mari câștiguri investiționale în anul 2024. Furnizorii de pensii private investesc în mod diferit. Structura investițională a schemelor de pensii din statele europene arată faptul că statele care nu sunt membre OCDE au o politică de investiții mai prudentă, investind predominant în certificate de trezorerie și obligațiuni (ex. România deținea la finalul anului 2024 circa 72% din active în obligațiuni, conform statisticilor OCDE). Alte state precum cele baltice, Polonia și Slovacia au o expunere mai mare la acțiuni. Această expunere mai mare la acțiuni poate fi datorată preferințelor membrilor pentru riscuri, reglementărilor investiționale (de ex. Polonia) sau designului sistemului care necesită sau încurajează investițiile în acțiuni (de ex. Lituania).

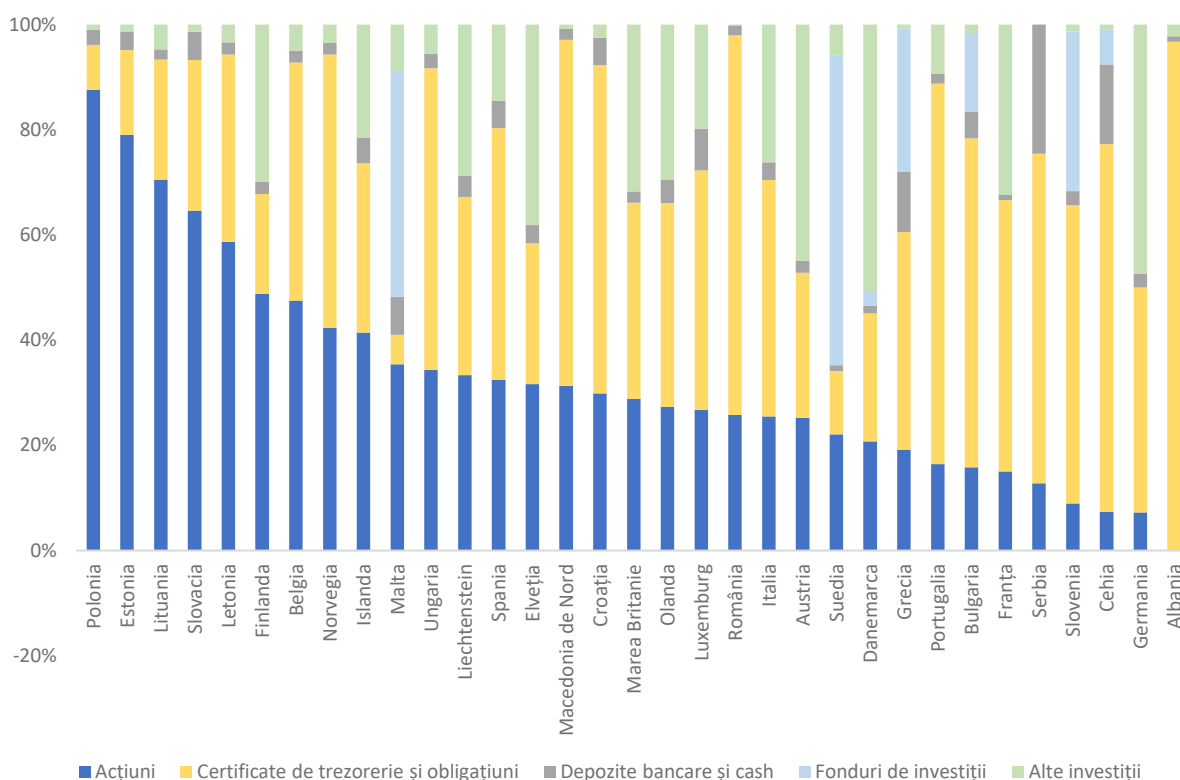
Investițiile în acțiuni au beneficiat, în general, de evoluții pozitive pe piețele bursiere în 2024. Acțiunile globale au oferit randamente pozitive, stimulate de o creștere economică ce a depășit așteptările fiind amplificată de performanța marilor companii tehnologice listate din Statele Unite. Indicele MSCI World a crescut cu aproape 20% în 2024. Valoarea indicilor bursieri a crescut în majoritatea piețelor bursiere OCDE (de ex. 23,8% pentru S&P 500 în Statele Unite, 19,2% pentru Nikkei-225 în Japonia, 18,8% pentru DAX în Germania). Piețele bursiere din câteva țări au performat mai slab comparativ cu alte țări OCDE, inclusiv

Polonia, ceea ce explică performanța mai slabă a fondurilor sale de pensii, în ciuda unei proporții ridicate investite în acțiuni.

Furnizorii de pensii au înregistrat rezultate mixte în privința deținerilor lor în obligațiuni în 2024. Deși presiunile inflaționiste s-au atenuat, iar ratele de politică pe termen scurt au scăzut recent, randamentele medii ale obligațiunilor guvernamentale au rămas în general stabile. Totuși, evoluțiile au variat în funcție de maturități: randamentele pe termen scurt au scăzut în mod constant, în timp ce cele pe termen lung au înregistrat reduceri mai modeste sau chiar creșteri în anumite cazuri, pe fondul incertitudinii macro-financiare accentuate, al rezilienței creșterii economice și al deficitelor bugetare ridicate.

Această scădere a randamentelor pe termen scurt a determinat o creștere a prețurilor obligațiunilor cu maturități scurte, generând câștiguri pentru cele aflate în portofoliile furnizorilor de pensii. În schimb, prețurile obligațiunilor guvernamentale cu maturități lungi au scăzut în unele țări OCDE, precum Statele Unite, Japonia și unele state europene, ceea ce a condus la pierderi pentru aceste active.

Figura 53 Structura investițională a schemelor de pensionare în statele europene în anul 2024 (%)



Sursa: OCDE

EIOPA a publicat pe 24 iunie 2026 o nouă ediție a Raportului de Stabilitate Financiară, care confirmă și, în același timp, nuanțează concluziile ediției din decembrie 2025. Mesajul de fond rămâne același — sectorul pensiilor ocupaționale din SEE rămâne unul rezilient.

Poziția financiară s-a consolidat, datele din iunie 2026 arătând o îmbunătățire: rata agregată de finanțare a IORP-urilor DB a urcat la aproximativ 128% în trimestrul al patrulea din 2025 (de la circa 120% la finalul lui 2024). Aceasta provine din două direcții simultane: activele totale au crescut ușor, la circa 2.890 miliarde EUR (susținute în principal de aprecierea acțiunilor cu aproape 10%, care a compensat scăderile înregistrate de către obligațiuni și fonduri de investiții), în timp ce pasivele schemelor de tip DB s-au redus, de la circa 2.445 la circa 2.319 miliarde EUR. În acest context, rata de acoperire a obligațiilor s-a întărit, deși EIOPA menține avertismentul privind volatilitatea piețelor, randamentele suverane și incertitudinea macroeconomică ridicată.

Tranziția DB către DC este acum o etapă efectiv parcursă. Ediția din iunie 2026 constată că principalele etape ale reformei olandeze — de departe cea mai amplă din SEE, cu circa 1,6 mii de miliarde EUR de active vizate — au fost deja parcurse până la începutul lui 2026 fără perturbări majore de piață. EIOPA notează explicit că „nu au apărut probleme majore până în prezent”, dar menține monitorizarea atentă asupra volatilității potențiale, presiunilor inflaționiste și, mai ales, asupra apelurilor în marjă pe instrumentele derivate. Schimbarea de comportament investițional se materializează deja: gradul mediu de acoperire a riscului de dobândă la fondurile olandeze a crescut de la circa 58% (începutul lui 2023) la peste 70% (mijlocul lui 2025), urmând să scadă pe măsură ce finalizarea tranziției scurtează durata pasivelor — exact mecanismul care poate reduce cererea structurală de obligațiuni suverane pe termen lung.

Creditul privat și piețele private rămân în atenția supravegherii. Raportul dedică subiectului un capitol distinct („private markets”) și subliniază că expunerile la creditul privat rămân relativ limitate la nivelul asigurătorilor și fondurilor europene comparativ cu alte jurisdicții, însă piața se extinde global și necesită supraveghere strânsă. Riscul central formulat este cel de evaluare: în regimuri mark-to-market precum IORP II, incertitudinea de evaluare a activelor structurate, tot mai complexe și mai puțin lichide, este vulnerabilitatea principală, alături de neconcordanțele de lichiditate și riscul de refinanțare în perioade de stres. Investițiile ilichide (ipotece și împrumuturi, private equity, infrastructură, credit privat) sunt recunoscute ca având un rol important în ameliorarea randamentelor. Un accent aparte este pus pe interconectarea în creștere cu sectorul bancar prin aceste plasamente, care poate amplifica transmiterea șocurilor — deși sectorul bancar a rămas rezilient până în prezent.

Riscul valutar este confirmat de evoluțiile recente ale pieței. Volatilitatea EURUSD este menționată ca risc relevant pentru fondurile cu expuneri valutare semnificative, în special pe segmentul de acțiuni denuminate în dolari, plasate acolo pentru diversificare și randamente superioare. Utilizarea instrumentelor derivate pentru acoperirea riscului rămâne practica standard, îndeosebi pe portofoliile de obligațiuni.

Interconectarea sistemică și digitalizarea capătă o dimensiune de „suveranitate”. EIOPA pune accent pe dependența de furnizori tehnologici non-europeni ca sursă de risc de reziliență operațională — un unghi de suveranitate digitală tot mai pronunțat. Inteligența artificială este prezentată ca amplificator al sofisticării amenințărilor cibernetice și al riscurilor de concentrare și de comportamente corelate, cu nevoia unor cadre solide de guvernare a datelor și de management al riscului de model. Interconectarea globală și transfrontalieră rămâne un vector de diversificare, dar și de propagare a șocurilor, în contextul fragmentării economice și al tensiunilor geopolitice (evidențiate acum inclusiv prin tensiunile din Orientul Mijlociu și disrupțiile comerciale).

Ediția din iunie 2026 aduce în prim-plan o categorie distinctă de riscuri — de natură structurală și demografică: Îmbătrânirea populației și adecvarea pensiilor devin risc de stabilitate pe termen lung. EIOPA formulează apăsător ideea că provocarea demografică reprezintă un risc semnificativ pentru sustenabilitatea financiară viitoare a sectorului, nu doar o problemă de politică socială, și subliniază necesitatea unor măsuri proactive pentru a răspunde presiunii îmbătrânirii. Gradul redus de acoperire cu pensii ocupaționale este semnalat explicit. Doar circa 21% dintre cetățenii UE dețin o pensie ocupațională (și doar circa 19% în cazul femeilor), ceea ce indică un decalaj important de acoperire și o vulnerabilitate de adecvare. EIOPA recomandă extinderea acoperirii suplimentare. Produsele de pensii personale, în special PEPP, sunt promovate ca instrument de închidere a decalajului, cu accent pe IMM-uri și pe lucrătorii din economia „gig”, precum și consolidarea transparenței privind adecvarea și sustenabilitatea sistemelor prin tablouri de bord (dashboards) și sisteme de urmărire a pensiilor (pension tracking), utile atât la nivel micro, cât și macroprudențial.

5.2. Entități relevante sistemic

Activele totale cumulate pentru Pilonul II și III depășeau valoarea de 246 miliarde lei la sfârșitul lunii iunie 2026; raportate la PIB, **activele totale cumulate ale sistemului de pensii private din România reprezentau circa 12,35% din PIB anual** (calculat ca suma ultimelor 4 trimestre²⁶).

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

Tabel 14 Dimensiunea sistemică a fondurilor de pensii private

Pilon	Fond	Activ Total 30 iun. 2026 (mld. Lei)	% PIB 30 iun. 2026
PII	FPAP NN	78,7	3,9%
PII	FPAP AZT VIITORUL TAU	49,3	2,5%
PII	FPAP METROPOLITAN LIFE	33,4	1,7%
PII	FPAP VITAL	24,4	1,2%
PII	FPAP ARIPI	22,8	1,1%
PII	FPAP BCR	17,7	0,9%
PII	FPAP BRD	11,2	0,6%
PIII	FPF NN OPTIM	3,72	0,2%
PIII	FPF BCR PLUS	1,21	0,1%
PIII	FPF NN ACTIV	1,20	0,1%
PIII	FPF AZT MODERATO	0,72	0,0%

²⁶ T III 2025 – T II 2026

PIII	FPF PENSIA MEA	0,62	0,0%
PIII	FPF RAIFFEISEN ACUMULARE	0,55	0,0%
PIII	FPF PENSIA MEA PLUS	0,35	0,0%
PIII	FPF AZT VIVACE	0,28	0,0%
PIII	FPF STABIL	0,08	0,0%
PIII	FPF ESENTIAL	0,03	0,0%
PII	Total PII	237,4	11,9%
PIII	Total PIII	8,78	0,4%
PII+PIII	Total PII + PIII	246,20	12,3%

Sursa: calcule ASF

Două fonduri de pensii private din Pilonul II au valoarea activului total de peste 2% din PIB: FPAP NN și FPAP AZT Viitorul Tău. Acestea pot fi considerate relevante din punct de vedere sistemic din perspectiva criteriului privind dimensiunea. Alte trei fonduri de pensii private au active totale ce depășesc nivelul de 1% din PIB (FPAP Metropolitan Life, FPAP Vital și FPAP Aripa).

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

La nivelul întregului sistem de pensii private (Pilon II și Pilon III), cea mai mare expunere a activelor era față de statul român, respectiv 63,4%. Topul primilor 10 emitenți arată că fondurile de pensii private au investit 4,7% în acțiuni și obligațiuni emise de către Romgaz, 4,5% în acțiuni Hidroelectrica, 4,3% în acțiuni, obligațiuni și instrumente bancare emise de Banca Transilvania, 3,9% în acțiuni OMV Petrom, 2,9% în acțiuni și instrumente bancare emise de către BRD GSG, 1,6% în acțiuni emise de Transgaz, 1,6% în acțiuni și obligațiuni emise de Electrica, 1,3% în acțiuni Digi Communications și 1,2% în acțiuni Med Life. Valoarea plasamentelor în primii 10 emitenți din portofoliile fondurilor de pensii private, incluzând statul român, însumează 89,5% din activele totale.

Tabel 15 Top 10 emitenți din portofoliile fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2026

Emitent	Țară	Valoare Lei	% Active totale
Ministerul Finantelor Publice	RO	156.140.198.435	63,4%
Romgaz SA	RO	11.658.302.775	4,7%
Hidroelectrica SA	RO	11.173.018.198	4,5%
Banca Transilvania SA	RO	10.604.747.159	4,3%
OMV Petrom SA	RO	9.697.481.927	3,9%
BRD - Groupe Societe Generale SA	RO	7.111.936.932	2,9%

Transgaz SA	RO	4.010.434.310	1,6%
Electrica SA	RO	3.981.337.643	1,6%
Digi Communications NV	RO/NL	3.194.814.277	1,3%
Med Life SA	RO	2.871.820.878	1,2%
Total Top 10 emitenți		220.444.092.535	89,5%
Alți emitenți		25.755.964.051	10,5%
Total		246.200.056.586	100,0%

Sursa: calcule ASF

5.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România

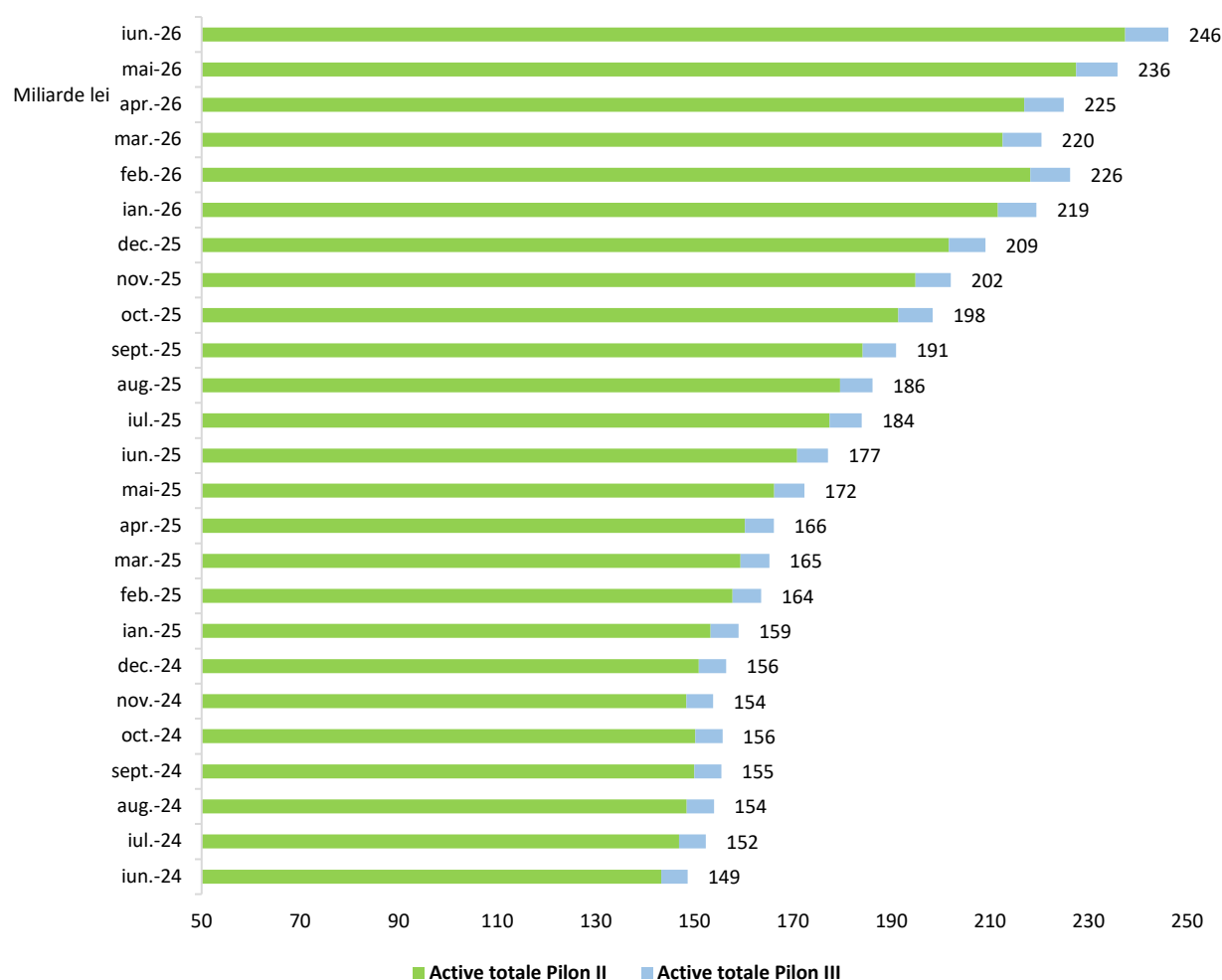
Sistemul de pensii private din România reprezintă o sursă stabilă de capital autohton, care, prin plasamentele sale, contribuie la finanțarea statului român și a mediului privat, având totodată un rol de stabilizator pe piețele financiare, datorită orizontului investițional pe termen lung. Obiectivul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

Existența fondurilor de pensii private este esențială pentru stabilitatea și dezvoltarea pieței financiare din România, acestea acționând ca principalul motor de capital autohton pe termen lung. Fondurile de pensii reprezintă cei mai importanți investitori instituționali locali și, spre deosebire de investitorii speculativi, acestea au un orizont de investiții de ordinul deceniilor, ceea ce oferă stabilitate pieței chiar și în perioade de volatilitate ridicată. Prezența lor constantă la cumpărare asigură lichiditatea necesară Bursei de Valori București (BVB). În afară de deținerea unor ponderi semnificative în emisiunile de titluri de stat, facilitând finanțarea deficitului bugetar la costuri mai predictibile, fondurile de pensii private participă la emisiunile de acțiuni și obligațiuni corporative, direcționând economiile populației către sectoare productive (energie, bănci, tehnologie) și susținând expansiunea companiilor românești.

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

Valoarea activelor totale aflate în administrare, la nivelul întregului sistem de pensii private, a atins la finalul lunii iunie 2026 nivelul de 246,2 miliarde de lei (47 miliarde de euro), cu un număr de 9,64 milioane de participanți. La 30 iunie 2026, politica investițională din cadrul portofoliilor de active ale fondurilor de pensii private continuă să fie concentrată pe piața locală de capital. Ponderea investițiilor în instrumente cu venit fix reprezenta aproximativ 67% din totalul portofoliului investițional al fondurilor de pensii private, în timp ce un procent de 29% era investit în acțiuni.

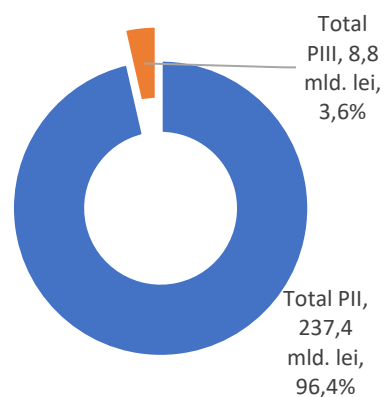
Figura 54 Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private



Sursa: prelucrare ASF

Figura 55 Structura sistemului de pensii private

Activele fondurilor din Pilonul II reprezintă 96,4% din totalul activelor sistemului de pensii private din România, în timp ce dimensiunea pilonului III rămâne una redusă.

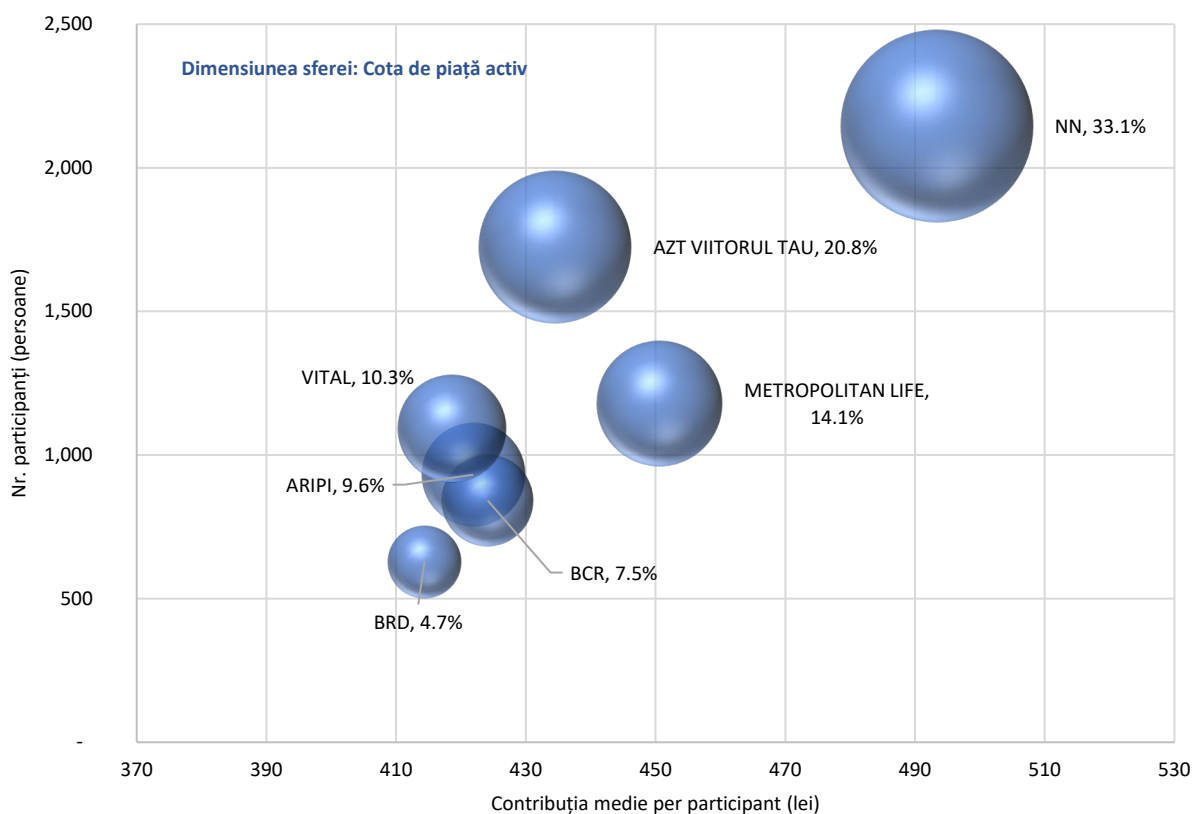


Sursa: prelucrare ASF

Pe parcursul semestrului I 2026, au fost virate contribuții brute către fondurile de pensii administrate privat în cuantum de 11,93 miliarde lei, cu 9,2% mai mult comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. În Pilonul III au fost virate contribuții brute în valoare de 544 milioane lei, în creștere cu 22% față de semestrul I 2025.

La nivelul fondurilor de pensii administrate privat, contribuția medie a participanților în luna iunie 2026 a fost de circa 447 lei, înregistrând o creștere de 4% comparativ cu aceeași dată a anului anterior. Fondul de pensii administrate privat cu cea mai mare contribuție medie per participant, dar și cu cei mai mulți participanți înscriși a fost FPAP NN, având o cotă de piață de aproximativ 33% (calculată după activele totale).

Figura 56 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 iunie 2026

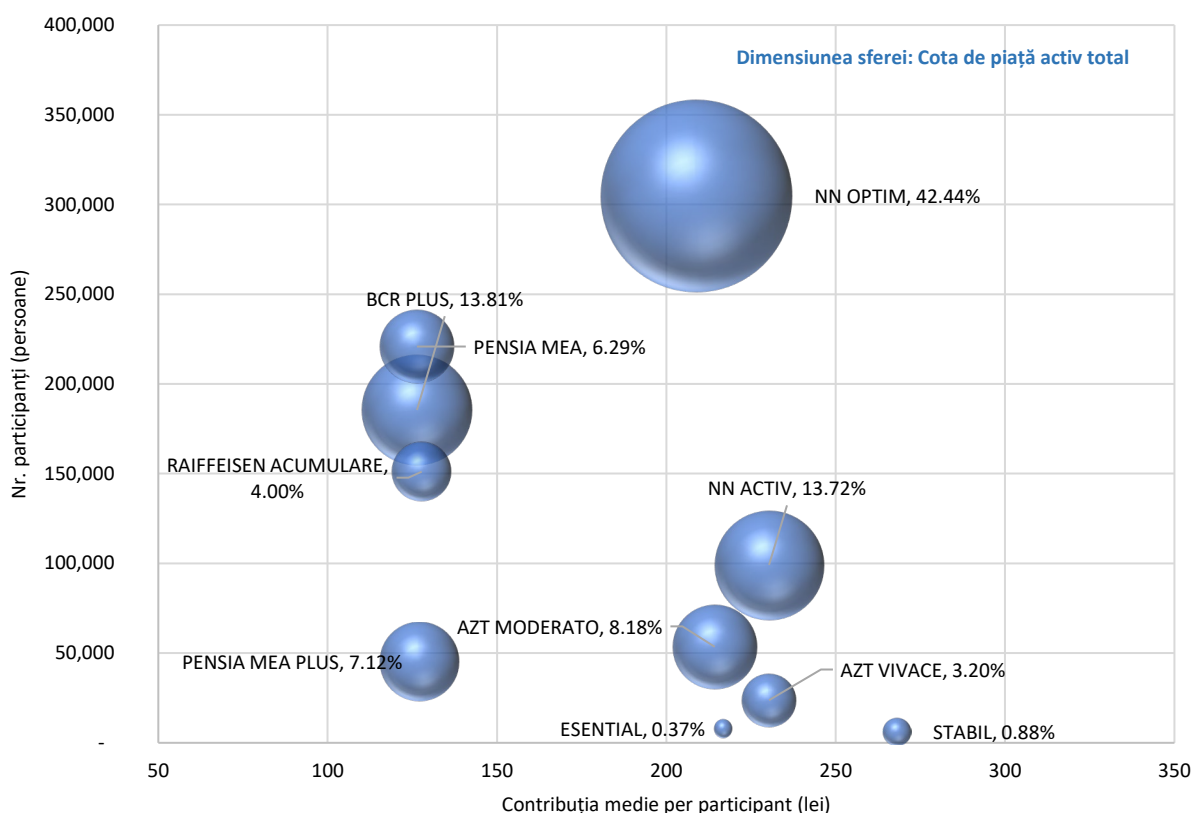


Sursa: prelucrare ASF

În ceea ce privește fondurile de pensii facultative, contribuția medie per participant în luna iunie 2026 a fost de aproximativ 166 lei, în scădere cu 0,5% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2025. Fondul de pensii facultative cu cel mai mare număr de participanți este FPF NN Optim, înregistrând totodată și cota

de piață cea mai mare după activele totale (42,4%). Cea mai mare contribuție medie pe participant a fost la FPF Stabil, respectiv 268 lei.

Figura 57 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 iunie 2026



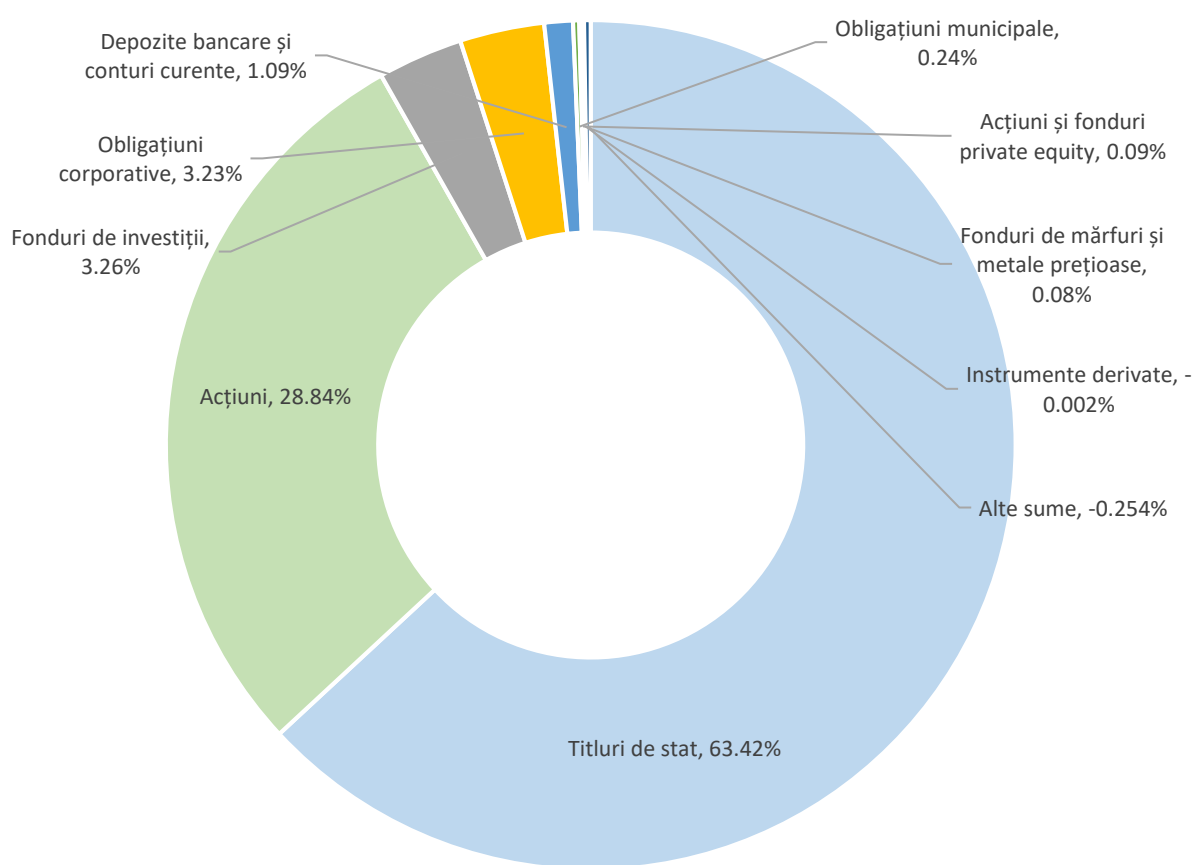
Sursa: prelucrare ASF

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

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

Cea mai mare pondere în portofoliile fondurilor de pensii private a fost deținută în permanență de instrumentele financiare cu venit fix (în special titluri de stat și obligațiuni corporative). La 30 iunie 2026 ponderea instrumentelor cu venit fix era de aproximativ 67% din portofoliile fondurilor de pensii private, iar 63,4% din active erau investite în titluri emise de statul român. Încă de la înființarea fondurilor de pensii private, investițiile acestora s-au realizat preponderent în emitenți din România, la finalul lunii iunie 2026, plasamentele fondurilor de pensii fiind efectuate local în procent de 95%. Majoritatea instrumentelor românești sunt reprezentate de titluri de stat, acțiuni listate la Bursa de Valori București, obligațiuni corporative, fonduri de investiții și depozite bancare.

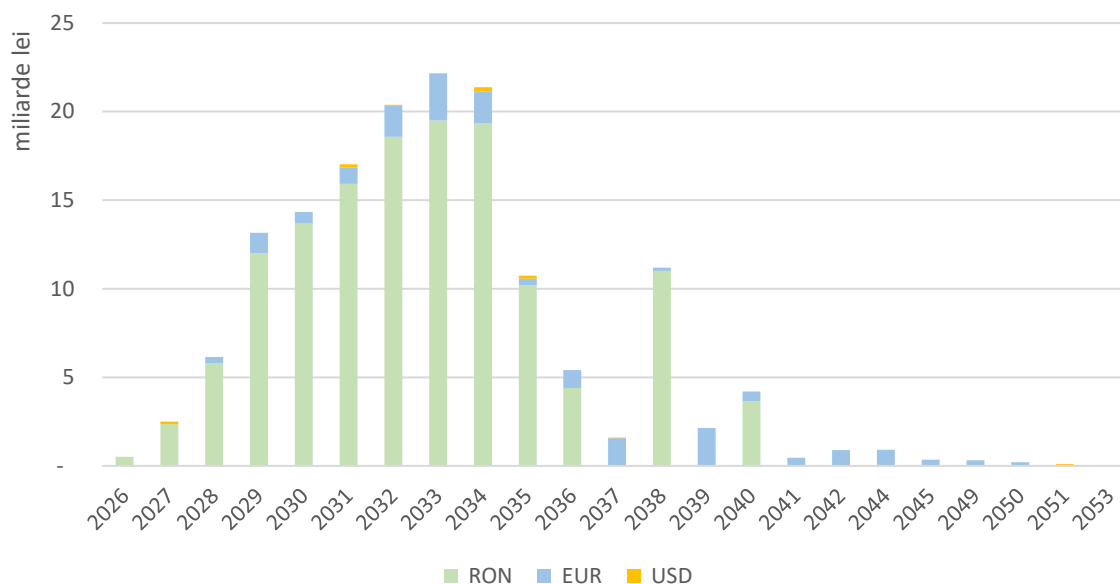
Figura 58 Structura activelor fondurilor de pensii private (Pilon II și Pilon III) la 30 iunie 2026



Sursa: prelucrare ASF

Titlurile de stat din portofoliile fondurilor de pensii private sunt emise de statul român și sunt denominate în RON (87,7%), EUR (11,7%) și USD (0,6%). Din punct de vedere al orizontului investițional, majoritatea sunt deținute pe termen mediu, cu data maturității până în anul 2036 (aproximativ 85,7% din totalul titlurilor de stat), restul fiind emisiuni pe termen lung, cu data maturității până în 2053.

Figura 59 Anul maturității titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private la data de 30 iunie 2026



Sursa: prelucrare ASF

Fondurile de pensii private sunt investitori instituționali semnificativi pe piața de capital, investind în emitenți care respectă guvernarea corporativă și au un grad înalt de transparență. La 30 iunie 2026, sistemul pensiilor private din România avea investiții în acțiuni în procent de 28,8%, iar 90% din acest procent este reprezentat de 10 companii, aflate în topul celor mai tranzacționate companii pe segmentul principal la BVB.

Tabel 16 Principalele investiții în acțiuni ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2026

Denumire emitent	Valoare dețineri (lei)	% în total portofoliu acțiuni listate
Hidroelectrica SA	11.173.018.198	15,7%
Romgaz SA	10.955.794.991	15,4%
Banca Transilvania SA	10.383.017.119	14,6%
OMV Petrom SA	9.697.481.927	13,7%
BRD - Groupe Societe Generale SA	5.614.281.776	7,9%
Transgaz SA	4.010.434.310	5,6%
Electrica SA	3.830.484.756	5,4%
Digi Communications NV	3.194.814.277	4,5%
Med Life SA	2.871.820.878	4,0%
Nuclearelectrica SA	2.013.441.761	2,8%
<i>Alți emitenți</i>	<i>7.257.790.739</i>	<i>10,2%</i>
Total	71.002.380.732	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Din totalul investițiilor în acțiuni, un procent de 0,4% îl reprezintă doi emitenți tranzacționați specializați în imobiliare, în valoare totală de 315 milioane lei (0,1% din activele totale din Pilonul II și III).

Investițiile fondurilor de pensii în obligațiuni corporative au reprezentat un procent de 3,23% din activele totale ale sistemului de pensii private, plasamentele fiind efectuate pe plan local și extern, în mod majoritar, în grupuri financiare sau bancare. O mare parte dintre obligațiunile corporative au fost emise în România (70,8%), SUA (14,6%) și Spania (7,7%).

Tabel 17 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2026

Denumire emitent	Țara emitent	Valoare dețineri	% total portofoliu obligațiuni corporative
Banca Comerciala Romana	RO	2.441.004.255	30,7%
Raiffeisen Bank SA	RO	1.192.297.095	15,0%
Romgaz SA	RO	702.507.785	8,8%
Unicredit Bank SA	RO	625.069.520	7,9%
Banco Santander SA	ES	609.487.850	7,7%
Citigroup Inc	US	539.003.934	6,8%
Citigroup Global Markets Holdings Inc	US	441.237.222	5,5%
BNP Paribas	FR	304.919.783	3,8%
CEC Bank SA	RO	296.920.090	3,7%
Banca Transilvania SA	RO	221.726.656	2,8%
<i>Alți emitenți</i>		<i>582.011.726</i>	<i>7,3%</i>
Total		7.956.185.915	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Plasamentele fondurilor de pensii în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare au reprezentat un procent de 3,26% din activele totale ale sistemului de pensii private. Fondurile de pensii private au investit în OPCVM-uri emise preponderent în Irlanda (46,4%), Luxemburg (45,2%), și România (6,5%), restul de 1,9% fiind emise în Regatul Unit și Germania. Investițiile în fonduri și metale prețioase au fost în valoare de aproximativ 209 milioane de lei (0,08% din activele totale) și au avut ca activ suport aurul.

Tabel 18 Plasamentele în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2026

Denumire OPCVM / Administrator	Țara OPCVM	Valoare dețineri	% total portofoliu OPCVM
Xtrackers Euro Stoxx 50 UCITS ETF 1C / Xtrackers	LU	2.430.544.992	30,3%
iShares Europe ex - UK Index Fund (IE) / BlackRock Inc	IE	855.689.058	10,7%
iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc) / BlackRock Inc	IE	633.294.375	7,9%
iShares S&P 500 Information Technology Sector UCITS ETF USD (Acc) / BlackRock Inc	IE	572.617.454	7,1%
Amundi Euro Stoxx 50 UCITS ETF DR - EUR (C) / Amundi Index Solutions SICAV	LU	467.204.363	5,8%
Xtrackers Artificial Intelligence & Big Data UCITS ETF 1C / Xtrackers (IE) PLC	IE	279.224.471	3,5%

iShares Core EURO STOXX 50 UCITS ETF EUR (Acc) / iShares VII Plc	IE	276.146.843	3,4%
Xtrackers DAX UCITS ETF 1C / Xtrackers	LU	273.121.280	3,4%
iShares US Index Fund (IE) - USD Acc / BlackRock Inc	IE	240.543.898	3,0%
BT Obligatiuni / BT Asset Management	RO	196.138.333	2,4%
<i>Alte OPCVM</i>		<i>1.800.377.844</i>	<i>22,4%</i>
Total		8.024.902.910	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Plasamentele în depozite bancare și conturi curente ale fondurilor de pensii private au reprezentat un procent de 1,09% din activele totale și au fost realizate exclusiv la bănci din România. Dintre acestea, depozitele în lei au fost în cuantum de 76,46%, cele în euro 23,52%, restul de 0,03% fiind denuminate în dolari americani și alte valute. Sumele depuse la BRD GSG, Citibank și ING Bank România au cumulat 85,6% din depozite și conturi curente.

Tabel 19 Plasamentele în depozite bancare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2026

Denumire bancă	Valoare (RON)	% în total depozite și conturi curente
BRD - Groupe Societe Generale SA	1.497.655.156	55,6%
Citibank Romania	474.407.122	17,6%
ING Bank Romania	331.617.511	12,3%
Banca Comerciala Romana	253.756.399	9,4%
Raiffeisen Bank SA	131.561.841	4,9%
Unicredit Bank SA	2.439.829	0,1%
Banca Transilvania SA	3.384	0,0%
Intesa SanPaolo	3.144	0,0%
CEC Bank SA	957	0,0%
Exim Banca Romaneasca SA	952	0,0%
<i>Alte bănci</i>	<i>-</i>	<i>0,0%</i>
Total	2.691.446.294	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

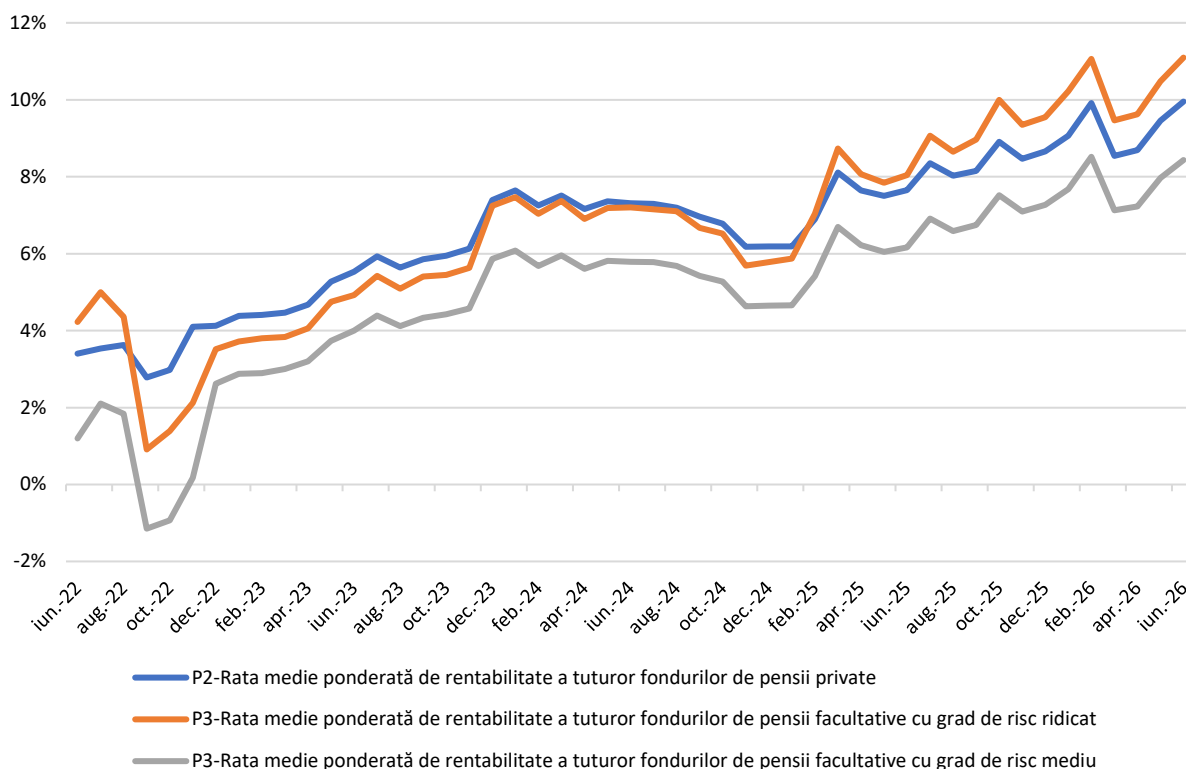
Investițiile fondurilor de pensii private în obligațiuni municipale au reprezentat 0,24% din activele totale, respectiv 580 milioane lei și au fost realizate în emitenți români, majoritatea fiind emise de către Municipiul București.

Investițiile în private equity ale fondurilor de pensii private au fost în valoare de aproximativ 225 milioane de lei (0,08% din activele totale) și au fost realizate prin acțiuni private equity (39,7 milioane de lei), respectiv fonduri de private equity (185,6 milioane de lei), în emitenți din Luxemburg.

Randamentele unităților de fond

La 30 iunie 2026 rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii administrate privat (Pilonul II) a fost de 9,9536%, iar în ceea ce privește fondurile de pensii facultative (Pilonul III), rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu grad de risc ridicat a fost de 11,0965%, în timp ce rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu risc mediu a fost de 8,4365%.

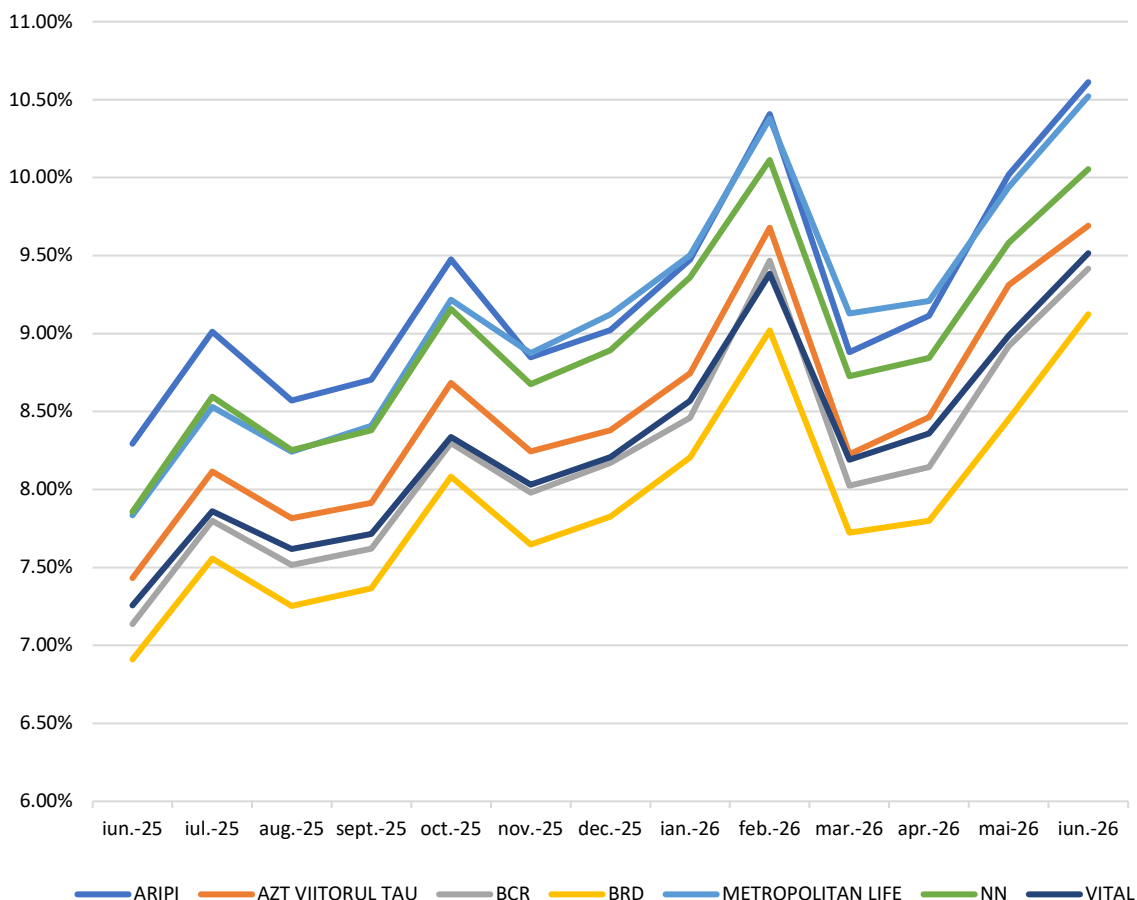
Figura 60 Evoluția ratelor medii de rentabilitate ale fondurilor de pensii private



Sursa: prelucrare ASF

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

Figura 61 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat



Sursa: prelucrare ASF

Pe termen lung, randamentul anualizat²⁷ al fondurilor de pensii private din Pilonul II aferent întregii perioade de funcționare a acestora s-a menținut la un nivel ridicat.

Tabel 20 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la finalul lunii iunie 2026 (calculat față de 21.05.2008)

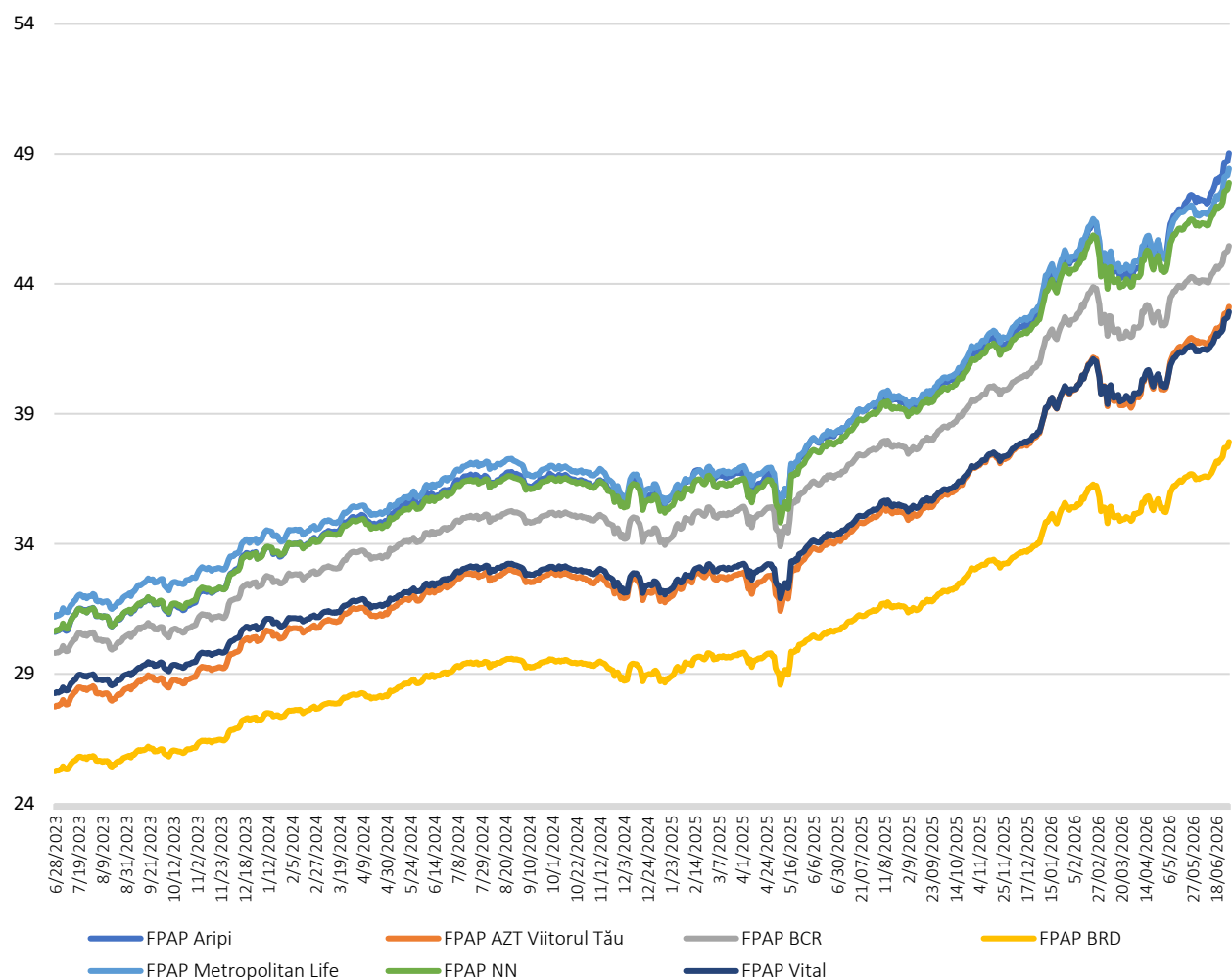
FPAP Arip	FPAP AZT Viitorul Tău	FPAP BCR	FPAP BRD	FPAP Metropolitan Life	FPAP NN	FPAP Vital
9,18%	8,40%	8,72%	7,64%	9,09%	9,03%	8,37%

Sursa: prelucrare ASF

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

²⁷ Randamentul anualizat este randamentul mediu anual calculat pe termen lung, de la înființarea sistemului de pensii private până în prezent

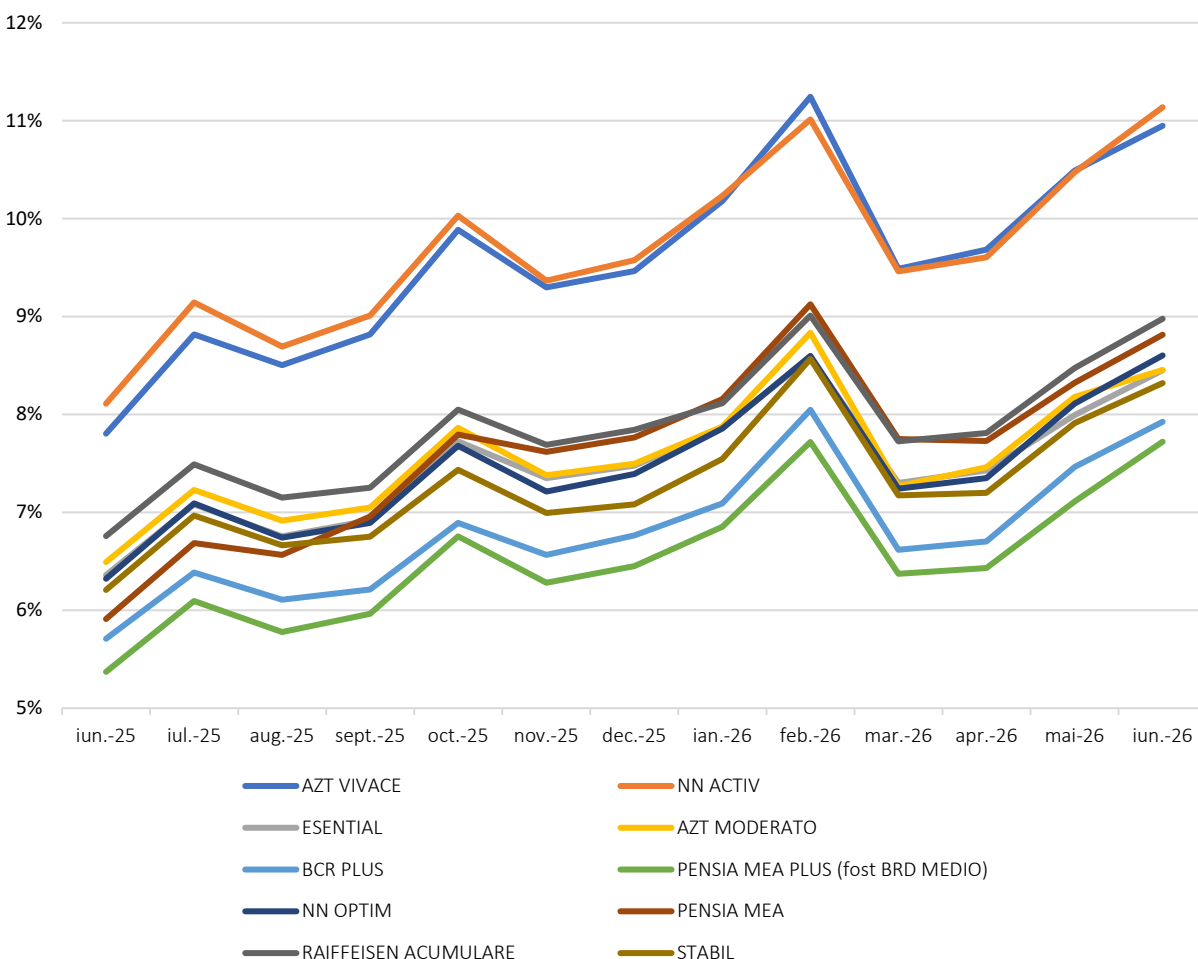
Figura 62 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei)



Sursa: prelucrare ASF

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

Figura 63 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative



Sursa: prelucrare ASF

Pe termen lung, randamentul anualizat²⁸ al fondurilor de pensii facultative din Pilonul III aferent întregii perioade de funcționare a acestora s-a menținut la un nivel pozitiv, ușor mai scăzut ca în Pilonul II.

Tabel 21 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la finalul lunii iunie 2026 (calculat în funcție de data lansării fiecărui fond de pensii facultative)

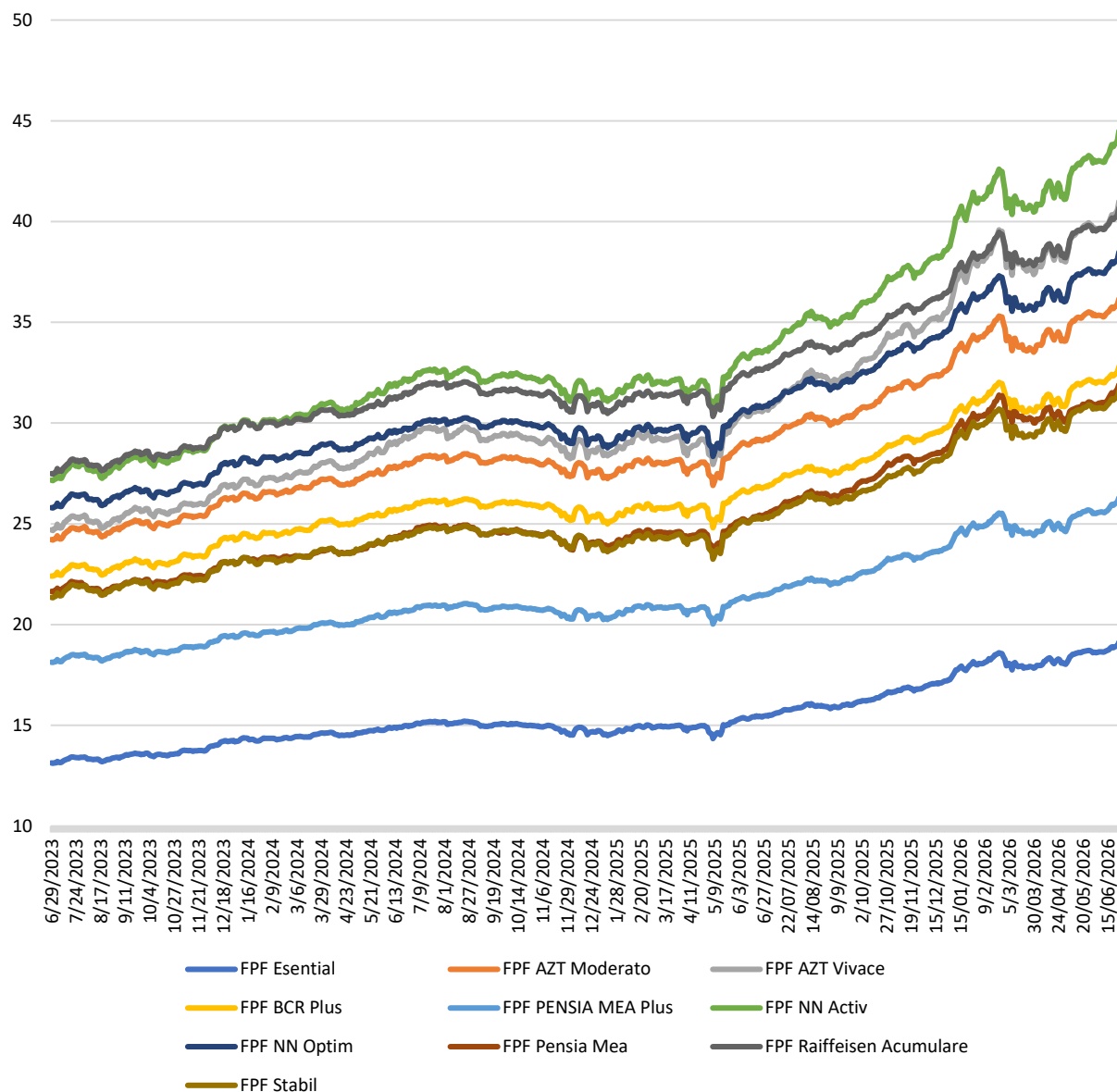
FPF Esențial	FPF AZT Moderato	FPF AZT Vivace	FPF BCR Plus	FPF Pensia Mea Plus	FPF NN Activ	FPF NN Optim	FPF Pensia Mea	FPF Raiffeisen Acumulare	FPF Stabil
6,23%	7,11%	7,87%	6,55%	5,99%	8,27%	7,54%	6,38%	8,26%	7,05%

Sursa: prelucrare ASF

²⁸ Randamentul anualizat este randamentul mediu anual calculat pe termen lung, de la înființarea fiecărui fond de pensii facultative până în prezent

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

Figura 64 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III



Sursa: prelucrare ASF

5.4. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private

Context macroeconomic și financiar

Perspectivile economiei globale pentru perioada 2026–2027 rămân moderate și marcate de o vulnerabilitate accentuată la șocuri, într-un context definit de un conflict deschis în Orientul Mijlociu și de întreruperea majoră a fluxurilor energetice. Cea mai recentă evaluare a Fondului Monetar Internațional — World Economic Outlook Update, iulie 2026, intitulat sugestiv „Global Economy in Crosscurrents of War and Technology” — proiectează o creștere globală de 3,0% în 2026 și 3,4% în 2027, niveluri aflate sub media istorică și cumulativ nemodificate față de prognoza din aprilie 2026. FMI subliniază că economia mondială este traversată de două forțe contrare: șocul provocat de război apasă asupra economiilor importatoare de energie și a celor vulnerabile, în timp ce cererea generată de inteligența artificială susține țările integrate în lanțul global de valoare al tehnologiei. Un mesaj-cheie al Fondului este că dezinflația globală a stagnat, iar riscurile au perspective negative, prin prisma reaprinderii conflictului și a unei posibile reevaluări abrupte pe piețele financiare.

Europa avansează lent, sub povara șocului energetic și a unor vulnerabilități structurale persistente. Prognoza de primăvară 2026 a Comisiei Europene, intitulată „Slowdown in growth as energy shock drives up inflation”, revizuieste în jos ritmul de creștere și estimează o expansiune a PIB-ului UE de 1,5% în 2025, 1,1% în 2026 și 1,4% în 2027, în timp ce zona euro rămâne sub acest nivel (1,4% în 2025, 0,9% în 2026 și 1,2% în 2027). Spre deosebire de tabloul anterior, în care inflația se apropia de ținta de 2% a BCE și permitea continuarea relaxării monetare, șocul energetic a împins din nou prețurile în sus: Comisia estimează o inflație în zona euro de 3,0% în 2026 (de la 2,1% în 2025), cu revenire abia spre 2,3% în 2027. Această reaccelerare complică ciclul de relaxare monetară și readuce în prim-plan arbitrajul dintre susținerea creșterii și ancorarea așteptărilor inflaționiste. Pe fond, competitivitatea industriei europene rămâne afectată de dependența de importuri de energie și de materii prime critice, precum și de presiunea concurenței în sectoarele cu valoare adăugată ridicată (vehicule electrice, tehnologie verde, echipamente electronice).

Șocul energetic este elementul central al deteriorării perspectivelor. Comisia Europeană îl descrie drept „una dintre cele mai semnificative disrupții ale ofertei globale de energie din istoria recentă”, generată de conflictul din Orientul Mijlociu: închiderea cvasi-totală a strâmtoarei Ormuz a redus fluxurile maritime de petrol cu circa 15% și pe cele de GNL cu circa 20%, iar în intervalul dintre sfârșitul lunii februarie și sfârșitul lunii aprilie 2026 prețul gazelor a crescut cu circa 50%, iar cel al petrolului brut cu circa 65%. Comisia avertizează explicit că principalul risc pentru perspective ține de evoluția conflictului și de implicațiile sale asupra piețelor energetice: un conflict prelungit și o normalizare a ofertei mai lentă decât cea implicită în cotațiile futures ar conduce la presiuni inflaționiste mai puternice și la o creștere economică mai slabă. Europa este expusă într-o măsură relativ mai mare acestor riscuri, datorită dependenței energetice și a unei creșteri deja moderate.

România se află într-o poziție macroeconomică deosebit de vulnerabilă, la intersecția dintre consolidarea fiscală contractantă și șocul inflaționist energetic. Comisia Europeană a redus semnificativ estimările de creștere, proiectând o expansiune a PIB-ului de numai 0,7% în 2025 și 0,1% în 2026, printre cele mai scăzute din Uniune, cu o revenire abia în 2027, la circa 2,3%, pe măsură ce temperarea inflației stabilizează venitul

disponibil. Ajustarea este impusă de dezechilibrul bugetar: după un deficit de 9,3% din PIB în 2024, cel mai mare din UE, Comisia estimează o reducere la 7,9% în 2025 și 6,2% în 2026, ca urmare a pachetului de consolidare fiscală. Acest pachet, adoptat în vara și toamna anului 2025 (majorarea TVA, lărgirea bazei contribuțiilor la sănătate, creșteri ale accizelor și impozitelor pe proprietăți, alături de înghețarea nominală a salariilor și pensiilor publice), exercită un efect contractant direct asupra cererii agregate interne. Comisia notează că „consolidarea fiscală în curs și inflația ridicată a prețurilor energiei reduc semnificativ consumul intern”, diminuând venitul real disponibil și antrenând o scădere atât a consumului, cât și a importurilor.

Presiunea inflaționistă din România este cea mai ridicată din UE, rata anuală a inflației IPC ajungând la 10,42% în iunie 2026. Comisia proiectează o inflație (HICP) de 7,0% în 2026, cu decelerare spre 3,7% în 2027, în bună parte ca efect al eliminării, în iulie 2025, a plafonului la prețul energiei electrice pentru gospodării. În linie cu acest tablou, Banca Națională a României, în Raportul asupra inflației din august 2026, și-a revizuit în creștere prognoza, estimând o rată anuală a inflației de circa 6,1% la finalul lui 2026 și de circa 3,4% la finalul lui 2027, abia atunci fiind anticipată revenirea în intervalul-țintă. BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la 6,50%, invocând presiunile persistente din prețurile energiei și din factorii de ofertă (inclusiv efectele secetei și ale caniculei asupra prețurilor alimentare). Un contrabalans parțial al încetinirii îl reprezintă absorbția fondurilor europene prin PNRR, care susține investițiile și atenuează impactul consolidării fiscale asupra activității economice.

În ansamblu, balanța riscurilor pentru economia globală și europeană rămâne înclinată în sens negativ. Atât FMI, cât și Comisia Europeană converg asupra ideii că evoluția conflictului din Orientul Mijlociu și transmisia sa prin piețele energetice vor fi factorul determinant pentru dinamica creșterii și pentru stabilitatea piețelor financiare în perioada următoare, cu riscul unui scenariu de tip stagflaționist și al amânării relaxării monetare. România, deși beneficiază de investiții europene și de o structură economică relativ diversificată, rămâne printre cele mai expuse economii, prin combinația dintre inflația energetică, ajustarea fiscală severă și sensibilitatea la condițiile financiare globale.

Alocarea strategică a portofoliilor

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

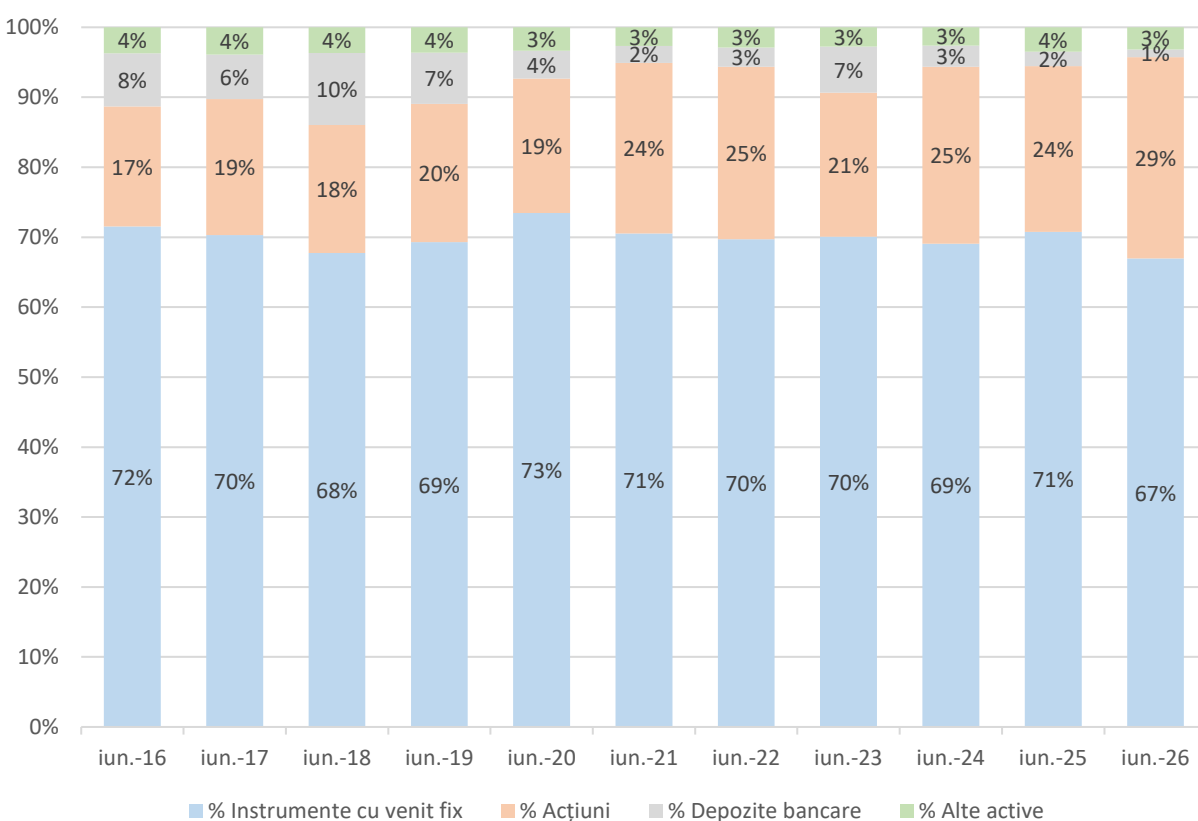
Fondurile de pensii private trebuie să opteze la înființare, prin prospect, pentru o categorie de risc, exprimată din punct de vedere al politicii de investiții, în care trebuie să își păstreze încadrarea: risc scăzut, risc mediu și risc ridicat. În general, o categorie de risc scăzut presupune o politică de investiții adversă față de riscuri, cu expuneri mai reduse pe acțiuni și alte instrumente mai volatile. În acest caz, și randamentele

așteptate sunt mai reduse, fiind corelate cu nivelul de risc asumat. La polul opus, o categorie de risc ridicat presupune un apetit mai mare pentru acțiuni sau alte plasamente care pot oferi randamente mai mari. În cadrul Pilonului II sunt șase fonduri de pensii în categoria risc mediu și un fond care este în categoria de risc ridicat (FPAP Aripă administrat de Generali SAFPP SA). În Pilonul III sunt opt fonduri de pensii facultative în categoria de risc mediu și două în categoria de risc ridicat (NN Activ administrat de NN Asigurări de Viață SA și AZT Vivace administrat de ALLIANZ-TIRIAC Pensii Private SAFPP SA).

În contextul în care există un număr restrâns de fonduri de pensii în Pilonul II și în Pilonul III, s-a constatat în timp o abordare oarecum similară din partea administratorilor în ceea ce privește alocarea strategică a portofoliului investițional, caracterizată printr-o expunere moderată la risc și totodată printr-o preferință pentru titlurile emise de către statul român. Fondurile de pensii private care au optat pentru categoria de risc ridicat au avut în general expuneri mai mari pe acțiuni.

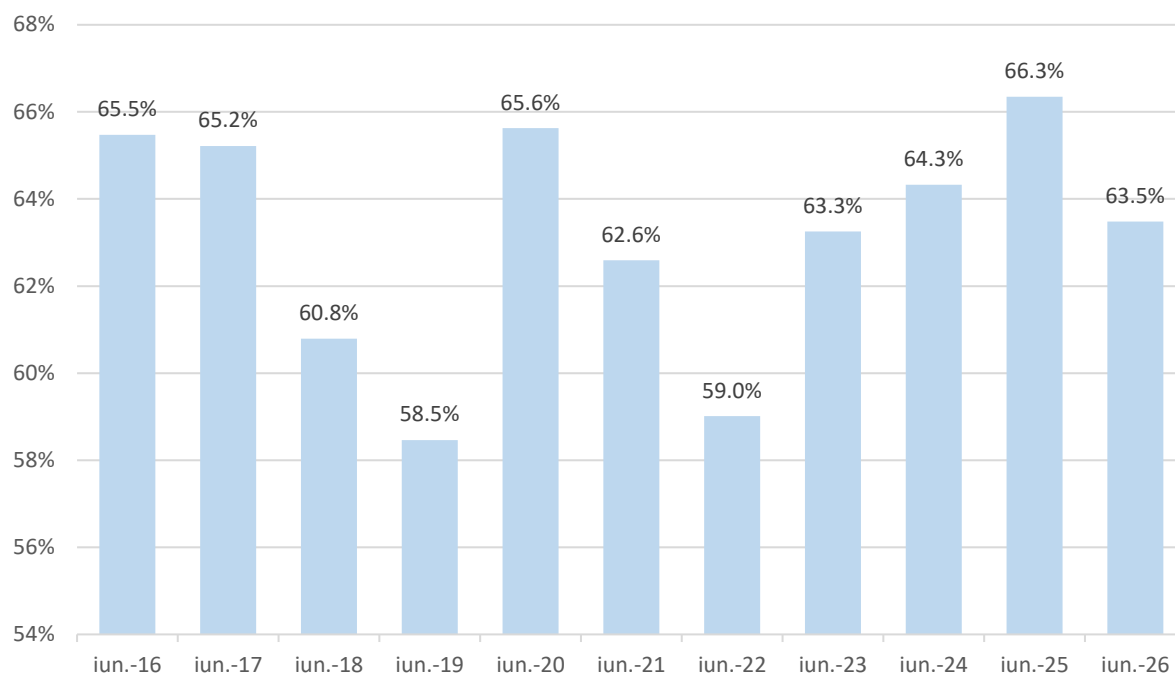
În semestrul I 2026, a continuat creșterea ponderii alocate acțiunilor, în detrimentul instrumentelor cu venit fix, atât pe Pilonul II cât și pe Pilonul III, în contextul în care indicii Bursei de Valori București au obținut randamente ridicate.

Figura 65 Evoluția Alocării Strategice a activelor fondurilor de pensii din Pilonul II



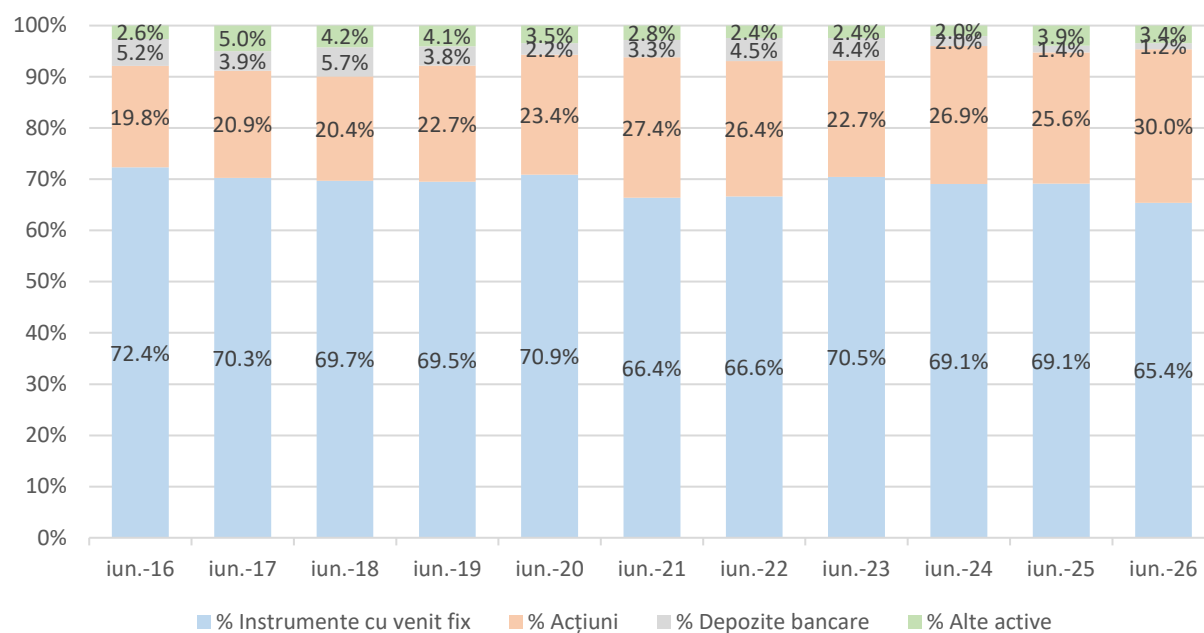
Sursa: calcule ASF

Figura 66 Evoluția procentelor investite în titluri de stat în Pilonul II



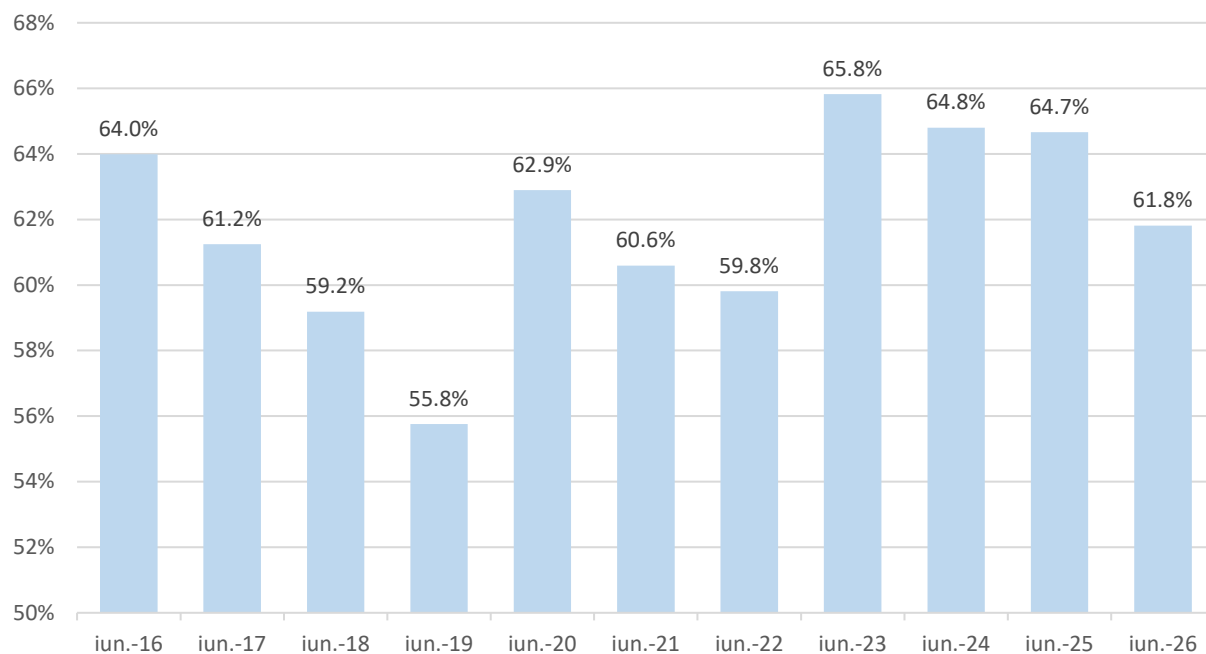
Sursa: calcule ASF

Figura 67 Evoluția Alocării Strategice a activelor fondurilor de pensii din Pilonul III



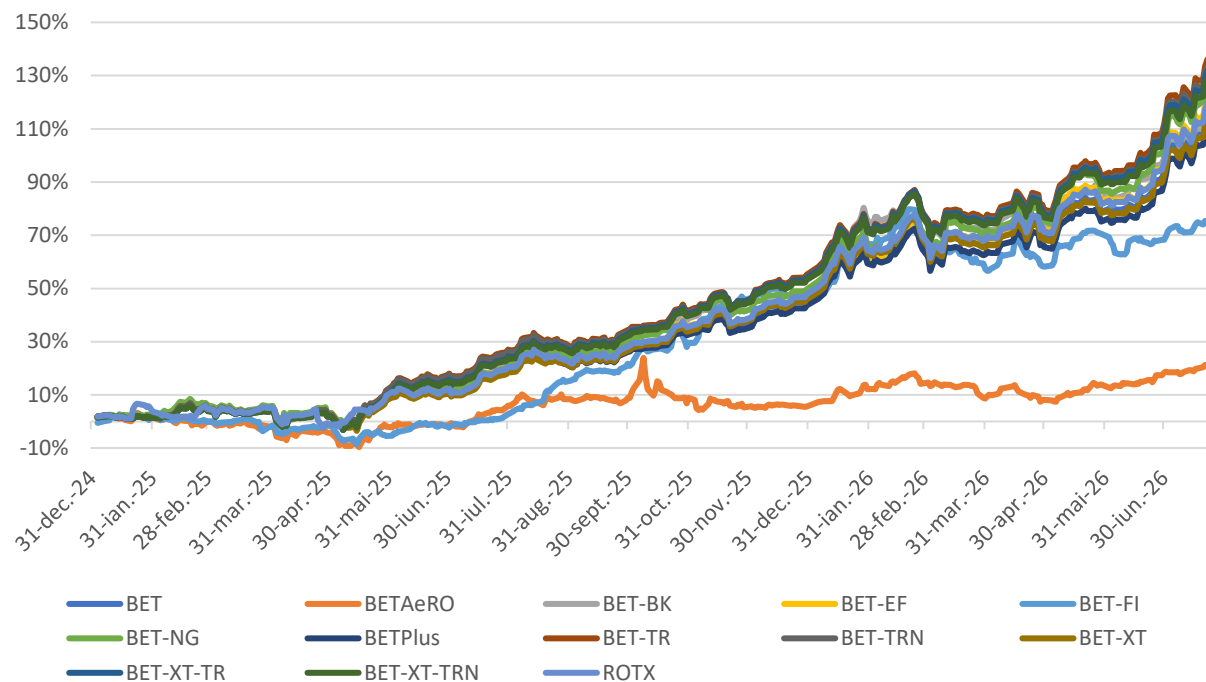
Sursa: calcule ASF

Figura 68 Evoluția procentelor investite în titluri de stat în Pilonul III



Sursa: calcule ASF

Figura 69 Evoluția indicilor bursieri BVB (31.12.2024 = 100)

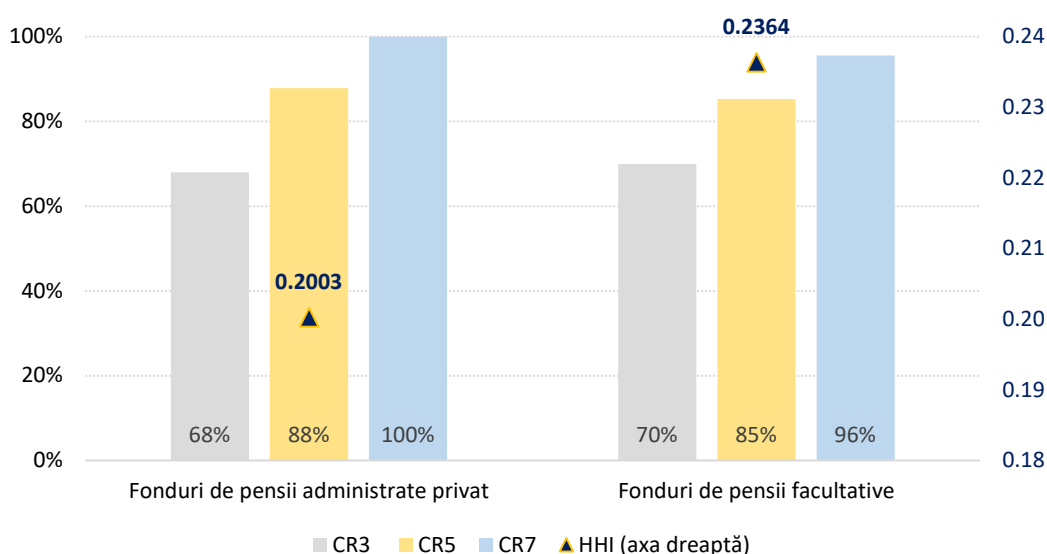


Sursa: BVB, calcule ASF

Gradul de concentrare

Piața pensiilor administrate privat (Pilon II) înregistrează un grad ridicat de concentrare, primele trei fonduri de pensii totalizând 68% din active la finalul lunii iunie 2026. Și în cazul fondurilor de pensii facultative (Pilon III), gradul de concentrare este asemănător, primele trei fonduri însumând 70% din active. Situația este explicabilă din motive legate de structura pieței, a numărului redus de fonduri de pensii private și de mecanismul de repartizare aleatorie pe Pilonul II, prin care majoritatea participanților nou intrați sunt distribuiți în cote egale tuturor administratorilor de fonduri de pensii din Pilonul II.

Figura 70 Gradul de concentrare al fondurilor de pensii private (în funcție de valoarea totală a activelor la finalul lunii iunie 2026 calculat pe baza indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței)²⁹



Sursa: prelucrare ASF

Contribuțiile participanților la fondurile de pensii private se virează direct în contul fondului de pensii înregistrat la banca depozitară, aceasta din urmă fiind autorizată, reglementată, supravegheată și controlată de către Banca Națională a României. Depozitarii sunt solidar răspunzători, împreună cu administratorii fondurilor de pensii private, de păstrarea în siguranță a activelor fondurilor de pensii private, de verificarea respectării cerințelor legale referitoare la operațiunile cu active și a calculării zilnice a valorii unitare a activului net, precum și de notificarea ASF referitoare la orice nereguli sau erori constatate. La finalul lunii iunie 2026, serviciile de depozitare a activelor erau oferite de trei instituții de credit autorizate de Banca Națională a României (BNR): BRD-GSG, care deține cea mai ridicată pondere a activelor, de aproximativ 81,8%, Raiffeisen, 13,6% și BCR, 4,7%.

²⁹ CR3, CR5 și CR7 reprezintă cota de piață a primelor trei, cinci, respectiv șapte fonduri de pensii private din fiecare pilon, în timp ce HHI reprezintă Indicele Herfindahl-Hirschman, calculat ca sumă a pătratelor cotelor de piață a fondurilor de pensii din fiecare pilon; cu cât HHI are valoare mai mare, cu atât gradul de concentrare este mai ridicat.

Tabel 22 Cota de piață a depozitarilor fondurilor de pensii private la 30 iunie 2026

Depozitar	Valoare active în custodie (miliarde lei)	% în total active
BRD GSG SA	201,30	81,76%
Raiffeisen Bank SA	33,38	13,56%
BCR SA	11,52	4,68%
Total	246,2	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

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

Riscul de piață și valutar

Riscul de piață reprezintă riscul de pierdere generat de fluctuațiile nefavorabile ale prețurilor activelor, ale ratelor de dobândă sau ale cursului de schimb. El este gestionat de administratori în principal prin diversificare (menită să reducă componenta de risc sistematic), prin monitorizarea permanentă a pozițiilor individuale și a indicatorilor de risc, precum și prin posibilitatea gestionării active a portofoliilor pe termen scurt. În prezent, însă, mai mulți factori se suprapun și amplifică acest risc. Pe plan extern, declanșarea unui nou conflict armat în Orientul Mijlociu a produs unul dintre cele mai severe șocuri energetice recente, reflectat în saltul abrupt al prețurilor petrolului și gazelor, care a stopat procesul de dezinflație la nivel global și a readus în discuție amânarea ciclurilor de relaxare monetară. Menținerea unor dobânzi ridicate pentru o perioadă mai îndelungată alimentează volatilitatea randamentelor suverane și a spread-urilor de credit, cu efecte directe asupra evaluării portofoliilor de obligațiuni, în timp ce incertitudinea geopolitică se transmite și prin canalul valutar, prin volatilitatea sporită a cursului EURUSD și a activelor denominate în dolari.

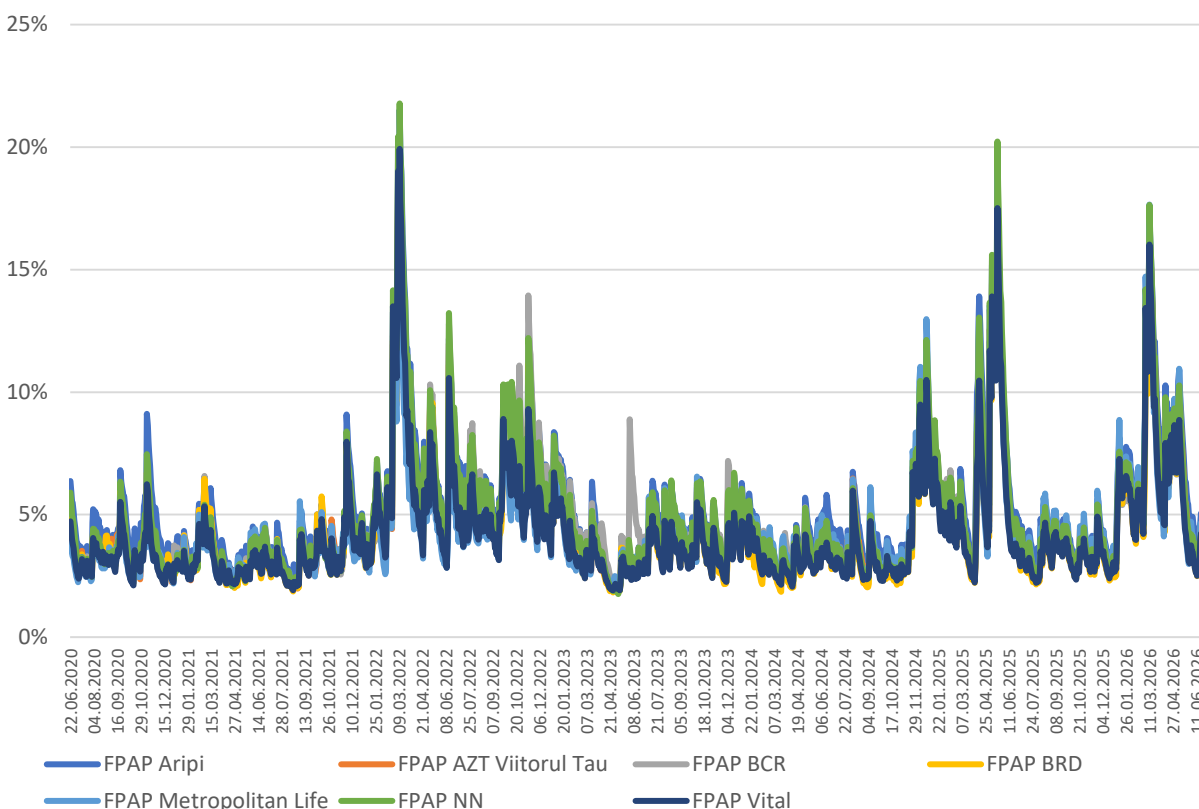
Pe plan local, aceste presiuni externe se suprapun peste o tendință de contractare a activității economice, generată de pachetul de măsuri fiscale implementat pentru reducerea deficitului bugetar. Consolidarea fiscală, dublată de o inflație ridicată, cea mai mare din UE, accentuată de eliminarea plafonării prețului energiei, comprimă venitul real disponibil și cererea internă, cu efecte inclusiv asupra apetitului pentru risc și a evoluției piețelor locale de capital. Combinația dintre incertitudinea geopolitică externă, șocul energetic, dezinflația stagnantă și încetinirea economică internă majorează riscurile macroeconomice, care se pot propaga rapid, printr-un efect de contagiune, către volatilitatea piețelor financiare și pot declanșa corecții importante ale prețurilor activelor.

La finalul lunii iunie 2026, fondurile de pensii private au investit majoritatea activelor în instrumente financiare denumite în monedă locală (87,4%), urmate de instrumente financiare denumite în euro în procent de 12,1% și în dolar american 0,5%. Ținând cont de expunerea limitată pe instrumente financiare denumite în valută, riscul valutar se situa la un nivel redus, o parte dintre administratori utilizând pentru protecție instrumente financiare derivate de tipul contractelor forward, încheiate pe piața bancară, pentru protecție și pentru a își conserva valoarea deținerilor denumite în euro.

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

În semestrul I 2026, au avut loc mai multe episoade de volatilitate crescută a valorilor unitare ale activelor nete ale fondurilor de pensii private, pe fondul vulnerabilităților și tensiunilor acumulate pe piețele financiare, în contextul unui cadru macrofinanciar fragil.

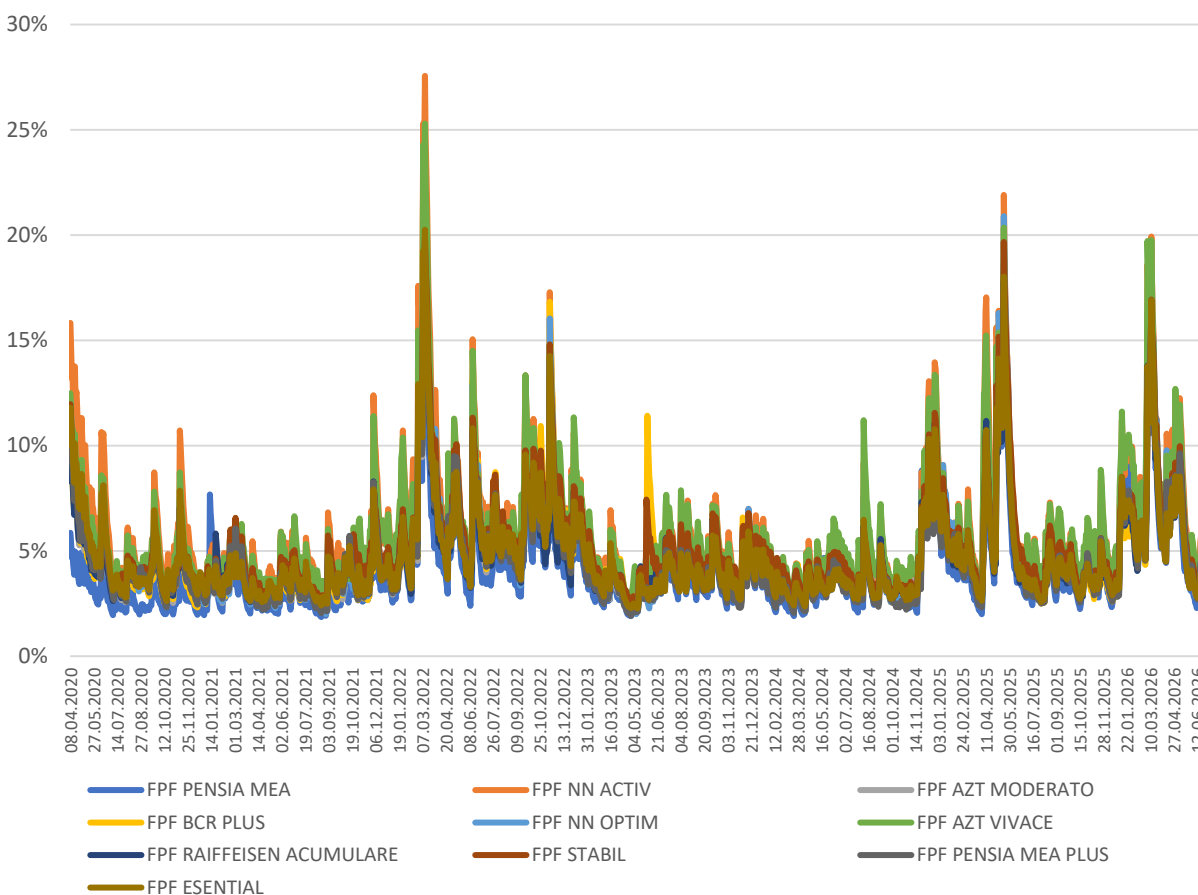
Figura 71 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II – GARCH (1, 1)



Sursa: calcule ASF (model Garch (1,1), anualizare pe baza a 252 de zile)

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

Figura 72 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III – GARCH (1, 1)



Sursa: calcule ASF (model Garch,(1,1), anualizare pe baza a 252 de zile)

Ținând cont de incertitudinea perspectivelor macrofinanciare, precum și de existența probabilității de materializare a unor riscuri de piață, inclusiv sistemice, există posibilitatea ca activele fondurilor de pensii private să înregistreze scăderi în perioada următoare, acestea fiind direct influențate de mecanismul de evaluare prin marcare la piață, cu toate că, prin natura lor, fondurile de pensii private sunt investitori pe termen lung. Până în prezent, fondurile de pensii private au demonstrat reziliență în perioadele de vulnerabilitate ale piețelor financiare, continuând tendința de creștere a activelor totale și a perioadei de acumulare.

Riscul de credit

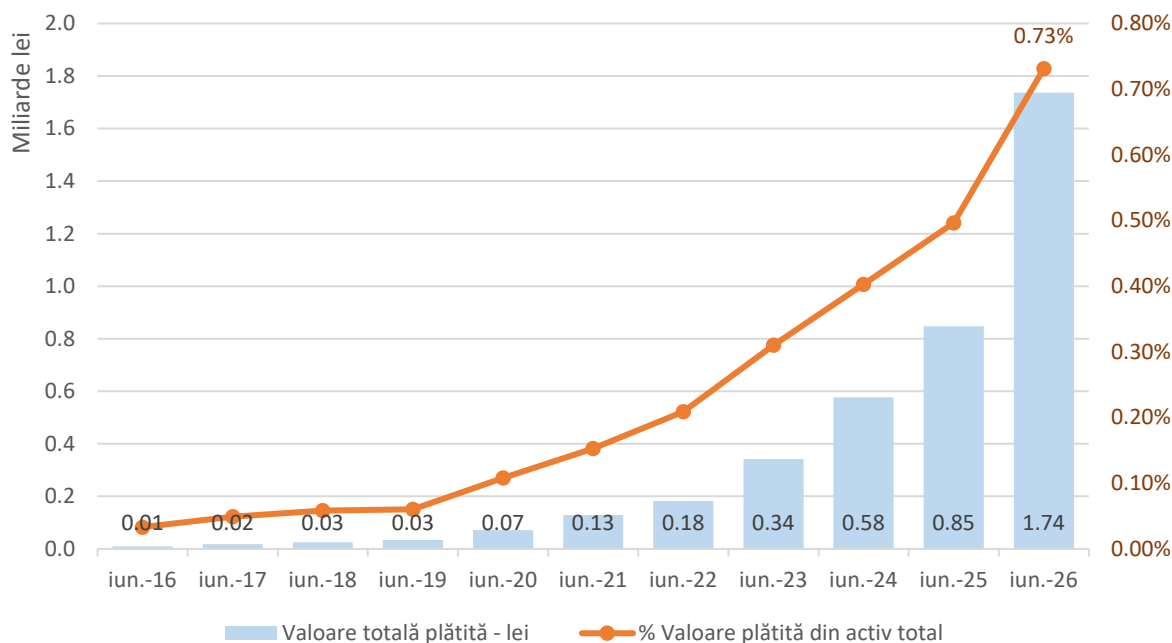
În condițiile în care există cerințe de calitate aplicabile emitenților instrumentelor cu venit fix eligibile pentru a fi deținute în portofoliile fondurilor de pensii private, *riscul de credit* se menține redus, dar în creștere, în contextul intensificării vulnerabilităților și a incertitudinilor privind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

Riscul de lichiditate

Riscul de lichiditate se află la un nivel scăzut, un procent de 1,09% din activele fondurilor de pensii private fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt. Din punct de vedere al lichidității, în prezent, sistemul de pensii private este rezilient în fața solicitărilor de plată a activului, ca urmare a faptului că se află în perioada de acumulare (fondurile încasând contribuții lunar), iar ieșirile din sistem (cauzate de deces, invaliditate, pensionare, transfer) sunt reduse comparativ cu activele totale, dar în creștere accentuată în fiecare an.

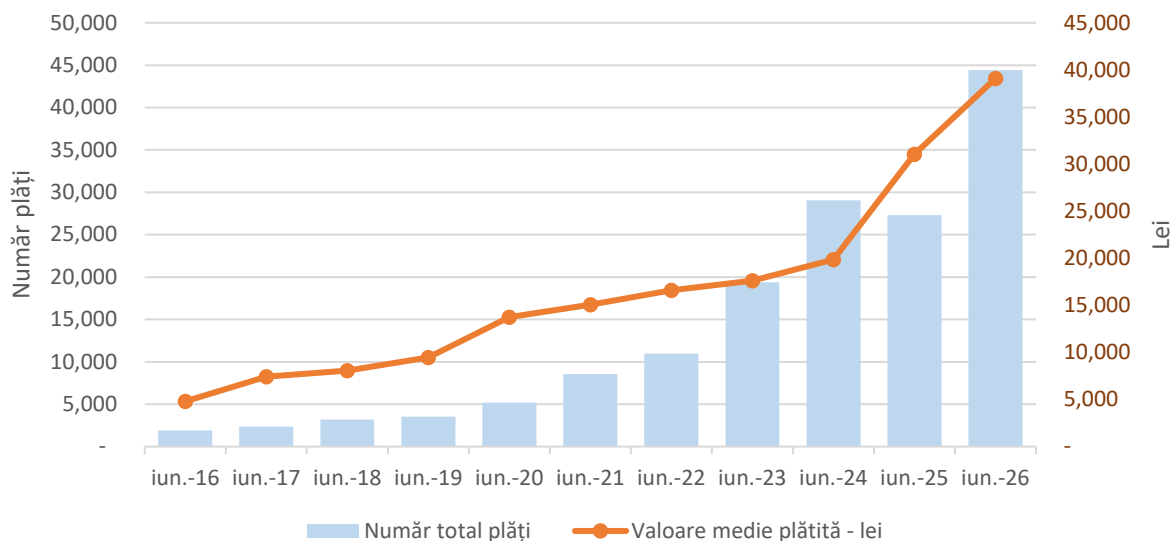
Pe Pilonul II, pe parcursul semestrului I 2026 au fost efectuate plăți ale activului personal net în valoare de circa 1,73 miliarde lei către 42.229 participanți sau beneficiari. Din valoarea totală a plăților efectuate, un procent de 82,1% este aferent deschiderii dreptului la pensie, 8,0% ca urmare a decesului participantului și 9,9% ca urmare a invalidității. Nivelul plăților efectuate în semestrul I 2026 a reprezentat 0,73% din activele totale de la finalul lunii iunie 2026.

Figura 73 Evoluția sumelor plătite din Pilonul II și a ponderii acestora în activele totale la finalul semestrului I



Sursa: prelucrare ASF

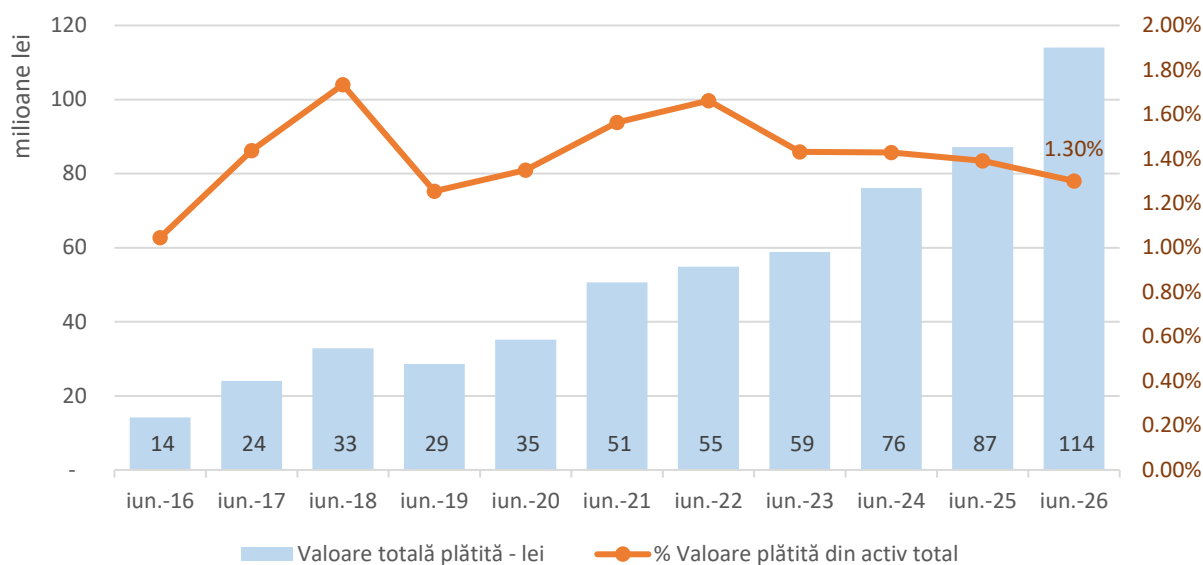
Figura 74 Evoluția numărului de plăți în Pilonul II și a sumelor medii plătite



Sursa: prelucrare ASF

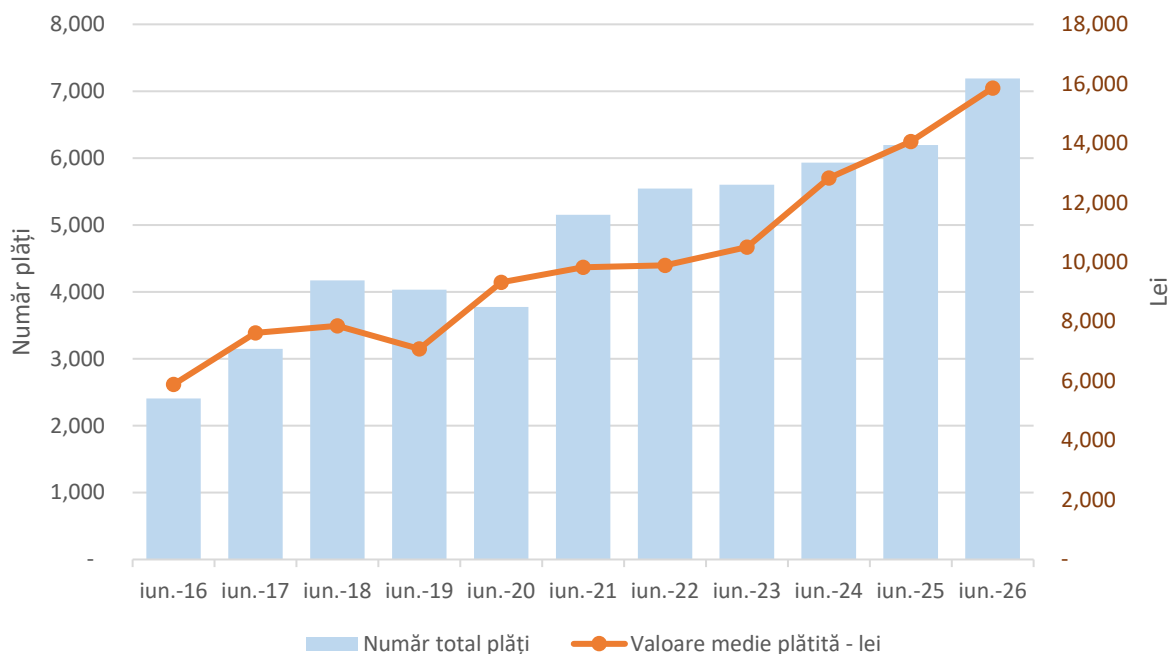
Pe Pilonul III, au fost efectuate plăți ale activului personal net în cuantum de aproximativ 114 milioane lei către 7.193 participanți sau beneficiari. Din valoarea totală a plăților efectuate, un procent de 91,5% este aferent deschiderii dreptului la pensie, 5,1% ca urmare a decesului participantului și 3,4% ca urmare a invalidității. Nivelul plăților efectuate în semestrul I 2026 a reprezentat 1,3% din activele totale de la finalul lunii iunie 2026.

Figura 75 Evoluția sumelor plătite din Pilonul III și a ponderii acestora în activele totale la finalul semestrului I



Sursa: prelucrare ASF

Figura 76 Evoluția numărului de plăți în Pilonul III și a sumelor medii plătite



Sursa: prelucrare ASF

Riscul de solvabilitate

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

Valoarea totală a activelor care acoperă provizionul tehnic constituite de către administratori a fost în valoare de 1,43 miliarde lei la finalul lunii iunie 2026, iar plasamentele acestor active au fost realizate în titluri emise de statul român (87,8%) și depozite bancare la băncile depozitare (12,2%). Dintre acestea, 1,37 miliarde lei au fost pe Pilonul II și 56 milioane lei pe Pilonul III.

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

Riscul operațional

Riscul operațional se află la un nivel redus, dar în creștere, în contextul intensificării atacurilor cibernetice la scară largă. Administratorii fondurilor de pensii au obligația de a monitoriza/evalua permanent procesele operaționale pentru a diminua acest risc. În acest sens, este aplicată *Norma ASF nr. 6/2015 privind gestionarea riscurilor operaționale generate de sistemele informatice utilizate de entitățile reglementate, autorizate/avizate și/sau supravegheate de ASF*. Până în acest moment nu au fost raportate atacuri cibernetice asupra industriei fondurilor de pensii.

Alte mecanisme de protecție a participanților

Având în vedere caracterul obligatoriu al sistemului de pensii administrate privat din România, au fost instituite legal mai multe mecanisme de protecție a participanților, printre care se numără rata minimă de rentabilitate pentru fiecare categorie de risc a fondurilor de pensii private. Situația în care un fond ar obține periodic rate de rentabilitate inferioare ratei minime ar determina declanșarea aplicării unor măsuri speciale de supraveghere în vederea redresării situației. Nici unul din fondurile de pensii private existente nu a înregistrat rate de rentabilitate inferioare pragurilor minime.

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

6. Finanțe sustenabile

Pierderile generate de catastrofele naturale la nivel global

Conform informațiilor publicate de Swiss Re, pierderile asigurate la nivel global cauzate de catastrofe naturale au atins o valoare estimată de 42 de miliarde USD în prima jumătate a anului 2026, mult sub tendința pe termen lung (66 miliarde USD).

Pierderile cauzate de furtuni convective severe au rămas moderate în ciuda activității ridicate, neavând loc vreun eveniment major cu pierderi maxime în perioada de referință

Asigurările au acoperit aproximativ 42% din pierderile economice totale, mult peste media pe termen lung.

Cutremurele din Venezuela au cauzat cele mai mari pagube economice, dar penetrarea scăzută a asigurărilor înseamnă că ponderea pierderilor asigurate este probabil scăzută.

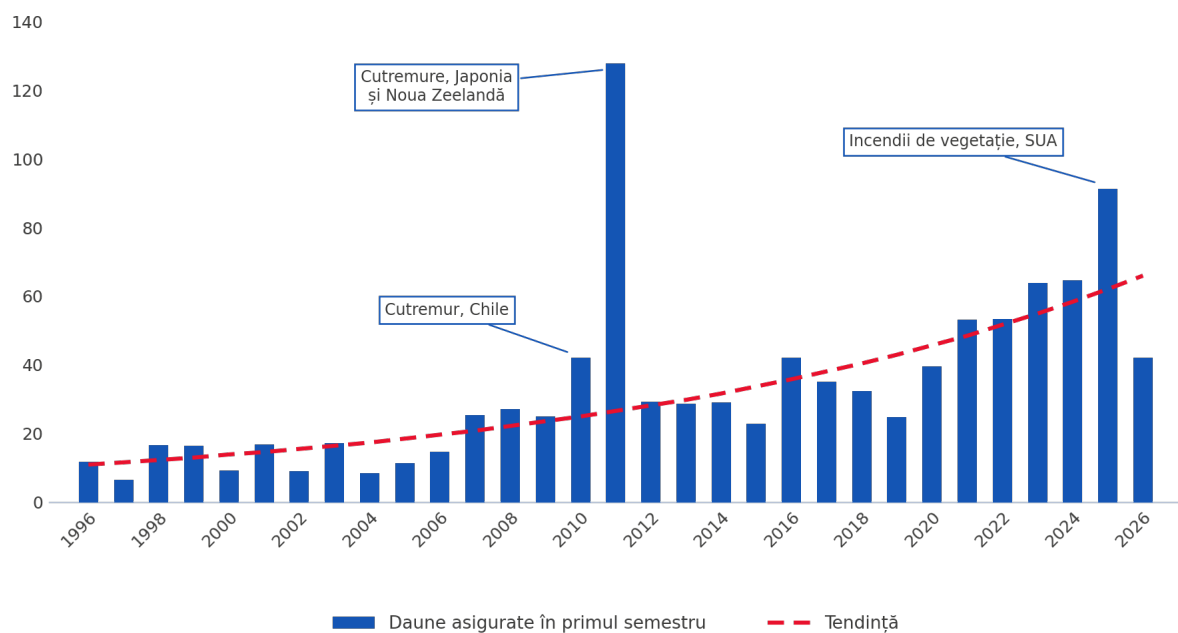
Fiind continentul cu cel mai rapid nivel de încălzire din lume, Europa se confruntă acum cu 64% mai multe zile fierbinți decât în anii 1950. Căldura record și condițiile de secetă din acest an par să fi contribuit la un început mai timpuriu al sezoanelor de incendii de vegetație în anumite părți ale Europei.

Deși un El Niño în intensificare ar putea tempera activitatea uraganelor din Atlanticul de Nord în a doua jumătate a anului, riscul unui eveniment major costisitor rămâne. Tendința ascendentă pe termen lung a pierderilor asigurate este intactă, determinată de expunerea tot mai mare, creșterea valorilor activelor și schimbarea modelelor de riscuri, conform Swiss Re.

Pierderi asigurate din catastrofe naturale sub tendința din prima jumătate a anului

Estimările preliminare ale Institutului Swiss Re estimează pierderile asigurate globale din catastrofe naturale la 42 de miliarde USD în prima jumătate a anului 2026. Totalul a fost cel mai mic rezultat din prima jumătate a anului din 2020 și sub estimarea de tendință de 66 de miliarde USD. Furtunile convective severe, în principal în SUA, au fost principalul factor determinant al pierderilor, urmate de furtunile de iarnă din SUA și Europa.

Figura 77 Daune globale asigurate pentru catastrofe naturale în semestrul I aferent perioadei 1996 – 2026 (mld. USD, prețuri 2026)



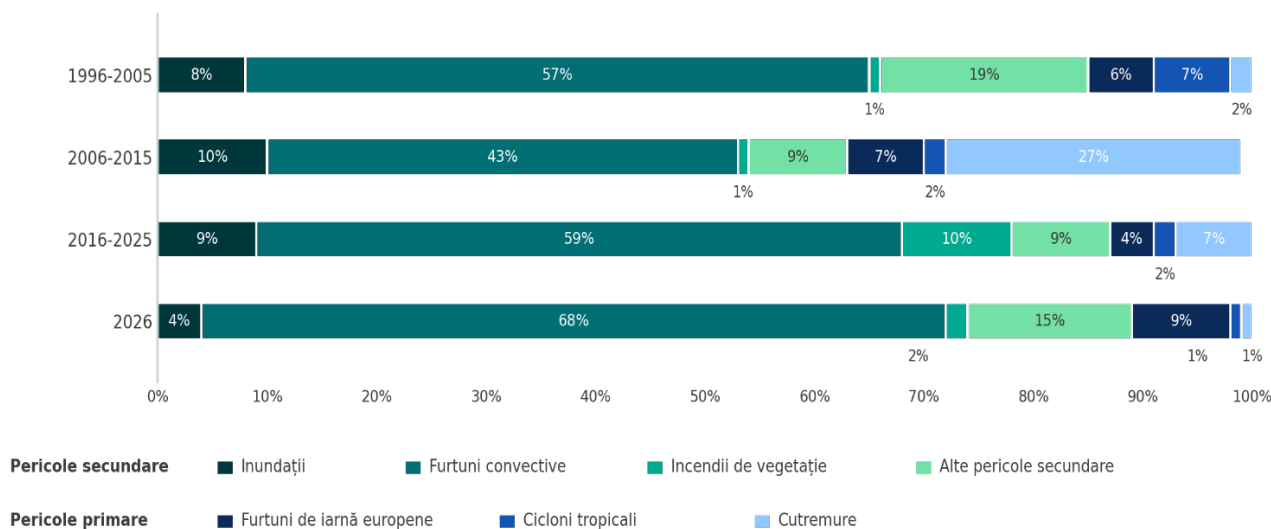
Sursa: Institutul Swiss Re

Furtunile convective severe, care includ furtuni, grindină, tornade și vânt, au fost principalul pericol de daune asigurate în prima jumătate a anului 2026. Acestea au generat daune asigurate în valoare de 28 de miliarde USD, cel mai mic nivel din 2021 (21 de miliarde USD, ajustat la inflație). Această cifră a fost sub estimarea tendinței de 36 de miliarde USD și s-a încheiat la patru ani consecutivi în care pierderile din prima jumătate a anului au depășit 30 de miliarde USD.

Daunele asigurate relativ scăzute nu au fost rezultatul unei activități furtunoase reduse - de fapt, rapoartele Centrului de Predicție a Furtunilor indică faptul că activitatea meteorologică severă a fost cu 20% peste media din 2016-2025 până la 30 iunie, reflectând o activitate eoliană intensificată și dăunătoare, în timp ce rapoartele privind grindina au fost doar puțin peste medie.

Sezonul a fost caracterizat de izbucniri extinse, dar relativ puține dintre evenimentele cu cel mai mare impact au afectat zone dens populate și cu un nivel ridicat de asigurare.

Figura 78 Daune globale asigurate pentru catastrofe naturale, pe tipuri de pericol (risc), în semestrul I (2026 și medii pentru perioadele de 10 ani, %)



Sursa: Institutul Swiss Re

Europa a înregistrat temperaturi record în prima jumătate a anului 2026.

Europa este continentul cu cea mai rapidă încălzire, cu temperaturi medii la suprafață în perioada 2015-2024 de aproximativ 2,2°C peste valorile de referință din 1850-1900, comparativ cu aproximativ 1,2°C la nivel global.

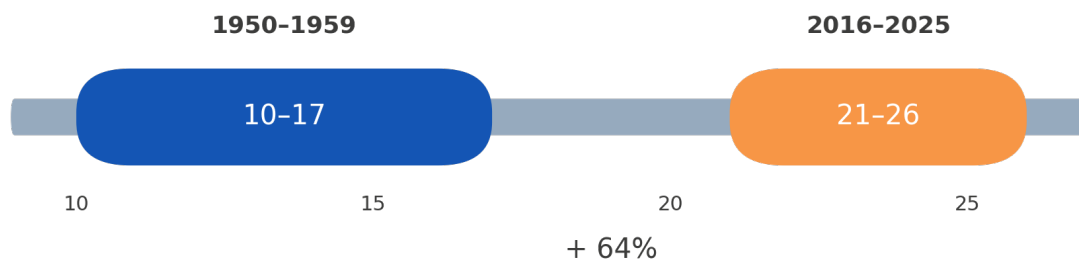
Aerul condiționat este instalat doar în aproximativ 19-20% din gospodăriile europene, comparativ cu 76% în America de Nord și 37% la nivel global. Consecințele pot fi grave.

Conform estimărilor preliminare, valul de căldură din iunie a dus la peste 20.000 de decese în plus, ceea ce îl face evenimentul cu cele mai multe decese de la începutul anului curent. Temperaturile medii au atins 3,05°C peste media din 1991–2020, în timp ce temperaturile maxime zilnice au fost cu aproximativ 8 - 12°C peste media din 1960–1990 în diferite părți ale regiunii.

Recorduri naționale de temperatură din toate timpurile au fost doborâte în diferite părți ale Europei. Europa se confruntă acum cu aproximativ 21–26 de zile caniculare (30°C sau mai mult) în fiecare an, în medie (2016–2025), comparativ cu 10–17 în anii 1950. Aceasta reprezintă o creștere de 64% față de mediile pe 10 ani pe termen lung.

Ponderea suprafeței terestre a Europei care se confruntă cu cel puțin o zi caniculară pe an a crescut cu 24% din anii 1950. Creșterea temperaturilor are consecințe de amploare care se extind dincolo de mortalitatea legată de căldură. Acestea reduc productivitatea agricolă, suprasolicită sistemele de apă și energie, deteriorează infrastructura și scad productivitatea muncii. Căldura acționează, de asemenea, ca un multiplicator al altor pericole naturale prin crearea unor condiții mai propice secetei, incendiilor de vegetație și, în unele regiuni, inundațiilor.

Figura 79 Zile în Europa cu temperatura maximă zilnică mai mare sau egală cu 30 grade Celsius

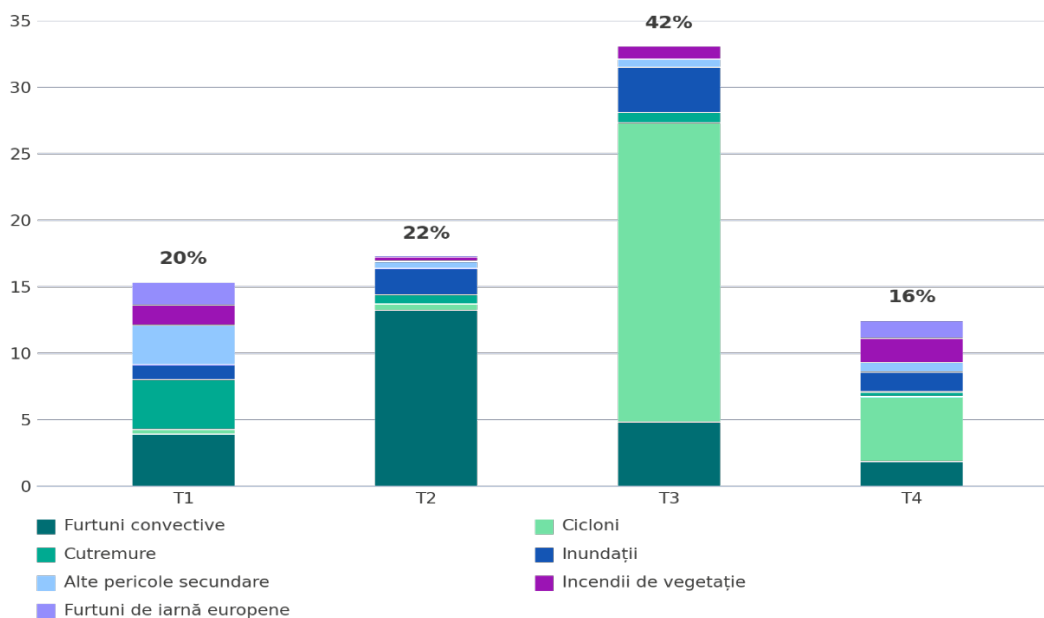


Sursa: Institutul Swiss Re

Cicloanele tropicale din Atlanticul de Nord (CTAN) sunt principalul factor determinant al pierderilor asigurate din catastrofe naturale în a doua jumătate a anului, astfel încât orice schimbare a activității uraganelor din Atlantic poate afecta semnificativ rezultatele anuale.

Într-o medie pe termen lung, CTAN reprezintă 38% din pierderile asigurate legate de vreme pe întregul an și 35% din totalul pierderilor asigurate din catastrofe naturale. Din punct de vedere istoric, pierderile asigurate din a doua jumătate a anului au fost mai mari, dar și mai volatile decât în prima. În ultimii 30 de ani, 58% din totalul pierderilor asigurate din catastrofe naturale au provenit, în medie, în a doua jumătate a anului, în mare parte din cauza activității costisitoare a cicloanelor tropicale în al treilea trimestru (2004, 2005, 2008, 2017, 2022).

Figura 80 Daune medii globale asigurate pentru catastrofe naturale, pe trimestre și tipuri de pericol (mld. USD, prețuri 2026) și ponderea daunelor pe trimestre (% , 1996 – 2025)



Sursa: Institutul Swiss Re

Anexa 1 - Metodologia descompunerii dinamicii datoriei publice

Notății. D_t — datoria publică brută (definiția Maastricht); Y_t — PIB nominal; i_t — dobânda plătită; PB_t — soldul primar; SFA_t — ajustarea stoc-flux; toate în lei. Literele mici denotă raportul la PIB-ul perioadei curente ($d_t = D_t/Y_t$, $pb_t = PB_t/Y_t$, $sfa_t = SFA_t/Y_t$); d_t^f — componenta datoriei denominată în valută, raportată la PIB. g_t^N — creșterea nominală a PIB; g_t — creșterea reală; π_t^d — deflatorul PIB intern; π_t^f — deflatorul PIB al zonei euro; e_t — cursul mediu anual EUR/RON ($e_t/e_{t-1} > 1$: depreciere); i_t — rata efectivă nominală a dobânzii; r_t — rata reală. Indicele t desemnează anul; în A.6, trimestrul.

Cu rata efectivă definită pe stocul de la sfârșitul perioadei anterioare, $i_t = i_t D_{t-1}$, evoluția stocului este

$$D_t = (1 + i_t)D_{t-1} - PB_t + SFA_t \quad (1)$$

Raportarea la $Y_t = (1 + g_t^N)Y_{t-1}$ conduce la

$$d_t = [(1 + i_t)/(1 + g_t^N)]d_{t-1} - pb_t + sfa_t, \quad \Delta d_t = [(i_t - g_t^N)/(1 + g_t^N)]d_{t-1} - pb_t + sfa_t \quad (2)$$

Primul termen din membrul drept al ecuației (2) constituie dinamica automată a datoriei. Creșterea nominală g_t^N se calculează din nivelurile PIB exprimate în lei; utilizarea nivelurilor în euro ar introduce în identitate variația cursului de schimb. Pentru seriile Eurostat, abaterea dintre $1 + g_t^N$ și $(1 + g_t)(1 + \pi_t^d)$, datorată înlănușurii volumelor, este de ordinul unei zecimi de punct procentual.

Identitatea (2) se rescrie în termeni reali prin relația Fisher exactă și, pentru componenta d_t^f , prin separarea efectelor inflației relative și ale cursului real. Forma utilizată este ecuația dinamicii datoriei din cadrul SRDSF (IMF, 2022, Caseta 3, pp. 29-31; ecuația finală la p. 31):

$$(1 + r_t) = (1 + i_t)/(1 + \pi_t^d); \quad \rho_t = (1 + g_t)(1 + \pi_t^d); \quad (1 + z_t) = (e_t/e_{t-1})(1 + \pi_t^f)/(1 + \pi_t^d) \quad (3)$$

$$\Delta d_t = r_t d_{t-1}/(1 + g_t) - g_t d_{t-1}/(1 + g_t) + [(\pi_t^d - \pi_t^f)/((1 + \pi_t^f)\rho_t)]d_{t-1}^f + z_t d_{t-1}^f/[(1 + g_t)(1 + \pi_t^f)] - pb_t + sfa_t \quad (4)$$

Cei patru termeni ai dinamicii automate corespund rândurilor „Real interest rate”, „Real growth rate”, „Relative inflation” și „Real exchange rate” din tabelele DSA ale FMI. Ei sunt exprimați în puncte procentuale din PIB — rate multiplicare cu d_{t-1} , respectiv d_{t-1}^f —, nu în procente; ratele sunt raportate separat, în rândurile „Memo”. Suma celor patru termeni satisface identitatea

$$\Sigma = [(1 + i_t)/\rho_t - 1]d_{t-1} + (e_t/e_{t-1} - 1)d_{t-1}^f/\rho_t \quad (5)$$

adică dinamica automată nominală din (2), cu p_t în locul lui $1 + g_t^N$, plus efectul de evaluare al datoriei în valută. Descompunerea (4) nu adaugă informație față de (2); ea izolează efectul cursului de schimb.

Convenții de calcul

(a) Rata efectivă a dobânzii. Se utilizează definiția

$$i_t = I_t/D_{t-1} \quad (6)$$

cu I_t dobânda plătită în anul t (ESA 2010, înregistrare accrual, D41PAY) și D_{t-1} stocul la sfârșitul anului $t-1$. Este singura definiție pentru care $i_t d_{t-1}/(1 + g_t^N)$ reproduce exact raportul dobândă/PIB din notificarea EDP, deci singura compatibilă cu (2) fără rezidual suplimentar. Rata oficială Eurostat (apparent cost of debt), definită pe stocul mediu al anului, este legată de (6) prin $i_t^A = i_t/(1 + \Delta D_t/2D_{t-1})$ și este inferioară lui i_t în perioadele de creștere a stocului; este raportată ca analiză de sensibilitate. Rata efectivă din tabelele DSA ale FMI utilizează la numărător dobânda pe bază cash; raportată la stocul de la sfârșitul anului anterior, ea reproduce valorile publicate în limita rotunjirii (ipoteză verificată numeric, nedocumentată explicit de FMI).

(b) Relația Fisher. Diferențialul $r - g$ se calculează în forma exactă

$$r - g \equiv (1 + i_t)/(1 + g_t^N) - 1 \approx (i_t - \pi_t^d - g_t - \pi_t^d g_t)/[(1 + \pi_t^d)(1 + g_t)] \quad (7)$$

Aproximarea liniară $i_t - \pi_t^d - g_t$ omite termenul $\pi_t^d g_t$ și numitorul $(1 + \pi_t^d)(1 + g_t)$; la rate ale inflației de două cifre, numitorul singur modifică magnitudinea diferențialului cu aproximativ o zecime. Comparațiile cu estimări liniare trebuie să țină seama de această diferență.

(c) Soldul primar. $pb_t = B9_t + D41PAY_t$ (în procente din PIB), ambele din aceeași notificare EDP; B9 (capacitatea sau necesarul net de finanțare) este negativ în caz de deficit. În (2) și (4), pb_t intră cu semnul soldului; deficitul primar este $-pb_t$. Soldul primar pe bază cash (execuția bugetară) nu este direct comparabil.

(d) Ajustarea stoc-flux. Definiția Eurostat, pe niveluri:

$$sfa_t^{of} = (D_t - D_{t-1} + B9_t)/Y_t \quad (8)$$

Termenul sfa_t din (4) este reziduul după cei patru termeni ai dinamicii automate și după pb_t și, prin construcție, exclude efectul de evaluare al datoriei în valută, atribuit termenilor al treilea și al patrulea. Din (5) rezultă $sfa_t^{of} \approx sfa_t + (e_t/e_{t-1} - 1)d_{t-1}^f/p_t$. Ambele definiții cuprind variația depozitelor Trezoreriei (prefinanțare), diferențele de moment dintre înregistrarea accrual și cea cash, efectele de evaluare independente de curs și eventualele modificări de perimetru.

(e) Soldul primar de stabilizare. Soldul primar care menține $d_t = d_{t-1}$ (cu $sfa_t = 0$) este, în absența termenilor valutari,

$$pb_t^* = [(i_t - g_t^N)/(1 + g_t^N)]d_{t-1} = [(r_t - g_t)/(1 + g_t)]d_{t-1} \quad (9)$$

cu datorie în valută, forma SRDSF (IMF, 2022, Caseta 3, p. 31) presupune curs real neschimbat ($z_t = 0$) și adaugă termenul inflației relative: $pb_t^* = [(r_t - g_t)/(1 + g_t)]d_{t-1} + [(\pi_t^d - \pi_t^f)/((1 + \pi_t^f)p_t)]d_{t-1}^f$. Din (9), $\partial pb_t^*/\partial(r_t - g_t) = d_{t-1}/(1 + g_t)$: efectul unei variații a diferențialului asupra soldului primar necesar este proporțional cu stocul de datorie.

Secțiunea 4 utilizează datoria brută consolidată a administrației publice (S13) în definiția Maastricht. Tabelele DSA ale FMI utilizează datoria în definiția autorităților, care include garanțiile (IMF, 2025, Table 2, nota 5). Întrucât termenii dinamicii automate sunt proporționali cu d_{t-1} (respectiv d_{t-1}^f), conversia între perimetre se realizează prin factorul $d_{t-1}^{aut}/d_{t-1}^{maas}$ (scalarea menționată în secțiunea 4).

Bază contabilă. Dobânda din notificarea EDP este înregistrată accrual (ESA 2010, D41PAY); tabelul fiscal al FMI este pe bază cash. Diferența dintre ratele efective provine din numărător, nu din seria de inflație: deflatorul PIB din rândul „Memo” al FMI coincide cu cel Eurostat.

În SRDSF, deficitul primar este definit ca cheltuieli fără dobânzi minus venituri fără dobânzi, veniturile din dobânzi fiind tratate separat (IMF, 2022, nota 35, p. 29); $pb_t = B9_t + D41PAY_t$ din A.4(c) elimină numai dobânda plătită și păstrează veniturile din dobânzi în venituri. Diferența este egală cu veniturile din dobânzi (D41REC) raportate la PIB.

Datele anuale provin din notificarea EDP din aprilie 2026 și sunt supuse revizuirii la notificarea din octombrie 2026. În tabelele FMI, anii ulteriori ultimului an realizat sunt proiecții la data raportului; comparația termen cu termen este validă numai pentru anul realizat, cu intrări identice

Pentru anul curent, identitatea (2) se aplică pe sume mobile de patru trimestre din conturile trimestriale neajustate sezonier ale administrației publice. Cu t indice trimestrial și $X_{4t} = X_t + X_{t-1} + X_{t-2} + X_{t-3}$:

$$d_t = D_t/Y_{4t}; \quad i_t = I_{4t}/D_{t-4}; \quad g_t^N = Y_{4t}/Y_{4t-4} - 1; \quad pb_t = (B9_{4t} + I_{4t})/Y_{4t} \quad (10)$$

$$d_t - d_{t-4} = [(i_t - g_t^N)/(1 + g_t^N)]d_{t-4} - pb_t + u_t \quad (11)$$

Reziduul u_t include efectul de evaluare al datoriei în valută (structura pe monede nu este publicată trimestrial) și este comparabil cu sfa_t^{of} , nu cu sfa_t din (4). Conturile trimestriale sunt revizuite mai frecvent decât notificarea EDP. Verificare de consistență: pentru t egal cu trimestrul al patrulea, (10)-(11) reproduc valorile anuale din (2) în limita conversiei EUR/RON a seriei anuale de dobândă.

Pentru trimestrul în care PIB-ul este publicat, dar B9 și D41PAY nu (decalaj de aproximativ un trimestru), $r - g$ nu poate fi măsurat; se calculează o margine. Condiția $r - g \geq 0$ în anul mobil încheiat în t este $I_{4t} \geq g_t^N D_{t-4}$, echivalentă, pentru trimestrul nepublicat, cu

$$I_t \geq g_t^N D_{t-4} - (I_{t-1} + I_{t-2} + I_{t-3}) \quad (12)$$

raportată la I_{t-4} . Un multiplu mult supraunitar indică robustețea semnului lui $r - g$ la incertitudinea asupra trimestrului nepublicat; valoarea este raportată în secțiunea 4 ca inferență, nu ca măsurare, și se verifică la publicarea conturilor trimestriale.

Toate seriile provin de la Eurostat:

- gov_10dd_edpt1: GD, B9, D41PAY (unit=PC_GDP); GD și B9 în niveluri (unit=MIO_NAC), pentru (8);
- gov_10a_main: D41PAY (unit=MIO_EUR) și gov_10q_ggdebt: GD (unit=MIO_EUR, trimestrul al patrulea al anului $t-1$), pentru (6); gov_10dd_acd (unit=RT) pentru rata oficială;
- nama_10_gdp: B1GQ; unit=CLV_PCH_PRE (g_t), PD_PCH_PRE_NAC (π_t^d), CP_MNAC (Y_t , în lei); geo=EA20, PD_PCH_PRE_NAC (π_t^f);
- gov_10dd_dcur: GD, currency=FOR (d_t^f ; agregatul tuturor valurilor), unit=PC_GDP; currency=NAC pentru verificarea FOR + NAC = total;
- ert_bil_eur_a: currency=RON, statinfo=AVG, unit=NAC (e_t ; setul nu are dimensiunea geo);
- senzitivități: prc_hicp_aind (coicop=CP00, unit=RCH_A_AVG); irt_lt_mcbym (int_rt=MCBY), medie anuală — indicator de piață, neutilizat în (4);
- frecvență trimestrială (A.6): namq_10_gdp (B1GQ; CP_MNAC, PD_PCH_SM_NAC, CLV_PCH_SM; s_adj=NSA); gov_10q_ggdebt (GD, MIO_NAC); gov_10q_ggnfa (B9, D41PAY; MIO_NAC; s_adj=NSA).

Seriile au fost extrase la 2 octombrie. Valorile FMI sunt preluate din IMF (2025), Anexa III (Figura 3) și Tabelele 1-2, fără recalculare

Anexa 2 - Metodologia de calcul pentru indicatorii CoVaR, Delta CoVaR și Pierdere Marginală Așteptată (MES)

Măsurile CoVaR și Delta CoVaR provin din investigațiile realizate de Adrian și Brunnermeier (2016)³⁰ și au la bază Valoarea-la-Risc pentru o instituție X^i și o cuantilă specificată q .

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

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

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

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

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

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

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

$$\Delta CoVaR_q^{ji} = CoVaR_q^{ji} - CoVaR_q^{ji, median}$$

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

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

³⁰ Pentru o discuție exhaustivă asupra construcției măsurilor vezi Adrian T.; Brunnermeier M.K. CoVaR. American Economic Review 2016, 106(7), 1705–1741.

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

Evaluând mai profund metodele propuse de Acharya et al. (2017)³¹, remarcăm o definiție mai rafinată a modelului. Autorii definesc MES drept pierderea pe termen scurt pentru o firmă influențată de înregistrarea de piață a unei pierderi superioare valorii sale la risc pentru $\alpha\%$.

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

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

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

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

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

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

În momentul în care toate firmele analizate fac parte dintr-o piață specifică, este simplu de observat că MES pentru o firmă reprezintă derivata valorii ES a pieței în funcție de capitalizare, fapt ce explică termenul de “marginal” din titulatura măsurii. Este util de specificat faptul că în acest caz, valoarea MES pentru o firmă poate fi interpretată ca participarea sa la riscul sistemic total al pieței.³²

Anexa 3. Modelul TBVAR: specificație, estimare și funcții de răspuns

Această anexă descrie modelul pe care se sprijină analiza din secțiunea 3.2.4. Specificația reia modelul Threshold Bayesian VAR (TBVAR) din Copaciu și Horobeț (2022). Implementarea este proprie, în Python (NumPy și SciPy), pentru că nu există un pachet dedicat acestui model. Notăția diferă cosmetic de cea a studiului original, iar abaterile de fond sunt semnalate în text.

Modelul are două regimuri, definite de nivelul indicelui CLIFS față de un prag S^* estimat din date:

$$Y_t = B_z' X_t + \Omega_z^{1/2} e_t, \quad e_t \sim N(0, I_n), \quad z = \begin{cases} L & \text{dacă } S_{t-d} \leq S^* \\ H & \text{dacă } S_{t-d} > S^* \end{cases}$$

Aici Y_t este vectorul celor $n = 7$ variabile endogene, în ordinea: PIB, credit, inflație, dobânda la 3 luni, curs de schimb, indicatorul de sentiment economic (ESI) și CLIFS. Variabila de prag S_t este CLIFS, cu întârzierea $d = 0$. Regimul L este cel calm, iar H este cel de stres.

Vectorul regresorilor este $X_t = (Y_{t-1}', \dots, Y_{t-p}', Z_t', 1)'$. El conține $p = 4$ laguri, trei variabile exogene în Z_t (rata anuală a HICP din zona euro cu un lag, un trend liniar și o variabilă binară pentru COVID, egală cu 1 din martie 2020) și constanta. Rezultă $k = np + 3 + 1 = 32$ regresori pe ecuație. Coeficienții B_z (matrice $k \times n$) și matricea de covarianță Ω_z sunt specifici fiecărui regim. Variabila binară pentru începutul țintirii inflației din studiul original (august 2005) este constantă pe perioada analizată și se elimină.

Eșantionul cuprinde $T = 247$ de luni, decembrie 2005 – iunie 2026. După cele patru laguri rămân $T_{ef} = 243$ de observații. Începutul este dat de raportarea creditului neguvernamental de către BNR către BCE, iar sfârșitul de ultima lună pentru care există indicatorii lunari de activitate.

³¹ Acharya, V. V.; Pedersen, L. H.; Philippon, T.; Richardson, M. Measuring systemic risk. The Review of Financial Studies 2017, 30(1), 2-47

³² Vezi Idier et al. (2013) How Useful is the Marginal Expected Shortfall for the Measurement of Systemic Exposure? A practical assessment, European Central Bank Working Papers Series, no. 1546/May 2013

Tabelul A1. Variabilele modelului

Variabilă	Transformare	Sursă
PIB real (lunar)	variația logaritmică pe 12 luni, ×100	INS, prin Eurostat; dezagregare lunară Chow–Lin
Credit neguvernamental real	variația logaritmică pe 12 luni, ×100; deflatat cu HICP	BNR, prin BCE
Inflație (HICP)	variația logaritmică pe 12 luni, ×100	BCE
Dobânda la 3 luni	nivel	Eurostat
Curs EUR/RON (medie lunară)	variația logaritmică pe 12 luni, ×100	BCE
Indicatorul de sentiment economic (ESI)	nivel	Eurostat
CLIFS România	nivel	BCE
HICP zona euro (exogenă)	rata anuală, nivel, cu un lag	BCE

PIB lunar. PIB-ul se publică trimestrial, iar modelul lucrează lunar. Seria lunară se obține prin metoda Chow–Lin (1971) din PIB-ul trimestrial în volum înălțuit, ajustat sezonier, folosind ca indicatori lunari producția industrială, producția în construcții, comerțul cu amănuntul și cifra de afaceri în servicii. Seria lunară y satisface

$$y = X_m \beta + u, \quad u_t = \rho u_{t-1} + \varepsilon_t, \quad Cy = y^Q,$$

unde X_m conține constanta și cei patru indicatori, iar C însumează cele trei luni ale fiecărui trimestru. Estimatorul este

$$\hat{y} = X_m \hat{\beta} + VC'(CVC')^{-1}(y^Q - CX_m \hat{\beta}),$$

cu $\hat{\beta}$ estimat prin metoda celor mai mici pătrate generalizate și V covarianța erorilor AR(1). Coeficientul $\rho = 0,951$ se estimează prin verosimilitate maximă concentrată. Suma lunilor reproduce trimestrul cu o eroare maximă de $1,5 \cdot 10^{-11}$.

Distribuția a priori a coeficienților este de tip Minnesota, implementată prin observații artificiale (dummy), ca în Banbura, Giannone și Reichlin (2010). Fie $B_{ij}^{(\ell)}$ coeficientul variabilei j la lagul ℓ în ecuația variabilei i . Atunci

$$E[B_{ij}^{(\ell)}] = \begin{cases} \delta_i & \ell = 1, i = j \\ 0 & \text{altfel} \end{cases} \quad \text{sd}[B_{ij}^{(\ell)}] = \begin{cases} \lambda_1 / \ell^{\lambda_3} & i = j \\ (\sigma_i / \sigma_j) \lambda_1 \lambda_2 / \ell^{\lambda_3} & i \neq j \end{cases}$$

Media δ_i este coeficientul AR(1) al variabilei i , iar σ_i este abaterea standard a reziduurilor din regresia AR(1) a variabilei i . Constanta și variabilele exogene au abaterea standard $\sigma_i \lambda_4$, adică un prior practic plat. Hiperparametrii sunt cei din studiul original: $\lambda_1 = 0,2$, $\lambda_2 = 1$, $\lambda_3 = 2$, $\lambda_4 = 10^4$. Priorul este introdus prin $T_d = np + n + 4 = 39$ de rânduri artificiale, adăugate datelor fiecărui regim.

Priorul pentru matricea de covarianță este impropriu, $p(\Omega_z) \propto |\Omega_z|^{-(n+3)/2}$. Priorul pentru prag este normal, cu media 0,14 (media istorică a CLIFS) și varianța 0,025: $S^* \sim N(0,14; 0,025)$.

Condiționat de prag. Notăm cu Y_z și X_z datele regimului z , augmentate cu cele T_d rânduri artificiale, și cu T_z numărul de luni ale regimului. Posteriorul este de tip Normal–invers-Wishart:

$$\Omega_z | S^*, Y \sim IW(S_z, T_z + T_d + 2 - k), \quad \text{vec}(B_z) | \Omega_z, S^*, Y \sim N(\text{vec}\hat{B}_z, \Omega_z \otimes (X_z' X_z)^{-1}),$$

cu $\hat{B}_z = (X_z' X_z)^{-1} X_z' Y_z$ și $S_z = (Y_z - X_z \hat{B}_z)' (Y_z - X_z \hat{B}_z)$. Gradele de libertate includ „ $-k$ ” pentru că B_z este integrat analitic înainte de a extrage Ω_z .

Posteriorul pragului. Fie $S_{(1)} \leq \dots \leq S_{(T_{ef})}$ valorile ordonate ale CLIFS și $j(S^*)$ numărul de luni cu $S_t \leq S^*$. Regimurile depind de S^* doar prin j , deci verosimilitatea este constantă pe fiecare interval $[S_{(j)}, S_{(j+1)})$. După integrarea analitică a lui B_z și Ω_z , contribuția unui regim are formă închisă. Pentru un set de date cu T rânduri, k regresori și $v = T - k + 2$,

$$\log ML(X, Y) = -(T - k) n/2 \log 2\pi - n/2 \log |X' X| - v/2 \log |S| + vn/2 \log 2 + \log \Gamma_n(v/2),$$

iar contribuția regimului z este $\ell_z(j) = \log ML(\text{date}_z + \text{dummy}) - \log ML(\text{dummy})$. Posteriorul pragului este atunci o mixtură de normale trunchiate, cu ponderi

$$w_j \propto \exp\{\ell_L(j) + \ell_H(j)\} [\Phi(S_{(j+1)}) - \Phi(S_{(j)})],$$

unde Φ este funcția de repartiție a priorului $N(0,14; 0,025)$. Ponderile se calculează exact, fără simulare.

Sampler-ul exact. Extragerile se obțin în trei pași, fără pas Metropolis, fără perioadă de încălzire și fără problemă de amestecare: (i) se extrage j cu probabilitatea w_j ; (ii) se extrage S^* din $N(0,14; 0,025)$ trunchiată la $[S_{(j)}, S_{(j+1)})$; (iii) se extrag (Ω_z, B_z) din distribuția Normal–invers-Wishart de mai sus. Referința are 12.000 de extrageri pe fiecare fereastră de estimare.

Restricția pe împărțiri. Regimul de stres trebuie să conțină un număr minim de observații: $j \in [m, T_{ef} - m]$, cu $m = \max([0,05 T_{ef}], n + 2)$. Pe eșantionul extins, $m = 13$ de luni. Regula este un prior de trunchiere, nu un detaliu tehnic. Fără ea, verosimilitatea marginală preferă un regim de stres de 10 luni, cu 32 de parametri pe ecuație, care nu poate fi identificat. De aceea pragul se raportează condiționat de această alegere.

Față de algoritmul din studiul original. Studiul original folosește un algoritim Gibbs cu pas Metropolis–Hastings (500.000 de iterații, primele 200.000 eliminate). Algoritmul a fost reprodus. Pe eșantionul extins nu amestecă: distanța în variație totală dintre distribuția lui j în lanț și ponderile exacte w_j este 0,40, deoarece lanțul rămâne mult timp pe o împărțire cu pondere exactă practic nulă. Toate cifrele din analiză provin din sampler-ul exact.

Varianta B se abate de la studiul original, care specifică B_z, Γ_z și Ω_z pe regim. În varianta B, blocul exogen Γ este comun celor două regimuri, constanta rămâne specifică regimului și nu există restricție pe j ($m = n + 2 = 9$). Estimarea folosește un algoritim Gibbs parțial colapsat, cu trei pași repetați: (i) $j \mid \Gamma$ din distribuția discretă exactă; (ii) $(B_z, \Omega_z) \mid j, \Gamma$ din distribuția Normal–invers-Wishart; (iii) $\Gamma \mid B, \Omega, j$ din distribuția normală condiționată, cu prior plat. Se rulează trei lanțuri a câte 12.000 de extrageri (după 1.000 eliminate), cu porniri diferite. Distanța în variație totală dintre lanțuri rămâne sub 0,05 pe ambele ferestre.

Fie $B_z^{(\ell)}$ blocul $n \times n$ al lui B_z corespunzător lagului ℓ și F_z matricea companion a regimului z :

$$F_z = \begin{pmatrix} B_z^{(1)'} & B_z^{(2)'} & \dots & B_z^{(p)'} \\ I_{n(p-1)} & 0 & \dots & 0 \end{pmatrix}.$$

Identificarea folosește descompunerea Cholesky $A_{0,z} A_{0,z}' = \Omega_z$, cu $A_{0,z}$ triunghiular inferior, iar variabilele în ordinea din A.1. Răspunsul variabilelor la un șoc în variabila s , la orizontul h , este

$$\text{IRF}_h(s) = c_s J F_z^h J' A_{0,z} e_s, \quad J = (I_n \ 0), \quad h = 0, 1, \dots, 36.$$

Șocul de politică monetară este normalizat astfel încât dobânda la 3 luni să crească cu 1 punct procentual în luna șocului, adică $c_s = 1/(A_{0,z})_{ss}$. Șocul de stres financiar este o creștere cu o abatere standard a inovației ortogonalizate a CLIFS, adică $c_s = 1$. Rezultatele prezentate sunt medianele și cuantilele 16% și 84% ale răspunsurilor, calculate pe fiecare orizont.

Trei precizări limitează interpretarea:

- **Extrageri stabile.** Se folosesc doar extragerile pentru care raza spectrală a lui F_z este sub 1, ceea ce echivalează cu un prior trunchiat la staționaritate. Pe eșantionul extins, 11.776 din 12.000 de extrageri sunt stabile în regimul calm și 1.119 în regimul de stres.
- **Regim menținut.** Răspunsurile presupun că economia rămâne în același regim pe tot orizontul (Ehrmann, Ellison și Valla, 2003). Episoadele de stres observate au durat însă între una și opt luni, iar răspunsurile din regimul de stres se interpretează numai pentru primele trei luni.
- **Ordinea variabilelor.** CLIFS fiind ultima variabilă, un șoc de stres financiar nu are efect asupra celorlalte variabile în luna șocului. Efectul de aceeași lună este, prin construcție, zero.

Modelul se poate scrie în formă state-space, cu starea $\alpha_t = (Y_t', Y_{t-1}', \dots, Y_{t-p+1}')'$:

$$\alpha_t = F_z \alpha_{t-1} + R (\Gamma_z Z_t + c_z) + R u_t, \quad u_t \sim N(0, \Omega_z); \quad Y_t = H \alpha_t,$$

cu $R = (I_n \ 0)'$ și $H = (I_n \ 0)$. Regimul $z_t = \mathbf{1}\{S_t > S^*\}$ este observat. Măsurarea nu are eroare, iar H selectează blocul de sus al stării, deci starea este cunoscută din date. Filtrul Kalman se reduce la descompunerea erorii de predicție, iar verosimilitatea lui coincide cu cea calculată direct. Coincidența a fost verificată pe 200 de extrageri posterioare, cu o diferență maximă de $2 \cdot 10^{-12}$. Forma state-space este deci o identitate de formă, folosită ca verificare a implementării, nu o metodă de estimare distinctă.

Implementarea a fost testată și pe date simulate (600 de observații, regim de stres de 13,7% din eșantion, prag adevărat 0,30). Pragul a fost recuperat la 0,298 (mediană posterioară), iar deviațiile standard ale șocurilor pe regimuri au fost recuperate cu diferențe sub 10%. Testul verifică implementarea pe un caz cu un singur mod al posteriorului; nu acoperă situația în care mai multe împărțiri adiacente au verosimilități apropiate.

Rezultatele din secțiunea 3.2.4 sunt condiționate de patru alegeri de modelare, testate în variantele descrise mai sus:

1. Restricția pe împărțiri (m). Poziția pragului depinde de ea (A.3).
2. Blocul exogen. Cu Γ comun regimurilor (varianta B), pragul se mută de la 0,2310–0,2319 la 0,2264–0,2285 și regimul de stres are 23 de luni, față de 21.
3. Ordinea variabilelor. Efectul șocului de stres financiar asupra PIB depinde de faptul că CLIFS este ultima variabilă (A.5).
4. Tratarea COVID. Rezultatele se verifică cu variabila binară de tip treaptă, cu una de tip puls (martie 2020 – septembrie 2021) și fără variabilă.

Lista figurilor

Figura 1 PIB real, variație anuală și trimestrială.....	13
Figura 2 Inflație HICP, variație anuală.....	14
Figura 3 Dobânda interbancară 3M și randamentul titlurilor de stat la 10 ani	15
Figura 4 Kurs de schimb RON/EUR, evoluție zilnică	15
Figura 5 Contribuții la variația datoriei publice/PIB, 2021-2025	16
Figura 6 Datorie publică, nivel și pondere în PIB.....	18
Figura 7 Cont curent și datorie externă brută	19
Figura 8 Indicatorul de sentiment economic cele cinci componente de încredere (România).....	20
Figura 9 Clasificarea regimurilor de sentiment (analiză GMM, 4 regimuri).....	21
Figura 10 Tablou de bord sintetic al indicatorilor macroeconomici	22
Figura 11 Dinamica riscului sistemic. Surse și canale de transmisie.....	37
Figura 12— CISS zona euro, zilnic + MA30, cu benzile de stres (2020–4 sept. 2026).....	38
Figura 13 Indicatorul compozit de stres sistemic (CISS) pentru zona euro și indicele de stres financiar la nivel de țară (CLIFS) pentru România, 2020–2026.....	39
Figura 14 ΔCoVaR Contribuția marginală a fiecărui emitent la riscul sistemic al pieței (% pe zi)	43
Figura 15 MES Pierdere așteptată a fiecărui emitent când piața e în coada de 5% pe zi	44
Figura 16 Evoluția SRISK pentru bănci la $k = 8\%$: maxime istorice de 6,66 mld. RON pentru TLV (26.03.2025) și 3,10 mld. RON pentru BRD (09.02.2023); valoarea sistemică este zero la 30.06.2026	46
Figura 17 Illichiditatea Amihud a constituenților indicelui BET (mediană și medie ponderată), ln(ILLIQ), frecvență lunară.....	48
Figura 18 Illichiditatea în abateri standard față de fereastra rulantă de 36 de luni (scorul z).....	50
Figura 19 Controlul volatilității: ILLIQ, volatilitatea realizată și seria ajustată pentru volatilitate.....	52
Figura 20 Trei dimensiuni ale lichidității și rulajul lunar al constituenților	55
Figura 21 Indicele de conectivitate totală (TCI) al celor șapte piețe bursiere și tendința Hodrick–Prescott, septembrie 2025 – august 2026	57
Figura 22 Indicele CLIFS și lunile de stres sistemic, 2005–2026	59
Figura 23 Răspunsul economiei la un șoc de stres financiar, pe regimuri	60
Figura 24 Evoluția volumului de prime brute subscrise în țările din Spațiul Economic European.....	65
Figura 25 Ponderea PBS pentru asigurările de viață și generale în PIB (%) (axa din stânga) și PBS totale (mld. EUR) (axa din dreapta), pe țări, în T4 2025.....	65
Figura 26 Rata activelor lichide pe țări (%; mediana, interval intercuartilic, perc. 10 și 90)	66
Figura 27 Rentabilitatea activelor (%; mediană, interval intercuartilic; perc. 10 și 90)	67
Figura 28 Rentabilitatea excedentului activelor față de pasive (%; mediană, interval intercuartilic; perc. 10 și 90)	67
Figura 29 Distribuția ratei SCR în țările din Spațiul Economic European (%; mediană, interval intercuartilic; perc. 10 și 90).....	68
Figura 30 Valoarea activelor alternative pe categorii de societăți și ponderea acestora în investițiile totale la 30 iunie 2026.....	69
Figura 31 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în totalul investițiilor imobiliare în funcție de tipul de plasament	71
Figura 32 Investițiile totale ale societăților de asigurare pe clase de active	72
Figura 33 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă la 30 iunie 2026.....	73
Figura 34 Investițiile în obligațiuni guvernamentale românești descompuse pe emitenți	73
Figura 35 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni corporative în funcție de țara emitentă la 30 iunie 2026.....	74

Figura 36 Investițiile societăților de asigurare în organisme de plasament colectiv în funcție de țara de origine a emitentului la 30 iunie 2026.....	75
Figura 37 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale ..	76
Figura 38 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață ...	77
Figura 39 Dinamica anuală a primelor brute subscrise	78
Figura 40 Dinamica repartizării primelor brute subscrise pe segmente de asigurare.....	78
Figura 41 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări generale	79
Figura 42 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări de viață	79
Figura 43 Distribuția ratelor SCR aferente societăților compozite.....	80
Figura 44 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale	83
Figura 45 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale (iunie 2026).....	83
Figura 46 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață	84
Figura 47 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață (iunie 2026).....	84
Figura 48 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare	85
Figura 49 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață	85
Figura 50 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada T2 2023 – T2 2026 pentru activitatea de asigurări generale	86
Figura 51 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada T2 2023 – T2 2026 pentru activitatea de asigurări de viață.....	87
Figura 52 Rata anuală de rentabilitate a investițiilor, în anul 2024 (%), în statele europene	92
Figura 53 Structura investițională a schemelor de pensionare în statele europene în anul 2024 (%).....	93
Figura 54 Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private.....	98
Figura 55 Structura sistemului de pensii private.....	98
Figura 56 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 iunie 2026	99
Figura 57 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 30 iunie 2026	100
Figura 58 Structura activelor fondurilor de pensii private (Pilon II și Pilon III) la 30 iunie 2026	101
Figura 59 Anul maturității titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private la data de 30 iunie 2026.....	102
Figura 60 Evoluția ratelor medii de rentabilitate ale fondurilor de pensii private.....	105
Figura 61 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat.....	106
Figura 62 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei).....	107
Figura 63 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative	108
Figura 64 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III	109
Figura 65 Evoluția Alocării Strategice a activelor fondurilor de pensii din Pilonul II.....	112
Figura 66 Evoluția procentelor investite în titluri de stat în Pilonul II.....	113
Figura 67 Evoluția Alocării Strategice a activelor fondurilor de pensii din Pilonul III.....	113
Figura 68 Evoluția procentelor investite în titluri de stat în Pilonul III.....	114
Figura 69 Evoluția indicilor bursieri BVB (31.12.2024 = 100).....	114
Figura 70 Gradul de concentrare al fondurilor de pensii private (în funcție de valoarea totală a activelor la finalul lunii iunie 2026 calculat pe baza indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței)	115
Figura 71 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II – GARCH (1, 1).....	117
Figura 72 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III – GARCH (1, 1).....	118
Figura 73 Evoluția sumelor plătite din Pilonul II și a ponderii acestora în activele totale la finalul semestrului I.....	119

<i>Figura 74 Evoluția numărului de plăți în Pilonul II și a sumelor medii plătite.....</i>	<i>120</i>
<i>Figura 75 Evoluția sumelor plătite din Pilonul III și a ponderii acestora în activele totale la finalul semestrului I.....</i>	<i>120</i>
<i>Figura 76 Evoluția numărului de plăți în Pilonul III și a sumelor medii plătite.....</i>	<i>121</i>
<i>Figura 77 Daune globale asigurate pentru catastrofe naturale în semestrul I aferent perioadei 1996 – 2026 (mld. USD, prețuri 2026).....</i>	<i>124</i>
<i>Figura 78 Daune globale asigurate pentru catastrofe naturale, pe tipuri de pericol (risc), în semestrul I (2026 și medii pentru perioadele de 10 ani, %)</i>	<i>125</i>
<i>Figura 79 Zile în Europa cu temperatura maximă zilnică mai mare sau egală cu 30 grade Celsius.....</i>	<i>126</i>
<i>Figura 80 Daune medii globale asigurate pentru catastrofe naturale, pe trimestre și tipuri de pericol (mld. USD, prețuri 2026) și ponderea daunelor pe trimestre (% , 1996 – 2025).....</i>	<i>126</i>

Lista tabelelor

<i>Tabel 1</i> Tabloul riscurilor piața de capital din UE, ESMA septembrie 2026	24
<i>Tabel 2</i> Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, iulie 2026.....	27
<i>Tabel 3</i> Tabloul riscurilor pe piața pensiilor ocupaționale din UE, EIOPA, iulie 2026	30
<i>Tabel 4</i> Tabloul riscurilor la nivel național.....	35
<i>Tabel 5</i> Schimbări de nivel ale ilichidității în jurul a trei evenimente de piață.....	51
<i>Tabel 6</i> Investițiile societăților în active alternative pe categorii de clase de active și societăți la 30 iunie 2026.....	70
<i>Tabel 7</i> Expunerea față de sectorul imobiliar a societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în funcție de tipul de societate și clasa de active imobiliare la 30 iunie 2026	71
<i>Tabel 8</i> Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în total investiții în funcție de tipul de plasament (uz propriu, indirect și altele) – 30 iunie 2026	71
<i>Tabel 9</i> Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului	73
<i>Tabel 10</i> Investițiile în obligațiuni corporative în funcție de nivelul de calitate a creditului	74
<i>Tabel 11</i> Cotele de piață ale societăților pentru activitatea de asigurări generale în semestrul I 2026.....	76
<i>Tabel 12</i> Cotele de piață ale societăților pentru activitatea de asigurări de viață în semestrul I 2026.....	77
<i>Tabel 13</i> Gradul de penetrare a schemelor de pensii private din statele europene în anul 2024.....	91
<i>Tabel 14</i> Dimensiunea sistemică a fondurilor de pensii private	95
<i>Tabel 15</i> Top 10 emitenți din portofoliile fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2026	96
<i>Tabel 16</i> Principalele investiții în acțiuni ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2026.....	102
<i>Tabel 17</i> Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2026.....	103
<i>Tabel 18</i> Plasamentele în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2026.....	103
<i>Tabel 19</i> Plasamentele în depozite bancare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 30 iunie 2026	104
<i>Tabel 20</i> Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la finalul lunii iunie 2026 (calculat față de 21.05.2008).....	106
<i>Tabel 21</i> Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la finalul lunii iunie 2026 (calculat în funcție de data lansării fiecărui fond de pensii facultative).....	108
<i>Tabel 22</i> Cota de piață a depozitarilor fondurilor de pensii private la 30 iunie 2026.....	116

Bibliografie

- Acharya, V. V. și Pedersen, L. H. (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375–410. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.007>
- Acharya, V. V., Pedersen, L. H., Philippon, T. și Richardson, M. (2017). Measuring systemic risk. *The Review of Financial Studies*, 30(1), 2–47. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw088>
- Adrian, T. și Brunnermeier, M. K. (2016). CoVaR. *American Economic Review*, 106(7), 1705–1741. <https://doi.org/10.1257/aer.20120555>
- Akhtaruzzaman, M., Boubaker, S., Nguyen, D. K. și Rahman, M. R. (2022). Systemic risk-sharing framework of cryptocurrencies in the COVID–19 crisis. *Finance Research Letters*, 47, Articolul 102787. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102787>
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31–56. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)
- Autoritatea Europeană de Asigurări și Pensii Ocupaționale [EIOPA]. (2026a, 24 iunie). *Financial stability report June 2026*. https://www.eiopa.europa.eu/publications/financial-stability-report-june-2026_en
- Autoritatea Europeană de Asigurări și Pensii Ocupaționale [EIOPA]. (2026b, 30 iulie). *Insurance risk dashboard, July 2026* (EIOPA-BoS-26-359). https://nexteuropa-multisites.s3.eu-west-1.amazonaws.com/www.eiopa.europa.eu/assets/insurance-risk-dashboard/EIOPA-BoS-26-359_-_July%202026_-_Insurance_RDB_u.html
- Autoritatea Europeană de Asigurări și Pensii Ocupaționale [EIOPA]. (2026c, 30 iulie). *Institutions for occupational retirement provision (IORPs) risk dashboard, July 2026* (EIOPA-BoS-26-361). <https://nexteuropa-multisites.s3.eu-west-1.amazonaws.com/www.eiopa.europa.eu/assets/iorps-risk-dashboard/EIOPA-BoS-26-361%20-%20July%202026%20IORP%20RDB.html>
- Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe [ESMA]. (2026a, 11 martie). *TRV Risk Monitor: ESMA report on trends, risks and vulnerabilities, No. 1, 2026* (ESMA50-1949966494-4041). https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2026-03/ESMA50-1949966494-4041_TRV_Risk_Monitor_1_2026.pdf
- Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe [ESMA]. (2026b, 10 septembrie). *TRV Risk Monitor: ESMA report on trends, risks and vulnerabilities, No. 2, 2026* (ESMA50-1949966494-4282). https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2026-09/ESMA50-1949966494-4282_TRV_Risk_Monitor_2_2026.pdf
- Banbura, M., Giannone, D., Reichlin, L. (2010). Large Bayesian vector auto regressions. *Journal of Applied Econometrics*, 25(1), 71–92.
- Banca Centrală Europeană [BCE] și Comitetul European pentru Risc Sistemic [CERS]. (2026, 22 ianuarie). *Financial stability risks from geoeconomic fragmentation*. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report202601_financialstabilityrisks.en.pdf
- Banca Centrală Europeană [BCE]. (2026a). *ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2026*. https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202609_ecbstaff~8e340fc69d.en.html
- Banca Centrală Europeană [BCE]. (2026b, 27 mai). *Financial stability review, May 2026*. <https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/pdf/ecb.fsr202605~50566915a7.en.pdf>
- Banca Centrală Europeană [BCE]. (2026c, 11 iunie). *Monetary policy decisions* [Comunicat de presă]. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2026/html/ecb.mp260611~4d41bd5e83.en.html>
- Banca Centrală Europeană [BCE]. (2026d, 23 iulie). *Monetary policy decisions* [Comunicat de presă]. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2026/html/ecb.mp260723~29f24d99bc.en.html>
- Banca Centrală Europeană [BCE]. (2026e, 10 septembrie). *Monetary policy decisions* [Comunicat de presă]. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2026/html/ecb.mp260910~314e508016.en.html>
- Banca Națională a României [BNR]. (2026a). *Raport asupra inflației, august 2026*. <https://www.bnr.ro/25729-raport-asupra-inflatiei-august-2026>

- Banca Națională a României [BNR]. (2026b). *Raport asupra stabilității financiare, iunie 2026* (Anul XI (XXI), nr. 20 (30)). https://www.bnr.ro/uploads/2026-07-06raportasuprastabilitatiifinanciare-iunie2026_documentpdf_545_1783339608.pdf
- Bevere, L. și Singh, S. (2026, 11 august). *First-half 2026 insured catastrophe losses: Below trend, rising risks*. Swiss Re Institute. <https://www.swissre.com/institute/research/topics-and-risk-dialogues/climate-and-natural-catastrophe-risk/first-half-2026-insured-catastrophe-losses.html>
- Blake, A., Mumtaz, H. (2015). *Applied Bayesian Econometrics for Central Bankers*. Bank of England, Centre for Central Banking Studies, Handbook 36.
- Borri, N. (2018). Local currency systemic risk. *Emerging Markets Review*, 34, 111–123. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.11.003>
- Bostandzic, D. și Weiß, G. N. F. (2018). Why do some banks contribute more to global systemic risk? *Journal of Financial Intermediation*, 35, 17–40. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2018.03.003>
- Brunnermeier, M. K. și Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2201–2238. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn098>
- Caporin, M., Naeem, M. A., Arif, M., Hasan, M., Vo, X. V. și Shahzad, S. J. H. (2021). Asymmetric and time-frequency spillovers among commodities using high-frequency data. *Resources Policy*, 70, Articolul 101958. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2020.101958>
- Chen, Y. și Lin, J. (2024). Measuring systemic risk in Asian foreign exchange markets. *Journal of International Money and Finance*, 146, Articolul 103135. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103135>
- Chow, G., Lin, A. (1971). Best linear unbiased interpolation, distribution, and extrapolation of time series by related series. *Review of Economics and Statistics*, 53(4), 372–375.
- Comisia Europeană [CE]. (2026a, 21 mai). *Economic forecast for Romania* (Spring 2026 Economic Forecast). https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-member-states/country-pages/romania/economic-forecast-romania_en
- Comisia Europeană [CE]. (2026b, 21 mai). *European economic forecast: Spring 2026 — Slowdown in growth as energy shock drives up inflation* (Institutional Paper 341). https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/european-economic-forecast-spring-2026_en
- Comitetul European pentru Risc Sistemic [CERS]. (2026, 31 martie). *Outcomes of the 61st General Board meeting of the European Systemic Risk Board – 24 March 2026* [Comunicat de presă]. <https://www.esrb.europa.eu/pub/outcomes/html/esrb.pr260331~f75f42f645.en.html>
- Copaciu, A. M., Horobeț, A. (2022). Spillovers in the presence of financial stress – an application to Romania. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, XXV(2), 29–43.
- Corwin, S. A. și Schultz, P. (2012). A simple way to estimate bid-ask spreads from daily high and low prices. *The Journal of Finance*, 67(2), 719–760. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01729.x>
- Diebold, F. X. și Yilmaz, K. (2009). Measuring financial asset return and volatility spillovers, with application to global equity markets. *The Economic Journal*, 119(534), 158–171. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2008.02208.x>
- Ehrmann, M., Ellison, M., Valla, N. (2003). Regime-dependent impulse response functions in a Markov-switching vector autoregression model. *Economics Letters*, 78(3), 295–299.
- Evanoff, D. D., Hoelscher, D. S. și Kaufman, G. G. (Ed.). (2009). *Globalization and systemic risk* (World Scientific Studies in International Economics). World Scientific. <https://doi.org/10.1142/6955>
- Fitch Ratings. (2026, 31 iulie). *Fitch affirms Romania at 'BBB-'; outlook negative* [Rating action commentary]. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-romania-at-bbb-outlook-negative-31-07-2026>
- Fondul Monetar Internațional [FMI]. (2026a, 14 aprilie). *Global financial stability report, April 2026: Global financial markets confront the war in the Middle East and amplification risks*. <https://www.imf.org/en/publications/gfsr/issues/2026/04/14/global-financial-stability-report-april-2026>
- Fondul Monetar Internațional [FMI]. (2026b). *Regional economic outlook: Europe, April 2026*.

- Fondul Monetar Internațional [FMI]. (2026c, 14 aprilie). *World economic outlook, April 2026: Global economy in the shadow of war*. <https://www.imf.org/en/publications/weo/issues/2026/04/14/world-economic-outlook-april-2026>
- Fondul Monetar Internațional [FMI]. (2026d, 8 iulie). *World economic outlook update, July 2026: Global economy in crosscurrents of war and technology*. <https://www.imf.org/en/publications/weo/issues/2026/07/08/world-economic-outlook-update-july-2026>
- Freixas, X., Laeven, L. și Peydró, J.-L. (2015). *Systemic risk, crises, and macroprudential regulation*. MIT Press. <https://doi.org/10.7551/mitpress/9780262028691.001.0001>
- Hodrick, R. J. și Prescott, E. C. (1997). Postwar U.S. business cycles: An empirical investigation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1), 1–16. <https://doi.org/10.2307/2953682>
- Idier, J., Lamé, G. și Mésonnier, J.-S. (2013). *How useful is the marginal expected shortfall for the measurement of systemic exposure? A practical assessment* (ECB Working Paper Series nr. 1546). Banca Centrală Europeană. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1546.pdf>
- Institutul Național de Statistică [INS]. (2026a). *Indicii prețurilor de consum: iunie, iulie și august 2026* [Comunicate de presă]. <https://insse.ro/cms/ro/content/ipc%E2%80%93serie-de-date-anuale>
- Institutul Național de Statistică [INS]. (2026b, 7 septembrie). *Produsul intern brut în trimestrul II 2026 (date provizorii)* [Comunicat de presă].
- International Association of Insurance Supervisors [IAIS]. (2026, iulie). *Global insurance market report (GIMAR): 2026 mid-year update*. <https://www.iais.org/uploads/2026/07/Global-Insurance-Market-Report-2026-mid-year-update.pdf>
- Lehar, A. (2005). Measuring systemic risk: A risk management approach. *Journal of Banking & Finance*, 29(10), 2577–2603. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.09.007>
- Lesmond, D. A., Ogden, J. P. și Trzcinka, C. A. (1999). A new estimate of transaction costs. *The Review of Financial Studies*, 12(5), 1113–1141. <https://doi.org/10.1093/rfs/12.5.1113>
- Moody's Ratings. (2026, 7 august). *Moody's Ratings affirms Romania's Baa3 ratings, maintains negative outlook* [Comunicat].
- Newey, W. K. și West, K. D. (1987). A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica*, 55(3), 703–708. <https://doi.org/10.2307/1913610>
- Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică [OCDE]. (2025). *Pension markets in focus 2025*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/b095d0a0-en>
- S&P Global Ratings. (2026, 3 aprilie). *S&P affirms Romania's 'BBB-/A-3' ratings; outlook negative* [Research update].
- Shahzad, S. J. H., Bouri, E., Ahmad, T. și Naeem, M. A. (2022). Extreme tail network analysis of cryptocurrencies and trading strategies. *Finance Research Letters*, 44, Articolul 102106. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102106>
- Umar, M., Farid, S. și Naeem, M. A. (2022). Time-frequency connectedness among clean-energy stocks and fossil fuel markets: Comparison between financial, oil and pandemic crisis. *Energy*, 240, Articolul 122702. <https://doi.org/10.1016/j.energy.2021.122702>
- Wang, D., Wang, Y. și Liu, Y. (2024). Temperature variability, natural disasters and bank systemic risk: Evidence from Chinese city commercial banks. *Economics Letters*, 242, Articolul 111846. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2024.111846>