

RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIETELOR FINANCIARE NEBANCARE



Notă

Analizele din cadrul raportului se bazează în principal pe raportările financiare ale entităților supravegheate de ASF până la data de referință 31 martie 2022, respectiv 31 decembrie 2021, precum și pe alte date și informații privind piețele financiare (FMI-World Economic Outlook, CE, CNSP, INS, BNR etc.) disponibile până la această dată. Ca urmare a rotunjirilor este posibil ca totalurile să nu corespundă exact sumei componentelor sau să apară mici diferențe față de variațiile procentuale indicate în grafice sau tabele.

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

Raportul asupra stabilității financiare a fost elaborat în cadrul Direcției Generale Strategie și Stabilitate Financiară.
Raportul a fost analizat de Consiliul Autorității de Supraveghere Financiară și aprobat în ședința din data de 06/07/2022.

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

TELVARDE: 0800.825.627

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

E-mail: office@asfromania.ro

Autoritatea de Supraveghere Financiară

RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIETELOR
FINANCIARE NEBANCARE
1/2022

CUPRINS

Sinteză.....	4
1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional.....	9
1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale.....	10
1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale.....	23
1.3. Evoluția piețelor financiare nebancaire la nivel european și internațional.....	30
1.4. Dimensiunea piețelor financiare nebancaire din România.....	37
2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebancaire.....	42
2.1. Principalele vulnerabilități și riscuri ale sectoarelor financiare nebancaire europene identificate de către autoritățile de supraveghere.....	42
2.2. Principalele vulnerabilități și riscuri la nivel național din perspectiva stabilității financiare.....	50
3. Interconectarea piețelor financiare nebancaire.....	53
3.1. Nivelul de stres în sistemul financiar.....	55
3.2. Indicele de contagiune pentru titlurile suverane.....	59
3.3. Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa.....	61
4. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare.....	67
4.1. Organismele de plasament colectiv în context european.....	68
4.2. Organismele de plasament colectiv din România.....	70
4.3. Piața bursieră.....	77
4.4. Intermediarii.....	82
4.5. Instituții de infrastructură a pieței. Depozitarul Central.....	85
4.6. Riscuri și vulnerabilități pe piața de capital.....	87
5. Stabilitatea pieței asigurărilor.....	91
5.1. Piața asigurărilor în context european.....	91
5.2. Entități relevante sistemic.....	98
5.3. Solvabilitatea pieței asigurărilor.....	101
5.4. Lichiditatea pieței asigurărilor.....	110
5.5. Profitabilitatea societăților de asigurare.....	113
5.6. Riscuri și vulnerabilități ale sistemului de asigurări din România.....	115
6. Stabilitatea pieței pensiilor private.....	129
6.1. Piața pensiilor private în context european.....	129
6.2. Entități relevante sistemic.....	135
6.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România.....	136
6.4. Structura plasamentelor fondurilor.....	140
6.5. Randamentele unităților de fond.....	144
6.6. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private.....	148
7. Politici și supraveghere macroprudențială. Analiza oportunității flexibilizării cerințelor prudențiale privind finanțările verzi.....	154
7.1. Tendințe europene și naționale privind sprijinirea finanțărilor verzi.....	154

7.2. Investitorii instituționali din România și cadrul legal care reglementează politicile de investiții	155
7.3. Piața instrumentelor financiare verzi pe plan european și local.....	157
7.4. Oportunitatea flexibilizării cerințelor prudențiale privind finanțările verzi.....	163
8. Riscurile asociate cu tranziția la economia verde.....	164
8.1. Abordări, metodologii și tendințe recente în modelarea riscurilor de tranziție	164
8.2. Riscurile de tranziție și stabilitatea financiară.....	167
8.3. Descrierea scenariilor elaborate de NGFS.....	172
8.4. Canale de transmisie a riscurilor climatice.....	174
8.5. Estimarea impactului economice a riscurilor climatice.....	177
8.6. Piețele financiare in contextul tranziției climatice	179
9. Piețele de active cripto și stabilitatea financiară	184
Bibliografie	191
Listă grafice	193
Listă tabele.....	197

Sinteză

Perspectivile optimiste de redresare economică post pandemie, împreună cu contextul geopolitic global au fost zdruncinate, la începutul anului 2022, de un nou șoc reprezentat de conflictul armat ruso-ucrainian care a determinat, printre altele, majorarea prețurilor energiei, precum și importante perturbări în lanțurile de aprovizionare la scară largă. Acestea, împreună cu politicile monetare acomodative, au indus presiuni inflaționiste la nivel global, pe fondul unei creșteri susținute a consumului. Astfel, conform estimărilor Fondului Monetar Internațional din aprilie 2022, creșterea economiei globale va înregistra o încetinire, ajungând de la estimarea de 6,1% din 2021 la 3,6% în 2022 și 2023, fiind revizuită în scădere față de prognozele din luna ianuarie. De asemenea, și prognoza economică privind creșterea produsului intern brut pentru anul 2022 pentru România a fost revizuită în scădere de către Comisia Națională de Strategie și Prognoză la 2,9% (față de 4,3% conform prognozei de iarnă 2021).

Totodată, înrăutățirea dezechilibrelor dintre cerere și ofertă (inclusiv a celor cauzate de război) concomitent cu creșterile suplimentare ale prețurilor mărfurilor la nivel global, în contextul războiului din Ucraina și al blocajelor în lanțurile de aprovizionare din cauza restricțiilor COVID-19 din China, ar putea duce la persistența unei inflații ridicate, la creșterea așteptărilor inflaționiste și la o creștere puternică a salariilor. FMI a estimat că inflația va rămâne ridicată pentru un timp îndelungat, pentru 2022 aceasta fiind estimată la 5,7% pentru economiile avansate și 8,7% pentru cele emergente și în curs de dezvoltare. Inflația înregistrată în primul trimestru în România a fost de 10,1%¹.

Pe piețele financiare, ratele scăzute ale dobânzilor și politicile monetare acomodative din trecut au susținut un comportament orientat spre randamente ridicate pentru o perioadă îndelungată de timp, ceea ce a determinat ca acestea să fie vulnerabile în situația în care condițiile financiare s-au înăsprit în mod neașteptat. În acest context, piața obligațiunilor suverane își continuă tendința de creștere a randamentelor începută în anul 2021, depășind nivelurile înregistrate la debutul pandemiei. Astfel, dacă la finalul anului 2020 randamentul titlurilor de stat cu maturitate la 10 ani pentru România era de 3,12%/an, la sfârșitul lunii mai acesta a fost la un nivel de 7,82%/an. În Austria, creșterea înregistrată a fost de la -0,4% la 1,61%, în Germania, de la -0,6% la 1,05%, iar în Franța de la -0,3% la 1,56%.

Toate cele trei sectoare supravegheate de către Autoritatea de Supraveghere Financiară au demonstrat o reziliență bună în pofida incertitudinii existente, valoarea activelor sectorului financiar nebanca raportate la PIB atingând nivelul de 14,11% la finalul anului 2021. Dinamica ascendentă a activelor fondurilor de pensii private a fost determinată atât de fluxul de contribuții încasate lunar și al plăților încă reduse, cât și de rezultatele pozitive obținute de administratori în urma politicilor de investiții, valoarea lor raportată la PIB fiind de 7,83% la finalul lunii decembrie 2021. Pe locul al doilea din perspectiva valorii activelor raportate la PIB, se află sectorul instrumentelor și investițiilor financiare, cu un procent de 4,23% din PIB, fiind sectorul cel mai afectat de scăderea generalizată a pieței de capital provocată de pandemie în anul 2020 (3,92% din PIB). Activele sectorului asigurări – reasigurări reprezentau la sfârșitul anului 2021 un procent de 2,06% din PIB, în scădere față de finalul anului precedent (2,26%) ca urmare a falimentului

¹ [Banca Națională a României - Proiecții BNR](#)

societății City Insurance. Totodată, la finalul lunii martie a anului 2022, capitalizarea bursieră (segment principal, doar acțiuni) a atins un nivel de 214,58 miliarde lei, în scădere cu 6% față de finalul anului 2021, datorată contextului geopolitic și economic actual.

Pe plan european, agresiunea militară împotriva Ucrainei a generat incertitudini semnificative la adresa stabilității financiare, care au fost adresate de către Uniunea Europeană prin adoptarea unui pachet cuprinzător de sancțiuni restrictive care urmăresc subminarea capacității Rusiei de a finanța războiul, concomitent cu impunerea unor costuri economice și politice. Pe lângă sancțiunile de ordin comercial, sancțiunile Uniunii Europene în zona financiară au vizat să reducă accesul Rusiei la piețele de capital ale UE, majorând costurile îndatorării pentru entitățile sancționate și erodând treptat baza industrială a Rusiei. De asemenea, au fost blocate rezervele valutare deținute de Rusia în UE prin mai multe măsuri care au împiedicat băncile rusești să desfășoare tranzacții financiare la nivel global: excluderea principalelor bănci rusești din sistemul SWIFT, interzicerea investițiilor în proiecte cofinanțate de Fondul de investiții directe al Rusiei și interzicerea furnizării de bancnote denuminate în euro către Rusia.

Potrivit celor mai recente evaluări realizate de către ASF, situația economico-financiară vulnerabilă împreună cu factorii de risc aferenți mențin mai multe riscuri la nivel ridicat, noi șocuri putând determina amplificarea tensiunilor și corecții semnificative pe piețele financiare internaționale și locale: riscul macroeconomic și riscul de piață, în contextul menținerii decuplării valorii activelor de fundamentele economice, pe fondul creșterii contagiunii, precum și riscul operațional, atacurile cibernetice intensificându-se la scară largă. În continuare, ASF evaluează ca fiind la un nivel mediu spre ridicat riscul de credit, riscul de lichiditate, riscul de solvabilitate și riscul de profitabilitate.

Riscul sistemic crește în funcție de nivelul de interconectare dintre sectorul financiar și piața criptoactivelor, de utilizarea efectului de levier și de activitatea de creditare. Pe baza evoluțiilor observate până în prezent, piețele de criptoactive prezintă la momentul actual toate semnele unui risc emergent pentru stabilitatea financiară. În acest context, șocurile de incertitudine pot avea efecte de recesiune puternice, fricțiunile financiare fiind în centrul propagării șocurilor către economia reală. În acest caz produsele financiare pot fi supuse unor probleme de agent sau de hazard moral care pot duce la amplificarea costurilor de finanțare. Totodată, decuplarea piețelor financiare de fundamentele economice poate genera bule speculative și poate conduce la creșterea riscului sistemic. Un astfel de exemplu este piața de criptomonede care a fost zdruncinată de un val de scăderi în primul trimestru din 2022. Colapsul TerraUSD din 2022 este un exemplu în acest caz. Volatilitatea criptoactivelor poate influența evoluția sistemului financiar convențional, iar scăderea lor accentuată prezintă un interes anume prin faptul că a evidențiat punctele slabe ale sistemului pe care se bazează, invalidând ipoteza de a utiliza criptomonedele pentru acoperirea riscului, ca urmare a dependenței de factorii macrofinanciar.

Indicatorul de avertizare timpurie, construit pentru a anticipa dacă o criză financiară urmează să se materializeze din cauza deteriorării factorilor macroeconomici, a semnalat un nivel ridicat pentru România în primul trimestru din 2022, dar sub nivelul înregistrat în 2020. De asemenea, indicele de contagiune pentru titlurile de stat a crescut ca urmare a descreșterii apetitului la risc al investitorilor ceea ce a determinat un șoc generalizat în rata dobânzii titlurilor suverane la nivel internațional. Factorii care influențează prețul obligațiunilor suverane sunt aversiunea globală la risc, contagiunea și riscul specific de țară. Creșterea din lunile februarie și martie a fost influențată predominant de aversiunea globală la risc.

Volatilitatea de pe piețele de capital și goana către active sigure, cum ar fi obligațiunile, reflectă incertitudinea existentă în acest moment în rândul participanților pe piață. Pe plan european, acțiunile piețelor financiare au înregistrat scăderi puternice în primul trimestru al anului 2022, ca urmare a invadării Ucrainei de către Rusia.

Piața de capital din România a înregistrat o redresare puternică în urma crizei cauzate de pandemia de COVID-19 și s-a dovedit în mare parte rezilientă în cursul anului 2021. Cu toate acestea, apariția noilor variante ale virusului COVID-19, îngrijorările privind riscul inflaționist, creșterea prețurilor mărfurilor, precum și riscurile geopolitice au generat noi obstacole în drumul de redresare a piețelor de capital. Piața bursieră din România a cunoscut în trimestrul I 2022 o volatilitate ridicată, corelată cu o tendință similară observată și la nivel regional. În luna martie 2022, din cauza conflictului dintre Ucraina și Rusia s-a înregistrat un episod ridicat de volatilitate pe Bursa de Valori București, însă acesta s-a diminuat la finalul lunii aprilie 2022, revenind la pragul anterior declanșării conflictului militar. **Piața organismelor de plasament colectiv** rămâne puternic interconectată cu evoluția piețelor de tranzacționare a instrumentelor financiare și cu piața bancară, atât performanțele fondurilor, cât și fluxurile nete de capital către aceste entități fiind dependente de nivelul dobânzilor pe piață, al randamentelor obligațiunilor și indicilor bursieri de acțiuni. Principalele riscuri la care sunt expuse fondurile deschise de investiții rămân în continuare riscul de piață, riscul de credit și riscul de concentrare a contrapartidelor. Complexitatea redusă a pieței face ca, deocamdată, aceste riscuri să nu fie amplificate prin utilizarea levierului financiar, instrumentele financiare complexe neavând o pondere semnificativă în activele totale. Nivelul concentrării serviciilor de depozitare se menține ridicat și în anul 2021, din motive structurale, similar cu situația fondurilor de pensii.

Piața asigurărilor din România a înregistrat pe parcursul anului 2021 o creștere a riscurilor de lichiditate și solvabilitate, precum și a riscului de conduită. Tendința de creștere în ceea ce privește riscul de conduită a avut loc, în principal, ca urmare a celor 2 societăți de asigurare cu cote semnificative pe piața asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto: City Insurance și Euroins. Activitatea de subscriere a înregistrat o dinamică semnificativă în anul 2021 comparativ cu anul precedent, astfel încât volumul de prime brute subscrise s-a majorat cu 24%, situându-se la un nivel de 14,2 miliarde lei, însă această dinamică a fost influențată în principal de creșterea semnificativă a primelor brute subscrise pentru clasa A10 (RCA și CMR).

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

Valoarea activelor totale aferente fondurilor de pensii administrate privat (Pilon II) s-a dublat de la începutul anului 2018 până în luna martie 2022, **sistemul de pensii private** fiind încă în perioada de acumulare, iar plățile fiind la un nivel redus. Și fondurile de pensii facultative au înregistrat creșteri substanțiale ale activelor din anul 2018 până în luna martie 2022, de peste 41%. În trimestrul I al anului 2022, a avut loc un episod punctual de creștere a volatilității unităților **fondurilor de pensii private**, datorită îngrijorărilor privind escaladarea conflictului militar rusesc din Ucraina, însă acesta s-a diminuat ulterior.

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

Structura sistemului de pensii private din România prevede mai multe mecanisme de protejare a drepturilor participanților, dintre care amintim: segregarea activelor dintre administratori și fonduri, verificări suplimentare și validări de către depozitari, provizioane tehnice constituite de către administratori, cerințe de raportare și transparență sporită, cărora li se adaugă Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private (FGDSPP).

Având în vedere demersurile europene și locale de a încuraja finanțele verzi, în scopul tranziției către o economie reală sustenabilă, ASF a analizat oportunitatea flexibilizării cerințelor prudentiale privind finanțările verzi. În prezent, nu există restricții investiționale legislative sau prudentiale, referitoare la finanțele verzi, aplicabile investitorilor instituționali supravegheați și reglementați de ASF. Astfel, fondurile de investiții, fondurile de pensii private și societățile de asigurare pot contribui la dezvoltarea economiei verde prin investirea unor părți din portofoliile lor în instrumente financiare verzi. În acest context, cadrul legal referitor la investiții s-a dovedit a fi unul foarte flexibil, pentru fiecare categorie de investitori instituționali, care permite o alocare eficientă și diversificată a portofoliului pe mai multe clase de active, în funcție de politica individuală de investiții a fiecărui investitor, permițând încurajarea și susținerea dezvoltării economiei verzi, prin mecanisme specifice de piață financiară non-bancară.

Autoritățile de reglementare din domeniul financiar, organizațiile internaționale și participanții la piață au acordat o atenție semnificativă în ultimii ani înțelegerii implicațiilor schimbărilor climatice asupra sectorului financiar și stabilității financiare. Schimbările climatice se reflectă în deteriorarea sănătății publice, a productivității muncii și a randamentelor agricole, a creșterii ratelor de mortalitate și a distrugerii de bunuri materiale cauzate de fenomenele meteo. Astfel de efecte adverse pot duce la riscuri financiare directe, determinând o reevaluare a valorii activelor, modificarea costului sau disponibilitatea creditului. De asemenea, modificările climatice pot produce riscuri pentru activitatea economică și pot amplifica riscurile financiare, acestea putându-se influența reciproc. Capitolul opt include principalele concluzii ale modelelor de cercetare desfășurate pentru o mai bună înțelegere a interacțiunii dintre schimbările climatice și activitățile economico-financiare.

Decuplarea piețelor financiare de fundamentele economice poate genera bule speculative, determinând creșterea riscului sistemic. Un astfel de exemplu este piața de criptomonede care a fost zdruncinată de un val de scăderi în primul trimestru din 2022, în contextul în care ASF a emis avertizări și informații de presă cu privire la riscurile investiționale asociate cu criptoactivele. Multiplele episoade de volatilitate accentuată și prăbușirea rapidă a valorii criptomonedelor arată fragilitatea acestor piețe, inclusiv a criptomonedelor stabile.

* * *

Prima ediție din anul 2022 a Raportului privind stabilitatea piețelor financiare nebancare cuprinde opt secțiuni: prima parte prezintă o analiză a contextului macroeconomic și financiar atât pe plan internațional, cât și local.

Cea de a doua parte realizează o expunere a principalelor riscuri și vulnerabilități identificate pe piețele financiare nebancare la nivel european și național.

A treia secțiune cuprinde o analiză a interconexiunilor piețelor financiare nebancare din perspectiva mai multor indicatori: nivelul de stres în sistemul financiar, contagiunea pentru titlurile suverane, nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa, precum și alți indicatori de stabilitate financiară.

Secțiunile patru, cinci și șase tratează stabilitatea piețelor reglementate și supravegheate de către ASF: piața instrumentelor și investițiilor financiare, piața asigurărilor și piața pensiilor private.

Partea a șaptea introduce o analiză a oportunității flexibilizării cerințelor prudențiale privind finanțările verzi, realizate ca urmare a Recomandării CNSM nr. R/6/2021 privind sprijinirea finanțării verzi. În secțiunile 8 și 9 sunt prezentate două analize tematice: riscurile asociate cu tranziția către o economie verde și analiza pieței de criptoactive din perspectiva stabilității financiare.

1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional

După o perioadă de optimism cu privire la o redresare rapidă a economiei globale cu debut în trimestrul II 2021, susținută de redeschiderea economiei în urma progreselor campaniilor de vaccinare și a ridicării restricțiilor, perspectivele economice globale s-au deteriorat semnificativ la începutul anului 2022, în mare parte ca urmare a invaziei Ucrainei de către Rusia.

Criza cauzată de războiul din Ucraina încetinește ritmul de creștere a economiilor, în condițiile în care acestea nu și-au revenit pe deplin în urma pandemiei de COVID-19, observându-se divergențe importante între redresările economiilor emergente și în curs de dezvoltare și cele din economiile avansate. De altfel, majorarea prețurilor energiei, perturbările în lanțurile globale de aprovizionare concomitent cu o creștere susținută pe latura cererii (cu un consum orientat preponderent spre bunuri) și politicile monetare și fiscale acomodative au indus presiuni inflaționiste la nivel global.

Consecințele economice cauzate de războiul din Ucraina sunt resimțite la nivel global prin afectarea comerțului, în special al celui de mărfuri, Rusia fiind un furnizor major la nivel mondial de petrol, gaze și metale și, împreună cu Ucraina, de grâu și porumb, astfel că scăderea ofertei acestor mărfuri a avut un impact semnificativ asupra prețurilor. Presiunile mari și mai persistente ale prețurilor au condus, de asemenea, la o înăsprire a politicii monetare în multe țări. Conform declarației de politică monetară din luna iunie 2022, Rezerva Federală din SUA (Fed) a anunțat majorarea ratei de politică monetară cu 0,75%, în încercarea de a stopa creșterea ratei inflației, precum și reducerea deținerilor de obligațiuni începând cu luna iunie. De asemenea, Banca Centrală Europeană anticipează că în trimestrul III 2022 vor fi oprite achizițiile nete de active în cadrul programului de achiziționare de active (APP). Pe plan local, din noiembrie 2021 până în mai 2022, BNR a majorat rata dobânzii de politică monetară de la 1,75% la 3,75%.

Atât economia europeană, cât și cea din Zona Euro au înregistrat creșteri de 4,9%, respectiv 4,7% în T4 2021 (date ajustate sezonier și calendaristic) față de aceeași perioadă a anului precedent. Dinamica pozitivă a continuat și în T1 2022, înregistrând variații de +5,6%, respectiv +5,4% față de aceeași perioadă a anului precedent. Creșterile se situează peste nivelurile înregistrate înainte de pandemia Covid -19.

Conform INS, Produsul intern brut al României în trimestrul I 2022 a fost, în termeni reali, mai mare cu 5,2%, comparativ cu trimestrul IV 2021. Față de același trimestru din anul 2021, Produsul intern brut a înregistrat o creștere cu 6,5% atât pe seria brută cât și pe seria ajustată sezonier.

Comisia Europeană a revizuit în scădere perspectivele de creștere economică, creșterea PIB-ului real, atât în UE, cât și în zona euro fiind estimată la 2,7 % în 2022 și la 2,3 % în 2023. În ceea ce privește economia României, este estimat că aceasta urmează să încetinească până la 2,6% în 2022 și 3,6% în 2023.

De asemenea, FMI a revizuit în scădere creșterea economică pentru economia zonei euro și a UE (față de previziunile din ianuarie 2022), de la 3,9% la 2,8% în 2022 și de la 2,5% la 2,3% în 2023, respectiv de la 4% la 2,9% în 2022 și de la 2,8% la 2,5% în 2023.

Comisia Națională de Strategie și Prognoză a revizuit în scădere prognoza economică privind creșterea produsului intern brut pentru anul 2022, la 2,9% (de la 4,3% conform prognozei de iarnă 2021 a CNSP). Estimările privind rata de creștere a PIB-ului pentru anul precedent au fost revizuite, de asemenea, în scădere cu 0,3 % de la 6,2% (prognoza CNSP de iarnă) la 5,9%.

Inflația în zona Euro (măsurată prin IAPC – Indicele Armonizat al Prețurilor de Consum) a cunoscut o creștere susținută, ajungând în luna decembrie 2021 la 5%, în mare parte din cauza creșterii prețurilor mărfurilor și a dezechilibrelor induse de pandemie dintre cerere și ofertă. În anul 2022, presiunile inflaționiste din perioada pandemiei s-au extins, războiul din Ucraina amplificând creșterea ratei inflației, aceasta ajungând în mai 2022 la 8,1%. Comisia Europeană estimează o rată a inflației pentru Zona euro de 6,1 % în 2022, urmând să scadă la 2,7 % în 2023. Pentru UE, se preconizează că inflația va crește de la 2,9 % în 2021 la 6,8 % în 2022 și că va scădea din nou la 3,2 % în 2023.

În ceea ce privește România, rata anuală a inflației în luna mai 2022 comparativ cu luna mai 2021 calculată pe baza indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) a fost de 12,4%. În ceea ce privește indicele prețurilor de consum (IPC) – indicator pentru determinarea inflației la nivel național, aceasta a fost în luna mai 2022 comparativ cu luna mai 2021 de 14,5%.

Conform prognozelor BNR, aceasta va continua să crească până la finele anului 2022, ulterior înscriindu-se pe o traiectorie descendentă, ca urmare a disipării graduale a impactului nefavorabil al majorărilor recente ale costurilor de producție. Rata anuală a inflației IPC este prognozată de BNR la nivelul de 12,5 % la finele anului 2022, la 6,7 % la finalul anului 2023 și la 6,2% în trimestrul I 2024.

Rata șomajului în Zona Euro și UE a atins minime istorice, ajungând în luna aprilie 2022 la 6,8%, respectiv 6,2%. În România, la sfârșitul anului 2021, rata șomajului a fost de 5,7%, în scădere cu 0,6 pp față de anul 2020, iar în luna aprilie 2022 aceasta se situa la 5,5%.

1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale

Evoluții ale creșterii economice

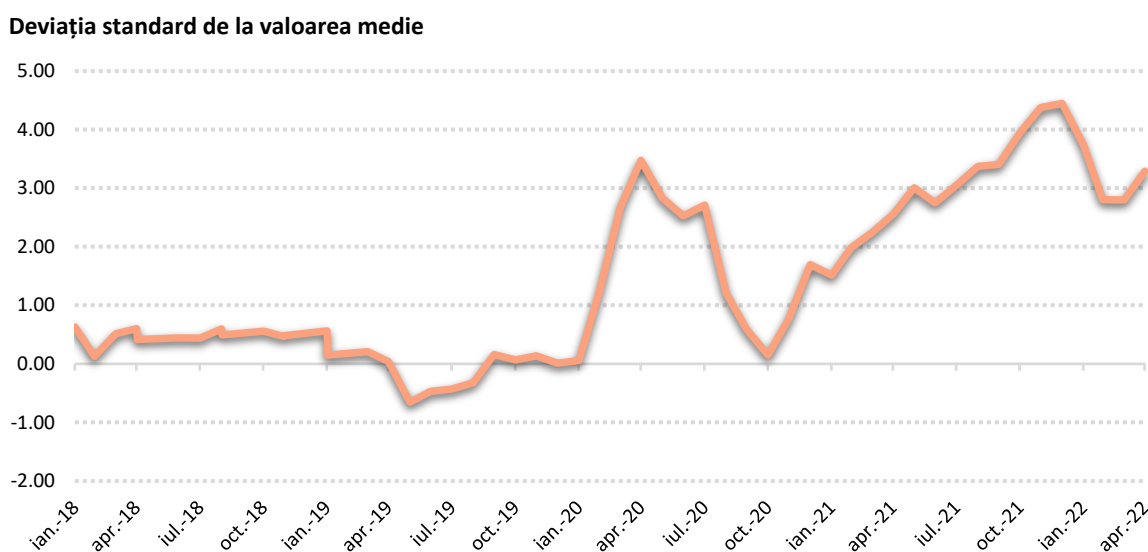
Daunele economice rezultate ca urmare a conflictului armat din Ucraina vor contribui în anul 2022 la o încetinire semnificativă a creșterii globale, precum și la creșterea inflației. Mai mult, încetinirea redresării economice globale este influențată și de întreruperile în lanțurile de aprovizionare (care au condus la creșteri ale prețurilor materiilor prime), precum și de încetinirea economiei din China. Deși prețurile materiilor prime crescuseră înaintea conflictului din Ucraina, de la nivelurile scăzute din timpul pandemiei, incertitudinea legată de lanțurile de aprovizionare a pus o presiune suplimentară asupra prețurilor.

Lanțurile globale de aprovizionare sunt sub presiune de la sfârșitul anului 2020 din cauza cererii puternice de bunuri manufacturate, a impedimentelor în furnizarea anumitor produse esențiale și a perturbărilor din industria logistică. În consecință, termenele de livrare ale furnizorilor din Zona Euro s-au prelungit considerabil în ultimul an, aspect ce a contribuit la creșterea semnificativă a prețurilor de producție.

Indicele GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index) construit de Rezerva Federală din SUA (Fed) indică în perioada decembrie 2021 și martie 2022 o relaxare a presiunilor lanțului global de aprovizionare, dar acestea au rămas la niveluri foarte ridicate din punct de vedere istoric. Cu toate acestea, estimările realizate pentru luna aprilie 2022 sugerează o înrăutățire a condițiilor pe măsură ce apar noi presiuni în lanțurile globale de aprovizionare.

Indicele GSCPI măsoară întreruperile lanțului de aprovizionare folosind o serie de indicatori, precum: Baltic Dry Index (BDI), Harpex index, indicii costurilor de transport aerian BLS pentru zborurile de marfă între Asia, Europa și Statele Unite și componente din sondajele indicelui Managerilor de Achiziții (PMI), concentrându-se pe firmele de producție din șapte economii interconectate: China, Zona Euro, Japonia, Coreea de Sud, Taiwan, Regatul Unit și Statele Unite. În prezent (aprilie 2022) indicele este la o valoare mai mare decât cea înregistrată în 2020.

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



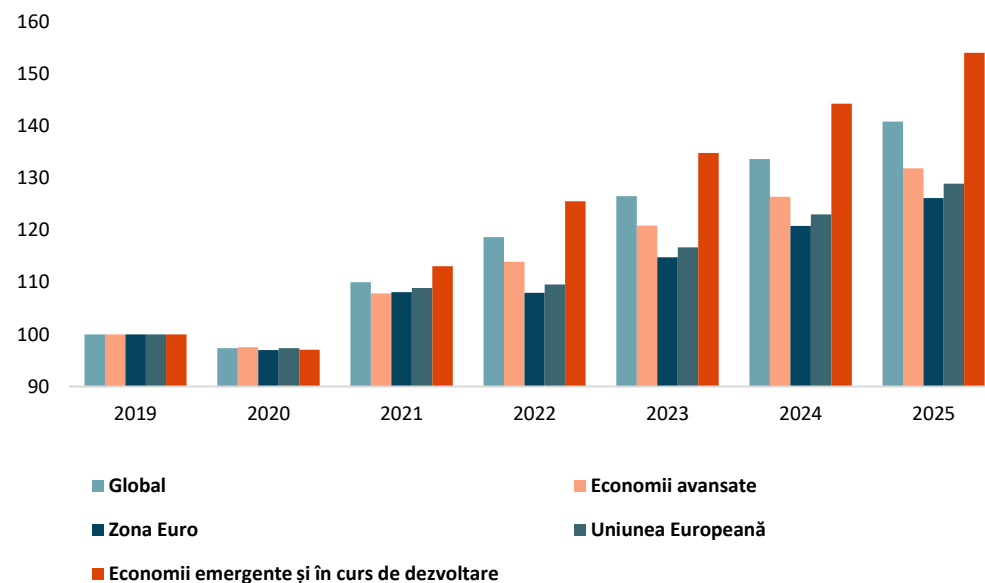
Sursa: Rezerva Federală din SUA (Fed)

Turbulențele din sectorul imobiliar din China au continuat la începutul anului 2022, creșterea vânzărilor imobiliare rezidențiale rămânând negativă și prețurile locuințelor scăzând în continuare. În plus, politicile stricte de limitare a pandemiei au afectat activitatea economică, care se estimează (conform datelor publicate de Comisia Europeană) că va crește cu aproximativ 5% pe an în perioada 2022-2024, semnificativ sub media pe termen lung de 8%. Încetinirea economiei din China adaugă provocări suplimentare economiilor emergente care au legături financiare strânse cu China. În consecință, aceste evoluții adaugă riscuri negative suplimentare pentru perspectivele economice globale, cu o posibilă contagiune semnificativă în Zona Euro.

Conform estimărilor FMI (World Economic Outlook, aprilie 2022), creșterea economiei globale va înregistra o încetinire, ajungând de la estimarea de 6,1% din 2021 la 3,6% în 2022 și 2023, fiind în scădere cu 0,8%, respectiv 0,2% față de prognozele din luna ianuarie.

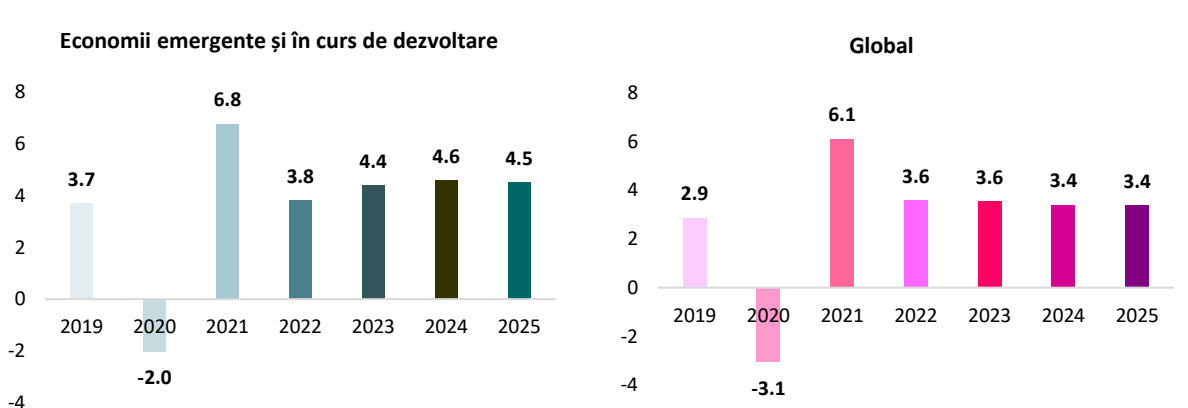
Pentru perioadele de după 2023, se estimează că economia globală va înregistra o diminuare de creștere economică ajungând la aproximativ 3,3% pe termen mediu. Presiunile din ce în ce mai mari asupra prețurilor, precum și creșterile rapide și semnificative ale prețurilor mărfurilor, cauzate de conflictul armat din Ucraina, au condus la previziuni ale inflației pentru 2022 de 5,7% în economiile avansate și de 8,7% în economiile piețelor emergente și în curs de dezvoltare, cu 1,8%, respectiv 2,8% mai mari decât se estimase în ianuarie 2021.

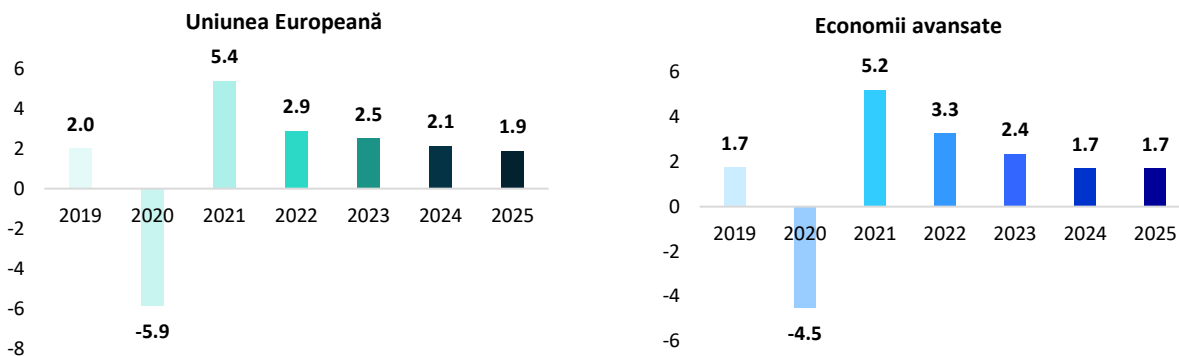
Graficul 2 Prognozele PIB curente (2019=100)



Sursa: FMI, World Economic Outlook, aprilie 2022

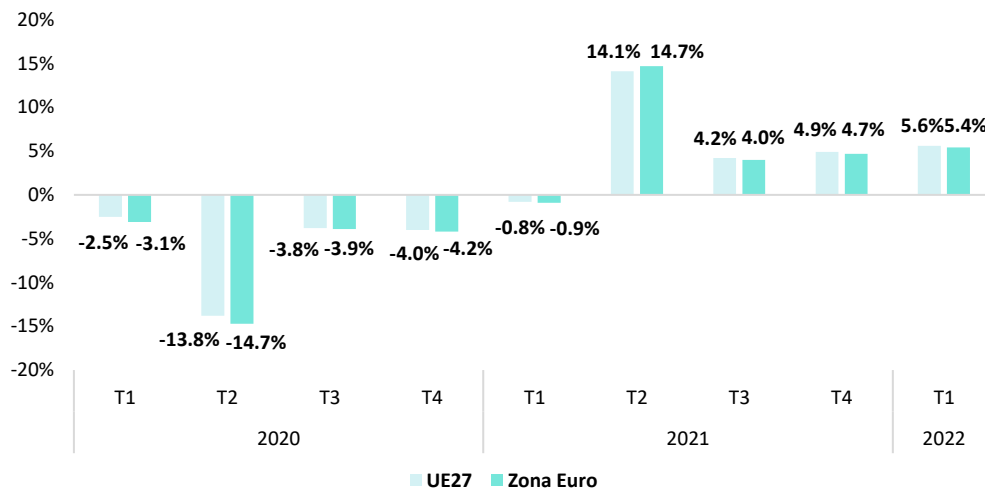
Graficul 3 Proiecții ale creșterii PIB (%)





Sursa: FMI, World Economic Outlook, aprilie 2022

Graficul 4 Evoluția PIB trimestrial la nivelul UE, variație procentuală anuală, date ajustate sezonier și calendaristic



Sursa: Eurostat

În T1 2022 atât economia UE, cât și cea a Zonei Euro, și-au continuat creșterea, depășind nivelurile de dinaintea pandemia Covid-19, înregistrând variații de +5,6%, respectiv +5,4% față de aceeași perioadă a anului precedent.

Dintre statele membre UE, Irlanda (+10,8%) a înregistrat cea mai mare creștere față de trimestrul precedent (T4 2021), urmată de România (+5,2%) și Letonia (+3,6%). Scăderi au fost înregistrate în Suedia (-0,8%), Franța (-0,2) și în Danemarca (-0,1%). Ratele de creștere anuale au fost pozitive pentru toate țările.

Deficitul bugetar și datoria guvernamentală la nivel european

Răspunsurile variate ale statelor la pandemia de COVID-19, cum ar fi măsurile politice și efectele economice ale carantinei au determinat creșterea deficitelor bugetare. În 2021, deficitul bugetar în UE a scăzut față de perioada din pandemie, dar a rămas la valori ridicate, comparabile cu maximele înregistrate în timpul crizei din 2008. Conform FMI (IMF Fiscal Monitor, April 2022), deși deficitul este în scădere la nivel global sunt așteptări că acestea vor rămâne peste nivelurile pre-pandemice.

Graficul 7 Evoluția datoriei guvernamentale (% din PIB), date trimestriale – UE și România



Sursa: Eurostat

În Uniunea Europeană, raportul deficit bugetar/PIB a scăzut de la 6,8% la 4,7%, iar ponderea datoriei guvernamentale la PIB a scăzut de la 97,3% la 95,6%. România a înregistrat în anul 2021 un deficit bugetar raportat la PIB de -7,1% față de -9,3% cât a fost în anul 2020 și o datorie guvernamentală de 48,8% din PIB, față de 47,2% în 2020.

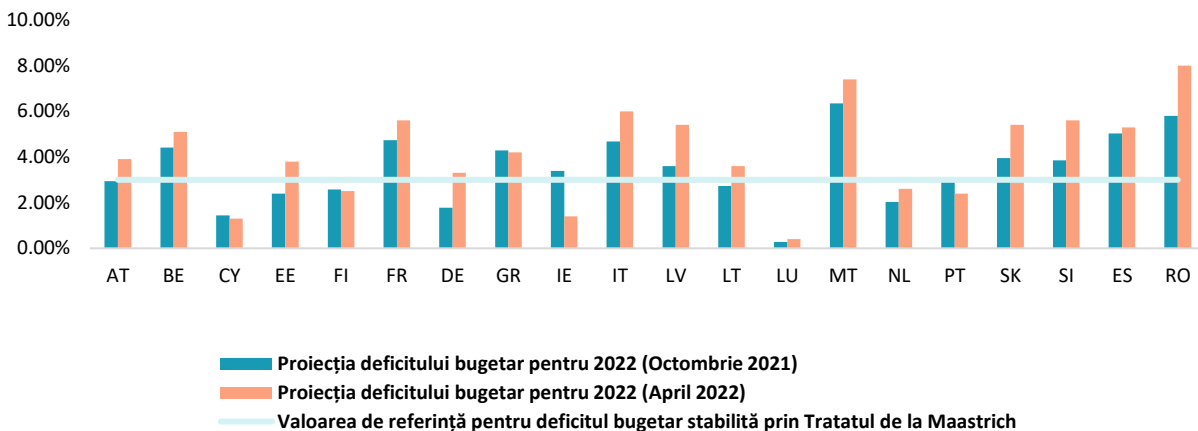
Graficul 8 Evoluția deficitului bugetar (% din PIB) în UE și în România, date anuale ajustate sezonier și calendaristic



Sursa: Eurostat

Față de datele publicate în octombrie 2021, în aprilie 2021, FMI a revizuit în creștere proiecția deficitelor bugetare pentru anul 2022 în țările din Zona Euro. Pentru România, deficitul bugetar a fost proiectat pentru anul 2022 la 8% din PIB (în octombrie 2021 proiecția pentru 2022 a fost de 5,8% din PIB).

Graficul 9 Proiecțiile FMI ale deficitului bugetar pentru 2022 în țări din Zona Euro și România (% din PIB)



Sursa: FMI (Fiscal Monitor Report)

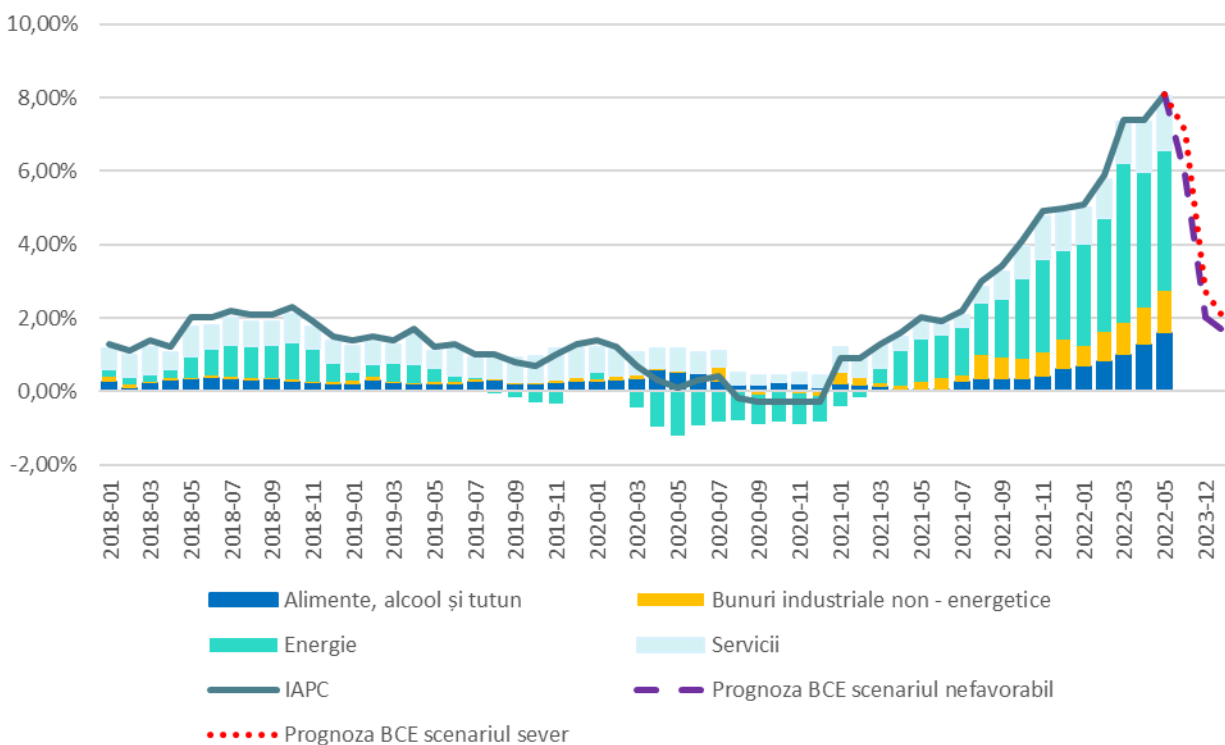
Inflația la nivel european

Pe tot parcursul anului 2021, inflația în Zona Euro (măsurată prin IAPC – Indicele Armonizat al Prețurilor de Consum) a cunoscut o creștere susținută, ajungând în luna decembrie 2021 la 5%, în mare parte din cauza creșterii prețurilor mărfurilor și a dezechilibrelor induse de pandemie dintre cerere și ofertă. În anul

2022, presiunile inflaționiste s-au extins, războiul din Ucraina amplificând această creștere, **rata inflației ajungând în mai 2022 la 8,1%**.

Cea mai mare contribuție la menținerea ratei anuale a inflației la niveluri ridicate continuă să vină din zona creșterii prețurilor energiei (+3,87%), urmată de produsele alimentare, alcool și tutun (+1,59%), servicii(+1,46%) și bunuri industriale neenergetice (+1,13%).

Graficul 10 IAPC pe componente pentru Zona Euro și prognoza BCE



Sursa: Eurostat

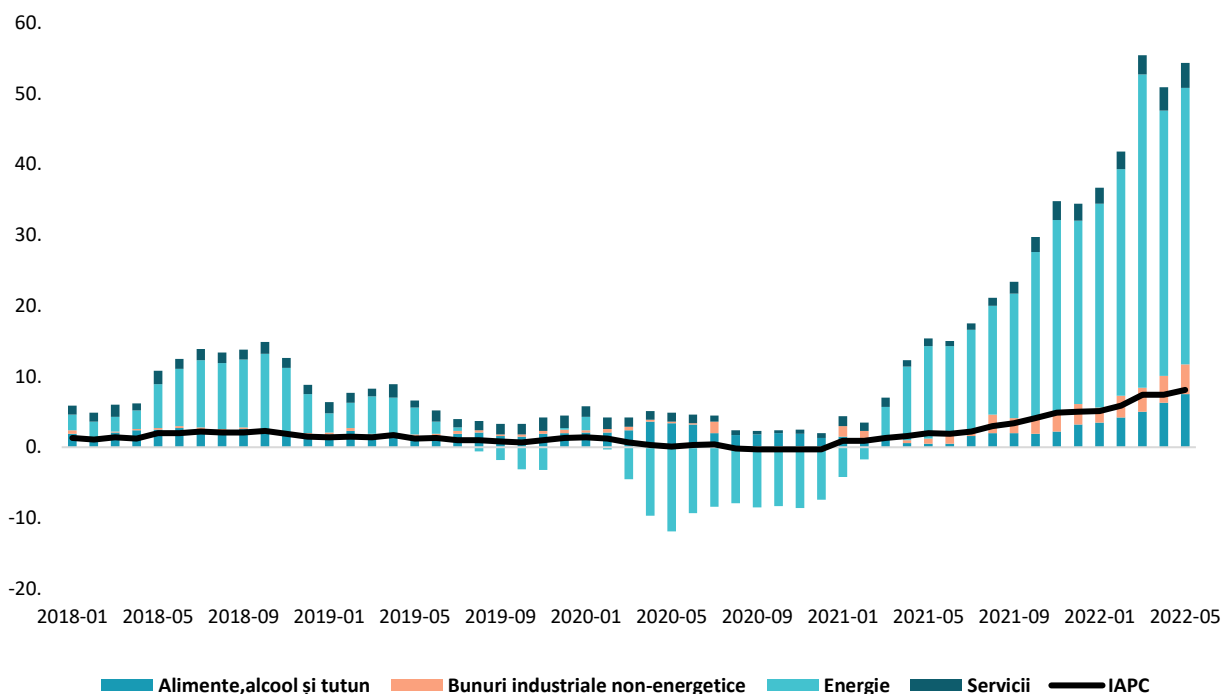
Comisia Europeană estimează o rată a inflației pentru zona euro de 6,1 % în 2022, urmând să scadă la 2,7 % în 2023. În comparație cu previziunile intermediare din iarna anului 2021, aceasta a fost revizuită semnificativ în creștere (de la 3,5 %). Pentru UE, se preconizează că inflația va crește de la 2,9 % în 2021 la 6,8 % în 2022 și că va scădea din nou la 3,2 % în 2023.

Previziunile BCE din martie 2022 privind inflația IAPC au fost revizuite în creștere cu 5.1% pentru anul 2022,cu 2,1% pentru anul 2023 și cu 1,9% pentru anul 2024.Războiul din Ucraina și efectele acestuia au fost factorii principali din spatele revizuirii prognozelor. Revizuirea în creștere pentru 2022 se datorează în principal inflației estimate a prețurilor la energie și alimente.

Tabelul 1 Proiecții BCE pentru IAPC

	Martie 2022 proiecții				Scenariu nefavorabil				Scenariul sever			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
IAPC (%)	2.6	5.1	2.1	1.9	2.6	5.9	2.0	1.6	2.6	7.1	2.7	1.9

Graficul 11 Rata anuală a inflației în Zona Euro pe principalele componente



Sursa: Eurostat

Conform analizei FMI (World Economic Outlook –aprilie 2021), pe fondul extinderii presiunii asupra prețurilor și a creșterilor prețurilor mărfurilor cauzate de războiul din Ucraina, se estimează că inflația va rămâne ridicată pentru un timp îndelungat. Pentru 2022, inflația a fost estimată la 5,7% în economiile avansate și 8,7% în economiile de piețe emergente și în curs de dezvoltare, cu 1,8%, respectiv 2,8% mai mare decât estimările din în ianuarie 2022.

Înrăutățirea dezechilibrelor dintre cerere și ofertă, inclusiv cele cauzate de război, și creșterile suplimentare ale prețurilor mărfurilor, ar putea duce la o inflație ridicată persistentă, la creșterea așteptărilor inflaționiste și la o creștere puternică a salariilor. În situația în care vor apărea semne că inflația va fi ridicată pe termen mediu, băncile centrale vor fi forțate să reacționeze mai repede decât se anticipează în prezent prin ridicarea ratelor dobânzilor și expunând vulnerabilitățile datoriei, în special pe piețele emergente.

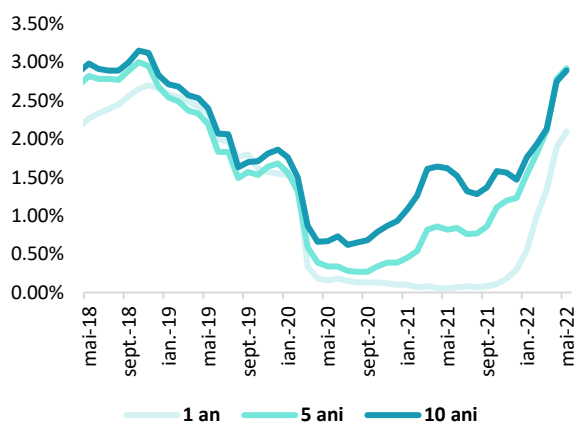
Politică monetară

În ultima ședință de politică monetară din aprilie 2022, **BCE** anticipează că în trimestrul III 2022 vor fi oprite achizițiile nete de active în cadrul programului de achiziționare de active (APP). Astfel, în condițiile actuale caracterizate de incertitudini ridicate, politica monetară a BCE va depinde de datele noi și de evoluția evaluării perspectivelor. Totodată, BCE va menține nemodificate rata dobânzii la operațiunile principale de refinanțare și ratele dobânzilor la facilitatea de creditare marginală și la facilitatea de depozit la nivelurile de 0,00%, 0,25% și, respectiv, -0,50%.

Conform declarației de politică monetară de la începutul lunii iunie 2022, în încercarea de a stopa creșterea ratei inflației, **Rezerva Federală din SUA (Fed)** a anunțat majorarea ratei de politică monetară cu 0,75%, iar începând cu luna iunie reducerea deținerilor de obligațiuni. Fed declară faptul că urmărește riscurile cauzate de inflație, în contextul în care dezechilibrele provocate de pandemie și războiul din Ucraina creează o presiune suplimentară asupra inflației care poate influența activitatea economică a SUA. Obiectivele urmărite de instituție vizează o inflație de 2% și o rată a șomajului cât mai mică.

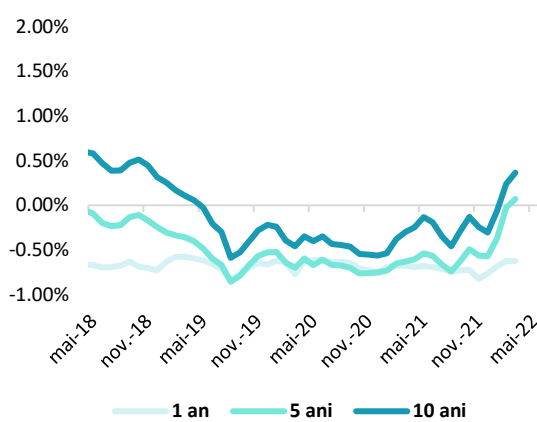
În contextul creșterii ratelor dobânzilor, există riscul ca activitatea economică să încetinească iar în scenariul cel mai pesimist aceasta să conducă către o recesiune. Printre semnalele importante care pot avertiza o eventuală încetinire a activității economice se numără evoluția piețelor de capital împreună cu randamentul titlurilor de stat pe termen scurt. Se constată astfel un trend de creștere a randamentelor titlurilor de stat din SUA și Zona Euro începând cu anul 2021.

Graficul 12 Randamentele titlurilor de trezorerie din SUA



Sursa: Federal Reserve

Graficul 13 Randamentele obligațiunilor guvernamentale din Zona Euro

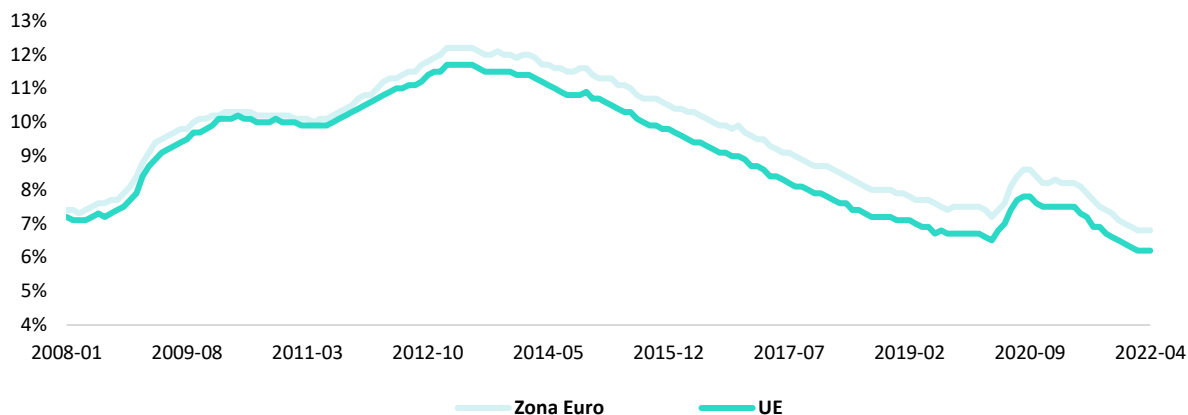


Sursa: Eurostat

Piața muncii

După o ușoară creștere înregistrată la începutul pandemiei, odată cu relaxarea restricțiilor începând cu sfârșitul semestrului I 2021, rata șomajului s-a aflat pe un trend descendent. Rata șomajului în Zona Euro și UE a atins minime istorice, ajungând în aprilie 2022 la 6,8%, respectiv 6,2%.

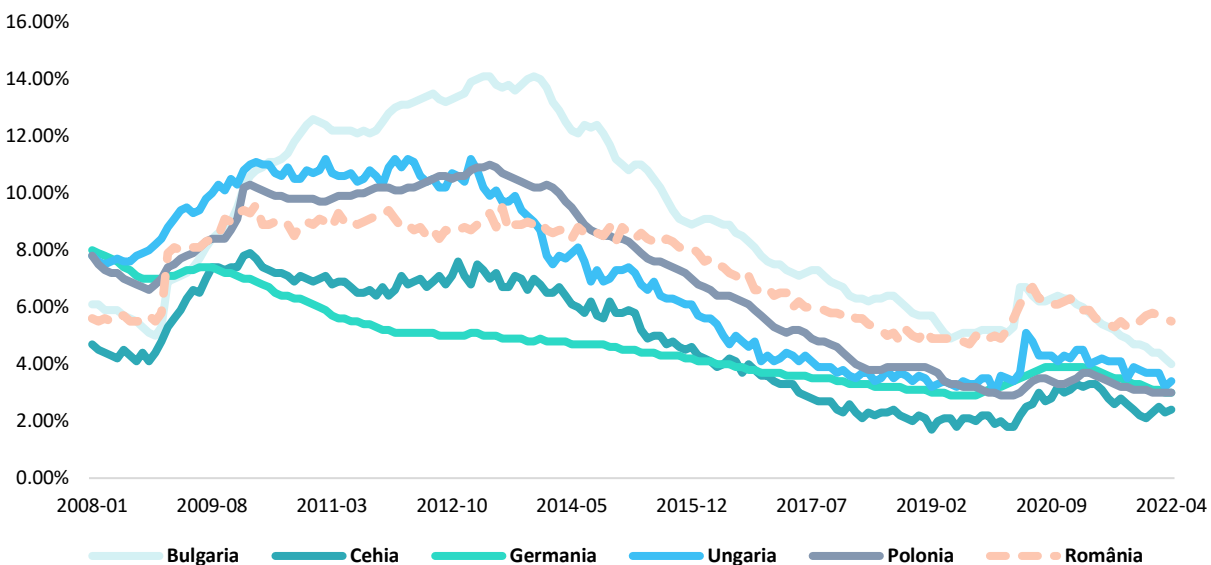
Graficul 14 Rata șomajului (ianuarie 2008 –aprilie 2022), date ajustate sezonier



Sursa: Eurostat

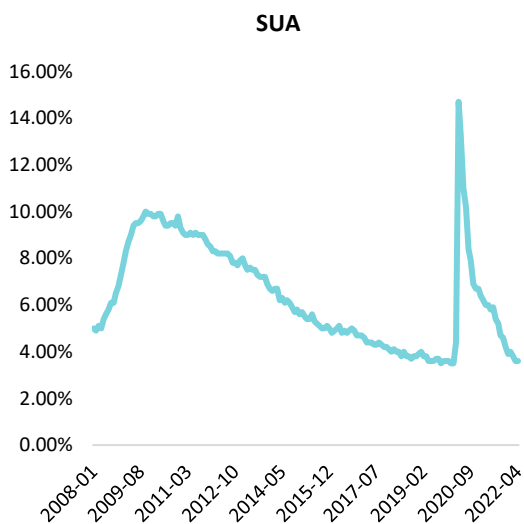
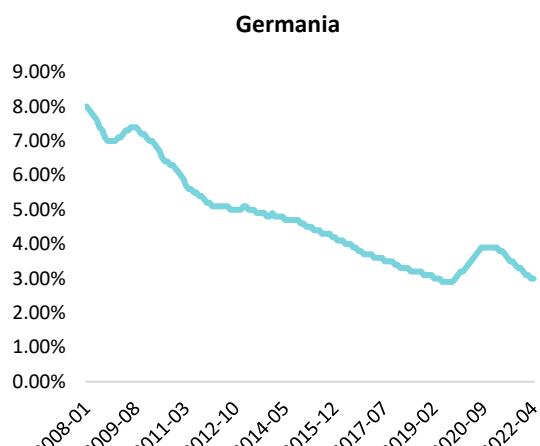
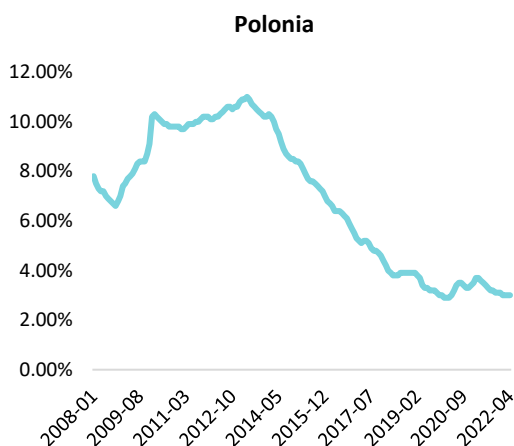
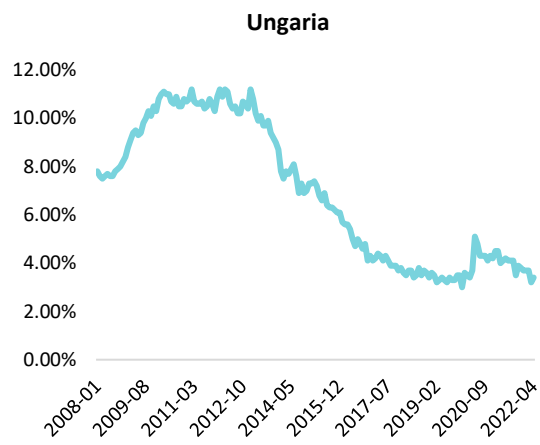
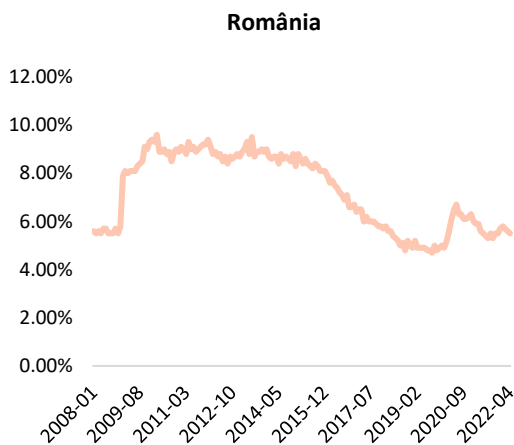
Printre țările cu cele mai mari rate ale șomajului se numără Spania – 13,3%, Grecia - 12,7% și Italia – 8,4%, iar cele mai mici rate ale șomajului se întâlnesc în Cehia – 2,4%, Germania – 3%, Polonia – 3%, Malta - 3,1% și Olanda – 3,2%.

Graficul 15 Rata șomajului, comparații între țări



Sursa: Eurostat

Graficul 16 Rata șomajului (ianuarie 2008 – aprilie 2022), date ajustate sezonier



Sursa: Eurostat

În anul 2020, UE a instituit instrumentul european de sprijin temporar pentru atenuarea riscurilor de șomaj într-o situație de urgență (SURE), ca parte a pachetului său de sprijin de urgență conceput pentru a face față impactului economic al crizei provocate de COVID-19.

Conform informațiilor furnizate de Comisia Europeană, UE a furnizat aproape 90 de miliarde euro sub formă de împrumuturi back-to-back. Toate cele 19 state membre ale UE care au solicitat să beneficieze de sistem au primit parțial sau integral suma solicitată. Statele membre afectate pot primi de la UE asistență financiară de până la 100 de miliarde euro, sub formă de împrumuturi, bani cu care să facă față creșterii bruște a cheltuielilor publice pentru menținerea locurilor de muncă.

Din programul european SURE, România beneficiază de 4,1 miliarde euro, din care 3 miliarde euro au fost deja plătite de Comisia Europeană.

Tabelul 2 Situația împrumuturilor pe țări – program SURE

Țara	Valoarea propusă a împrumutului	Sume plătite
Belgia	8,197 miliarde	8,197 miliarde
Bulgaria	511 milioane	511 milioane
Cipru	603 milioane	603 milioane
Estonia	230 milioane	230 milioane
Grecia	5,265 miliarde	5,265 miliarde
Spania	21,324 miliarde	21,324 miliarde
Croația	1,02 miliarde	1,02 miliarde
Ungaria	504 milioane	504 milioane
Irlanda	2,473 miliarde	2,473 miliarde
Italia	27,438 miliarde	27,438 miliarde
Lituania	957 milioane	957 milioane
Letonia	305 milioane	305 milioane
Malta	420 milioane	420 milioane
Polonia	11,236 miliarde	8,236 miliarde
Portugalia	5,934 miliarde	5,41 miliarde
România	4,099 miliarde	3 miliarde
Slovenia	1,113 miliarde	1,113 miliarde
Slovacia	630 milioane	630 milioane
Cehia	2 miliarde	2 miliarde
Total	94,3 miliarde	89,6 miliarde

Sursa: Comisia Europeană

1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

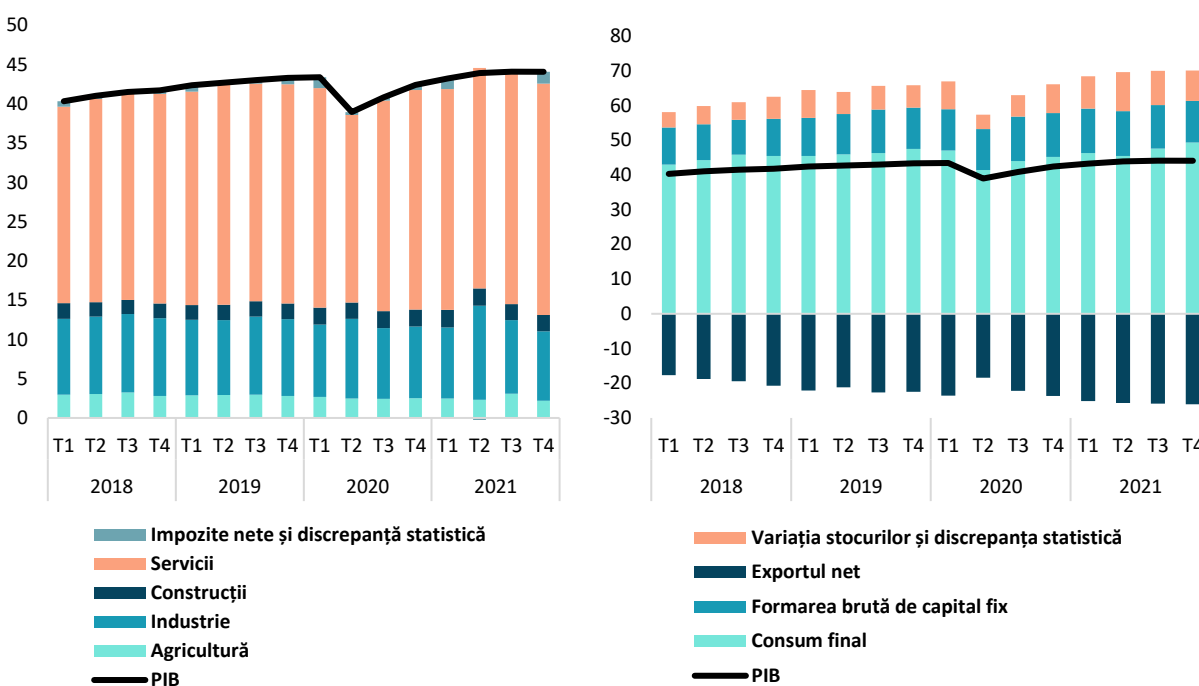
Creșterea economică

Începând cu trimestrul II 2020, după o perioadă de contractare cauzată de criza COVID-19, economia României a înregistrat o recuperare dinamică, revenind la nivelurile de dinainte de pandemie.

Conform INS, Produsul intern brut al României în trimestrul I 2021 a fost, în termeni reali, mai mare cu 5,2%, comparativ cu trimestrul IV 2021. Față de același trimestru din anul 2021, Produsul intern brut a înregistrat o creștere cu 6,5% atât pe seria brută cât și pe seria ajustată sezonier.

Din punct de vedere al resurselor, cea mai mare componentă a PIB o reprezintă sectorul serviciilor, cu o pondere de 67% (T4 2021). Acesta a înregistrat o creștere reală anuală de 9,3% în T3 2021 și de 5,4% în T4 2021. Față de trimestrele corespunzătoare ale anului 2019, sectorul serviciilor a înregistrat creșteri de 5,9%, respectiv 5,5% în T3 și T4 2021.

Graficul 17 Dinamica PIB pe componente principale (resurse – stânga, utilizări – dreapta), serie ajustată sezonier, miliarde lei, prețuri medii ale anului 2000



Sursa: INSSE

Sectorul construcțiilor reprezintă 5% din PIB (T4 2021), iar după ce în anul 2020, pe timpul pandemiei, a fost singurul sector care a înregistrat creșteri, continuate de altfel și în T1-T2 2021, în T3 și T4 2021 acesta a înregistrat contracții anuale de -5,2%, respectiv -3,6%.

Față de trimestrele corespunzătoare ale anului 2019, sectorul construcțiilor a înregistrat creșteri de 2,4%, respectiv 5,5% în T3 și T4 2021. Industria reprezintă 20% din PIB (T4 2021) și a înregistrat în T3 2021 o creștere reală anuală de 4% și o contracție de -3%. Sectorul industrial rămâne sub valorile înregistrate în 2019, înregistrând scăderi de -5,6%, respectiv -9,7% în T3 și T4 ale anului 2021 față de cele din 2019.

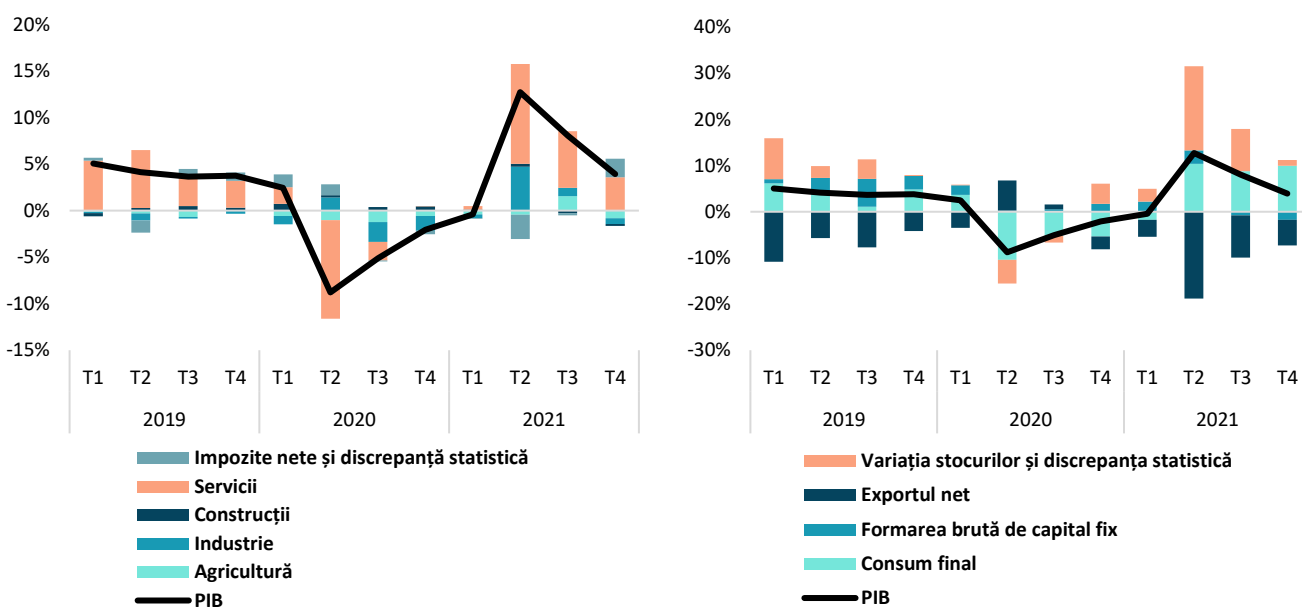
Agricultura reprezintă 5% din PIB (T4 2021). Acest sector a înregistrat în T3 2021 o creștere reală anuală de 26% și o contracție de -13,6% în T4 2021. Față de ultimele trimestre ale anului 2021 sectorul agricol a înregistrat o creștere de 3,8% și o contracție de -21,5%.

Din punct de vedere al utilizărilor, consumul final reprezintă 112% (T4 2021). Acesta a înregistrat scăderi în ultimele trei trimestre din 2020 și în primul trimestru din 2021, însă începând cu T2 2021 a început să crească, în T3 și T4 creșterile fiind de 8,2%, respectiv 9,3%.

Formarea brută de capital fix (27% din PIB la T4 2021) a înregistrat creșteri anuale reale, atât în 2020, cât și în primele două trimestre din 2021, însă în T3 și T4 2021 acestea s-au contractat la -2,5%, respectiv 5,9%. Față de ultimele două trimestre ale anului 2019, formarea brută de capital a înregistrat o contracție de -0,7% în T3 2021 și o creștere de 0,1 în T4 2021. Exporturile nete (-59% din PIB în T4 2021, sume exprimate în prețuri medii ale anului 2000) au înregistrat o creștere de 14,5%, respectiv 15,7% în T3 și T4 2021 față de trimestrele corespunzătoare ale anului 2019.

Din punct de vedere al contribuțiilor la variația PIB, în T4 2021 se remarcă valorile înregistrate de servicii și impozite nete (3,6%, respectiv 2%). Din punct de vedere al utilizărilor, cea mai mare contribuție a avut-o consumul final (10%), în timp ce exporturile nete și formarea brută de capital fix au avut contribuții negative de -6%, respectiv -2%.

Graficul 18 Contribuția la variația PIB a componentelor sale principale (resurse – stânga, utilizări – dreapta), serie ajustată sezonier, miliarde lei, prețuri medii ale anului 2000



Sursa: INSSE

Prognoze privind creșterea economică

Comisia Europeană prognozează pentru România o creștere a PIB-ului real de 2,6% în 2022 și de 3,% în 2023.

Pe de altă parte, CNSP și FMI au prognozat pentru anul 2022 o creștere mai mică a PIB-ului față de prognozele CE, de 2,9%, respectiv 2,2%, luând în calcul și evoluțiile indicatorilor macroeconomici, în contextul conflictului declanșat între Rusia și Ucraina și a sancțiunilor internaționale impuse. Pentru anul 2023, CNSP și FMI prognozează o creștere a PIB-ului real de 4,4% și 3,4%.

Tabelul 3 Previziuni ale creșterii economice

	FMI			CE		CNSP	
	2021	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Prognoza PIB real (%)	5,9	2,2	3,4	2,6	3,6	2,9	4,4

Sursa: FMI - World Economic Outlook –aprilie 2022, CE – prognoza de iarnă 2022 (10.02.2022), CNSP – Prognoza de primăvară pentru perioada 2022-2025

Inflația

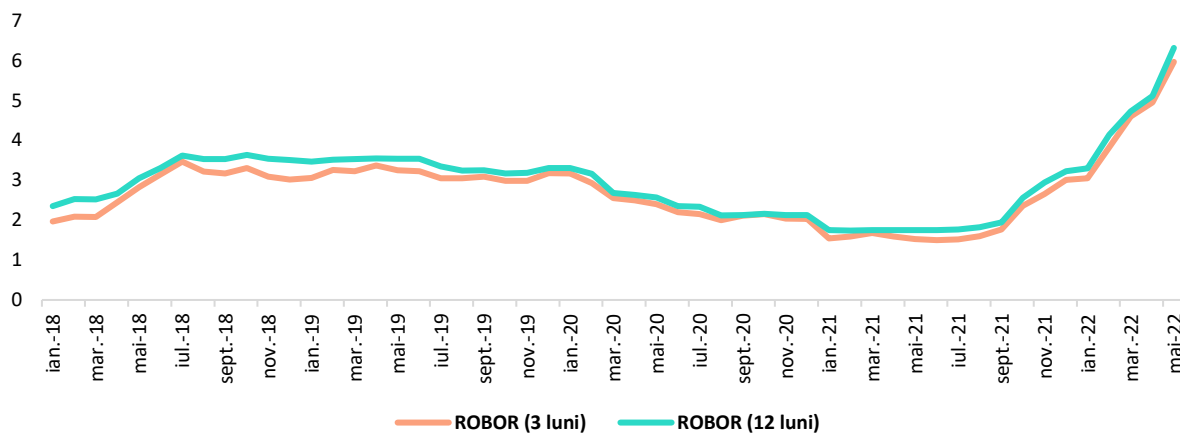
În anul 2021, rata anuală a inflației IPC a crescut semnificativ până la 8,19% în decembrie, cea mai ridicată valoare din ultimii 10 ani. Creșterea a fost cauzată în principal de evoluția cotațiilor la prețurile din energie de pe piețele globale, creștere care s-a regăsit și în dinamica pieței locale.

Pentru anul 2022, inflația și-a continuat evoluția ascendentă, astfel că rata anuală a inflației în luna mai 2022 comparativ cu luna mai 2021 calculată pe baza indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) este de 12,4%. Rata inflației (IPC) de la începutul anului (mai 2022 comparativ cu decembrie 2021) a fost de 9,2%, iar comparativ cu luna mai 2021 de 14,5%. Conform *“raportului asupra inflației”* publicat de BNR în mai 2022, pe termen scurt, rata anuală a inflației IPC este anticipată să avanseze până în luna iunie, când ar urma să atingă un nivel de 14,2%. Evoluția va avea loc pe fondul presiunilor din partea costurilor de producție, cu impact asupra ratei anuale a inflației de bază, revizuită substanțial în sus pe tot intervalul proiecției. Aceasta va continua să crească până la finele anului 2022, ulterior înscriindu-se pe o traiectorie descendentă, ca urmare a disipării graduale a impactului nefavorabil al majorărilor recente ale costurilor de producție. Rata anuală a inflației IPC este prognozată de BNR la nivelul de 12,5 % la finele anului 2022, la 6,7 % la finalul anului 2023 și la 6,2% în trimestrul I 2024.

În ceea ce privește prognoza Comisiei Europene, aceasta estimează că inflația în 2022 va înregistra o valoare record de 8,9%, mai mult decât dublu față de 2021 (4,1%), iar pentru 2023 se prognozează o scădere până la 5,1%. Proiecțiile FMI pentru rata inflației în România sunt de 9,3% în 2022 și de 4% în 2023.

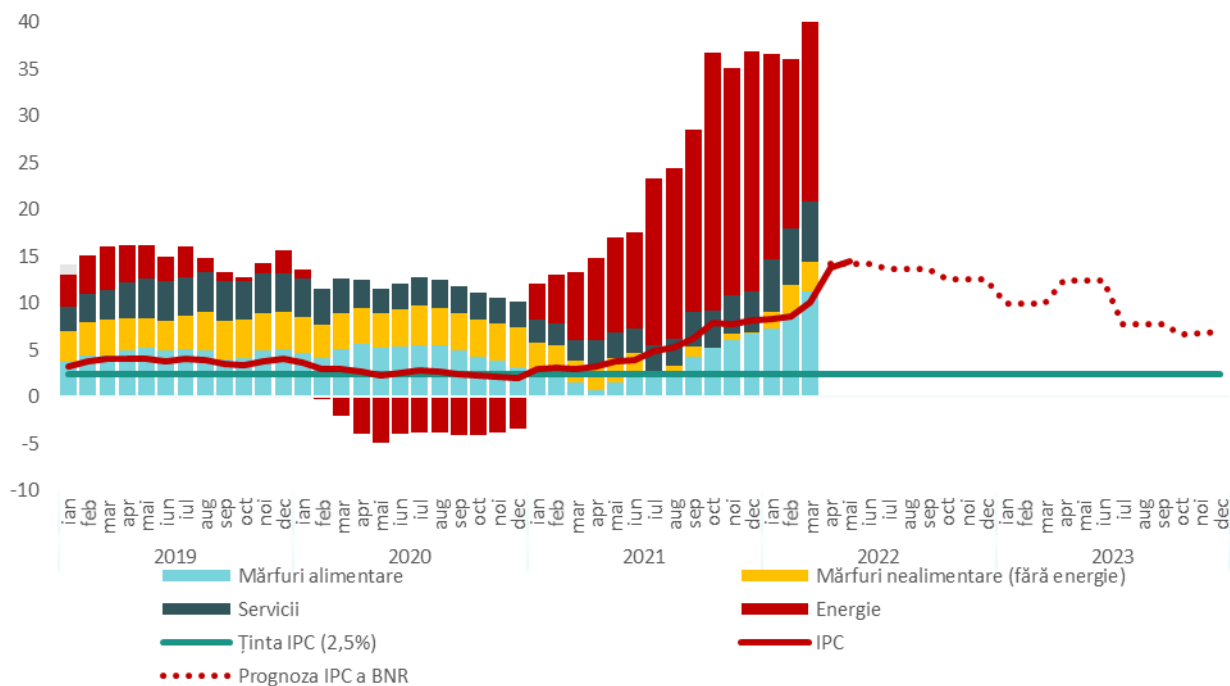
Ca răspuns la evoluția inflației, din noiembrie 2021 până în mai 2022, BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară de la 1,75% la 3,75%, iar dobânzile interbancare și-au continuat creșterea, depășind nivelurile înregistrate în 2018. Schemele de sprijin acordate consumatorilor casinici în primul trimestru din 2022 au redus parțial impactul creșterii contribuției combustibililor.

Graficul 19 Evoluția ratei interbancare (România)



Sursa: Refinitiv

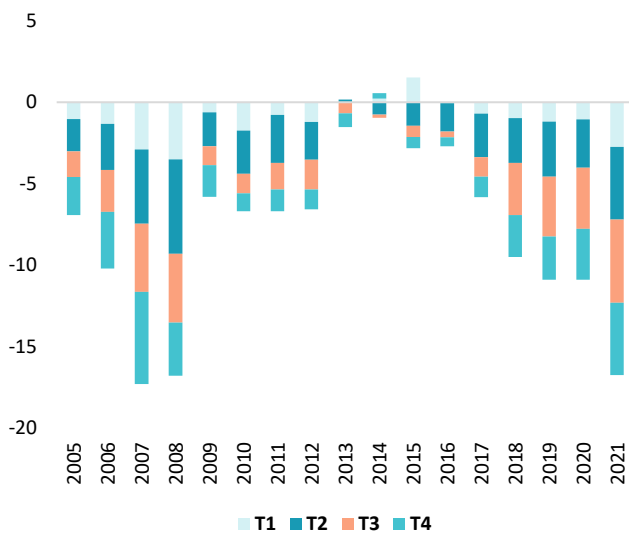
Graficul 20 Inflația (IPC) și prognoza BNR a IPC



Sursa: INS, BNR, calcule ASF

Deficitul de cont curent și finanțarea acestuia

Graficul 21 Evoluția contului curent, miliarde EUR



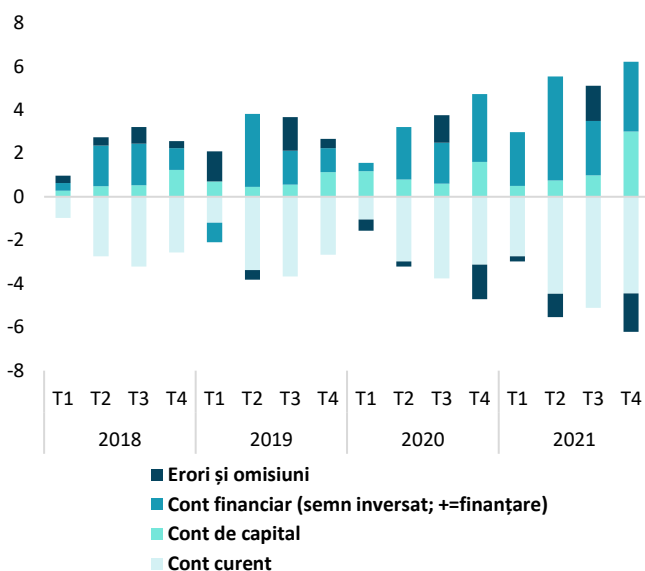
Sursa: BNR

România a înregistrat în 2021 un deficit de cont curent de 16,75 miliarde euro, în creștere cu aproximativ 54% față de anul 2020 și 2019.

Din perspectiva finanțării, cele mai importante surse din ultimii ani au fost contul de capital (în special, transferurile de capital) și fluxul net al investițiilor de portofoliu. Acestea din urmă au totalizat în 2021 valoarea de 3,1 miliarde euro, semnificativ mai mică față de valoarea de 13,8 miliarde EUR din 2020. În trimestrul IV 2021 investițiile de portofoliu au înregistrat ieșiri de 1,4 miliarde euro.

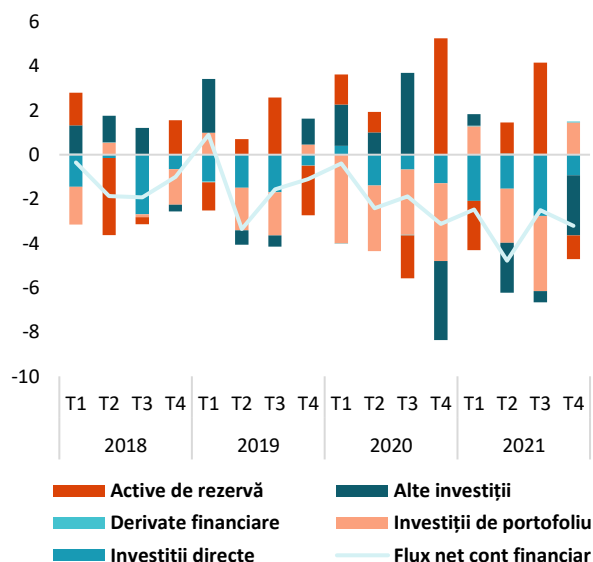
Totodată, față de celelalte trimestre ale anului 2021 când sursa principală de finanțare era reprezentată de investițiile directe, în trimestrul IV s-au remarcat alte investiții – numerar și depozite, în valoare de 2,7 miliarde euro.

Graficul 22 Balanța de plăți



Sursa: BNR

Graficul 23 Structura fluxurilor nete ale contului financiar



Deficitul bugetar și finanțarea acestuia

Datele raportate de către Ministerul Finanțelor ne arată o reducere a deficitului bugetar de aproximativ 22%, de la 101,91 miliarde lei (anul 2020) la 80 miliarde lei (2021). În anul 2021, veniturile totale la bugetul de stat au fost de 379,61 miliarde lei în creștere cu 17% față de anul 2020, în timp ce cheltuielile totale din anul 2021 au fost de 459,6 miliarde, în creștere cu 8,3% față de anul 2020 (424,4 miliarde lei).

În ceea ce privește trimestrul I 2022, conform Ministerului de Finanțe, deficitul a fost de 15,7 miliarde lei, iar raportat la PIB a înregistrat o scădere de 0,05% față de aceeași perioadă a anului 2021 (de la 1,24% din PIB la 1,19% din PIB).

Evoluția este explicată de creșterea veniturilor totale cu 0,66% din PIB (în principal încasări din TVA și alte impozite pe bunuri și servicii), în timp ce cheltuielile bugetare au înregistrat o creștere de 0,61% procentuale din PIB (preponderent cheltuieli cu asistența socială și cu fonduri europene).

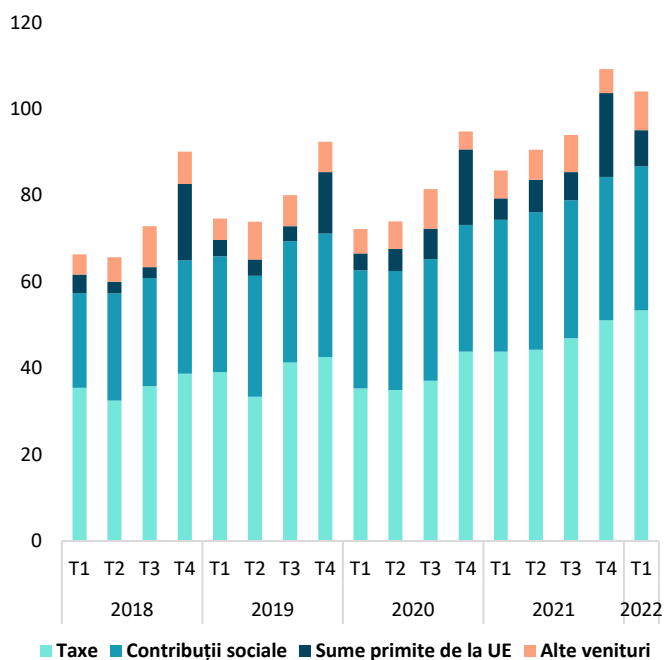
În primul trimestru al anului 2022, veniturile au însumat 104,06 miliarde lei cu 21,3% peste nivelul încasat în perioada similară a anului trecut. Această evoluție favorabilă a fost influențată preponderent de avansul veniturilor din TVA, alte impozite și taxe pe bunuri și servicii, fonduri europene, contribuții de asigurări și venituri nefiscale.

În ceea ce privește cheltuielile, acestea au însumat 119,75 miliarde lei, în creștere cu 19,2% față de aceeași perioadă a anului precedent. Exprimată ca procent din produsul intern brut, cheltuielile au înregistrat o creștere cu 0,6% față de aceeași perioadă a anului 2021, de la 8,5% din PIB la 9,1% din PIB. Cea mai mare contribuție la dinamica cheltuielilor guvernamentale în trimestrul I 2022 au avut-o **cheltuielile cu asistența socială** care au crescut cu 20% față de trimestrul I 2020. Creșterea a fost influențată, în principal, de majorarea de la 1 ianuarie 2022, a punctului de pensie cu 10%, respectiv de la 1.442 lei la 1.586 lei, a nivelului indemnizației sociale pentru pensionari (pensia minimă) de la 800 lei la 1.000 lei, de acordarea unui ajutor financiar pentru pensionarii sistemului public de pensii cu pensii mai mici sau egale cu 1.600 de lei, astfel încât toți cei care se încadrează în această categorie să aibă un venit de 2.200 de lei, în luna ianuarie 2022, precum și de acordarea celei de-a 13-a indemnizații pentru persoanele cu dizabilități. Totodată, se reflectă majorarea alocației de stat pentru copii, astfel, alocația de stat pentru copii crește, începând cu 1 ianuarie 2022, la 600 de lei pentru copiii în vârstă de până la 2 ani sau până la 3 ani, în cazul celor cu handicap. Totodată, copiii cu handicap beneficiază de această sumă până la împlinirea vârstei de 18 ani. De asemenea, s-a majorat la 243 de lei alocația de stat pentru copiii cu vârsta cuprinsă între 2 ani și 18 ani, dar și pentru tinerii de peste 18 ani care urmează cursurile liceale sau profesionale, până la terminarea acestora, inclusiv pentru cei cu handicap care urmează o formă de învățământ preuniversitar prevăzută de lege, dar nu mai târziu de împlinirea vârstei de 26 de ani.

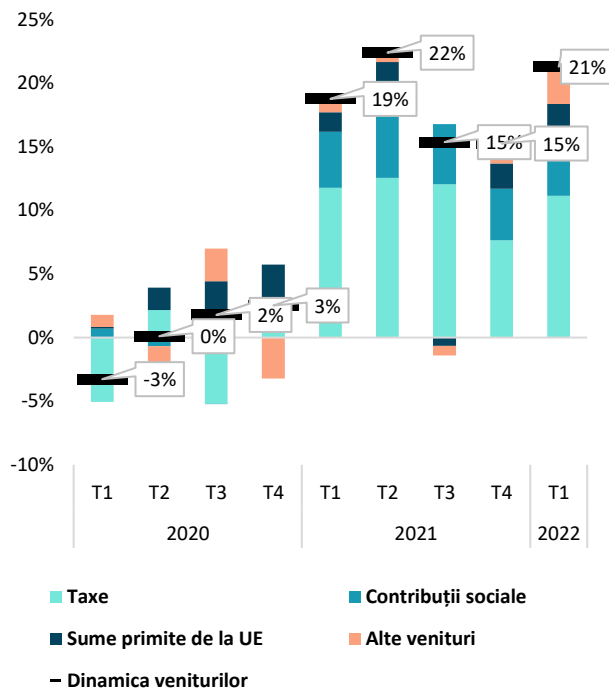
Cheltuielile cu dobânzile s-au majorat cu 2,19 miliarde lei ca urmare a creșterii ratelor de dobândă în contextul inflaționist manifestat îndeosebi începând cu a doua parte a anului 2021, atât pe plan intern cât și internațional, cât și ca urmare a incertitudinilor generate de conflictul armat din Ucraina.

Cheltuielile cu bunuri și servicii au fost în creștere cu 14,9% comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent. O creștere se reflectă la bugetele locale, respectiv 21,8% comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, precum și la bugetul Fondului național unic de asigurări sociale de sănătate de 9,2%.

Graficul 24 Dinamica veniturilor guvernamentale, miliarde lei

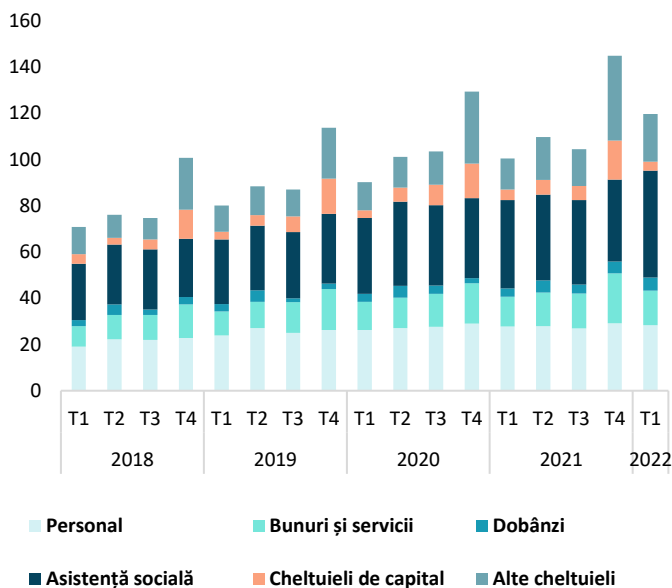


Graficul 25 Contribuția la dinamica veniturilor guvernamentale

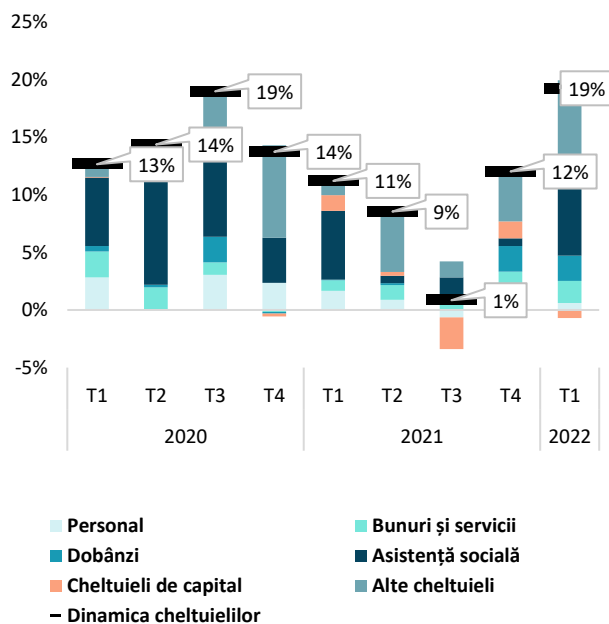


Sursa: Ministerul Finanțelor

Graficul 26 Dinamica cheltuielilor guvernamentale, miliarde lei



Graficul 27 Contribuția la dinamica cheltuielilor guvernamentale



Sursa: Ministerul Finanțelor

1.3. Evoluția piețelor financiare nebancale la nivel european și internațional

Raportul comun privind riscurile și vulnerabilitățile în sistemul financiar al Uniunii Europene indică faptul că economia europeană a reușit să se redreseze în urma crizei cauzate de pandemia de COVID-19, iar sectorul financiar s-a dovedit rezilient în 2021.²

Ratele constant scăzute ale dobânzilor și politicile monetare acomodative au susținut un comportament orientat spre randamente ridicate pentru o perioadă îndelungată de timp. Acest lucru a determinat piețele financiare să fie vulnerabile în cazul în care condițiile financiare s-ar înăsări în mod neașteptat.

Inviaza Rusiei în Ucraina a afectat și mai mult redresarea economică și a contribuit la creșterea vulnerabilităților din sectorul financiar european. Reziliența piețelor financiare depinde în mod fundamental de capacitatea piețelor și a instituțiilor financiare de a gestiona consecințele invaziei Rusiei asupra Ucrainei.

Tensiunile geopolitice din Europa de Est au escaladat până la invazia Rusiei în Ucraina la sfârșitul lunii februarie 2022, conducând la un set de sancțiuni ale UE care vizează economia Rusiei. Acest lucru a avut un impact semnificativ asupra piețelor financiare și a amplificat puternic riscurile aferente. Astfel, piețele financiare globale au fost deosebit de volatile și piețele de mărfuri au experimentat majorări de prețuri, fapt care, într-un mediu cu inflație deja ridicată, a afectat perspectivele de creștere economică și reprezintă o provocare pentru politica monetară.

Având în vedere riscurile și incertitudinile menționate mai sus, ESA a recomandat EBA/ESMA/EIOPA, autorităților naționale competente, instituțiilor financiare și participanților la piață să ia următoarele măsuri politice:

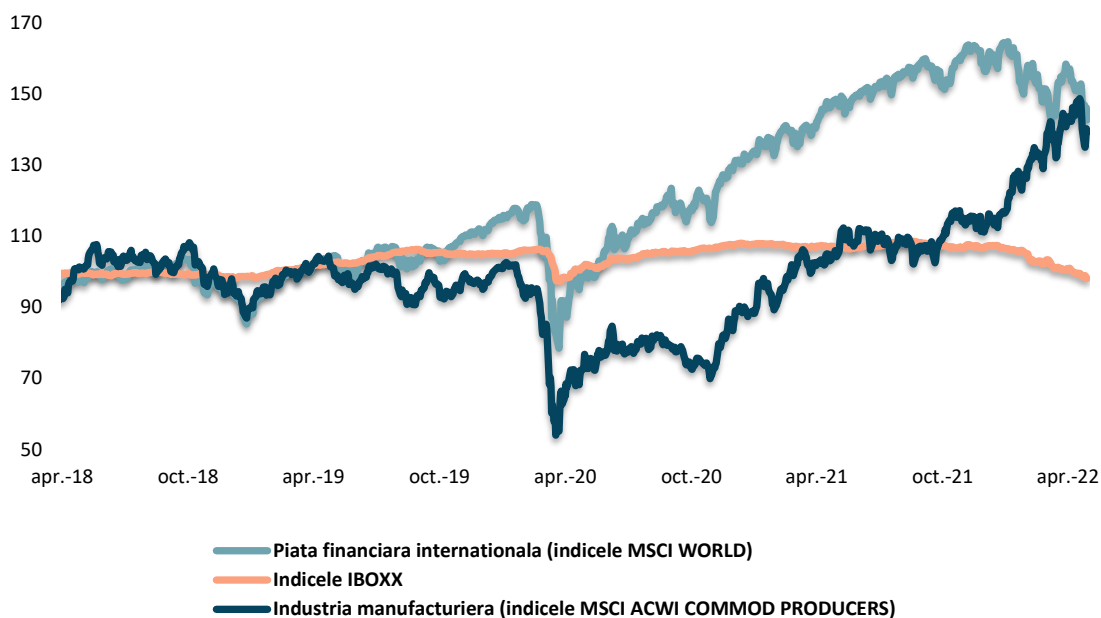
- Instituțiile financiare trebuie să fie pregătite să asigure respectarea regimurilor de sancțiuni implementate atât la nivelul UE, cât și la nivel global;
- Instituțiile financiare și autoritățile de supraveghere trebuie să fie pregătite pentru o posibilă deteriorare a calității activelor din sectorul financiar;
- Potențialele creșteri suplimentare ale randamentelor și inversările bruște ale primelor de risc ar trebui monitorizate îndeaproape, în funcție de impactul acestora asupra instituțiilor financiare, precum și asupra investitorilor
- Investitorii de retail reprezintă o îngrijorare distinctă. Participarea lor pe piețele financiare a crescut substanțial în ultimii ani
- Instituțiile financiare trebuie să încorporeze în continuare aspectele ESG în strategiile lor de afaceri și în structurile de guvernare
- Instituțiile financiare ar trebui să-și consolideze măsurile de reziliență cibernetică și să se pregătească pentru o potențială creștere a atacurilor cibernetice și a consecințelor acestora în viitor. În plus, pandemia de COVID-19 a contribuit la o creștere rapidă a conectivității și la o dependență suplimentară de tehnologie, subliniind importanța pregătirii și a răspunsului în cazul unui incident cibernetic transfrontalier. În acest context, ESRB a recomandat realizarea un cadru

² [Joint Committee Report on risks and vulnerabilities in the EU financial system](#)

paneuropean de coordonare a incidentelor cibernetice sistemice pentru autoritățile relevante, pentru un răspuns coordonat eficient la nivelul UE în cazul unui incident cibernetic transfrontalier major care ar putea avea un impact sistemic asupra sectorului financiar din UE. Potențialele atacuri cibernetice ar putea să nu fie limitate la sectorul financiar. Într-un scenariu sever, accesul la serviciile de bază ar putea fi afectat, inclusiv serviciile financiare, iar datele personale ar putea fi compromise.

Cu toate că în 2021 piețele financiare au înregistrat o performanță solidă în anul 2021, începând însă cu luna februarie 2022, indicatorii financiarți au început să se deterioreze din cauza incertitudinilor la nivel global în contextul războiului din Ucraina, a blocajelor în lanțurile de aprovizionare din cauza COVID-19 în China și a inflației ridicate.

Graficul 28 Evoluția piețelor de acțiuni și mărfuri (2018=100)



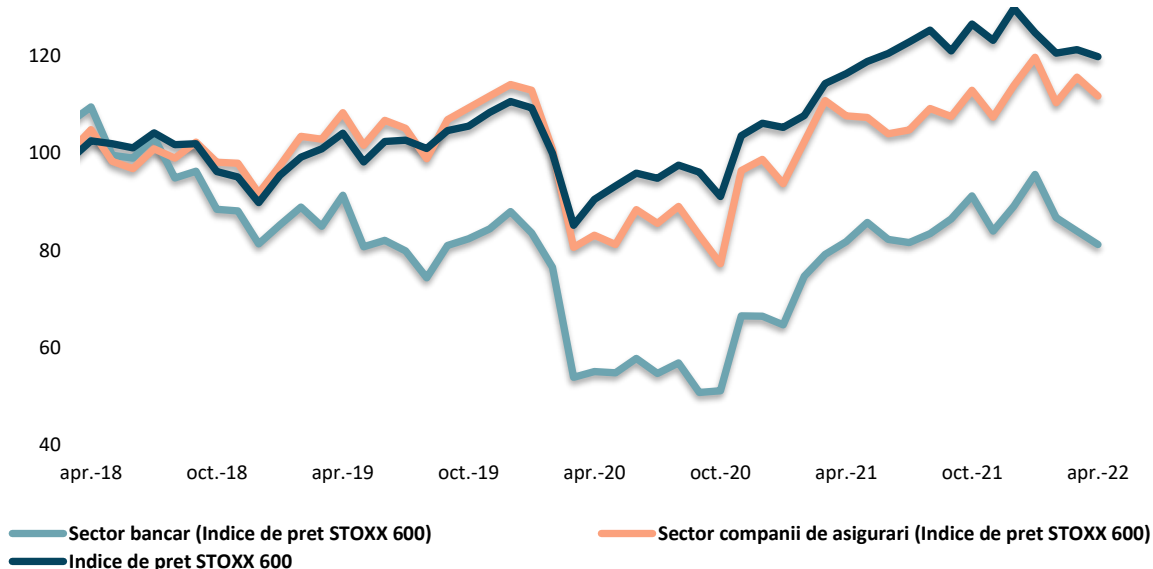
Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Indicii MSCI WORLD (un proxy pentru piețele de capital la nivel internațional) și MSCI COMMODITIES PRODUCERS (industria manufacturieră) au cunoscut o revenire accelerată în anul 2021, apreciindu-se cu aproximativ 22,35%, respectiv 32,05 % față de sfârșitul anului 2020.

Indicele MSCI COMMODITIES PRODUCERS și-a continuat creșterea și în anul 2022, apreciindu-se cu 19,44% față de finalul anului 2021. Creșterea indicelui MSCI COMMODITIES PRODUCERS s-a datorat în mare parte rezultatelor favorabile realizate de companiile din sectorul energetic care dețin o pondere semnificativă în construcția indicelui, dar și a componenteii privind metalele care a avut de asemenea o evoluție favorabilă în ultima perioadă.

Nivelul riscurilor asociate finanțării sectorului corporativ (indicele IBOXX) a rămas staționar, fiind dependent de prognozele de creștere redusă pentru PIB-ul global.

Graficul 29 Evoluția indicilor sectorului bancar și sectorului de asigurări la nivel european (2018 = 100)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

În anul 2021, indicii pieței europene aferenți sectorului bancar, pieței de capital și de asigurări au înregistrat creșteri susținute depășind nivelul înregistrat înainte de pandemie.

Indicele de preț STOXX 600, care măsoară evoluția celor mai bune companii de pe piețele financiare europene, a înregistrat la sfârșitul anului 2021 o creștere de 22% față de sfârșitul anului 2020. În aprilie 2022 indicele STOXX600 s-a deteriorat cu 7,7% față de sfârșitul anului 2021.

Pe plan internațional, în luna mai 2022 comparativ cu luna februarie 2022, cea mai semnificativă scădere a fost înregistrată de indicele SSEA (SHG: -7,98%), pe când, cea mai semnificativă creștere a fost înregistrată de indicele IBEX (ES: +4,39%). Pe plan local, randamentele indicilor de acțiuni au avut evoluții mixte. Prin urmare, cea mai importantă creștere a fost observată la indicele BET-NG (+7,30%), pe când, cea mai semnificativă scădere a fost înregistrată de indicele BET-BK (-2,03%).

Tabelul 4 Randamentele burselor de acțiuni la 31 mai 2022

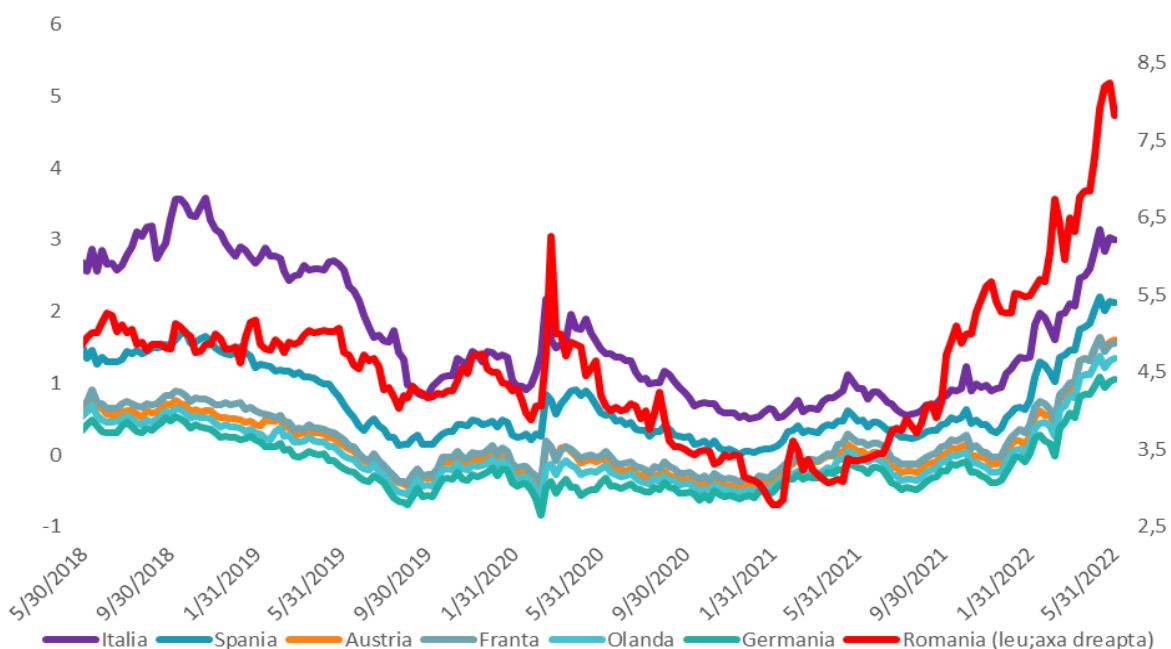
Indici internaționali	3 luni	6 luni	12 luni	Indici BVB	3 luni	6 luni	12 luni
EA (EUROSTOXX)	-3,14%	-7,39%	-5,69%	BET	-1,63%	2,58%	9,44%
FR (CAC 40)	-2,85%	-3,75%	0,34%	BET-BK	-2,03%	-4,34%	4,69%
DE (DAX)	-0,50%	-4,71%	-6,70%	BET-FI	1,01%	-3,04%	2,60%
IT (FTSE MIB)	-3,58%	-5,07%	-2,64%	BET-NG	7,30%	10,24%	13,15%
GR (ASE)	-0,10%	2,65%	-0,46%	BET-TR	1,87%	6,91%	17,53%
IE (ISEQ)	-7,00%	-6,85%	-11,20%	BET-XT	-1,81%	0,67%	7,72%
ES (IBEX)	4,39%	6,58%	-3,25%	BET-XT-TR	1,77%	4,85%	15,23%
UK (FTSE 100)	2,00%	7,77%	8,33%	BETPlus	-1,33%	2,61%	9,28%
US (DJIA)	-2,66%	-4,33%	-4,46%	ROTX	-0,19%	6,81%	11,04%
IN (NIFTY 50)	-1,25%	-2,35%	6,43%				
SHG (SSEA)	-7,98%	-10,61%	-11,90%				
JPN (N225)	2,84%	-1,95%	-5,48%				

Sursa: Thomson Reuters Datastream, calcule ASF

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

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

Graficul 30 Evoluția randamentelor obligațiunilor suverane cu maturitatea de 10 ani



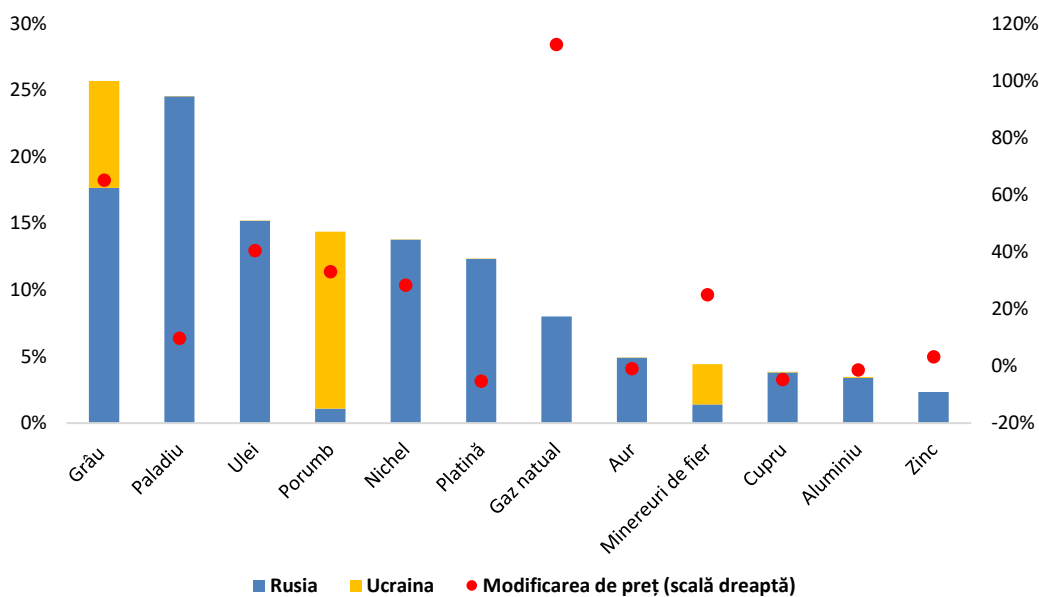
Sursa: Refinitiv, calcule ASF

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

Astfel, dacă la finalul anului 2020 randamentul titlurilor de stat cu maturitate la 10 ani pentru România era de 3,12%/an, la sfârșitul lunii mai 2022 acesta a fost la un nivel de 7,82%/an. În Austria, creșterea înregistrată a fost de la -0,4% la 1,61%, în Germania, de la -0,6% la 1,05%, iar în Franța de la -0,34% la 1,56%.

Războiul din Ucraina a avut un impact major asupra prețurilor mărfurilor pentru care Rusia și Ucraina sunt mari exportatori globali, acestea crescând puternic de la declanșarea conflictului. Conform ECB, în anul 2020, Rusia și Ucraina dețineau împreună aproximativ 26 % din comerțul mondial cu grâu și 15 % din cel de porumb. La finalul lunii aprilie 2022, cotațiile pentru grâu (Preț futures contract bushel compozit, bursa de la Chicago) și porumb s-au apreciat față de finalul anului 2021 cu aproximativ 35 %, respectiv 38%.

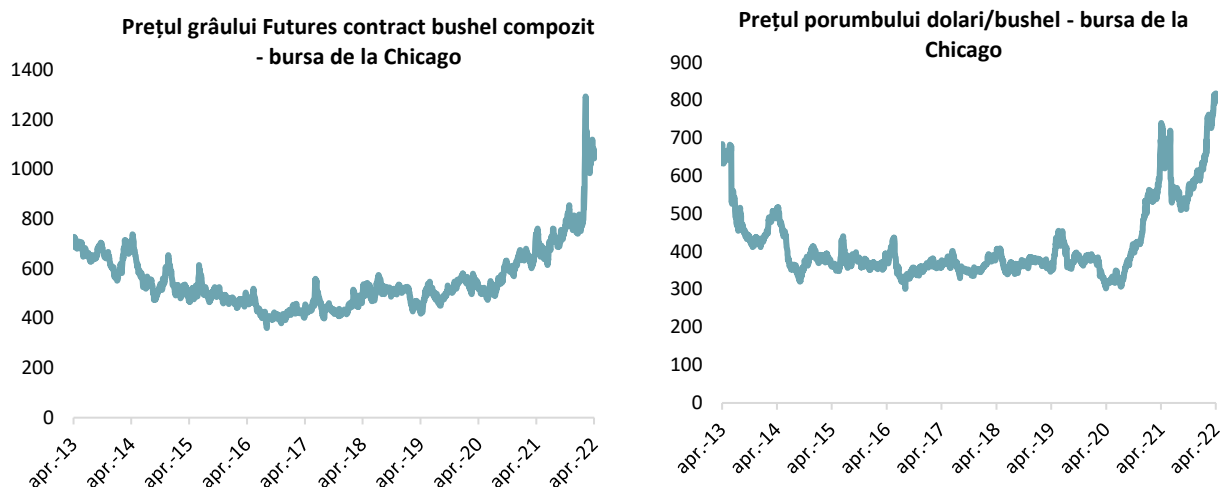
Graficul 31 Ponderea exporturilor globale din Rusia și Ucraina în anul 2020 și modificarea prețurilor (18 mai 2022 față de 2020)



Sursa: ECB

Izbucnirea războiului din Ucraina a contribuit la intensificarea crizei energetice cu efecte puternice și persistente asupra materiilor prime. Șocurile de pe piețele agroalimentare cauzate de conflictul armat din Ucraina au generat presiuni asupra costurilor de producție și au potențialul de a induce dezechilibre globale.

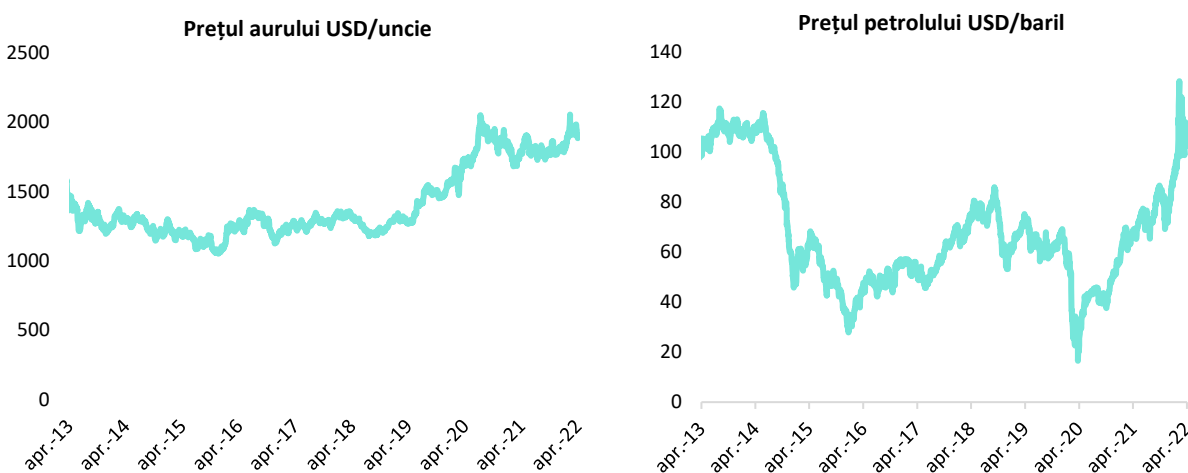
Graficul 32 Evoluția prețului grâului și al porumbului



Sursa: Refinitiv Datastream

Totodată, cotația aurului a înregistrat creșteri susținute, la sfârșitul lunii aprilie 2022, aurul se tranzacționa la un preț de 1908,49 dolari pe uncie, cu aproximativ 12% peste valoarea înregistrată la începutul pandemiei (aprilie 2020) când aceasta era de 1704,81 dolari pe uncie. Față de finalul lui 2021, cotația aurului a crescut cu 5% în aprilie 2022. Prețul barilului de petrol a crescut în luna aprilie peste nivelurile din 2014, tranzacționându-se la data 29.04.2022 la 107.83 dolari/baril.

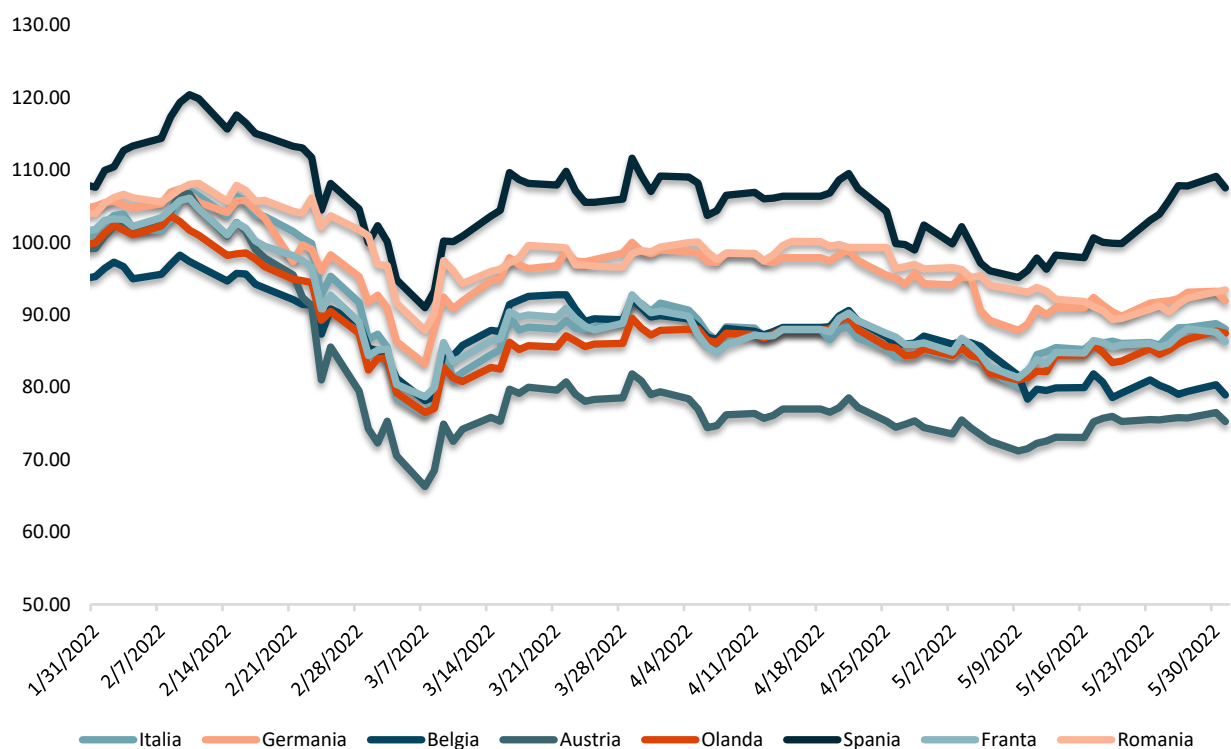
Graficul 33 Evoluția prețului aurului și al petrolului



Sursa: Refinitiv Datastream

În raport cu sfârșitul anului 2021, în luna aprilie 2022, cotațiile pentru cele mai multe bănci și instituții financiare listate pe bursele europene au înregistrat scăderi importante, remarcându-se bursa din Austria (-25,54%), Olanda (-13,71%) și Franța(-13,11%).

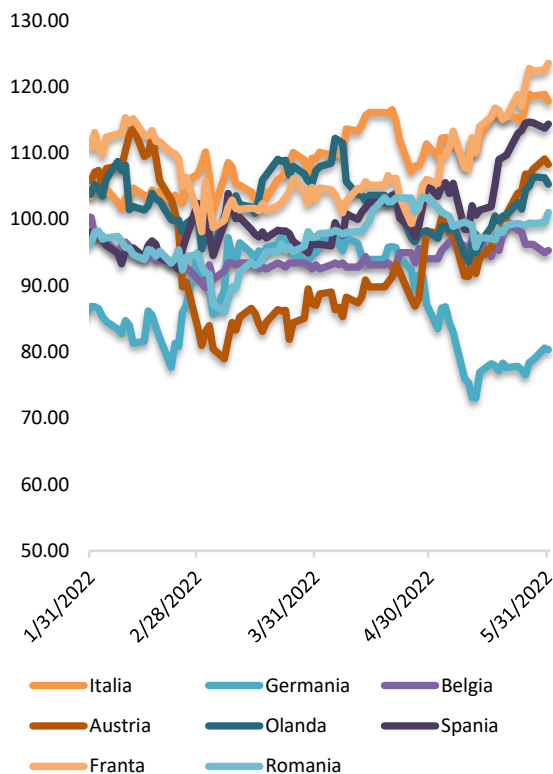
Graficul 34 Evoluția sectorului financiar pe țări (2018=100)



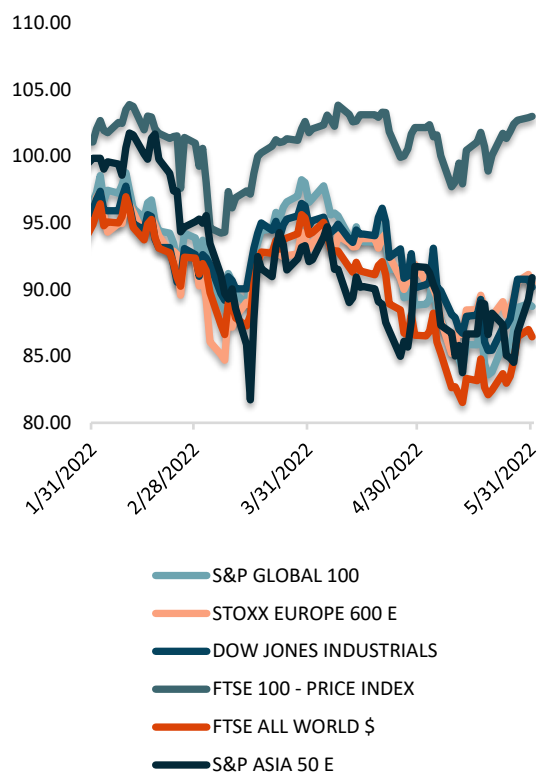
Sursa: Refinitiv Datastream, calcule ASF

Comaniile din sectorul energetic au fost afectate de războiul din Ucraina, înregistrând scăderi comparabile cu cele de la începutul pandemiei. De asemenea, cotațiile indicilor bursieri și ale activelor tranzacționate au cunoscut o volatilitate ridicată, pe fondul gradului ridicat de incertitudine.

Graficul 35 Evoluția sectorului energetic pe țări (2022 ian =100)



Graficul 36 Principali indici bursieri internaționali (2022 ian=100)

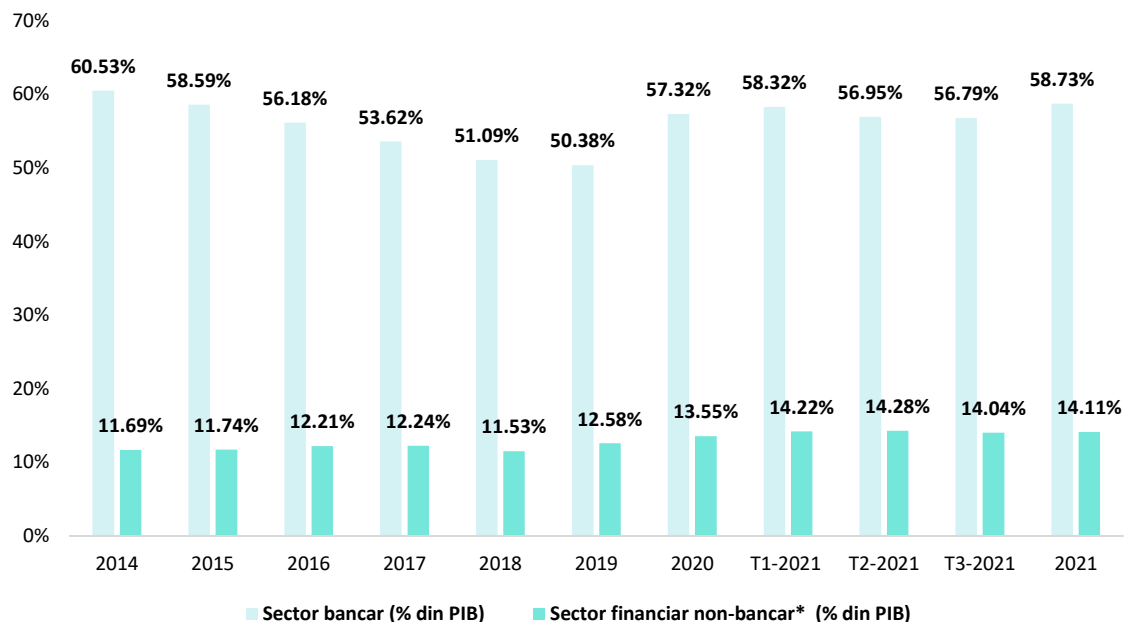


Sursa: Refinitiv Datastream, calcule ASF

1.4. Dimensiunea piețelor financiare nebancale din România

Volumul activelor sectorului financiar nebancale a înregistrat o creștere de peste 100% din 2014 până la finalul anului 2021. Fiind o componentă complexă a sistemului financiar nebancale, piața financiară nebancale se află într-o continuă dezvoltare și prezintă perspective de creștere pentru viitor. Toate cele trei sectoare supravegheate de către Autoritatea de Supraveghere Financiară au demonstrat o reziliență bună în pofida fluctuațiilor bruște cauzate de izbucnirea pandemiei COVID-19. Anul 2021 a fost marcat de creșteri ale activelor sectoarelor financiare nebancale, comparativ cu anul 2020. Astfel, la finalul anului 2021, activele sectorului financiar nebancale raportate la PIB a fost de 14,11%. Gestionarea eficientă a crizei sanitare a determinat recuperarea pierderilor și chiar depășirea nivelului înregistrat în anul 2019.

Graficul 37 Activele sectorului financiar raportate la PIB

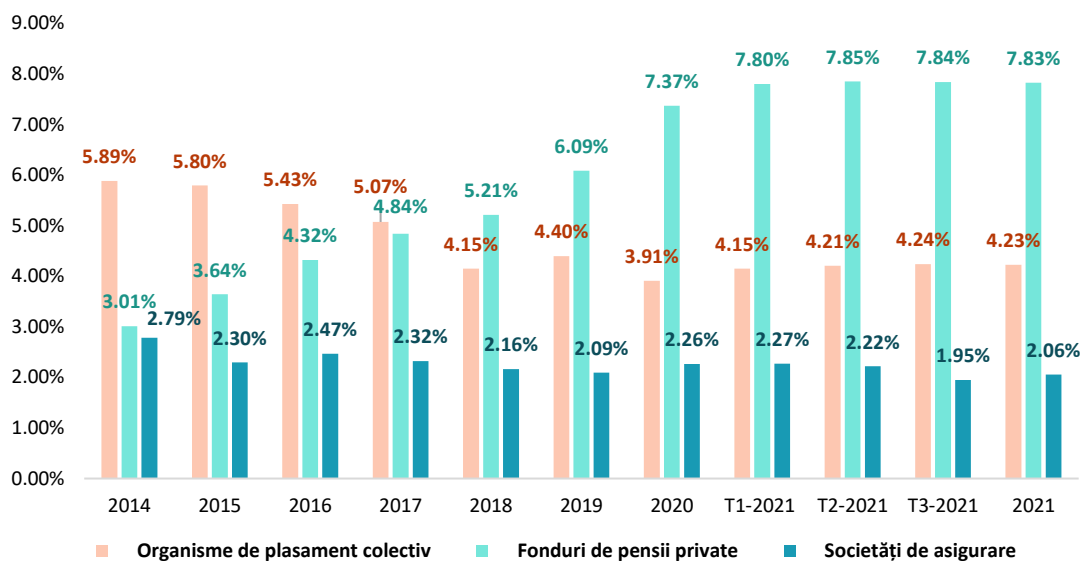


Sursa: INS, BNR, calcule ASF, *nu sunt incluse IFN-urile, date provizorii

Dinamica ascendentă a activelor fondurilor de pensii private a fost determinată atât de fluxul de contribuții încasate lunar și al plăților încă reduse, cât și de rezultatele pozitive obținute de administratori în urma politicilor de investiții, valoarea lor raportată la PIB fiind de 7,83% la finalul lunii decembrie 2021. Pe locul al doilea din perspectiva valorii activelor raportate la PIB, se află sectorul instrumentelor și investițiilor financiare, cu un procent de 4,23% din PIB, fiind sectorul cel mai afectat de scăderea generalizată a pieței de capital provocată de pandemie în anul 2020 (3,92% din PIB). Activele sectorului asigurări – reasigurări reprezentau la sfârșitul anului 2021 un procent de 2,06% din PIB. Acestea se află în scădere față de finalul anului precedent (2,26%) ca urmare a falimentului societății City Insurance.

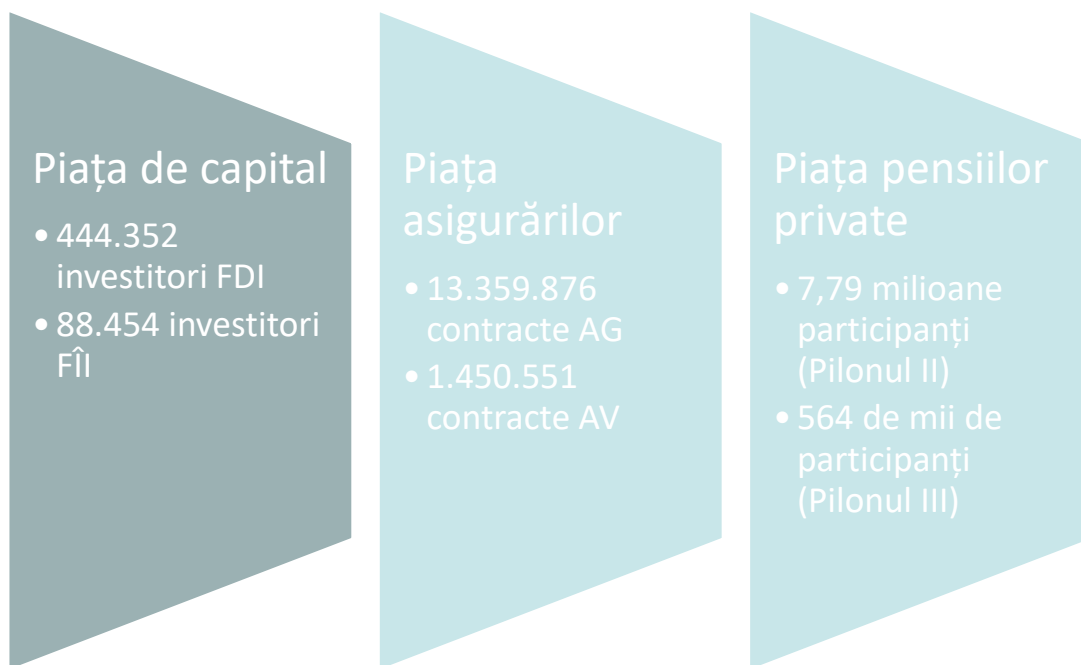
Potrivit calculelor ASF, cea mai mare contribuție la creșterea activelor sectorului financiar nebanancar din anul 2021, comparativ cu finalul anului anterior, au avut-o fondurile de pensii private. Astfel, sistemul pensiilor private a înregistrat o contribuție la creștere de 10%, în timp ce piața de capital a contribuit la creșterea activelor sectorului financiar nebanancar cu 6%, iar piața asigurărilor cu doar 0,2%.

Graficul 38 Activele sectorului financiar nebanclar raportate la PIB



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

Consumatorii piețelor financiare nebanclare din România la 31.12.2021



La finalul lunii martie a anului 2022, capitalizarea bursieră (segment principal, doar acțiuni) a atins un nivel de 214,58 miliarde lei. Capitalizarea bursieră a înregistrat o creștere de 20% comparativ cu aceeași perioadă din anul anterior și o depreciere de 6% față de finalul anului 2021. Scăderea din primul trimestru este cauzată, în principal, de evoluțiile macroeconomice actuale, de războiul din Ucraina și de creșterea prețurilor la energie și petrol.

Tabelul 5 Indicatori privind sectorul instrumentelor și investițiilor financiare

Piața bursieră – 31.12.2021		Piața fondurilor de investiții – 31.12.2021	
Valoarea totală tranzacționată la Bursa de Valori București (BVB)	21,63 miliarde lei	Activele totale ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM)	49,98 miliarde lei
Clasa predominantă de instrumente financiare	Acțiunile: 57%	18 Societăți de administrare a investițiilor (SAI) 82 Fonduri Deschise de Investiții (FDI) 25 Fonduri Închise de Investiții (FÎI) 5 Societăți de Investiții Financiare (SIF) Fondul Proprietatea 4 Depozitari	
Capitalizarea bursieră la 30 mar. 2022	214,58 miliarde lei	45% investiții în FDI 3% investiții în FÎI 28% investiții în FP 24% investiții în SIF-uri	

Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB, indicator calculat ca raportul dintre valoarea primelor brute subscrise (PBS) de către entitățile autorizate și supravegheate local și de către sucursale și produsul intern brut, a înregistrat o valoare de 1,29% în anul 2021, în creștere față de anul 2020 (1,15%). Densitatea asigurărilor, calculată ca raportul dintre valoarea primelor brute subscrise (PBS) pe teritoriul României (inclusiv PBS de sucursale în baza dreptului de stabilire, FOE) și numărul de locuitori ai acesteia, a înregistrat în anul 2021 o valoare de 791 lei/locuitor, în creștere cu circa 26% comparativ cu anul precedent.

Graficul 39 Indicatori privind sectorul asigurări-reasigurări la 31.12.2021



Sistemul de pensii private a înregistrat rezultate pozitive în primele trei luni ale anului 2022. Activele nete aferente Pilonului II și III au ajuns la 92,76 miliarde de lei la finalul lunii martie 2022. Ratele de rentabilitate obținute de către fondurile de pensii private au fost pozitive, astfel că niciun fond de pensii private nu a înregistrat o rată de rentabilitate inferioară ratei minime pentru categoria sa de risc.

Tabelul 6 Indicatori privind sectorul sistemului de pensii private la 31.03.2022

Sistemul pensiilor private
10 administratori
17 fonduri de pensii private
3 depozitari
6 auditori
8,43 milioane participanți
92,76 miliarde lei active nete

Având în vedere dependența Uniunii Europene de importurile de gaze naturale din Rusia, au fost stabilite o serie de acțiuni în sectorul energetic, cum ar fi interzicerea exporturilor anumitor tehnologii de rafinare specifice, îngreunând capacitatea Rusiei de a-și moderniza rafinăriile de petrol. În plus, au fost interzise noile investiții în sectorul energetic rusesc, cu excepții limitate pentru energia nucleară civilă și transportul anumitor produse energetice către UE.

Începând cu data de 15 martie **UE, în colaborare cu țările G7 și cu alți parteneri care împărtășesc aceeași viziune, a fost suspendată clauza națiunii celei mai favorizate acordată Rusiei în cadrul Organizației Mondiale a Comerțului (OMC).** Acest lucru privează Rusia de avantaje comerciale esențiale în calitate de membru al OMC.

UE a decis să acționeze nu printr-o majorare a tarifelor la import, ci prin sancțiuni care includ interdicții privind importurile sau exporturile anumitor bunuri, în special:

- interzicerea importurilor în UE ale produselor siderurgice care fac în prezent obiectul măsurilor de salvagardare ale UE Pentru compensare, se vor distribui contingente de import majorate către alte țări terțe;
- interzicerea exportului de produse de lux din UE către Rusia, pentru a afecta direct elitele Rusiei;
- interzicerea importului tuturor formelor de cărbune rusesc;
- interdicții suplimentare la import, inclusiv pentru cimenturi, produse din cauciuc, lemn, băuturi spirtoase, lichioruri, produse pescărești de calitate superioară;
- interdicții suplimentare privind anumite exporturi – în valoare de 10 miliarde EUR – în domenii în care Rusia este vulnerabilă din cauza gradului ridicat de dependență a acesteia față de UE în ceea ce privește unele aprovizionări. Printre aceste domenii se numără calculatoarele cuantice, semiconductorii avansați, utilajele sensibile, catalizatorii specializați destinați utilizării în industria de rafinare. Aceste măsuri vor contribui la degradarea bazei tehnologice și a capacității industriale a Rusiei;
- adăugarea combustibilului turboreactor și a aditivilor pentru combustibili, produse care pot fi utilizate de armata rusă, la interdicția existentă privind exporturile.

În plus, Rusia a fost exclusă din procedurile de atribuire de contracte de achiziții și de la primirea de fonduri europene și i-au fost aplicate măsuri privind suspendarea scutirii de viză pentru diplomați și eliminarea facilității eliberării vizelor pentru titularii de pașapoarte de serviciu și pentru oamenii de afaceri.

Uniunea Europeană a decis înăsprirea controalelor existente care se aplică exporturilor de produse cu dublă utilizare, vizând sectoare sensibile ale complexului militar-industrial rus, și limitarea accesului Rusiei la tehnologii avansate esențiale, cum ar fi: drone și software pentru drone; software pentru dispozitive de criptare; și semiconductori și produse electronice avansate. O serie de măsuri restrictive au fost aplicate și în sectorul transporturilor.

ESMA a dezvoltat un forum pentru autoritățile de supraveghere pentru a se asigura că părțile interesate sunt informate în mod corespunzător. În coordonare cu autoritățile naționale competente (ANC), ESMA⁴

⁴ [ESMA coordinates regulatory response to the war in Ukraine and its impact on EU financial markets \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/press/news/ESMA-coordinates-regulatory-response-to-the-war-in-Ukraine-and-its-impact-on-EU-financial-markets)

a monitorizat impactul crizei din Ucraina asupra piețelor financiare pentru a asigura funcționarea ordonată a piețelor, stabilitatea financiară și protecția investitorilor.

ESMA a derulat o serie de activități specifice de supraveghere și coordonare, și a emis recomandări adresate participanților la piața financiară.

Activități de supraveghere și coordonare ale ESMA

- monitorizarea volatilității și evoluțiile marjelor în apel aferente contrapărților centrale pe segmentele de piață ale energiei și ale mărfurilor
- colaborarea cu agențiile de rating de credit pentru a asigura o transparență suficientă în ceea ce privește ratingurile și monitorizarea impactului sancțiunilor asupra operațiunilor agențiilor de rating de credit
- colaborarea cu administratorii de indici de referință supravegheați pentru a verifica impactul evoluțiilor pieței și al sancțiunilor asupra indicilor de referință furnizați
- monitorizarea fondurilor de investiții, organizarea de schimburi frecvente cu autoritățile naționale competente pentru a analiza evoluțiile pieței și riscurile de supraveghere legate de criză, concentrându-se pe aspectele legate de lichiditate și utilizarea instrumentelor de gestionare a lichidităților (LMTs)
- ESMA și ANC monitorizează situația pieței de capital, iar ESMA asistă ANC în ceea ce privește punerea în aplicare consecventă a sancțiunilor de către operatorii de piață, inclusiv suspendarea tranzacționării instrumentelor financiare de către locurile de tranzacționare;
- ESMA monitorizează, în coordonare cu ANC, impactul sancțiunilor asupra operațiunilor CSD-urilor și le sprijină în procesul de aplicare într-un mod coerent
- ESMA facilitează colectarea și schimbul de informații și experiențe între ANC cu privire la incidentele cibernetice;
- ESMA monitorizează în permanență riscurile la adresa participanților la piață și stabilitatea financiară și partajează periodic evaluările de risc cu factorii de decizie politică și cu autoritățile de la nivel național, european și internațional.

Recomandări de piață ale ESMA

- Participanții la piața financiară ar trebui să se asigure că respectă sancțiunile relevante ale UE și să monitorizeze orice restricții suplimentare.
- Emitenții ar trebui să divulge cât mai curând posibil orice informații privilegiate privind impactul crizei asupra fundamentelor, perspectivelor și situației lor financiare, în conformitate cu obligațiile lor în materie de transparență în temeiul Regulamentului privind abuzul de piață, cu excepția cazului în care sunt îndeplinite condițiile pentru o publicare întârziată;
- Emitenții ar trebui să asigure transparența, în măsura în care este posibil, atât din punct de vedere calitativ cât și cantitativ, cu privire la impacturile directe și indirecte ale crizei asupra activităților lor comerciale, expunerile la piețele afectate, lanțurile de aprovizionare, situația financiară și performanța economică în cadrul rapoartelor lor financiare aferente anului 2021, în cazul în care acestea nu au fost încă finalizate.

În plus, ESMA a emis o *Declarație Publică privind implicațiile invaziei Rusiei asupra Ucrainei asupra portofoliilor fondurilor de investiții*. Comunicatul promovează protecția și convergența investitorilor și oferă orientări administratorilor de fonduri cu privire la:

- măsurile corespunzătoare în cazul expunerilor fondurilor de investiții la activele rusești, belaruse și ucrainene, având în vedere incertitudinile legate de evaluare și lichiditate;
- procesul pe care administratorii fondurilor de investiții ar trebui să îl urmeze atunci când evaluează aceste active;
- posibilitatea utilizării unor conturi separate (side pockets) sau aranjamente similare pentru a segrega aceste active.

Piața valorilor mobiliare din Uniunea Europeană

Raportul ESMA privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile, ediția februarie 2022 împreună cu actualizarea evaluării riscurilor din iunie 2022⁵, menține la un nivel foarte ridicat riscurile de piață și de lichiditate, și totodată ridică la același nivel riscurile de contagiune și operaționale, în timp ce riscul de credit este stimat la un nivel mediu, dar cu tendință de creștere.. În viitor, ESMA estimează că există riscuri ridicate pentru investitorii instituționali și de retail ca urmare a unor posibile corecții de piață semnificative, în contextul unei volatilități în creștere și a unei inflații ridicate, care erodează potențialele câștiguri.

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

Principalele riscuri			Surse de risc	
Categoriile de risc	Nivel	Perspectivă		Perspectivă
În general, misiunea ESMA		→	Riscurile geopolitice, în special în urma conflictului din Ucraina	
Riscurile de lichiditate		→	Mediul macroeconomic	
Riscurile de piață		→	Mediul inflaționist și al ratei dobânzii	
Riscurile de credit			Piețele suverane și ale datoriei private	
Riscurile de contagiune		→	Întreruperi ale infrastructurii de piață	
Riscurile operaționale		→	Alte riscuri politice și de evenimente	
Riscurile de mediu				

Sursa: ESMA, *Raportul privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile piețelor de valori mobiliare din UE (Februarie 2022) împreună cu actualizarea evaluării riscurilor (iunie 2022)*

⁵ [ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities – Risk Update](#)

Piețele de acțiuni primare au fost marcate de exuberanță în anul 2021. Emisiunile totale de acțiuni prin intermediul IPO-urilor și ofertele publice ulterioare au însumat 167 mld euro, cu aproximativ 65% mai mult decât în anul anterior și cu 10% sub nivelurile înregistrate în 2014.

În semestrul II al anului 2021, au avut loc 167 IPO-uri (aproximativ 21 mld euro), sectorul tehnologic continuând să ocupe prima poziție, urmat de cel financiar și sectoarele ciclice din domeniul consumului.

La nivel de țară, cele mai mari sume atrase prin intermediul IPO-urilor au fost în Suedia (46 oferte în valoare de 6,5 mld euro), Norvegia (7 oferte în valoare de 2,2 mld euro) și Franța (19 oferte în valoare de 2,1 mld euro).

Pe de o parte activitatea IPO-urilor a fost propulsată de dinamica vehiculelor investiționale speciale (Special Purpose Acquisition Vehicles – SPACs), care însă s-a diminuat spre sfârșitul anului pe măsură ce s-a intensificat controlul legislativ privind folosirea lor.

Emisiunea de obligațiuni corporative a rămas ridicată în semestrul II al anului 2021, influențată de condițiile de piață relaxate și de strategiile de investiții orientate spre căutarea de randamente ridicate.

Piața asigurărilor din UE

Tabloul riscurilor privind piața asigurărilor din UE⁶, întocmit de EIOPA în baza datelor aferente trimestrului IV al anului 2021 și colectate conform directivei Solvabilitate II, arată că expunerile asigurătorilor la riscurile macroeconomice reprezintă în prezent principala preocupare în sectorul asigurărilor.

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

- cu toate că riscurile cibernetice au fost la nivel ridicat, sectorul asigurărilor din UE s-a arătat rezilient;
- ca urmare a invaziei Rusiei asupra Ucrainei, riscurile macroeconomice rămân la un nivel ridicat.
- riscul de credit nu s-a modificat semnificativ și s-a menținut relativ moderat. Spreadurile CDS (Credit Default Swap) au crescut pentru obligațiunile corporative negarantate și cele din sectorul nefinanciar în primul trimestru al anului 2022. Ratingul de credit al investițiilor societăților de asigurări a rămas stabil. În schimb, a crescut mediana activelor cu grad de investiții scăzut în cadrul portofoliului societăților de asigurări.
- Riscul de piață a avut o evoluție similară comparativ cu evaluarea anterioară, în ciuda impactului semnificativ al invaziei ruse în Ucraina. Volatilitatea pieței obligațiunilor și a pieței de capital a crescut în primul trimestru al anului 2022, reflectând incertitudinile legate de situația geopolitică. Prețurile proprietăților s-au majorat în ultimul trimestru al anului 2021. Expunerea mediană a societăților de asigurări la obligațiuni, acțiuni și sectorul imobiliar a oscilat în jurul nivelurilor anterioare.
- Riscurile de profitabilitate și solvabilitate păstrează o poziție medie. Solvabilitatea grupurilor a crescut, în timp ce a scăzut ușor rata SCR pentru societățile de asigurări de viață și generale

⁶ [Risk dashboard | Eiopa \(europa.eu\)](#)

individuale. Excedentul activelor asupra pasivelor și randamentul activelor s-au diminuat, dar s-au menținut peste nivelurile din 2020.

- acțiunile din sectorul asigurărilor de viață și generale au avut o performanță inferioară pieței acțiunilor iar raportul preț/câștig (PER) a scăzut.
- Riscurile climatice sunt la un nivel mediu, cu riscul de tranziție și cel fizic rămânând la un nivel stabil. Mediana investițiilor societăților de asigurări în obligațiunile verzi a urcat ușor. Volumul anual al obligațiunilor verzi a fost volatil și a crescut în ultimul trimestru. Rata pierderilor din catastrofe s-a diminuat comparativ cu trimestrul anterior.
- Riscurile de digitalizare și cibernetice s-au plasat la nivel ridicat. Se observă o creștere a acestor riscuri pentru sectorul asigurărilor având în vedere îngrijorările legate de un conflict geopolitic hibrid. Frecvența incidentelor cibernetice care impactează toate sectoarele de activitate, așa cum este măsurată de datele disponibile, s-a extins semnificativ, comparativ cu același trimestru al anului anterior.

Tabelul 8 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, aprilie 2022

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

Sursa: EIOPA, Tabloul riscurilor pe piața asigurărilor din UE (aprilie 2021)

În cadrul Raportului privind stabilitatea financiară al EIOPA⁸, ediția decembrie 2021, se precizează faptul că autoritatea europeană de supraveghere a efectuat o analiză empirică a impactului direct al unui faliment bancar în sectorul asigurărilor, având în vedere faptul că societățile de asigurări dețin o parte semnificativă a investițiilor în active emise de bănci. Astfel, sectorul european al asigurărilor ar putea suferi pierderi semnificative în cazul unui faliment bancar ipotetic, care însă variază foarte mult de la o țară la alta și de la o bancă la alta. Deși majoritatea băncilor există un efect redus, câteva bănci sunt în special interconectate cu sectorul asigurărilor. Falimentul lor ar putea conduce la o contagiune

⁸ Financial Stability Report December 2021 | Eiopa (europa.eu)

semnificativă și la o scădere ulterioară a ratelor Solvabilitate II pentru anumite societăți de asigurări. Cu toate acestea, riscul de contagiune directă per ansamblu în cazul unor șocuri idiosincratice pare în prezent ținut sub control.

În ceea ce privește riscurile cibernetice, EIOPA a construit o serie de indici, care indică importanța tot mai mare a acestora pentru sectorul asigurărilor. În plus, analiza empirică arată că investitorii nu au luat în considerare că sectorul asigurărilor per ansamblu este afectat semnificativ de atacurile cibernetice globale. Aceasta ar putea sugera că riscul cibernetic ar putea fi încă subestimat și vor fi necesare eforturi suplimentare privind colectarea datelor și modelarea riscului cibernetic pentru a evita orice potențială acumulare de vulnerabilități.

Evoluțiile ulterioare privind expirarea recunoașterii temporare a contrapărților din Marea Britanie trebuie monitorizate⁹, având în vedere faptul că mulți asigurători europeni utilizează instrumente financiare derivate care fac obiectul compensării obligatorii prin intermediul contrapărților centrale. În timp ce ponderea tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate compensate în Uniunea Europeană au crescut în trimestrul IV din 2021, o mare parte dintre acestea au utilizat contrapărțile centrale stabilite în Marea Britanie.

Impactul invaziei Rusiei în Ucraina asupra pieței asigurărilor globale

Consecințele economice ale invaziei Rusiei în Ucraina creează noi riscuri pentru asigurătorii și administratorii de active la nivel mondial, impactul crizei depinzând de gravitatea acesteia, potrivit raportului publicat de agenția de rating Moody's¹⁰.

În scenariul de bază, PIB-ul economiilor G20 este estimat la 3,6% în 2022. Scenariul ipotetic negativ presupune o oprire a importurilor europene de petrol și gaze rusești, o restrângere a lichidităților și o recesiune generalizată. Efectul asupra calității creditului asigurătorilor este de la scăzut, la moderat în scenariul de baza al Moody's, dar unele subsectoare sunt mai vulnerabile la scenariul negativ. Riscurile scenariului de bază pentru administratorii de active, inclusiv volatilitatea pieței, sunt de la scăzute, la moderate. În scenariul negativ, volatilitatea marjelor de credit și a prețurilor acțiunilor ar eroda randamentele investițiilor atât pentru asigurători, cât și pentru administratorii de active.

Asigurătorii P&C (Property & Casualty) sunt cei mai expuși la inflația determinată de mărfurile de bază, iar o inflație ridicată persistentă ar crește despăgubirile asigurătorilor P&C, diminuând câștigurile acestora. Asigurătorii P&C retail sunt deosebit de vulnerabili, deoarece concurența și controlul de reglementare le afectează capacitatea de a crește substanțial primele.

În scenariul negativ asigurătorii de credite comerciale, care acoperă vânzătorii împotriva riscului de neplată, s-ar confrunta cu o scădere a veniturilor și cu cereri de despăgubire mai mari, ca urmare a întreruperii fluxurilor comerciale. Asigurătorii de credite comerciale au o expunere directă redusă la

⁹ În data de 8 februarie 2022, Comisia Europeană a adoptat o decizie de prelungire, până la 30 iunie 2025, a echivalenței pentru contrapărțile centrale din Marea Britanie

¹⁰ [Moody's: Conflictul Rusia - Ucraina creează noi riscuri pentru asiguratori - Externe - Asigurari - Totul despre asigurari - Piata asigurarilor din Romania - 1asig.ro](#)

Europa Centrală și de Est, dar reducerea livrărilor de mărfuri rusești și ucrainene ar putea întrerupe lanțurile de aprovizionare la nivel global.

Reasigurătorii din domeniul aviației se confruntă cu cereri de despăgubire de până la 11 miliarde de dolari din partea locatorilor de aeronave ale căror avioane au fost confiscate de companiile aeriene rusești.

Asigurătorii asiatici sunt expuși la riscul valutar din cauza investițiilor în dolari, iar ratele de solvabilitate ale asigurătorilor europeni sunt sensibile la mișcările pieței.

Conflictul din Ucraina a declanșat o creștere bruscă a prețurilor la energie și la mărfuri, care se reflectă în creșterea inflației. Inflația ridicată prelungită crește costurile de despăgubire ale asigurătorilor, deoarece împinge în sus costul reparațiilor bunurilor și autovehiculelor, afectând o gama largă de linii de asigurare, inclusiv bunuri comerciale, aviație, locuințe și auto.

În scenariul negativ al Moody's, o inflație prelungită ar crește costurile cu daunele ale asigurătorilor P&C, punând presiune asupra veniturilor și, posibil, și asupra rezervelor pentru daune.

Sectorul P&C retail, în care concurența dură și controlul de reglementare îngreunează sarcina asigurătorilor de a impune creșteri de prețuri compensatorii, este deosebit de vulnerabil. În acest scenariu, o creștere susținută a cheltuielilor cu daunele ar forța unii asigurători să își consolideze rezervele pentru daune. Asigurătorii cu obligații pe termen lung, de obicei asigurătorii și reasigurătorii Casualty, sunt cei mai expuși, deoarece există un interval lung de timp între momentul încasării primei și cel al plății despăgubirii.

O presiune inflaționistă persistentă care afectează salariile angajaților îi poate expune pe asigurători la costuri mai mari cu daunele de răspundere civilă și ar conduce și la creșterea propriilor cheltuieli salariale.

Atacurile cibernetice reprezintă un risc de securitate esențial, iar criza din Ucraina sporește riscul acestora pentru toate instituțiile financiare, printre țintele potențiale numărându-se entitățile europene și nord-americane ale căror guverne au sancționat Rusia. Asigurarea cibernetică este încă un produs de nișă, dar asigurătorii pot avea o expunere cibernetică indirectă prin intermediul acoperirii lor pentru întreruperea activității.

Impactul invaziei Rusiei în Ucraina asupra pensiilor private¹¹

În situația unei pensii private cu contribuții definite, activele deținute sunt supuse riscului de piață în special riscului de rată a dobânzii. Per ansamblu, administratorii de fonduri de pensii își vor ajusta participațiile și strategia de investiții.

¹¹ [Ukraine invasion: the impact on pensions and investments - Which?](#)

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

Deteriorarea accentuată a situației geopolitice pe plan internațional, generată de conflictul militar ruso-ucrainian, a determinat escaladarea mai multor riscuri de securitate, apariția unor noi valuri de incertitudine precum și adoptarea la scară largă a unor măsuri economico-financiare fără precedent, al căror impact asupra economiei europene și globale este dificil de estimat, evenimentele continuând să se deruleze rapid. În acest context, piețele financiare rămân sensibile față de materializarea unor riscuri sau față de înrăutățirea perspectivelor macroeconomice (având în vedere evoluțiile recente din piețele de energie sau de materii prime, precum și întreruperi în canalele de distribuție, sub cu presiunea de a găsi surse alternative de furnizare a acestora). Toți acești factori mențin mai multe riscuri la un nivel ridicat, noi șocuri putând determina amplificarea tensiunilor și corecții importante pe piețele financiare internaționale și locale:

- **riscul macroeconomic**, în condițiile în care este de așteptat ca noile surse de risc generate de criza provocată de conflictul armat dintre Rusia și Ucraina să afecteze economia la nivel global, și perspectivele de redresare și consolidare a economiilor statelor în anul 2022, generând o atenuare a ritmului de creștere economică și majorarea rapidă a inflației.
- **riscul de piață**, cu probabilitate de materializare în creștere, în contextul menținerii decuplării valorii activelor de fundamentele economice pe fondul creșterii contagiunii și a înrăutățirii perspectivelor macroeconomice, concomitent cu gradul ridicat de incertitudine manifestat în contextul crizei actuale și reducerea încrederii consumatorilor și investitorilor, care pot determina erodarea prețurilor activelor.
- **riscul operațional**, cu tendință de creștere, pe fondul intensificării atacurilor cibernetice la scară largă, în contextul conflictului militar dintre Rusia Ucraina.

În acest context macroeconomic vulnerabil, tendința și probabilitatea de materializare a **riscului de credit** au fost evaluate în creștere, nivelul rămânând unul mediu spre ridicat. Celelalte riscuri se mențin în această categorie: **riscul de lichiditate**, cu tendință și probabilitatea de materializare în creștere, **riscul de solvabilitate** și **riscul de profitabilitate**.

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

Tabelul 9 Evaluarea riscurilor din perspectiva stabilității financiare

Descriere risc	Factori determinanți	Nivel risc	Tendință risc (1 an)	Probabilitate materializare risc (1 an)
Riscul macroeconomic	Debutul anului 2022 a adus în prim-plan noi incertitudini și provocări pe plan economic, social și politic, în special pe fondul escaladării tensiunilor geopolitice și a conflictului militar dintre Rusia și Ucraina, dar și ca urmare a persistenței unor măsuri restrictive în anumite regiuni din China, care au un impact negativ asupra comerțului internațional. În aceste condiții, este de așteptat ca noile surse de risc generate de criza provocată de conflictul armat dintre Rusia și Ucraina să afecteze economia la nivel global, și perspectivele de redresare și consolidare a economiilor statelor în anul 2022, generând o atenuare a ritmului de creștere economică și majorarea rapidă a inflației. Principalele surse de risc sunt persistența unor rate anuale ale inflației mai mari pe fondul continuării tendinței de creștere a prețurilor energiei și mărfurilor alimentare și continuarea perturbărilor schimburilor comerciale și întreruperilor în lanțurile de aprovizionare, în special a celor care vizează țările europene învecinate.	5 – ridicat	↗	5 – peste medie
Riscul de piață ●	Se menține riscul decuplării valorii activelor de fundamentele economice, pe fondul creșterii contagionii, dar și a înrăutățirii perspectivelor macroeconomice. De asemenea, gradul ridicat de incertitudine manifestat în contextul crizei actuale și reducerea încrederii consumatorilor și investitorilor pot determina implicit erodarea prețurilor activelor.	5 – Ridicat	↗	5 – peste medie ●
Riscul de credit ●	Depinde de tabloul macroeconomic. Accentuarea inflației poate determina apariția unor dificultăți majore în funcționarea companiilor și materializarea riscului de credit.	4 - Mediu spre ridicat	↗ ●	4 – sub medie
Riscul de lichiditate ●	Posibile scăderi pe piețele de acțiuni și de obligațiuni pot declanșa vânzări în lanț și solicitări de răscumpărări din fondurile de investiții, ceea ce va însemna amplificarea tensiunilor și șocurilor de pe piațe	4 - Mediu spre ridicat	↗ ●	5 – peste medie ●
Riscul de solvabilitate	Interconexiunile din economie pot antrena efecte de domino referitoare la onorarea obligațiilor de plată care duc la creșterea riscului de solvabilitate	4 – Mediu spre ridicat	↗	5 – peste medie
Riscul de profitabilitate	În contextul materializării riscului de întrerupere a unor lanțuri de distribuție	4 – Mediu spre ridicat	↗	5 – peste medie
Risc operațional ●	Vulnerabilitățile identificate la nivel operațional arată că se situează pe o tendință de creștere fiind corelate cu cea de pe piețele financiare în contextul apariției la scară largă a atacurilor cibernetice, inclusiv pe fondul tensiunilor conflictului Rusia Ucraina.	5 - Ridicat	↗ ●	6 – Ridicată

Sursa: ASF

Legendă:

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

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

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

În clasificarea riscurilor în funcție de impactul potențial, i.e. pierderea așteptată condiționată de materializarea respectivului risc, a fost utilizată următoarea scală: Risc cu impact: 1=ne semnificativ, 2=foarte redus, 3=redus, 4=sub medie, 5=peste medie, 6=ridicat, 7=foarte ridicat și 8=extrem de ridicat.

În clasificarea riscurilor în funcție de capacitatea ASF de a gestiona respectivul risc înainte de materializare (i.e. cât de pregătită este ASF de a lua măsuri ex-ante pentru a reduce semnificativ riscul), a fost utilizată următoarea scală: 1=Fără probleme, 2=Foarte ușor de gestionat, 3=Ușor de gestionat, 4=Relativ ușor de gestionat, 5=Relativ dificil de gestionat, 6=Dificil de gestionat, 7=Foarte dificil de gestionat, 8=Nu poate fi gestionat.

3. Interconectarea piețelor financiare nebancare

La începutul crizei de sănătate, piețele bursiere din marile economii s-au prăbușit și au condus la o creștere a volatilității implicite, reflectând o reevaluare majoră a riscului. Odată cu creșterea volatilității, lichiditatea pieței s-a deteriorat semnificativ, iar marjele de risc s-au extins pe scară largă pe piețe, deoarece investitorii au început să realoce de la active relativ riscante la active mai sigure, în special obligațiuni emise de state suverane.

Drept urmare, piețele emergente au cunoscut ieșiri de capital fără precedent. Creșterea bruscă a incertitudinii cuplată cu turbulențe financiare a generat o reducere atât a creșterii economice, cât și a stabilității financiare.

Condițiile financiare s-au înăspriț considerabil pe măsură ce dezechilibrele economice cauzate de focarul pandemiei s-au intensificat. Acest lucru s-a tradus în costuri de finanțare mai mari pentru firme. Înăsprirea condițiilor financiare și incertitudinea sporită au avut efecte puternice asupra activității economice, deoarece companiile și-au amânat proiectele de investiții, iar persoanele fizice și-au redus consumul din precauție sau din constrângeri financiare. Băncile centrale au acționat rapid într-o manieră coordonată la nivel global prin injectarea de lichidități și reducerea ratelor dobânzilor de politică. Aceste măsuri au îmbunătățit funcționarea generală a pieței prin relaxarea condițiilor financiare și prin susținerea fluxului de credit către întreprinderi și gospodării.

Șocurile de incertitudine au efecte de recesiune puternice, fricțiunile financiare fiind în centrul propagării șocurilor către economia reală. În acest caz produsele financiare au fost supuse unor probleme de agenție sau de hazard moral care au condus la creșterea costurilor de finanțare.

Mișcările bruște ale prețului activelor au avut un impact direct asupra cererii agregate prin valoarea garanțiilor, care de obicei le permite debitorilor să obțină acces la credit și să primească finanțare¹².

Caldara et al. (2016) au arătat că șocurile de incertitudine au implicații macroeconomice importante atunci când operează pe canalul financiar, adică atunci când permit condițiilor financiare să răspundă imediat la șocurile de incertitudine¹³.

În SUA șocurile de incertitudine au avut efecte de recesiune, dar impactul lor asupra activității economice este semnificativ mai mare atunci când economia se confruntă și cu dezechilibre financiare. Piețele financiare joacă un rol esențial în propagarea șocurilor de incertitudine. În condiții normale de piață, o creștere a incertitudinii este inflaționistă și are un impact redus asupra activității economice. Într-o criză financiară, incertitudinea este deflaționistă și impactul său asupra producției este de șase ori mai mare. Șocurile de incertitudine au provocat o scădere cu 1% a producției industriale în SUA în timpul Marii Recesiuni¹⁴.

¹²Fernández-Villaverde, J. and Guerrón-Quintana, P.A., 2020. Uncertainty shocks and business cycle research. *Review of economic dynamics*, 37, pp.S118-S146.

¹²Caldara, D., Fuentes-Albero, C., Gilchrist, S. and Zakrajšek, E., 2016. The macroeconomic impact of financial and uncertainty shocks. *European Economic Review*, 88, pp.185-207.

¹³Alessandri, P. and Mumtaz, H., 2019. Financial regimes and uncertainty shocks. *Journal of Monetary Economics*, 101, pp.31-46.

Piețele financiare sunt infrastructura necesară pentru propagarea șocurilor de incertitudine, iar fricțiunile financiare sunt în centrul mecanismului de transmisie¹⁵ și afectează investițiile prin transmisia incertitudinii. În măsura în care firmele se confruntă cu fricțiuni semnificative pe piețele financiare, o creștere a incertitudinii implică un cost de capital mai ridicat și, prin urmare, o scădere a investițiilor. Reducerea ofertei de credite împiedică, de asemenea, realocarea eficientă a capitalului și determină o scădere endogenă a productivității totale a factorilor (TFP) care amplifică recesiunea economică.

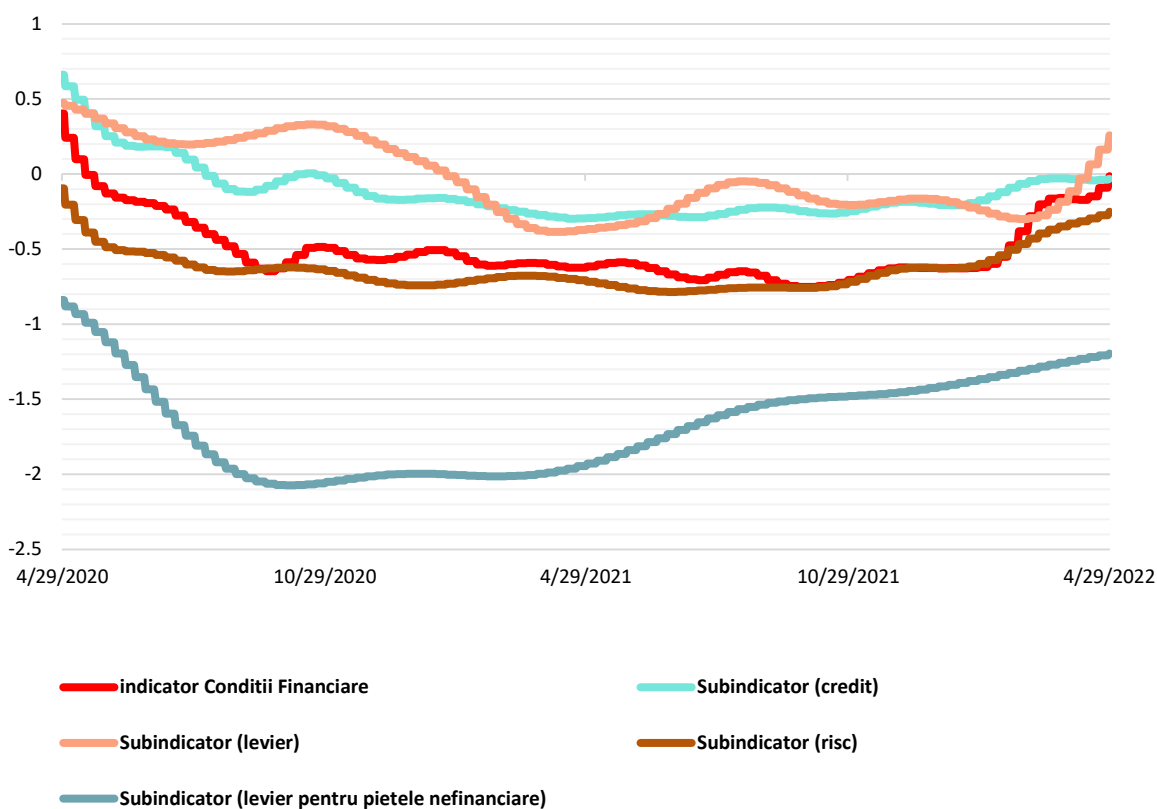
Incetitudinea sporită cu privire la elementele fundamentale descurajează investițiile prin fricțiuni de informații, iar economia prezintă capcane de incertitudine, definite ca episoade de incertitudine crescută și activitate scăzută.¹⁶

¹⁵ Gilchrist, S., Sim, J.W. and Zakrajšek, E., 2010. Uncertainty, Financial Frictions, and Investment Dynamics.

¹⁶ Fajgelbaum, P.D., Schaal, E. and Taschereau-Dumouchel, M., 2017. Uncertainty traps. *The Quarterly Journal of Economics*, 132(4), pp.1641-1692.

3.1. Nivelul de stres în sistemul financiar

Graful 40 Indicator de Condiții Financiare (ANFCI)



Sursa: Federal Reserve Bank of Chicago

Deoarece șocurile de incertitudine pot afecta firmele pe mai multe piețe diferite, este necesară utilizarea unui indicator mixt pentru a surprinde pe deplin partea financiară a mecanismelor de transmitere a șocurilor financiare.

Indicatorul de Condiții Financiare realizat de Chicago Fed (ANFCI) este un indicator compozit extras cu ajutorul analizei dinamice factoriale dintr-un set de 105 de indicatori de risc, credit și levier din sistemul financiar american. Indicatorul este construit pentru a reflecta o reprezentare stilizată cu privire la condițiile financiare din SUA și include piețele monetare, piețele bancare tradiționale și sistemul bancar umbră. Indicatorul este ajustat pentru a ține cont de activitatea economică și inflație.

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

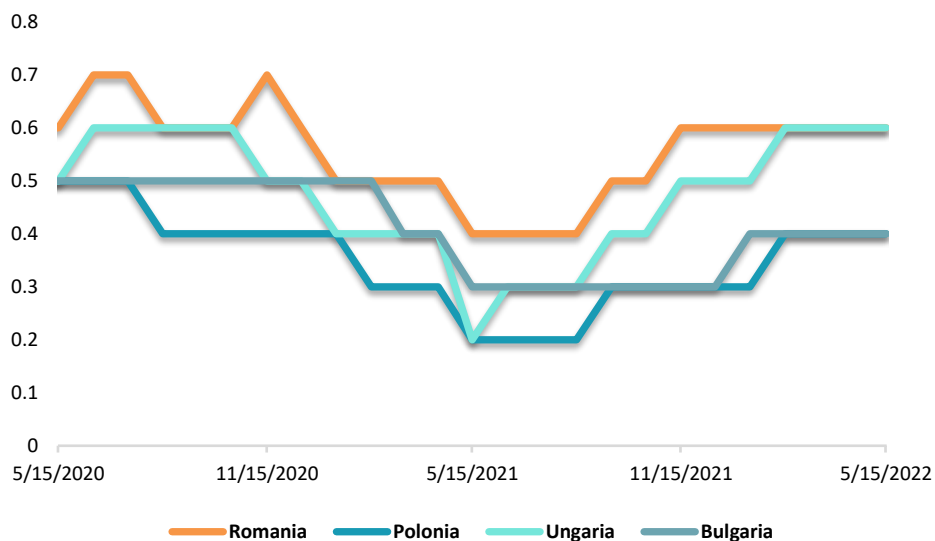
Indicele ANFCI este construit pentru a avea o valoare medie de zero și o deviație standard de 1 pe un eșantion din 1971 până în prezent. Valorile pozitive ale ANFCI au fost asociate istoric cu condiții financiare mai stricte, în timp ce valorile negative au fost asociate istoric cu condiții financiare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

Valorile pozitive ale ANFCI sunt asociate istoric cu condiții financiare mai stricte decât ceea ce ar fi sugerat în mod obișnuit de condițiile macroeconomice predominante, în timp ce valorile negative au fost asociate istoric cu contrariul.

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

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

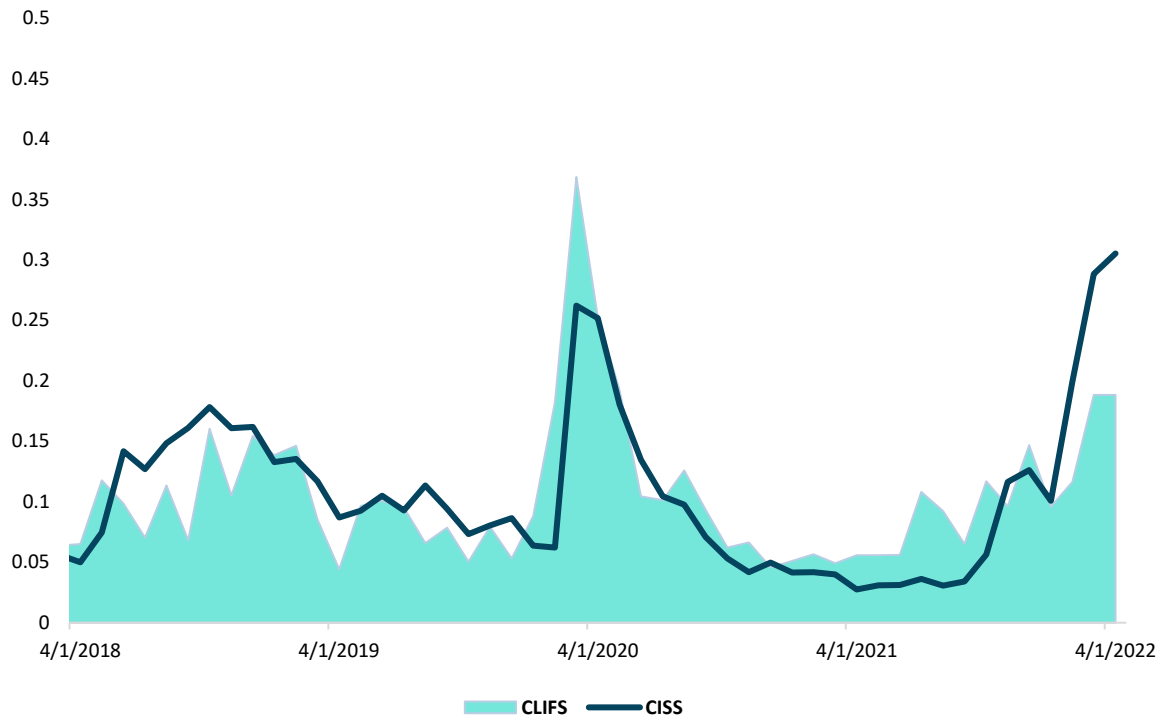
Graficul 41 Indicators de avertizare timpurie



Sursa: Citigroup

Indicatorii de avertizare timpurie sunt construiți pentru a anticipa faptul că o criză financiară urmează să aibă loc din cauza deteriorării indicatorilor macroeconomici. În primul trimestru din 2022, indicatorul de avertizare timpurie pentru România se situează la un nivel ridicat, dar sub nivelul înregistrat în 2020.

Graficul 42 Indicator de tensiune financiară – România (CLIFS)



Sursa: Banca Centrală Europeană

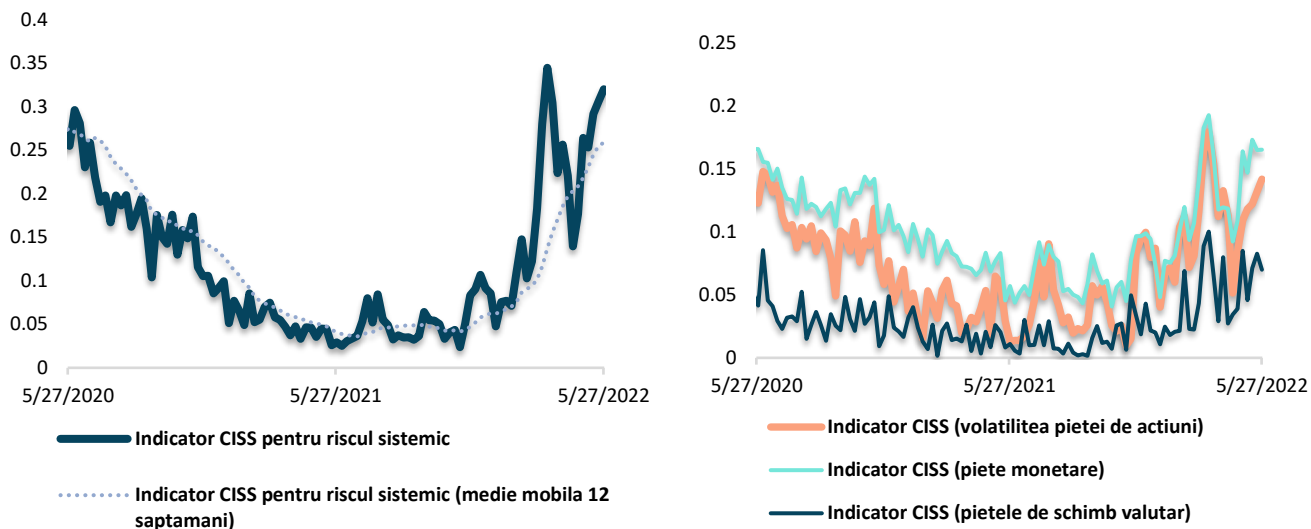
CISS¹⁷ este un indicator compozit pentru riscurile sistemice calculat de Banca Centrală Europeană. Indicatorul CISS este construit pentru a arăta măsura în care stresul financiar sistemic contribuie la instabilitatea financiară a piețelor europene. Acesta ia în calcul diferite sectoare ale sistemului financiar european: piețele de acțiuni și obligațiuni, schimb valutar și piețele monetare etc. Valoarea indicatorului este constrânsă să fie în intervalul (0, 1), astfel încât valorile mai mari indică perioadele de stres financiar pentru piețele europene.

Conform indicatorului CLIFS, care este un indice calculat de Banca Centrală Europeană pentru a măsura stresul financiar la nivel de țară, România s-a caracterizat printr-o creștere a tensiunii financiare în primul trimestru din 2022.

Cu toate că în cel de al II-lea trimestru din 2021 indicatorul CISS a înregistrat o tendință de scădere, **începând cu trimestrul al III-lea indicatorul a început să crească rapid.**

¹⁷ CISS - Composite Indicator of Systemic Stress

Graficul 43 Indicator CISS pentru riscul sistemic



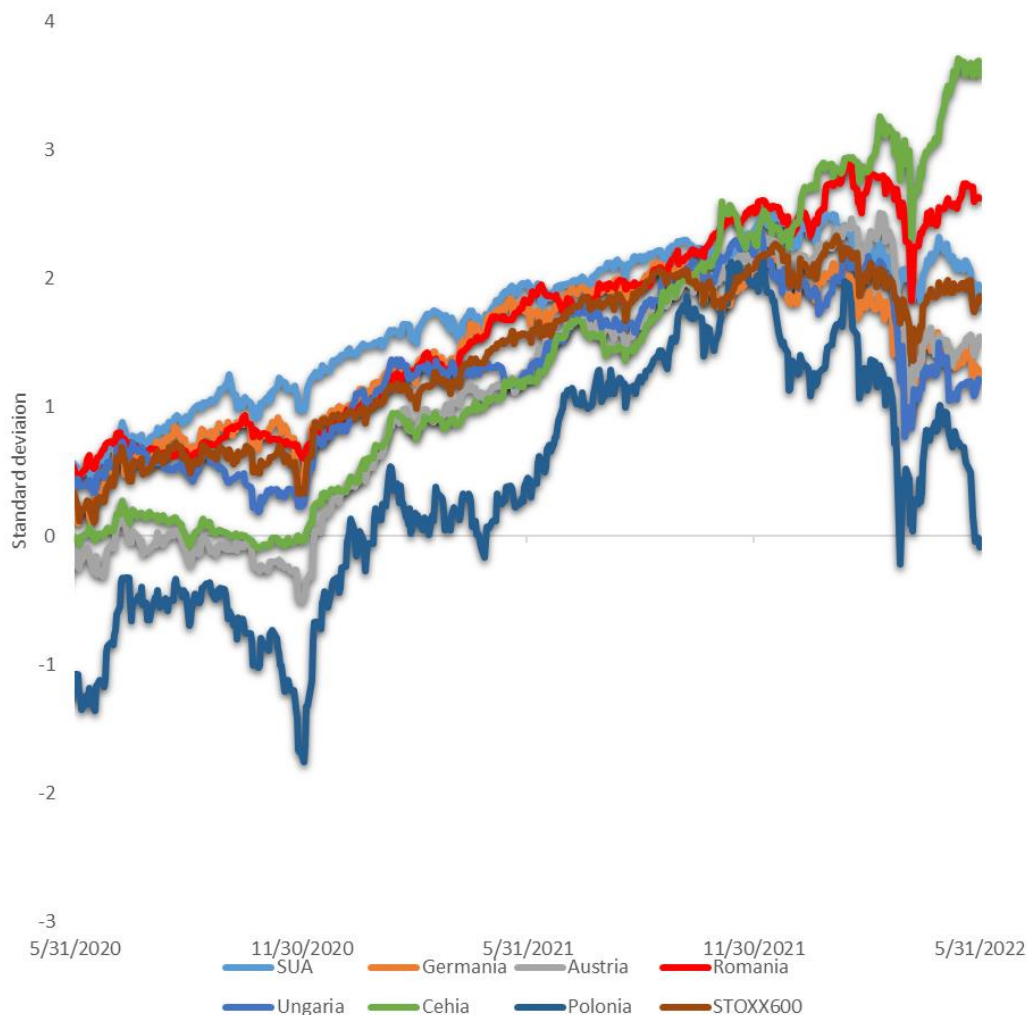
Sursa: Banca Centrală Europeană, ASF

Sub-indicatorii CISS care măsoară volatilitatea pieței de acțiuni, obligațiuni și schimb valutar au avut o tendință de creștere în perioada T3 2021-T1 2022.

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

Deși în graficul următor sunt prezentate doar câteva piețe de capital, toate piețele de capital europene au avut o tendință de scădere rapidă în primul trimestru din 2022 urmate de corecții ulterioare.

Graficul 44 Evoluția pe termen scurt pe piețele de capital (deviație standard)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

3.2. Indicele de contagiune pentru titlurile suverane

Indicele de contagiune pentru titlurile de stat¹⁸ evaluează măsura în care șocurile de pe piețele interne afectează alte țări, dar și evoluția intensității fenomenelor de contagiune prin comparație cu valorile anterioare ale indicelui (Diebold, 2009).

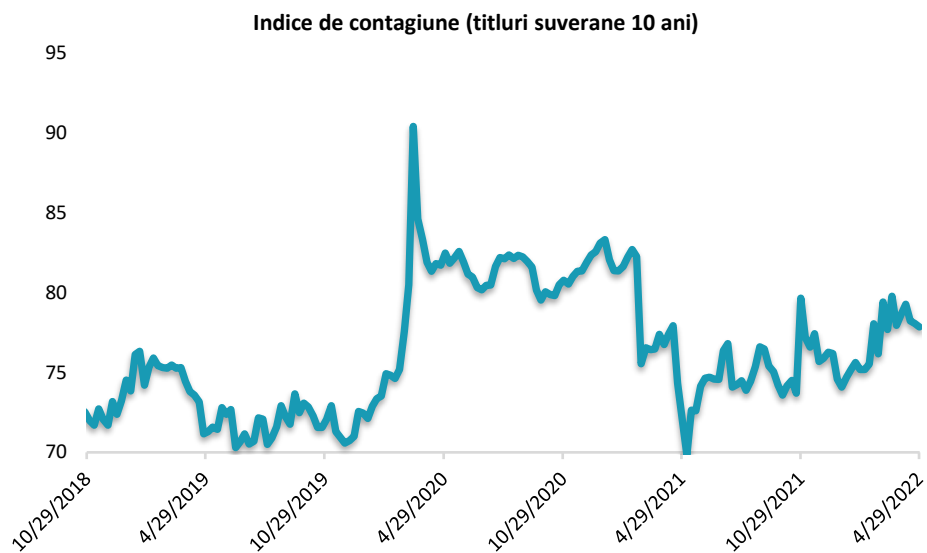
Calculul indicelui este bazat pe un model Vector autoregresiv cu 1 lag pentru un eșantion mobil de 50 de date săptămânale pentru obligațiunile denuminate în euro de Italia, Estonia, Austria, Franța, Olanda Portugalia, Irlanda Finlanda, Belgia, Bulgaria, Ungaria, Cehia și Polonia și în lei pentru România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

¹⁸ Claeys, P., & Vašíček, B. (2014). Measuring bilateral spillover and testing contagion on sovereign bond markets in Europe. *Journal of Banking & Finance*, 46, 151-165.

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

Indicele de contagiune pentru titlurile de stat a crescut ca urmare a descreșterii apetitului la risc al investitorilor ceea ce a determinat un șoc generalizat în rata dobânzii titlurilor suverane la nivel internațional.

Graficul 45 Indice de contagiune pentru titlurile de stat (10 ani)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

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

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

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

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

	RO	6.6 SP	AU	FR	NL	PT	IR	FN	BE	BL	HN	CZ	PO	
RO	41.8	3.2	3.6	3.3	4.6	3.2	1.9	2.9	6.3	4.9	0.5	9.9	6.6	7
IT	1.7	30.4	14.1	4.3	8.2	3.1	10.3	10	5	9.7	0.2	1.9	0.2	0.8
SP	1.5	12.6	23.3	4.5	9.5	4.9	11.5	10.5	6.4	10.6	0.5	2.6	0.3	1.3
AU	1.7	5	5.6	30.3	9.5	9.6	4.5	5.4	10.7	13.1	0.7	2.4	0.6	0.9
FR	1.3	8	8.7	6.9	24.1	8	5.4	10.3	8.8	14.9	0.3	2.6	0.3	0.5
NL	2.1	4.1	6.8	10.2	9.7	28.1	4.9	7.7	9.3	13	0.3	2.8	0	1.1
PT	0.9	10.6	13.3	4.7	6.6	5	31.2	9.6	4.7	8.2	0.8	2.4	0.2	1.8
IR	1	9.8	11	3.4	10.6	6.1	7.9	27.8	6.7	11.4	0.3	2.9	0.2	1.1
FN	3.6	5.3	7.9	8.4	8.5	6.8	3.6	7.1	30.4	11.9	0.3	2.9	1.1	2.2
BE	1.5	8	9	7.2	13.5	7.2	6.5	10.9	10.1	22.6	0.2	2.3	0.3	0.7
BL	1.4	0.9	2.8	4.4	1.4	2.2	2.8	1.6	2.5	1.1	71.7	4.1	1.4	1.9
HN	6.7	1.3	2.2	2.2	2.9	2.3	1.9	3.5	2.7	3.3	1.5	46.7	7.2	15.6
CZ	9.4	0.4	0.6	0.5	0.5	0.2	0.4	0.3	1.5	0.4	0.8	11.6	61.1	12.3
PO	5.4	0.4	1.1	0.4	0.3	1	1.1	0.6	2.5	0.7	0.8	18.7	9.1	58

Sursa:Refinitiv, calcule ASF

3.3. Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa

Îndepărtarea de la tendința de echilibru pe piețele de capital europene este un fapt observat și inclus ca risc principal la adresa stabilității financiare de cele mai importante instituții financiare din lume. **Nivelul de echilibru al pieței de capital** este nivelul normal de piață, o variabilă neobservabilă (latentă), care poate fi estimată statistic. Estimarea nivelului de echilibru este importantă pentru analiza stabilității pieței de capital, pentru că oferă un nivel de referință pentru analiza pieței de capital.

Depășirea nivelului de echilibru poate indica o perioadă de creștere nesustenabilă a pieței financiare sau o modificare a nivelului de echilibru pe fondul modificării factorilor fundamentali care afectează economia (ex: progresul tehnologic). Scăderea pieței sub nivelul de echilibru poate indica o perioadă temporară de stres financiar (ex: efecte de contagiune) sau modificarea nivelului de echilibru ca urmare a unei perioade de recesiune economică.

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

Estimarea nivelului de echilibru al indicelui pieței de capital din România a fost realizată cu un model de tipul nivel local (*Local Level model*¹⁹) estimat cu filtrul Kalman.

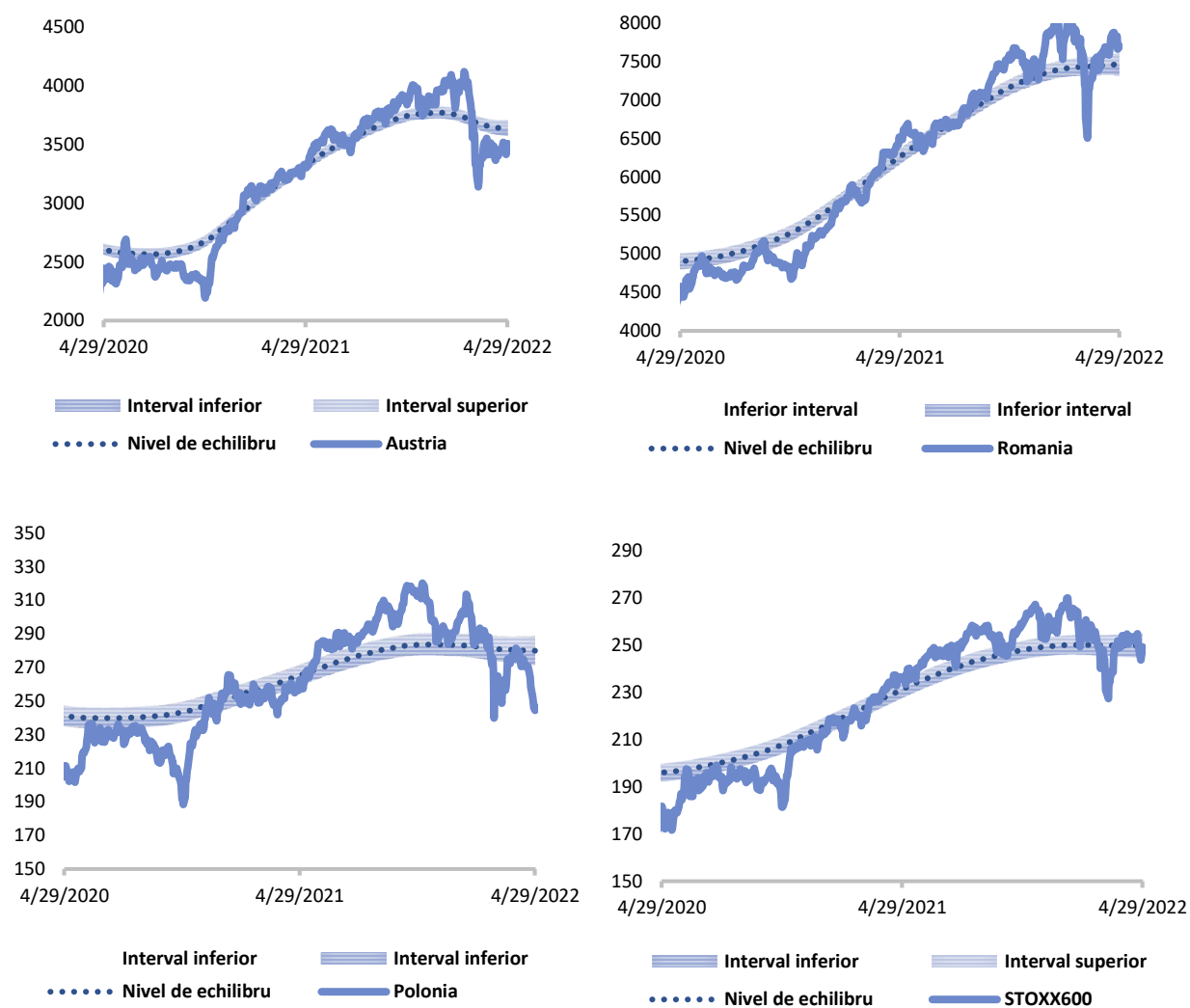
$$Indice_t = medie_t + socuri_t, socuri_t \sim NID(0, \sigma_\epsilon^2)$$

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

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

¹⁹ Durbin, J. and Koopman, S.J., 2012. *Time series analysis by state space methods*. Oxford university press.

Graficul 46 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru

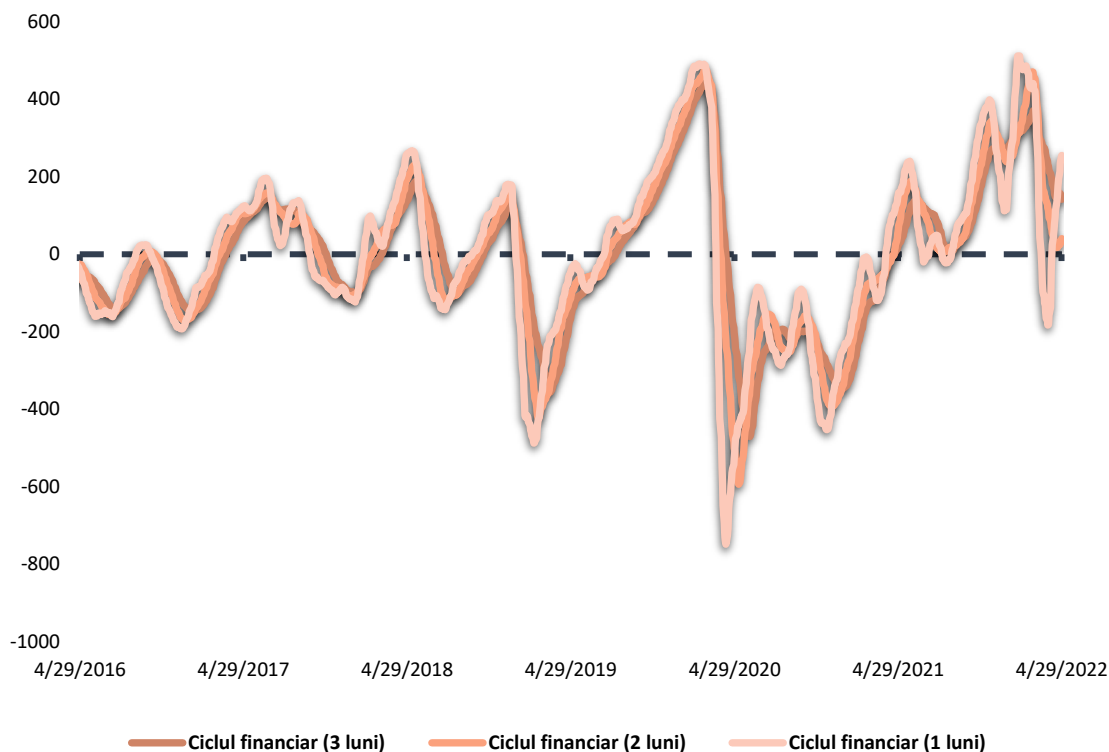


Sursa:Refinitiv, calcule ASF

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

Începând cu cel de al doilea trimestru din 2021, indicele STOXX600 (proxy pentru piața de capital europeană), piețele de capital din Austria, România, Polonia au înregistrat o creștere peste nivelul de echilibru. Creșterile piețelor de capital au depășit cu mult nivelul de echilibru estimat, rezultatele obținute indicând astfel o dinamică diferită de așteptările economice de creștere a companiilor listate pe acești indici. Deoarece așteptările de creștere macroeconomică s-au contractat puternic în primul trimestru din 2022, evoluția indicilor se situa la sfârșitul lunii aprilie 2022 sub nivelul de echilibru.

Graficul 47 Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România

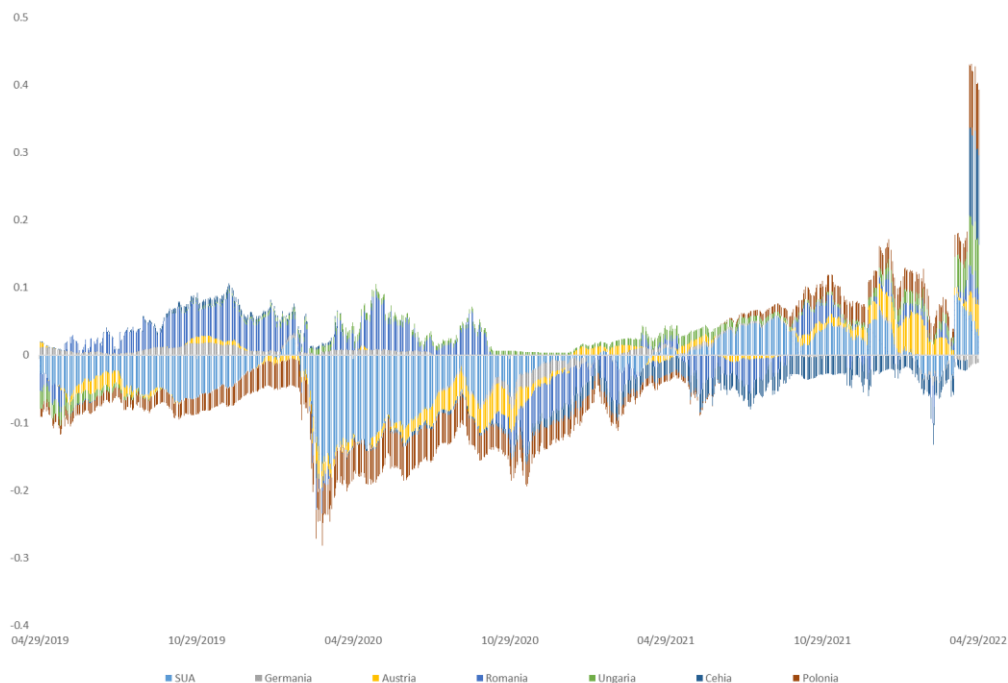


Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Pe baza modelului estimat mai sus, a fost extras ciclul financiar pentru activele tranzacționate pe piața de capital din România. Rezultatele au fost netezite pentru 3 durate: 1 lună, 2 luni și 3 luni. Cu toate că piața de capital din România în 2021 a crescut rapid ca urmare a dezvoltărilor interne materializate în listări și în creșterea atractivității externe, factori externi din primul trimestru al anului 2022 au determinat o contracție a ciclului financiar care este în prezent (aprilie 2022) în scădere.

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

Graficul 48 Influența burselor externe asupra randamentelor pieței de acțiuni domestice (descompunerea istorică a șocurilor primite - model VAR)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

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

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

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

Interconectarea piețelor de acțiuni poate fi analizată și cu ajutorul algoritmilor de învățare automată nesupravegheată care caută grupări ascunse în date. Dendrogramele prezentate în graficele următoare²⁰

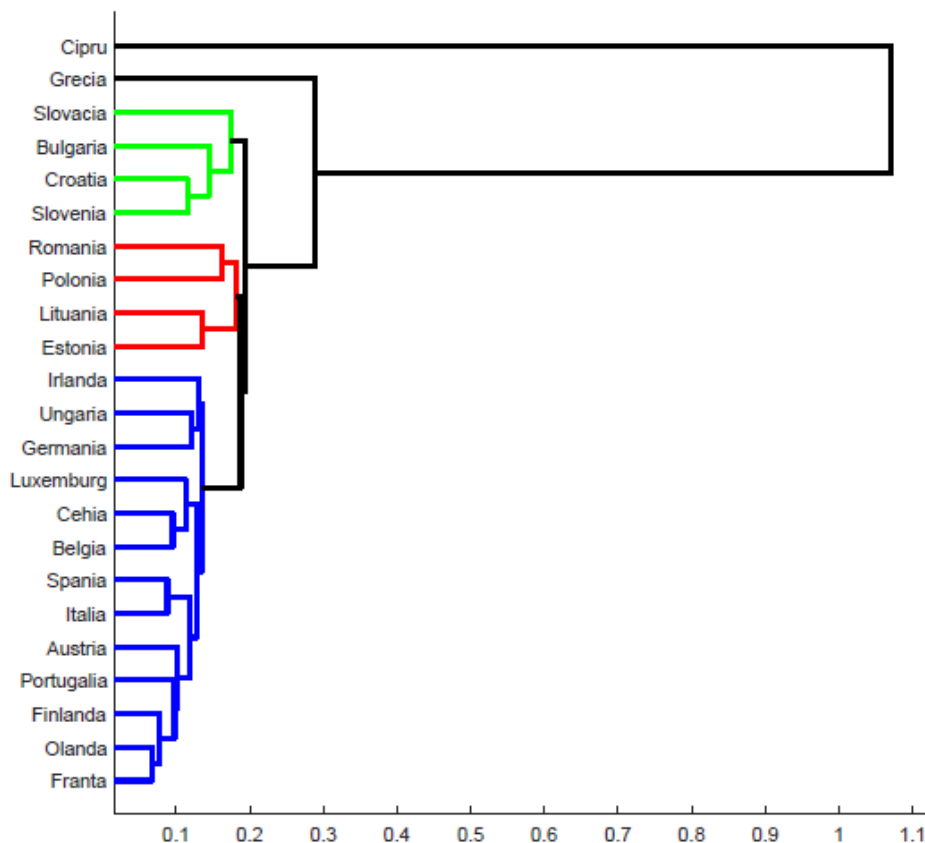
²⁰ Analiza de clasificare a observațiilor în grupuri (cluster analysis) este o metodă de învățare nesupravegheată care face inferențe din seturile de date fără a avea nevoie de o variabilă dependentă (y). Observațiile sunt grupate în funcție de similaritatea lor în același grup. Pentru a împărți observațiile în funcție de similaritate se folosește o măsura de distanță.

Algoritmul de clusterizare ierarhică are următorii pași: 1. Caută similaritatea dintre fiecare pereche de obiecte din setul de date folosind un tip de distanță. Pentru un set de date cu m obiecte, există $m*(m-1)/2$ perechi care sunt grupate în matricea de disimilaritate. Matricea de disimilaritate este simetrică de dimensiune $m*m$ iar elementul $D(i,j)$ corespunde distanței dintre observațiile i și j. 2. Se grupează obiectele într-un arbore de cluster binar, ierarhic prin legarea perechilor de obiecte aflate în imediata apropiere utilizând funcția de legătură. Funcția de legătură folosește informațiile despre distanță generate în pasul 1 pentru a determina apropierea obiectelor între ele. Clusterelor binare sunt grupate în cluster mai mari până când se formează un arbore ierarhic. 3. Determinarea numărului de cluster e necesară pentru a partiționa arborele ierarhic în cluster. Există modalități prin care se poate verifica tăierea care poate fi și arbitrară. Verificarea clusterizării datelor se poate face prin

au fost realizate pe baza distanțelor dintre indicii piețelor de capital europene, calculate pe baza distanței Chebyshev. Datele rezultate au fost transformate într-un arbore ierarhic tip cluster, diferențierea fiind făcută în funcție de distanța de la mediană.

Analiza randamentelor arată că România, Polonia, Lituania și Estonia sunt grupate pe termen lung (2014-2022) în același cluster, ceea ce indică o dinamică apropiată a acestora. Următorul grup, cel mai apropiat ca dinamică, este format din Slovenia, Bulgaria, Croația și Slovacia. Pe termen lung, distanțele dintre piețe se estompează.

Graficul 49 Gruparea piețelor de capital europene pe termen lung (2006-2022 Q1)

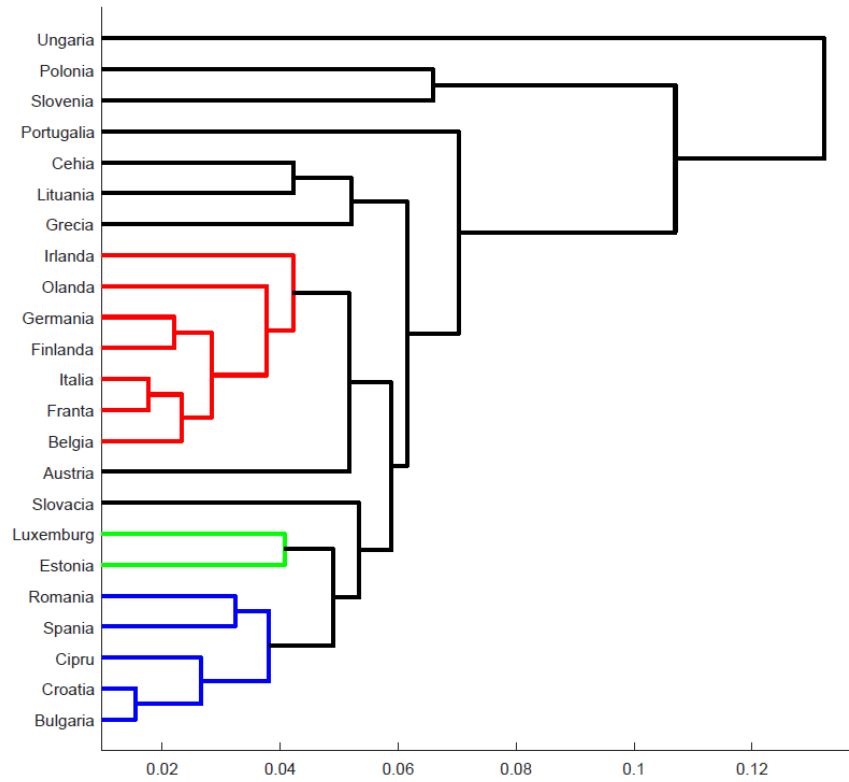


Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Analiza randamentelor pe termen scurt (2021 Q2 - 2022 Q1) arată că România, Spania, Cipru, Croația și Bulgaria au avut dinamici asemănătoare. Pe termen scurt, dinamica piețelor europene tinde să fie diferită, ceea ce se reflectă în mărirea distanțelor dintre acestea și diferențierea clară a acestora în grupări distincte. Creșterea distanțelor dintre piețele financiare europene implică o scădere a dependențelor dintre acestea.

verificarea disimilarității. Într-un obiect clusterizat ierarhic toate datele sunt legate la un anumit nivel. Lungimea legăturii dintre două cluster (care este diferită de distanța dintre observații) se numește distanța cofenetică. Se compară două seturi de date: primul set de date este rezultatul funcției de grupare dintre date iar al doilea este dat de distanțele folosite pentru a crea ierarhizarea. Dacă corelația cofenetică este aproape de 1, atunci rezultatele obținute sunt aproape de ordonarea naturală.

Graficul 50 Gruparea piețelor de capital europene pe termen scurt (2021Q2--2022 Q1)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

4. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare

Piața de capital din România a înregistrat o redresare puternică în urma crizei cauzate de pandemia de COVID-19 și s-a dovedit în mare parte rezilientă în cursul anului 2021. Cu toate acestea, apariția noilor variante ale virusului COVID-19, îngrijorările privind riscul inflaționist, creșterea prețurilor mărfurilor, precum și riscurile geopolitice au generat noi obstacole în drumul de redresare a piețelor de capital.

Ca urmare a invaziei Rusiei în Ucraina, evoluțiile piețelor bursiere internaționale au înregistrat o deteriorare, însă nu de aceeași magnitudine cu cea din martie 2020 când piețele au avut cea mai semnificativă înrăutățire din cauza pandemiei COVID-19. În contextul declanșării acțiunilor militare în Ucraina de către Rusia în data de 24 februarie 2022, principalul indice al Bursei de Valori București (BET) a încheiat pe data de 24 februarie 2022 la un nivel de 12,664 de puncte, în scădere față de ziua precedentă cu 4%.

Piața bursieră din România a cunoscut în trimestrul I 2022 o volatilitate ridicată, corelată cu o tendință similară observată pentru majoritatea piețelor de capital din regiune. În luna martie 2022, din cauza conflictului dintre Ucraina și Rusia s-a înregistrat un episod ridicat de volatilitate pe Bursa de Valori București. Volatilitatea s-a diminuat la finalul lunii aprilie 2022 și s-a menținut și în luna mai la un nivel redus, revenind la pragul anterior declanșării conflictului.

În pofida evenimentelor recente, Bursa de Valori București a avut o evoluție pozitivă în trimestrul I 2022 comparativ cu aceeași perioadă a anului trecut. De asemenea, activele organismelor de plasament colectiv (OPC) din România au înregistrat o valoare de circa 50 miliarde lei la data de 31 decembrie 2021, în creștere cu peste 20% față de anul 2020.

Piețele financiare de acțiuni sunt susceptibile de a experimenta o volatilitate continuă pe termen scurt, dacă tensiunile dintre Rusia și Ucraina persistă. De asemenea, în ceea ce privește ratele dobânzilor, volatilitatea se menține ridicată, reflectând incertitudinile legate de procesul de normalizare a politicilor din economiile avansate.

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

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

Piața instrumentelor și investițiilor financiare este a doua ca mărime supravegheată de ASF (4,23% din PIB), din perspectiva valorii activelor entităților supravegheate, dar totodată și cea mai complexă din perspectiva numărului mare de tipuri de entități ce acționează pe această piață, a mecanismelor de funcționare ale acestora.

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

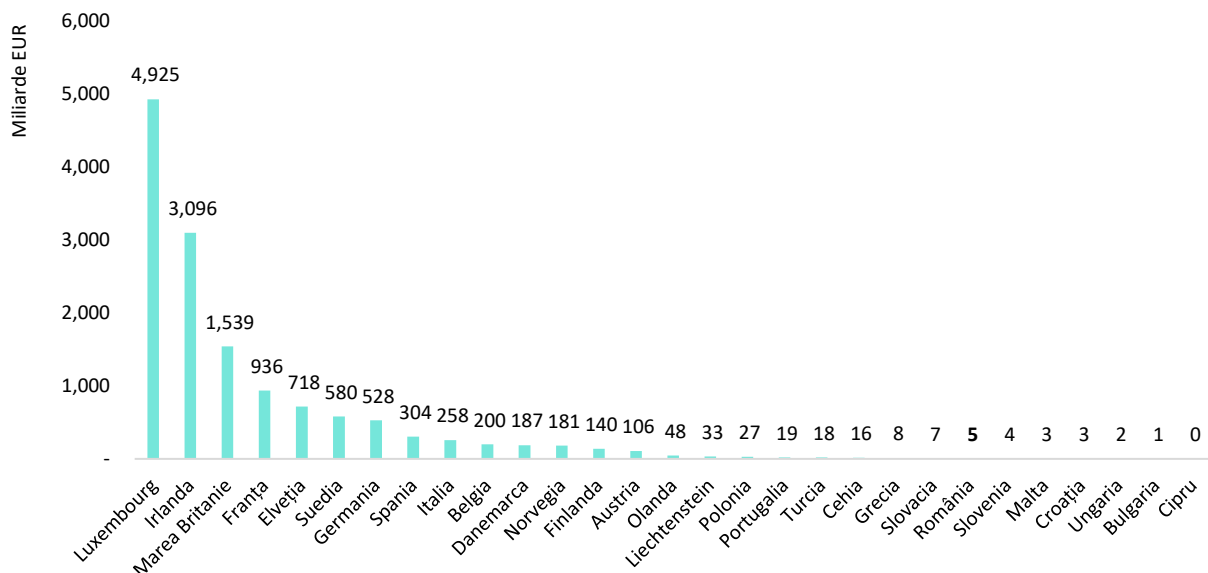
- organismele de plasament colectiv (OPC) împreună cu administratorii, depozitarii și distribuitorii acestora. În cadrul acestei categorii foarte largi există diferențieri importante între:
 - organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM - de regulă fonduri deschise de investiții, de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

4.1. Organismele de plasament colectiv în context european

În anul 2021, comparativ cu anul 2020, s-au înregistrat creșteri ale activelor nete atât în cazul organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (+19,29%), cât și în cazul fondurilor de investiții alternative (+12,47%), potrivit datelor publicate de EFAMA.

Valoarea cumulată a vânzărilor nete ale OPCVM-urilor a fost de circa 238 miliarde EUR în anul 2021 față anul 2020, în care piața europeană de OPCVM-uri a înregistrat vânzări nete în valoare de 226 miliarde EUR. Fondurile de investiții alternative din Europa au înregistrat ieșiri nete de 5 miliarde EUR, comparativ cu intrări nete de 64 miliarde EUR în trimestrul IV 2020. Aceste ieșiri nete au fost cauzate de decizia unui mare fond de pensii olandez de a-și retrage investițiile din FIA.

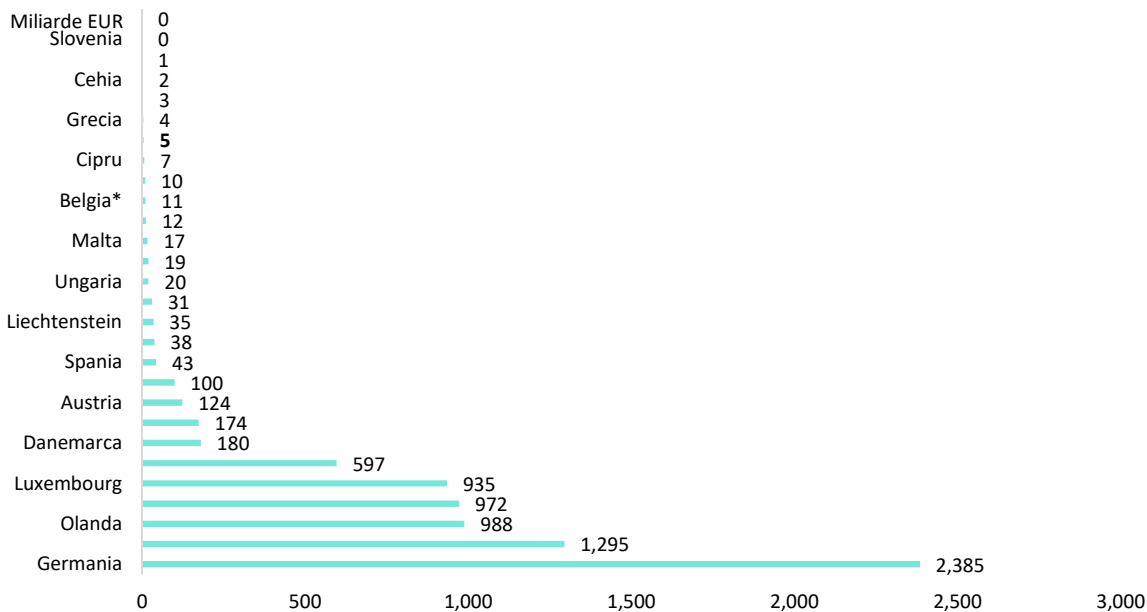
Graficul 51 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 31 decembrie 2021



Sursa: EFAMA

La 31 decembrie 2021, piața fondurilor de investiții din Europa cuprindea 65.212 fonduri de investiții (în creștere cu 1,90% față de numărul de la finele anului 2020: 63.999), dintre care 35.040 organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), respectiv 30.172 fonduri de investiții alternative (FIA).

Graficul 52 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 31 decembrie 2021



Sursa: EFAMA

Cele mai mari creșteri ale vânzărilor nete au fost înregistrate în cazul OPCVM-urilor de fonduri monetare, care au consemnat în trimestrul IV 2021 intrări nete în valoare de 91 miliarde EUR, în timp ce la polul opus se află fondurile ARIS, cu ieșiri nete în valoare de aproximativ 2 miliarde EUR. În cazul FIA, cea mai mare valoare a intrărilor nete s-a constatat în categoria reprezentată de alte fonduri (+72 miliarde EUR), în timp ce fondurile de obligațiuni au înregistrat ieșiri nete în valoare de 59 miliarde EUR.

4.2. Organismele de plasament colectiv din România

La finalul lunii decembrie 2021, în România își desfășurau activitatea 15 societăți de administrare a investițiilor (SAI), 83 fonduri deschise de investiții (FDI), 32 fonduri închise de investiții/fonduri de investiții alternative (FÎI/FIA) din care 5 societăți de investiții financiare (SIF) și Fondul Proprietatea și 4 depozitari. Valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România era de circa 50 miliarde lei la data de 31 decembrie 2021, în creștere cu circa 21% comparativ cu anul anterior.

Tabelul 11 Numărul de OPC și SAI

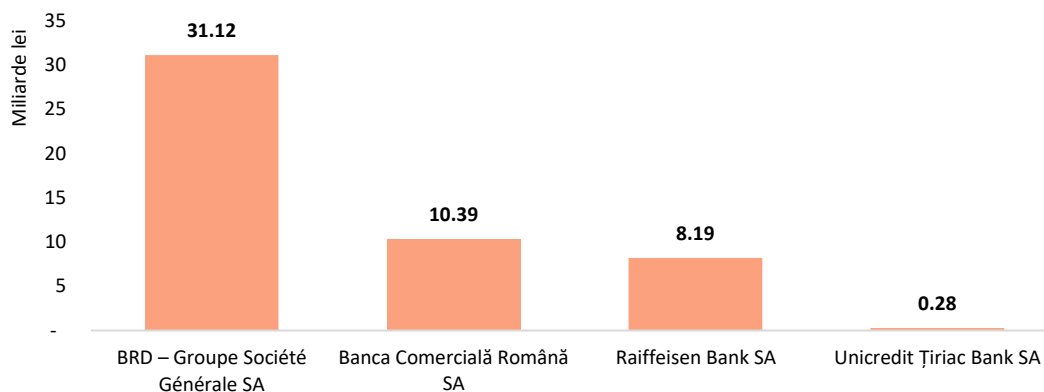
Categorie entitate	31.12.2009	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2021
	Nr. entități	Nr. entități	Nr. entități	Nr. entități
Societăți de administrare a investițiilor	20	18	18	15
Fonduri deschise de investiții	51	78	82	83
Fonduri închise de investiții/Fonduri de investiții alternative din care:	16	24	26	32
Societăți de investiții financiare	5	5	5	5
Fondul Proprietatea	1	1	1	1
Depozitari	9	4	4	4

Sursa: ASF

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

Numărul investitorilor în fondurile închise de investiții/fondurile de investiții alternative este mult mai scăzut decât cel al investitorilor în FDI. Astfel, la finele lunii decembrie 2021 numărul investitorilor în FDI s-a majorat față de sfârșitul anului 2020 cu 102.646 de investitori, iar numărul investitorilor în FÎI/FIA se situa la 88.454 investitori (cei mai mulți 88.169 persoane sunt investitori persoane fizice).

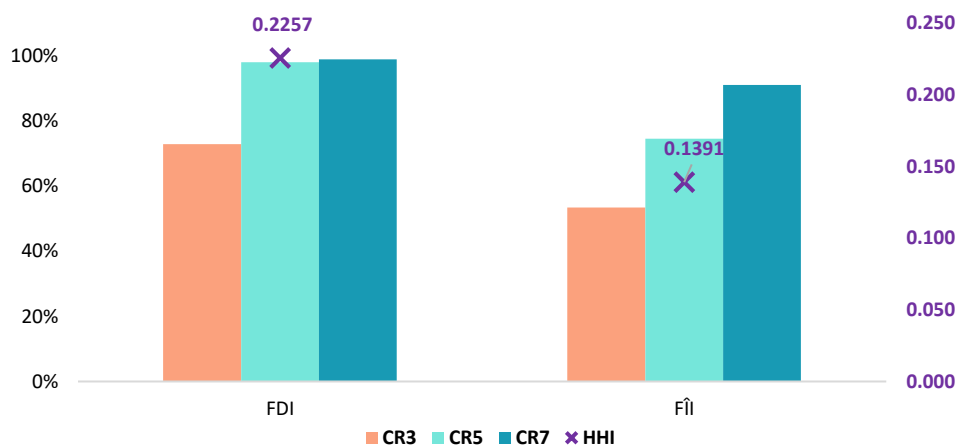
Graficul 53 Depozitarii activelor OPC



Sursa: ASF

Gradul de concentrare pe piața serviciilor de depozitare a activelor fondurilor deschise de investiții este ridicat. Dintre cei patru depozitari BRD – Groupe Société Générale S.A. deține o pondere de aproximativ 62% din totalul activelor fondurilor de investiții. Pentru piața fondurilor deschise de investiții, analizată din perspectiva activelor administrate de SAI-uri, indicele Herfindahl-Hirschman are valoarea de 0,2257, ceea ce arată un grad ridicat de concentrare. Acest lucru este confirmat și de indicatorii CR („concentration rate”). În cazul administratorilor fondurilor închise de investiții, gradul de concentrare este mediu.

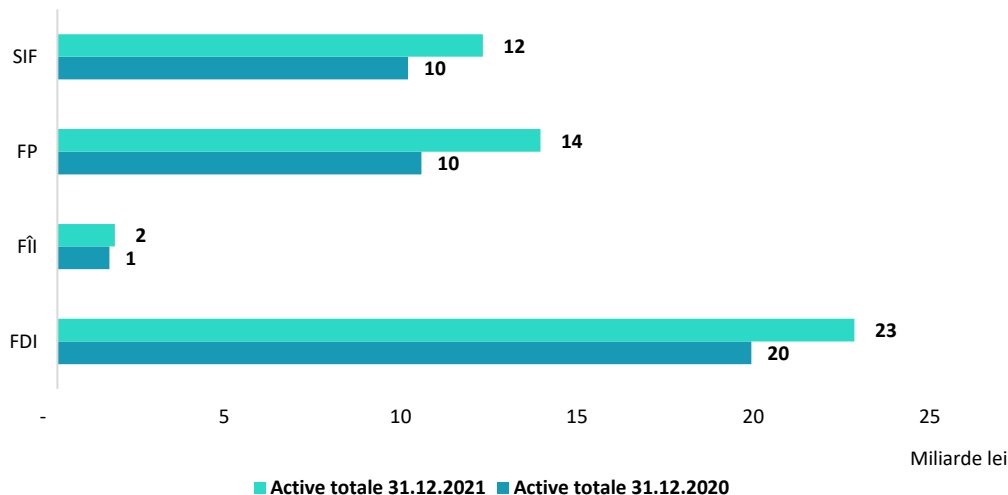
Graficul 54 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 31.12.2021)



Sursa: ASF

O analiză pe categorii de organisme de plasament colectiv arată că, la finalul anului 2021, activele totale ale SIF-urilor s-au majorat cu 21% față de finele lunii decembrie 2020, iar FP a înregistrat cea mai semnificativă creștere a activului total (33%) față de finalul anului 2020.

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



Sursa: ASF

Din perspectiva structurii plasamentelor, FDI sunt orientate preponderent către instrumentele cu venit fix (titluri de stat și obligațiuni), în vreme ce FÎI/FIA au o orientare dominantă către plasamentele în acțiuni.

Pe ansamblul pieței, structura consolidată a investițiilor tuturor organismelor de plasament colectiv indică totuși o preferință pentru titlurile de capital a căror valoare totală este de circa 26,5 miliarde lei, consemnând o pondere de circa 53% din activul cumulată al OPC. Investițiile în instrumente financiare cu venit fix la nivelul întregii piețe sunt în valoare de 20 miliarde lei, reprezentând aproximativ 40% din activul total al OPC.

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

Active totale - 31.12.2021	Fonduri deschise	Fonduri închise/FIA	SIF	FP	TOTAL
Acțiuni	2.114.524.332	1.214.889.755	10.001.571.078	13.199.995.567	26.530.980.732
Obligațiuni	4.676.603.207	42.007.476	175.487.880	-	4.894.098.563
Titluri de stat	9.477.150.696	-	-	77.106.529	9.554.257.225
Depozite și disponibil	4.321.236.453	133.481.259	658.413.787	415.612.574	5.528.744.072
Titluri OPCVM/AOPC	1.872.275.196	172.333.724	1.107.750.213	-	3.152.359.133
Altele	135.265.381	67.177.007	117.217.970	298.725	319.959.083

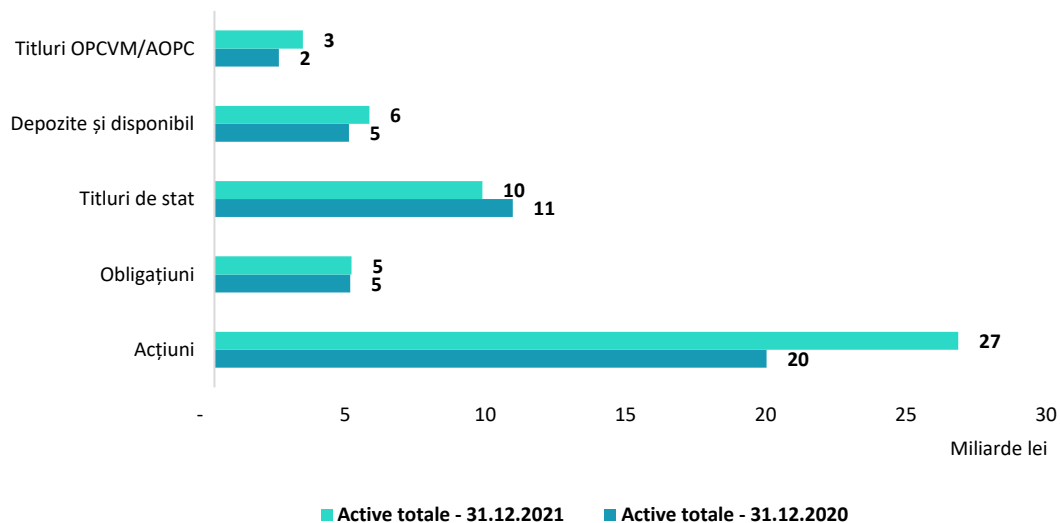
Sursa: ASF

La 31 decembrie 2021 față de finalul anului 2020, se constată o majorare a investițiilor efectuate în acțiuni (35%), titluri OPCVM/FÎI/FIA (37%), obligațiuni (4%) și depozite și disponibilități (15%), concomitent cu o reducere cu circa 10% a plasamentelor în titluri de stat.

Structura portofoliilor FDI este orientată cu precădere spre instrumentele financiare cu venit fix. Dintre acestea, cea mai semnificativă pondere în activul total al fondurilor deschise o dețin titlurile de stat (42%), fiind urmate de obligațiunile corporative cotate (21%).

În ceea ce privește structura plasamentelor FÎ/FIA, se constată că acestea sunt orientate cu precădere spre investițiile în acțiuni, ce dețin o pondere de aproximativ 75% din activul total al FÎ/FIA, dintre care circa 70% din activul total reprezintă plasamente în acțiuni cotate. De asemenea, se menține preferința mult mai redusă pentru strategiile investiționale orientate către instrumentele cu venit fix. Astfel, investițiile în obligațiuni dețin o pondere de aproximativ 2,6% din activul total, fiind semnificativ mai scăzută comparativ cu ponderea plasamentelor în acțiuni ale FDI.

Graficul 56 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC



Sursa: ASF

La sfârșitul lunii decembrie 2021, își desfășurau activitatea 83 de fonduri deschise de investiții, structurate pe cinci categorii: fonduri de acțiuni (28), fonduri de obligațiuni (30), fonduri diversificate (13) și fonduri mixte (11: combinație acțiuni-obligațiuni).

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

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

FDI funcție de politica investițională	Activ net 31.12.2019 (lei)	Activ net 31.12.2020 (lei)	Activ net 31.12.2021 (lei)
Fonduri de acțiuni	881.052.086	984.348.733	2.626.324.909
Fonduri diversificate	3.212.103.191	2.850.911.952	3.406.214.420
Fonduri de obligațiuni	17.972.448.926	15.432.129.149	15.787.573.914
Fonduri mixte	433.418.300	384.075.582	748.892.875
TOTAL	22.499.022.503	19.651.465.416	22.569.006.118

Sursa: ASF

Cea mai ridicată pondere în activul net cumulat al FDI este deținută de fondurile de obligațiuni, circa 70%. Fondurile diversificate ocupă locul al doilea din punct de vedere al cotei de piață, deținând o pondere de aproximativ 15% în activele nete cumulate ale FDI.

Durata modificată (*Modified duration*) pentru un portofoliu de instrumente cu venit fix reprezintă modificarea procentuală aproximativă a valorii portofoliului ca urmare a modificării cu 1% a randamentelor tuturor instrumentelor cu venit fix care fac parte din structura aceluia portofoliu. Durata modificată un indicator important pentru investitori, deoarece îi poate ajuta să înțeleagă cum vor reacționa deținerile lor de obligațiuni la modificările ratelor dobânzilor. De exemplu, dacă un investitor deține o obligațiune cu o valoare a duratei modificate de 2, se poate aștepta ca prețul obligațiunii să scadă cu 2%, dacă ratele dobânzilor cresc cu 1%.

Între ratele dobânzilor de piață și prețul instrumentelor cu venit fix există o relație inversă, în sensul că, o creștere a ratelor de dobândă conduce la o diminuare a valorii acestora. Modificările ratelor de dobândă se reflectă imediat în valoarea unității de fond doar în cazul în care titlurile din portofoliu sunt evaluate prin metoda marcării la piață și dacă acestea sunt lichide. Cu cât valoarea indicatorului este mai mare, cu atât crește fluctuația prețului.

Graficul 57 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni²¹



²¹ Au fost selectate fondurile de obligațiuni administrate de primii 5 administratori ca marime.

Modified duration

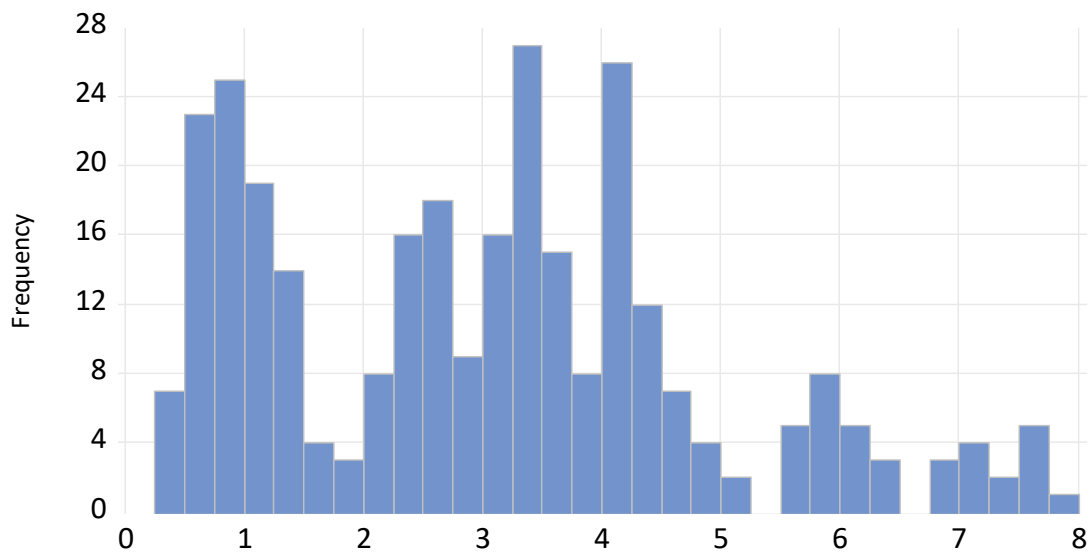


Sursa: ASF, calcule ASF

În cele prezentate mai sus se observă o diminuare a valorii duratei modificate pentru cele mai multe dintre fondurile de obligațiuni cu excepția BT Dolar Fix, BT Fix, OTP ComodisRO, Raiffeisen Dolar Plus, Raiffeisen Euro Plus și Raiffeisen RON Plus, unde acestea au înregistrat o majorare a indicatorului.

Graficul 58 Durata modificata (histogramă) pentru fondurile de obligatiuni (aprilie 2021-aprilie 2022)

Modified duration



Sursa: ASF, calcule ASF

Histograma pentru durata modificată pentru fondurile de obligațiuni pentru perioada aprilie 2021-aprilie 2022 arată că sunt puține fonduri care sunt mult expuse riscului de rată a dobânzii, respectiv care au o durată modificată de peste 5 ani.

Din categoria fondurilor închise de investiții, fondurile diversificate dețin o pondere de peste 42% în activul net cumulat al FÎI/FIA, ceea ce arată că interesul investitorilor în fonduri închise pentru această clasă de active este semnificativ. Din punct de vedere al cotei de piață, fondurile diversificate sunt urmate de cele de acțiuni (38% din activul net). Astfel, la finalul lunii decembrie 2021, circa 81% din totalul activelor nete administrate de FÎI/FIA sunt coordonate de fondurile de acțiuni și de cele diversificate. Activul net al fondului închis de obligațiuni, în valoare de 524.907 lei, reprezenta doar 0,03% din activul net cumulat al FÎI.

Din perspectiva structurii plasamentelor FÎI/FIA, se constată că acestea sunt orientate cu precădere spre investițiile în acțiuni, ce dețin o pondere de aproximativ 75% din activul total al FÎI/FIA, dintre care circa 70% din activul total reprezintă plasamente în acțiuni cotate. De asemenea, se menține preferința mult mai redusă pentru strategiile investiționale orientate către instrumentele cu venit fix. Astfel, investițiile în obligațiuni dețin o pondere de aproximativ 2,6% din activul total, fiind semnificativ mai scăzută comparativ cu ponderea plasamentelor în acțiuni ale FDI.

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

La finele lunii decembrie 2021 comparativ cu sfârșitul anului 2020, activele nete cumulate ale SIF-urilor au înregistrat o creștere de aproximativ 17%, iar societatea de investiții financiare care a avut cea mai mare apreciere a activului net a fost SIF Muntenia (SIF4), de circa 29%.

Tabelul 14 Evoluția sintetică a celor cinci societăți de investiții financiare

DATA	Indicatori	SIF1 Banat-Crișana	EVERGENT Investments	SIF 3 Transilvania	SIF4 Muntenia	SIF5 Oltenia
31.12.2020	VUAN (lei)	5,4928	2,0417	0,5412	1,9061	3,8274
	Preț de piață	2,2000	1,25	0,3440	0,8200	1,8000
	Discount (%)	59,95%	38,78%	36,44%	56,98%	52,97%
	Activ Net (lei)	2.826.268.753	1.996.644.101	1.173.368.284	1.542.284.671	2.061.065.470
	Nr. acțiuni emise	515.422.363	980.981.287	2.162.443.797	784.645.201	522.149.143
31.12.2021	VUAN (lei)	6,6268	2,4888	0,6424	2,5268	4,3953
	Preț de piață	2,5400	1,2250	0,3450	1,5650	1,6860
	Discount (%)	61,67%	50,78%	46,30%	38,06%	61,64%
	Activ Net (lei)	3.363.153.702	2.347.051.191	1.382.377.871	1.982.613.439	2.199.826.336
	Nr. acțiuni emise	507.510.056	957.563.544	2.152.000.000	784.645.201	500.000.000

Sursa: ASF, BVB, Rapoarte SIF

Fondul Proprietatea a înregistrat o valoare a activelor nete de 13,24 miliarde lei la finalul lunii decembrie 2021, în creștere cu aproximativ 29% față de luna decembrie 2020. Activele FP erau concentrate preponderent în România.

Tabelul 15 Evoluția sintetică a Fondului Proprietatea

Elemente de portofoliu	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Număr de acțiuni emise	9.101.963.263	7.613.970.697	7.210.158.254	6.412.196.967
Activ Net (lei)	10.232.198.304	11.871.445.440	10.266.911.904	13.244.639.868
VUAN	1,4095	1,7339	1,6974	2,2624
Preț de închidere (lei)	0,8830	1,2100	1,4500	1,9900
Discount (%)	37,35%	30,22%	14,58%	12,04%

Sursa: Fondul Proprietatea

4.3. Piața bursieră

Indicele BET a depășit pragul de 13.000 puncte la finalul anului 2021, pentru ca în luna ianuarie 2022 indicele BET să atingă un maxim de 13.682 puncte. La 31 mai 2022, toți indicii bursei locale au înregistrat scăderi comparativ cu finalul anului 2021.

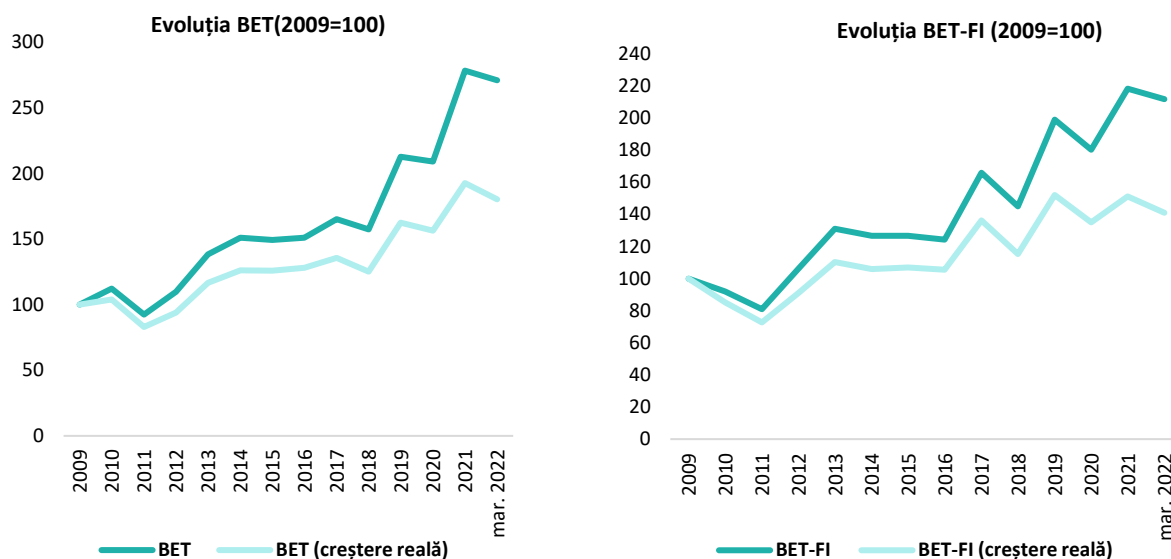
Tabelul 16 Variația anuală a indicilor bursieri locali vs. variația Indicelui Prețurilor de Consum

An	BET	BET-BK	BET-FI	BET-NG	BETPlus	BET-TR	BET-XT	BET-XT-TR	IPC
2010	12,32%		-7,98%	29,49%			1,87%		3,07%
2011	-17,68%		-12,01%	-20,68%			-13,81%		3,14%
2012	18,74%		31,20%	2,61%			19,93%		4,95%
2013	26,10%	19,09%	23,32%	6,11%			23,40%		1,55%
2014	9,07%	3,69%	-3,22%	5,74%			6,33%		0,83%
2015	-1,11%	2,55%	-0,02%	-14,02%	-1,26%	3,14%	0,34%		-0,93%
2016	1,15%	0,19%	-1,87%	-2,97%	1,74%	9,70%	0,47%	8,39%	-0,55%
2017	9,44%	22,85%	33,43%	10,79%	10,72%	19,09%	14,48%	23,80%	3,32%
2018	-4,77%	-11,63%	-12,63%	-7,41%	-4,77%	4,30%	-7,62%	0,48%	3,27%
2019	35,13%	29,68%	37,27%	30,26%	34,26%	46,90%	34,45%	45,57%	4,04%
2020	-1,72%	-1,34%	-9,40%	-11,80%	-1,70%	3,39%	-4,73%	0,02%	2,06%
2021	33,20%	34,67%	21,08%	29,41%	32,98%	40,00%	31,08%	37,08%	8,18%
2022*	-4,22%	-7,84%	-4,68%	-0,46%	-4,03%	-0,18%	-5,09%	-1,14%	9,16%

Sursa: BVB, calcule ASF, *ultima dată valabilă 31.05.2022

Cele mai semnificative creșteri au fost înregistrate în anul 2019 comparativ cu anul 2018. În plus, creșteri importante au fost observate și în anul 2021 față de anul 2020. Acest lucru se datorează și faptului că în anul 2019 BVB a trecut la statutul de piață emergentă. Cu toate că, pe parcursul anului 2020, au fost înregistrate evoluții negative ale indicilor, datorate crizei generate de pandemia COVID-19, indicii au avansat, iar bursa a recuperat pierderile înregistrate. Ca urmare a conflictului militar dintre Rusia și Ucraina de la începutul anului curent, indicii au prezentat o evoluție ușor descendentă, iar cea mai importantă scădere la data de 31 mai 2022 comparativ cu 31 decembrie 2021 a fost înregistrată de indicele BET-BK (-7,84%), urmat de indicele BET-XT (-5,09%).

Graficul 59 Evoluția comparativă a indicilor BET și BET-FI



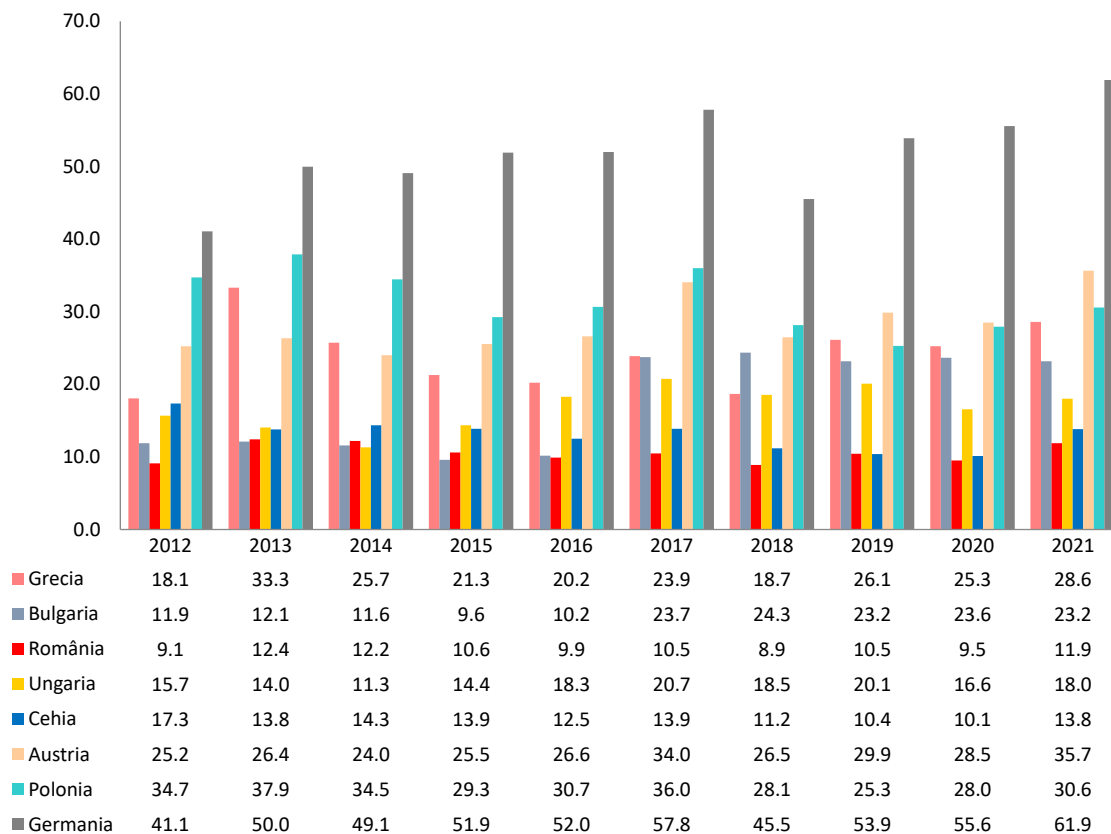
Sursa: Datastream, INSSE, calcule ASF

După criza financiară din 2007-2009, evoluția pieței de capital din România a fost puternic afectată de criza datoriilor suverane din 2011. Indicele BET a scăzut cu 8% în 2011, în timp ce indicele BET-FI s-a diminuat cu aproximativ 19%. Indicele BET a crescut cu 167%, în termeni nominali, în luna mai 2022 față de anul 2009, iar în termeni reali (fără aportul inflației) cu 69%, în timp ce indicele BET-FI a crescut cu 108%, iar în termeni reali cu 32%. Așa cum reiese din graficul de mai sus ambii indici au înregistrat o evoluție remarcabilă în anul 2021, pentru ca începutul anului 2022 să fie marcat de o evoluție ușor negativă.

În perioada 2012-2021, capitalizarea pieței raportată la produsul intern brut a atins un maxim de 12,4% la finele anului 2013, după care a cunoscut o evoluție descendentă, coborând până la circa 9% din PIB în anul 2018, urmând ca în anul 2021 să atingă nivelul de 11,9% din PIB. Factorii care au contribuit la această evoluție descendentă din perioada 2014-2018 au fost numărul relativ redus de noi companii listate și valoare de piață scăzută a acestora precum și performanța prețurilor acțiunilor (și implicit a indicilor bursieri) care a fost inferioară creșterii PIB în termeni nominali.

La finalul anului 2021, capitalizarea companiilor locale listate pe piața reglementată a BVB și pe AeRO a atins cel mai înalt nivel din istorie și a depășit 160 miliarde lei. Companiile românești listate la BVB au ajuns la cele mai mari valori din istorie. Capitalizarea companiilor autohtone de pe piața reglementată a depășit 141 miliarde lei, sau 28,5 miliarde euro, în creștere cu 38% față de nivelul de la finalul anului 2020, de 102 miliarde lei.

Graficul 60 Capitalizare bursieră în PIB (%)



Sursa: FESE, calcule ASF

În trimestrul I 2022, valoarea cumulată a tranzacțiilor pentru piața principală și SMT²² a înregistrat o creștere de 28%, de la 4,98 miliarde lei în trimestrul I 2021, la 6,36 miliarde lei în trimestrul I 2022. Titlurile de stat au înregistrat scăderi semnificative în trimestrul I 2022 față de trimestrul I 2021, ca urmare a faptului că multe dintre emisiunile de titluri de stat în programul Fidelis al Ministerului Finanțelor Publice din martie 2021 au fost scadente în primăvara anului 2022.

Numărul de tranzacții derulate la Bursa de Valori București (BVB) a crescut cu 47% în trimestrul I 2022 comparativ cu trimestrul I 2021.

²² sistem multilateral de tranzacționare

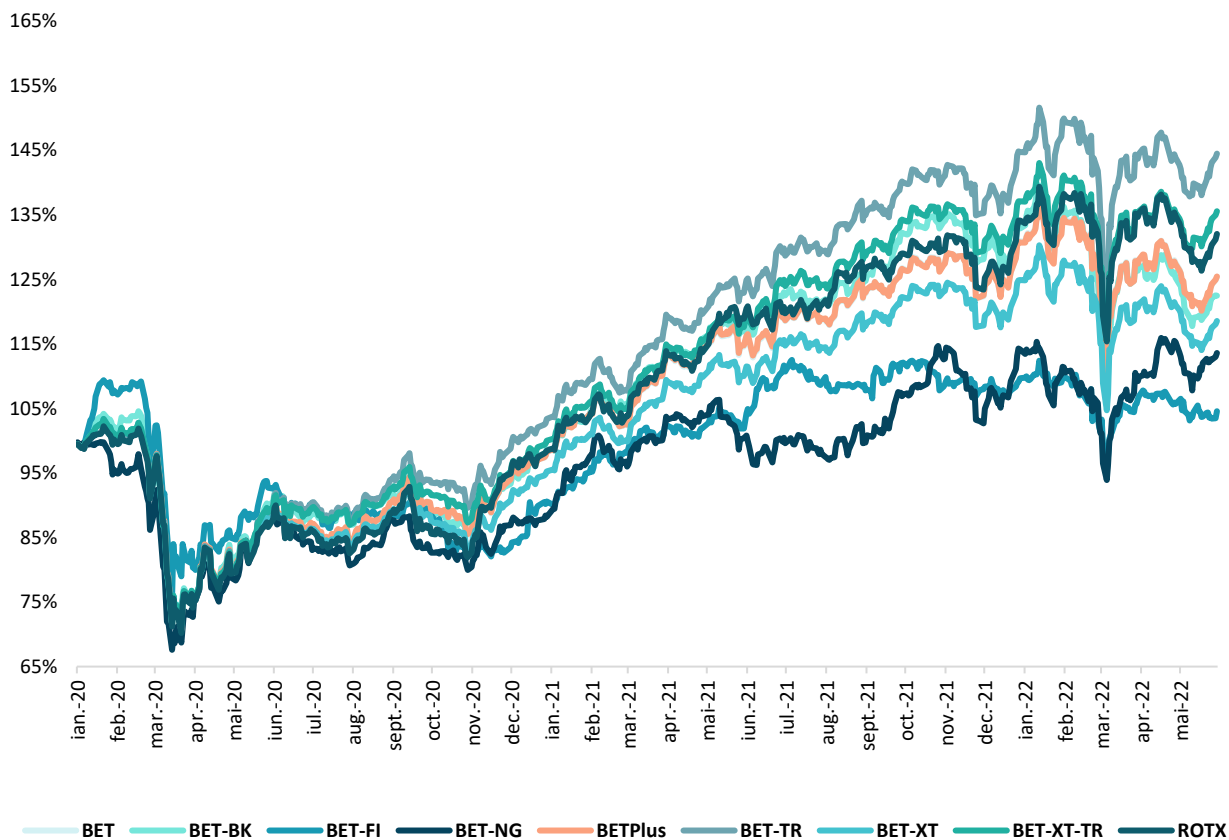
Tabelul 17 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața BVB și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument

Tip de instrument	31.03.2022			Variații 31.03.2022 vs. 31.03.2021 (%)	
	Nr. tranzacții	Valoare (lei)	Ponderea valorii în total (%)	Nr. tranzacții	Valoare
Acțiuni, inclusiv drepturi	499.295	5.344.044.495	84%	50%	96%
Obligațiuni	9.327	589.604.214	9%	3%	-51%
Produse structurate	41.934	303.368.718	5%	30%	57%
Titluri de stat	3.326	96.337.491	2%	-63%	-89%
Unități de fond	12.489	26.792.600	0%	357%	339%
Total	566.371	6.360.147.518	100%	47%	28%

Sursa: BVB

Toți indicii burselor românești au înregistrat evoluții negative, la finele lunii mai 2022, comparativ cu finalul anului 2021. Indicele de referință BET, care surprinde evoluțiile celor mai tranzacționate companii de pe piața reglementată a BVB, a avut o scădere de aproximativ 4% la 31 mai 2022 comparativ cu finalul anului 2021.

Graficul 61 Evoluția indicilor BVB în perioada 3 ianuarie 2020-31 mai 2022 (31.12.2019 = 100)



Sursa: BVB

Indicele BET-BK, care a fost construit pentru a putea fi folosit ca benchmark de către administratorii de fonduri, dar și de alți investitori, a înregistrat la 31 mai 2022 cea mai semnificativă scădere, de aproximativ 8%.

De asemenea, toți indicii BVB au prezentat evoluții pozitive la finalul lunii mai 2022 comparativ cu luna mai 2021. Prin urmare, creșterile înregistrate au fost cuprinse între 2,60% (indicele BET-FI) și 17,53% (indicele BET-TR).

Piața reglementată BVB

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

Valoarea totală tranzacționată cu titluri de capital a crescut cu 106% în trimestrul I 2022 comparativ cu trimestrul I 2021, iar numărul tranzacțiilor a crescut cu circa 75%.

Valoarea tranzacțiilor cu titluri de capital (acțiuni, drepturi și unități de fond) a crescut cu aproximativ 105% (acțiuni și drepturi) și cu 339% în cazul unităților de fond, în T1 2022, comparativ cu valoarea înregistrată în aceeași perioadă a anului precedent.

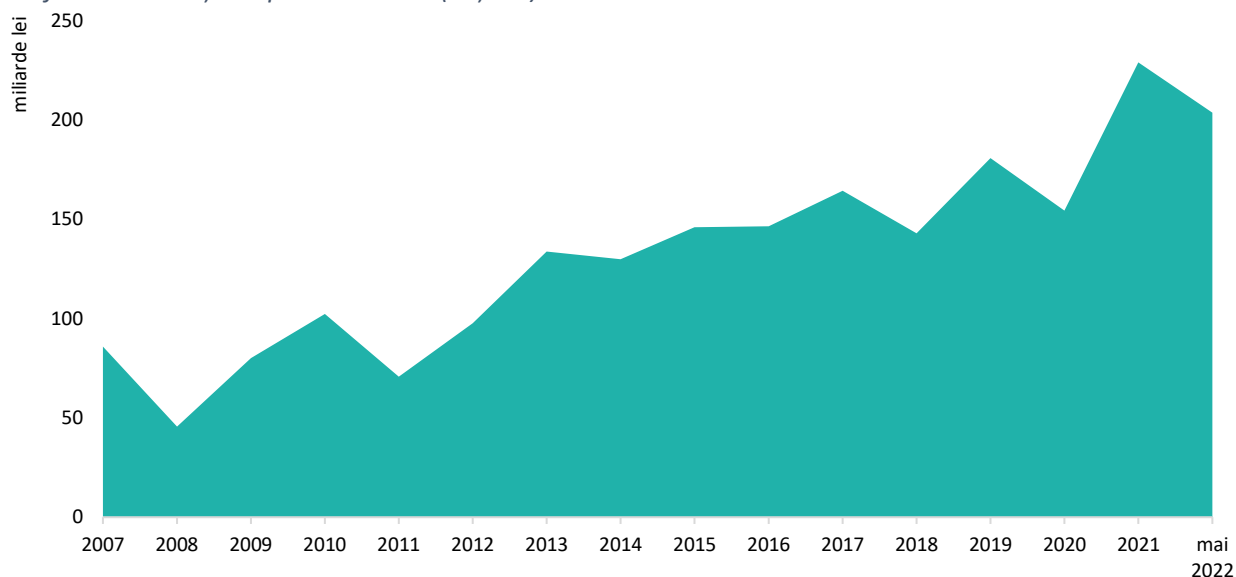
Cea mai ridicată valoare tranzacționată din ultimii doi ani a fost în luna septembrie 2020 (2,7 mld. ron), fiind susținută de vânzarea a 1,7 miliarde acțiuni, în valoare de 561 milioane ron, existente în OMV Petrom S.A. printr-o ofertă de plasament privat accelerat, urmate de acțiunile ce au avut ca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

Ministerul Finanțelor a emis titluri de stat în cuantum de 1,51% din totalul tranzacțiilor derulate în T1 2022 și EUR-TBONDS în cuantum de 1,62% din totalul tranzacțiilor derulate în primul trimestru al anului 2022. Acțiunile rămân clasa dominantă de active financiare, cu o pondere de 83,84% din totalul valorii tranzacționate la BVB la 31 martie 2022.

Pe primele 5 locuri din clasamentul celor mai lichide companii ale căror acțiuni au fost tranzacționate pe piața principală a BVB s-au situat, în continuare, TLV (Banca Transilvania SA), SNP (OMV PETROM SA), BRD (Banca Română pentru Dezvoltare - Groupe Societe Generale SA), FP (Fondul Proprietatea), și M (MedLife SA), cumulând tranzacții de peste 62% din totalul valorii tranzacționate pe piața principală BVB.

Capitalizarea bursieră a prezentat o evoluție pozitivă de-a lungul perioadei analizate. Cea mai ridicată valoare a fost înregistrată în anul 2021 (+48%) comparativ cu finalul anului 2020 care a fost influențat de criza sanitară COVID-19. În plus, la finalul lunii mai din anul 2022 a fost înregistrată o scădere de 11% comparativ cu finalul anului 2021 și o creștere de 32% comparativ cu finalul anului 2020. Totodată, la finalul lunii mai 2022 a fost înregistrată o creștere de aproximativ 6% comparativ cu finalul lunii mai 2021.

Graficul 62 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni)



Sursa: BVB

Sistemul multilateral de tranzacționare (SMT) din cadrul BVB

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

La 31.03.2022, existau 298 instrumente disponibile la tranzacționare pe SMT: 283 instrumente tranzacționabile pe piața XRS1 și 15 instrumente tranzacționabile pe piața XRSI. Numărul instrumentelor disponibile la tranzacționare este în creștere.

Pe parcursul primului trimestru al anului 2022, au fost derulate aproximativ 91 mii tranzacții pe SMT în valoare totală de circa 350 milioane lei, în creștere cu 9% comparativ cu valoarea înregistrată în aceeași perioadă a anului anterior. În trimestrul I al anului 2022, instrumentele preferate de către investitori pe SMT au fost acțiunile, a căror valoare reprezintă circa 85% din valoarea totală tranzacționată.

Companiile ale căror acțiuni au fost cel mai des tranzacționate în T1 2022 au fost AROBS (Arobs Transilvania Software), ROC1 (HOLDINGROCK1) și HAI (Holde Agri Invest SA - Clasa A).

4.4. Intermediarii

La finalul anului 2021, pe piața BVB își desfășurau activitatea un număr total de 27 de intermediari, dintre care 17 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 7 entități autorizate în alte state membre UE.

În cadrul SMT au activat la finalul anului 2021 un număr total de 20 de intermediari, din care 16 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și o firmă de investiții autorizată într-un alt stat membru UE.

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

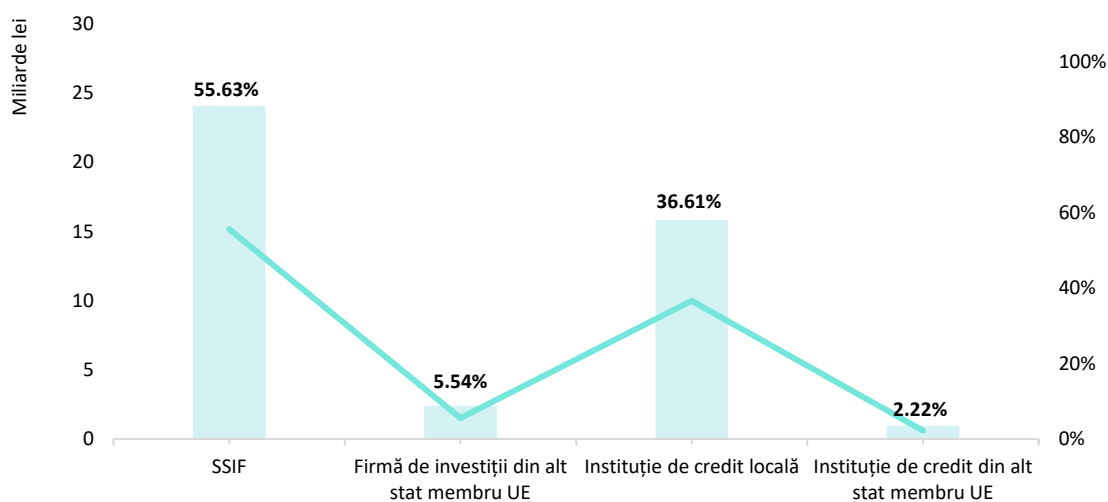
Categorie	Înregistrați în Registrul CNVM în 2009*	BVB 31.12.2021	SMT 31.12.2021
Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF)	63	17	16
Instituții de credit locale	15	3	3
Firme de investiții din alte state membre UE	802	4	1
Instituții de credit din alte state membre UE	117	2	
Sucursală a unei instituții de credit din alte state membre UE		1	
TOTAL	997	27	20

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

Sursa: BVB, calcule ASF

La finalul primului trimestru al anului 2022, cei mai activi intermediari pe BVB (piața reglementată și SMT) au fost SSIF-urile, valoarea intermediată de acestea fiind de aproximativ 8,13 miliarde lei. Intermediarii locali (SSIF și instituțiile de credit) au realizat aproximativ 91% din valoarea totală intermediată. Dintre intermediarii autorizați în alte state membre UE care au efectuat tranzacții pe piețele la vedere, cele mai active au fost firmele de investiții, acestea cumulând o cotă de piață de 5,52%.

Graficul 63 Valoarea tranzacționată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 31 martie 2022

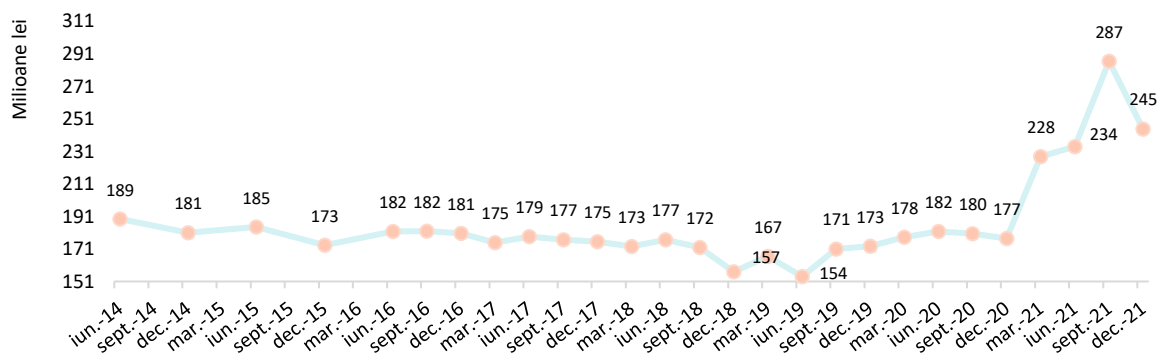


Sursa: BVB, calcule ASF

Primele 10 societăți dețin aproximativ 93% din valoarea totală intermediată în anul 2021. Dintre acestea, 6 sunt Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), trei instituții de credit locale și o firmă de investiții autorizată într-un alt stat membru UE.

În luna decembrie 2021, valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF-urilor a crescut cu aproximativ 38% față de luna decembrie 2020, atingând nivelul de 245 milioane lei.

Graficul 64 Valoarea acumulată a fondurilor proprii ale SSIF

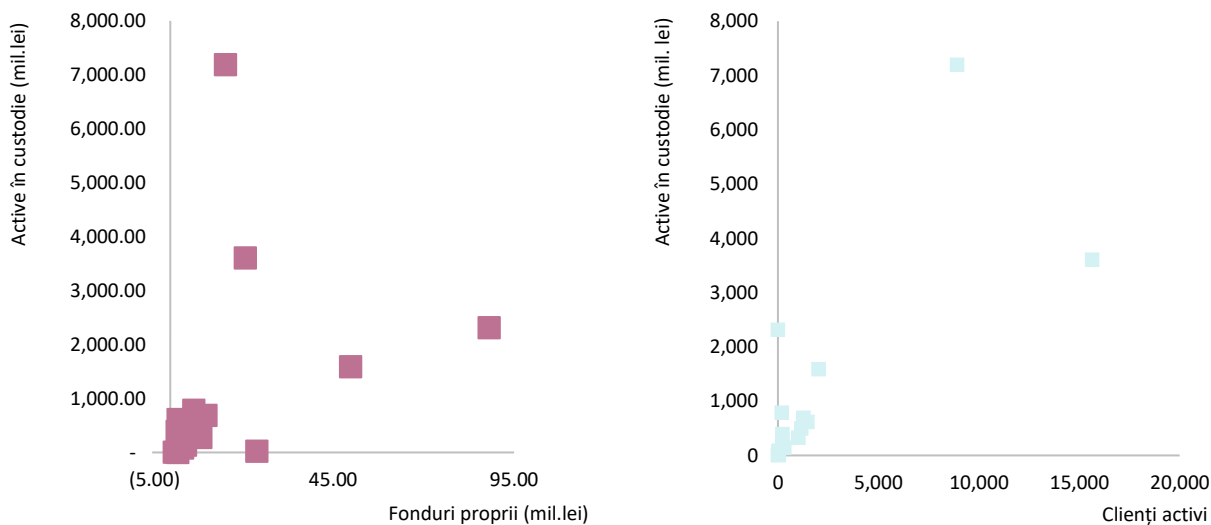


Sursa: ASF

La sfârșitul lunii decembrie 2021, SSIF-urile aveau în custodie o valoare cumulată a activelor de 18,60 miliarde de lei (aproximativ 3,78 miliarde de euro), reprezentând atât disponibilități ale clienților, cât și titluri financiare deținute de aceștia.

Numărul cumulativ al conturilor de clienți activi ai SSIF-urilor la finalul lunii decembrie 2021 a fost de 32.644 (un investitor poate avea simultan conturi deschise la mai mulți intermediari). Din graficele prezentate mai jos se observă că valoarea activelor în custodie este în general corelată cu numărul de conturi active.

Graficul 65 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii (stânga), raportată la numărul de conturi active (dreapta)

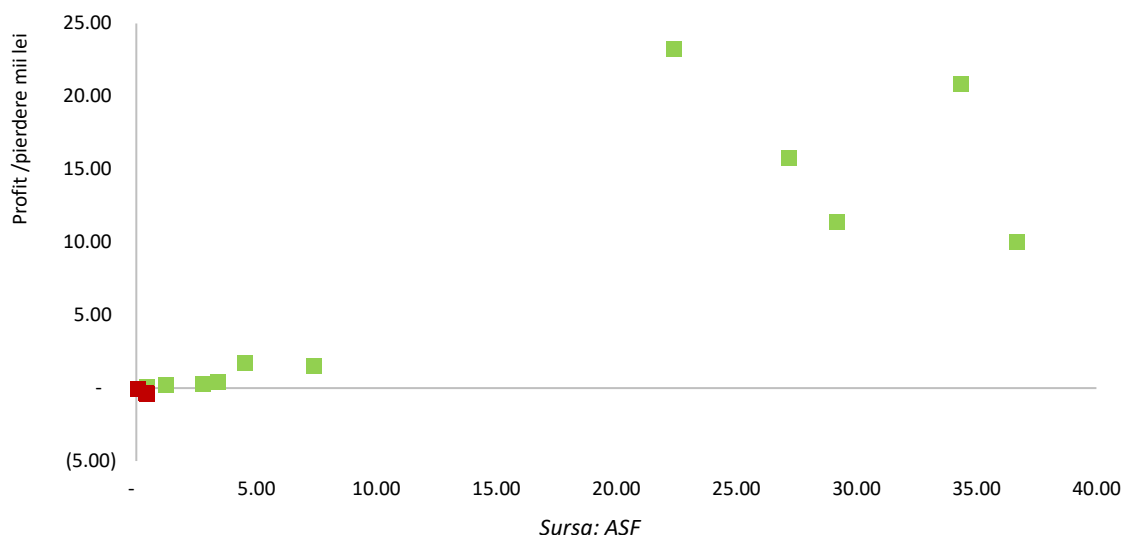


Sursa: ASF

Dintr-un total de 16 SSIF-uri, un număr de 12 SSIF-uri au obținut profit²³ în anul 2021, valoarea cumulată a profiturilor acestora fiind de circa 85,54 milioane lei. Pierderea cumulată a celor 4 SSIF-uri care au avut rezultate negative a fost de aproximativ 1,14 milioane lei.

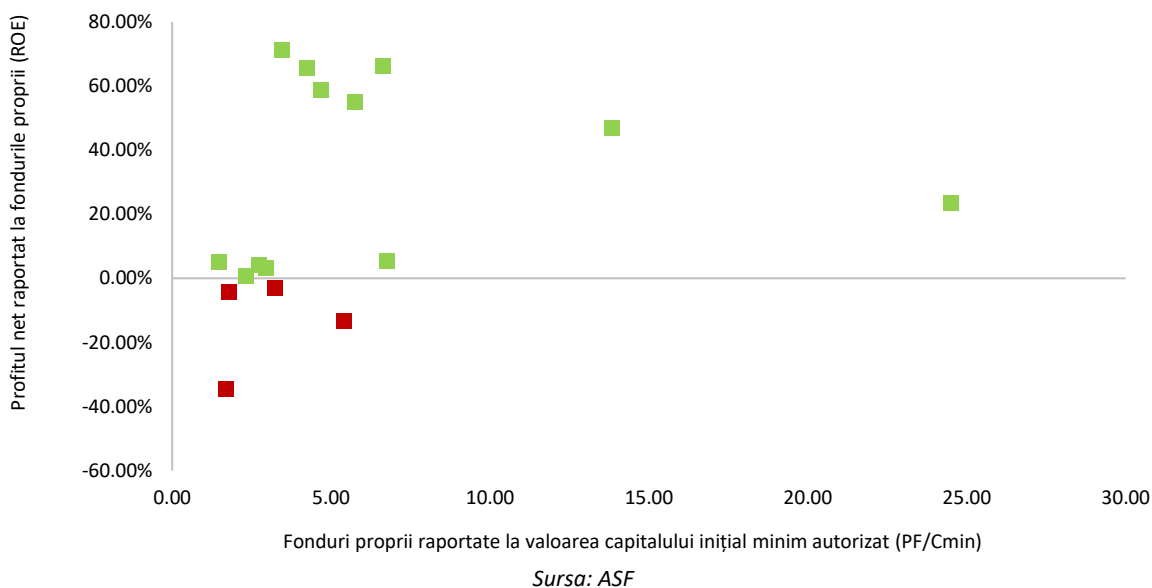
²³ Rezultatele prezentate sunt conform bilanțelor contabile preliminare aferente lunii decembrie 2021, rezultatele financiare auditate nefiind disponibile la data realizării raportului.

Graficul 66 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor



La finalul anului 2021, valoarea fondurilor proprii a înregistrat o creștere de 38% comparativ cu finalul anului 2020.

Graficul 67 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în 2021



4.5. Instituții de infrastructură a pieței. Depozitarul Central

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

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

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

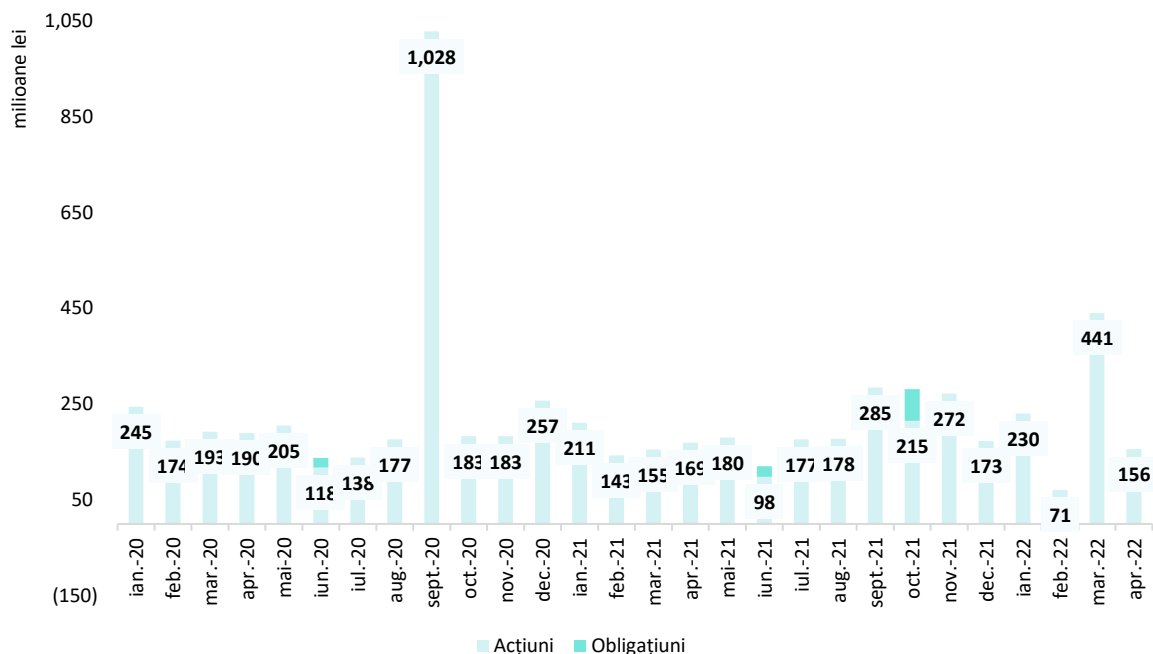
Tabelul 19 Sinteza activitate de compensare decontare locală netă în monedă națională

An	Numărul tranzacțiilor decontate	Valoarea tranzacțiilor decontate (mii lei) VTD	Valoarea tranzacțiilor după compensare (mii lei) VTC	Gradul de compensare (%) =100x(1-VTC/VTD)
2022*	572.222	12.532.724	2.071.899	83,47%
2021	1.532.335	31.900.490	5.712.721	82,09%
2020	998.169	29.807.692	5.209.478	82,52%
2019	598.986	27.133.714	5.541.291	79,58%
2018	669.299	28.269.202	4.177.188	85,22%
2017	1.045.162	31.942.174	5.317.097	83,35%
2016	1.015.204	24.822.286	4.250.145	82,88%
2015	1.095.125	26.497.348	5.370.408	79,73%
2014	1.070.648	18.605.875	7.065.874	62,02%
2013	902.016	13.788.000	6.408.785	53,52%
2012	936.613	9.762.948	3.308.301	66,11%
2011	1.123.195	11.563.022	4.370.001	62,21%
2010	1.114.257	8.728.071	2.032.601	76,71%
2009	1.506.052	6.973.809	1.712.406	75,45%
2008	1.719.301	8.818.206	2.238.866	74,61%
2007	2.220.388	18.962.304	5.204.794	72,55%

Sursa: Depozitarul Central, * până la martie 2022

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

Graficul 68 Valoare tranzacții (milioane RON) pentru anul 2020 și 2021



Sursa: Depozitarul Central

Totodată, Depozitarul Central este singura instituție din România autorizată să emită coduri LEI²⁴ pentru entități juridice din România.

4.6. Riscuri și vulnerabilități pe piața de capital

Volatilitatea de pe piețele de capital și goana către active sigure, cum ar fi obligațiunile, reflectă cât de multă incertitudine există în acest moment în rândul participanților pe piață. Acțiunile piețelor financiare europene au înregistrat scăderi puternice în primul trimestru al anului 2022, pe fondul unui mediu de piață incert și volatil, ca urmare a invadării Ucrainei de către Rusia.

De la izbucnirea conflictului armat dintre Rusia și Ucraina, piețele financiare globale au devenit extrem de volatile, predominând incertitudinea și sensibilitatea față de evenimente. De la începutul anului 2022, piețele de acțiuni europene au experimentat fluctuații semnificative de preț și de volatilitate. Nivelul de stres în cadrul sistemului financiar european s-a situat la valori similare celor înregistrate în martie 2020 (0,304), conform indicatorului compozit CISS calculat de Banca Centrală Europeană.

²⁴ Legal Entity Identifier

Graficul 69 Nivelul de stres în sistemul financiar european



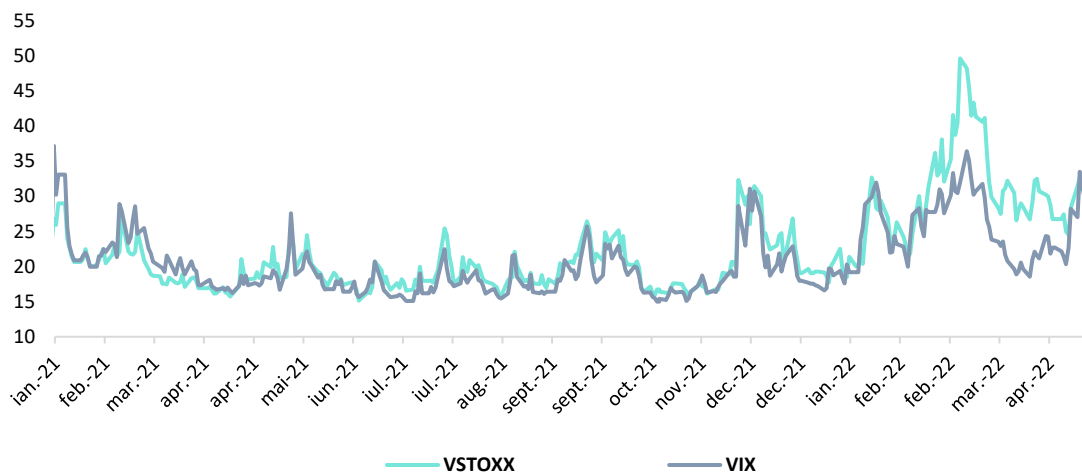
Sursa: ECB

Volatilitatea s-a dublat pe piețele internaționale, fiind mai mare în Europa (VSTOXX) decât în America (VIX). Indicele de volatilitate VSTOXX a urcat până la un vârf maxim de 49% în prima săptămână a lunii martie (+27 pts YTD), dar încă sub nivelurile observate în martie 2020.

În Statele Unite și Asia de Est, prețurile acțiunilor au fost mai puțin afectate, deoarece aceste economii sunt văzute ca fiind mai protejate de impactul direct al războiului. În schimb, în Europa, investitorii par să fie mai preocupați de posibilele riscuri la adresa perspectivelor economice și inflaționiste, având în vedere proximitatea lor geografică față de război, de expunerile relativ mari și dependența energetică față de Rusia. Subperformanța acțiunilor chineze s-a datorat în mare parte creșterii riscurilor geopolitice, dar și a preocupărilor legate de lockdown-urile cauzate de COVID-19.

Turbulențele de pe piețele financiare a coincis cu dorința investitorilor de a trece la active mai sigure sau de a accepta randamente mai mici. În acest sens, piețele obligațiunilor suverane din Zona Euro au înregistrat o scădere substanțială a randamentelor, spread-urile continuând să crească, iar din a doua săptămână a lunii martie, randamentele suverane au început să crească din nou.

Graficul 70 Indici de volatilitate implicită la nivel internațional



Sursa: Refinitiv Datastream

Cele două componente ale pieței de capital (bursa și organismele de plasament colectiv), din cauza rolului și condițiilor de funcționare specifice, se confruntă cu seturi diferite de riscuri.

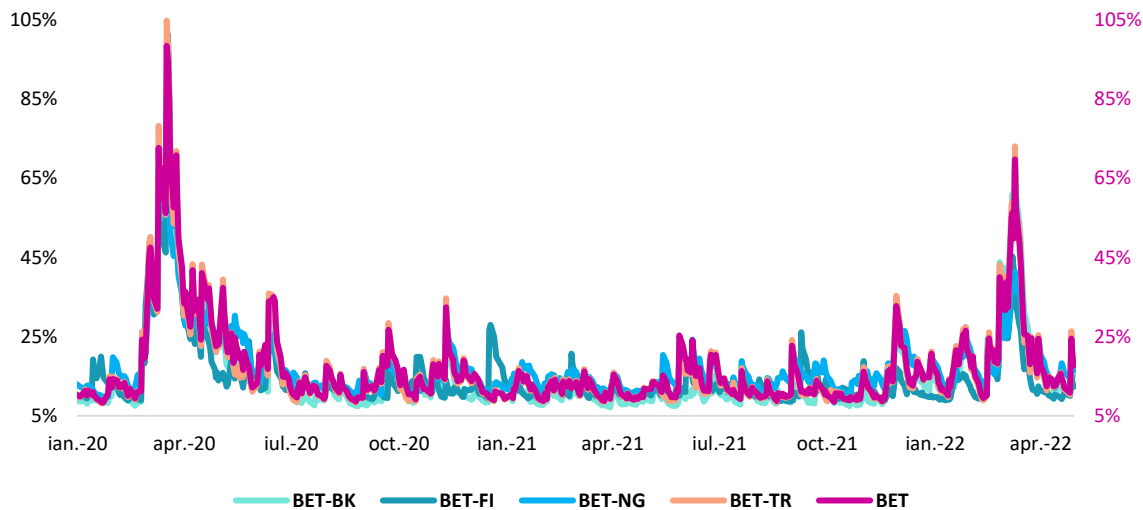
Principalele riscuri la care este expusă piața fondurilor deschise de investiții rămân în continuare riscul de piață, riscul de credit și riscul de concentrare a contrapartidelor. În continuare, acestea sunt gestionate în general adecvat la nivelul întregii piețe, având în vedere ponderea ridicată a obligațiunilor suverane în portofoliile de instrumente cu venit fix ale fondurilor de investiții. Complexitatea redusă a pieței face ca, deocamdată, aceste riscuri să nu fie amplificate prin utilizarea leverului financiar, instrumentele financiare complexe (ex. derivate, structurate, obligațiuni rezultate în securitizare etc.) neavând o pondere semnificativă în activele totale (4,23% din PIB în anul 2021). Nivelul ridicat al concentrării serviciilor de depozitare se menține ridicat și în anul 2021, din aceleași cauze structurale ca și în situația fondurilor de pensii.

Pentru piața bursieră locală, sunt relevante riscul de piață și riscul de lichiditate. Ca urmare a tensiunilor politice dintre Rusia și Ucraina, evoluțiile piețelor bursiere internaționale s-au deteriorat, însă nu de aceeași magnitudine cu cea din martie 2020 când piețele au înregistrat cea mai semnificativă scădere din cauza pandemiei SARS-CoV-2. După o deteriorare inițială a apetitului pentru risc ca urmare a invaziei ruse în Ucraina, la jumătatea lunii martie 2022 investitorii au devenit mai optimiști asupra riscurilor, iar acțiunile globale au recuperat majoritatea pierderilor anterioare.

Volatilitatea este un barometru de măsurare a riscului de a se confrunta cu incertitudinea pe care investitorii îl iau în considerare atunci când cumpără active financiare. În momente de incertitudine, volatilitatea piețelor crește, concomitent cu efectele de contagiune, astfel încât corelațiile dintre piețe devin mult mai strânse. Pe parcursul anului 2021, volatilitatea indicilor Bursei de Valori București a fost mult mai redusă, comparativ cu cea din anul 2020, existând episoade moderate de creștere a acesteia începând cu luna noiembrie 2021. În contextul tensiunilor dintre Ucraina și Rusia, în luna martie 2022 s-a

înregistrat o creștere a volatilității Bursei de Valori București, revenind la începutul lunii aprilie 2022 la pragul anterior declanșării conflictului, iar regimul rămâne deocamdată unul mediu spre scăzut.

Graficul 71 Volatilitatea indicilor bursieri locali - GARCH (1,1)



Sursa: BVB, prelucrare ASF

Bursa de Valori București nu a răspuns rapid la știrile privind invazia Rusiei în Ucraina, iar reacția acesteia a început să se manifeste pe parcursul lunii martie 2022 și a variat în timp, în funcție de stadiul conflictului dintre Rusia și Ucraina.

Conflictul a provocat o creștere a prețurilor mărfurilor cheie, trimițând un impuls inflaționist în întreaga lume. În pofida contextului macroeconomic deteriorat și a riscurilor în creștere pe piețele financiare, nivelul de lichiditate pe piața locală de capital în trimestrul I 2022 nu a fost afectat semnificativ, înregistrându-se o creștere față de trimestrul I 2021, atât din perspectiva valorii tranzacționate, cât și a numărului de tranzacții. Prin urmare, valoarea totală tranzacționată pe piața principală și SMT a atins nivelul de 6,36 miliarde lei în primul trimestru al anului 2022, în creștere cu 28% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2021. Numărul de tranzacții derulate pe Bursa de Valori București s-a majorat cu 47% în primele trei luni din anul 2022, comparativ cu primele trei luni din anul precedent.

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

Războiul reprezintă un risc greu de asigurat, prin urmare este de așteptat ca investitorii să se retragă brusc în active mai sigure, provocând astfel o creștere a volatilității claselor de active. În cele din urmă, prețurile activelor s-au stabilizat temporar în jurul unei noi normalități, pe măsură ce investitorii au evaluat evoluția războiului, implicațiile geopolitice și perspectivele economice.

5. Stabilitatea pieței asigurărilor

Piața asigurărilor din România a înregistrat pe parcursul anului 2021 o creștere a riscurilor de lichiditate și solvabilitate, precum și a riscului de conduită. Tendința de creștere în ceea ce privește riscul de conduită a avut loc, în principal, ca urmare a celor 2 societăți de asigurare cu cote semnificative pe piața asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto: City Insurance²⁵ și Euroins.

Activitatea de subscriere a înregistrat o dinamică în creștere în anul 2021 comparativ cu anul precedent, astfel încât volumul de prime brute subscrise s-a majorat cu 24%, situându-se la un nivel de 14,2 miliarde lei. O analiză mai detaliată pe clase de asigurare arată că **această dinamică a fost influențată în principal de creșterea primelor brute subscrise pentru clasa A10 (RCA și CMR)**. Volumul primelor brute subscrise pentru segmentul asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto (inclusiv CMR) a crescut cu 1,9 miliarde lei, de la 4,2 miliarde lei la 6,1 miliarde lei.

În ceea ce privește **valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerințele de capital**, acestea se situează la niveluri similare cu cele de la finalul trimestrului IV 2020. Deși se observă o ușoară deteriorare a ratelor SCR și MCR la nivelul pieței asigurărilor comparativ cu trimestrul IV 2020, ratele au înregistrat valori supraunitare (1,83; 4,22).

În ceea ce privește **lichiditatea**, deși indicatorul de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale s-a menținut la un nivel similar în decembrie 2021 (2,35) cu cel înregistrat în aceeași perioadă a anului anterior, se remarcă faptul că 14 dintre societățile de asigurare care practică și activitate de asigurări generale au înregistrat scăderi ale indicatorului de lichiditate. Pentru activitatea de asigurări de viață, indicatorul s-a situat la o valoare de 3,94 în decembrie 2021, nivel inferior celui înregistrat în decembrie 2020 (4,66). De asemenea, 12 dintre cele 13 societăți care au derulat activitate de asigurări de viață au înregistrat deprecierea în ceea ce privește indicatorul de lichiditate.

5.1. Piața asigurărilor în context european

Piața asigurărilor din Europa și-a dovedit reziliența și pe parcursul anului 2021, însă riscurile macroeconomice rămân una dintre principalele preocupări și în ceea ce privește sectorul asigurărilor.

Astfel, conform tabloului de riscuri publicat de EIOPA (aprilie 2022), **riscurile macroeconomice, cele referitoare la digitalizare și riscurile cibernetice** se mențin la **un nivel ridicat**, în timp ce **riscurile de subscriere și cele de profitabilitate și solvabilitate** se situează, în continuare, la **niveluri medii**.

În ceea ce privește **solvabilitatea sistemului european de asigurări**, EIOPA evaluează o îmbunătățire în ceea ce privește poziția grupurilor de asigurare, în timp ce ratele SCR aferente societăților ce practică activități de asigurări generale și de viață au înregistrat o ușoară scădere.

Riscurile legate de factorii de mediu, sociali și de guvernare (ESG) se află la un nivel mediu, observându-se o ușoară îmbunătățire în ceea ce privește mediana creșterii investițiilor societăților de

²⁵ A derulat activitate pe piața asigurărilor până în luna septembrie 2021, ulterior fiindu-i retrasă autorizația de funcționare

asigurări în obligațiuni verzi. Creșterea anuală a volumului de obligațiuni verzi în circulație a fost, de asemenea, volatilă, fiind observată o tendință ascendentă în ultimul trimestru al anului 2021.

Digitalizarea și riscurile cibernetice au crescut, situându-se în prezent la un nivel ridicat. Revizuirea în sens ascendent a acestei categorii de riscuri s-a bazat, în principal, pe intensificarea problemelor de securitate cibernetică și a preocupărilor referitoare la un conflict geopolitic hibrid.

De asemenea, pentru a identifica vulnerabilitățile sistemului european de asigurări și a implementa măsurile necesare pentru asigurarea stabilității financiare a pieței asigurărilor, EIOPA derulează periodic teste de stres ce vizează industria asigurărilor din Europa.

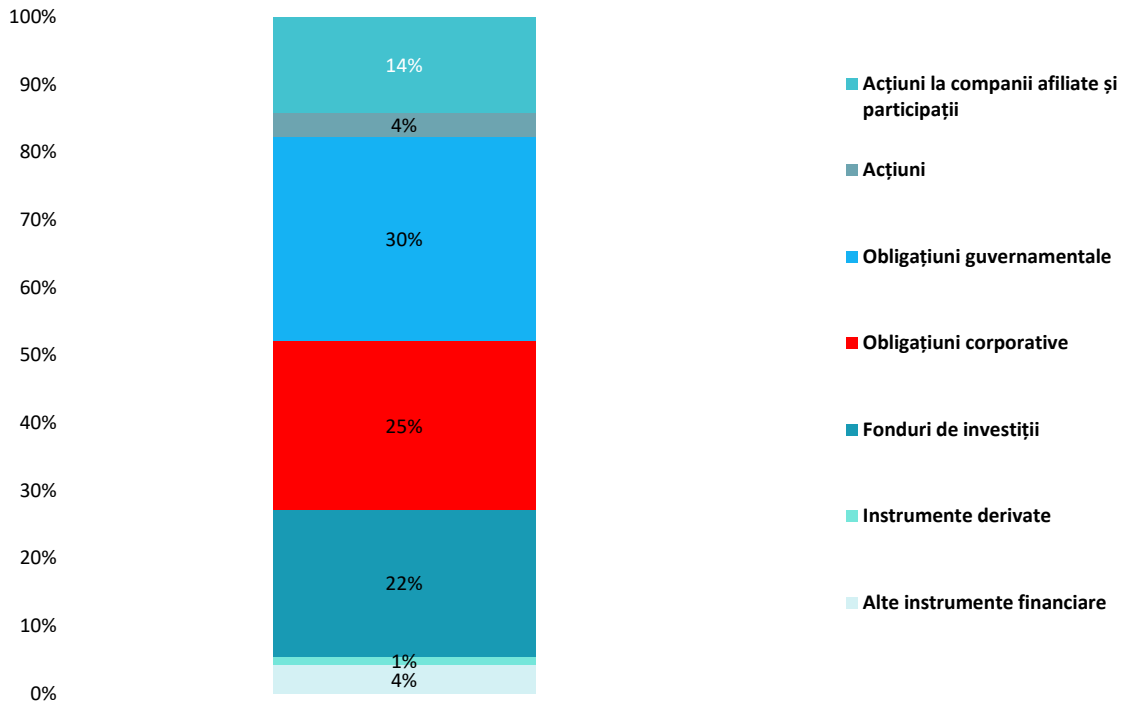
În anul 2021, exercițiul de testare la stres a avut ca obiectiv evaluarea rezilienței asigurătorilor din punct de vedere al capitalului și lichidității în ipotezele unor șocuri severe, dar plauzibile. **Scenariul exercițiului** a fost legat de persistența unui mediu prelungit caracterizat prin rate scăzute ale dobânzii, pe fondul efectelor generate de COVID-19.

Rezultatele testării la stres au arătat că participanții au absorbit șocurile adverse, în condițiile în care dețineau niveluri suficiente ale capitalizării înainte de testarea la stres, cu rate SCR ce depășeau nivelul de 200% la finalul anului 2020.

Componenta de capital a exercițiului a confirmat că **principalele vulnerabilități ale sectorului provin din șocurile pieței** (în principal, din decuplarea ratei dobânzii fără risc și a primelor de risc), în timp ce **componenta de lichiditate** a testului de stres a arătat că lichiditatea participanților pare a fi o preocupare mai puțin semnificativă decât pozițiile de solvabilitate, având în vedere **deținerile mari de active lichide ale asigurărilor**.

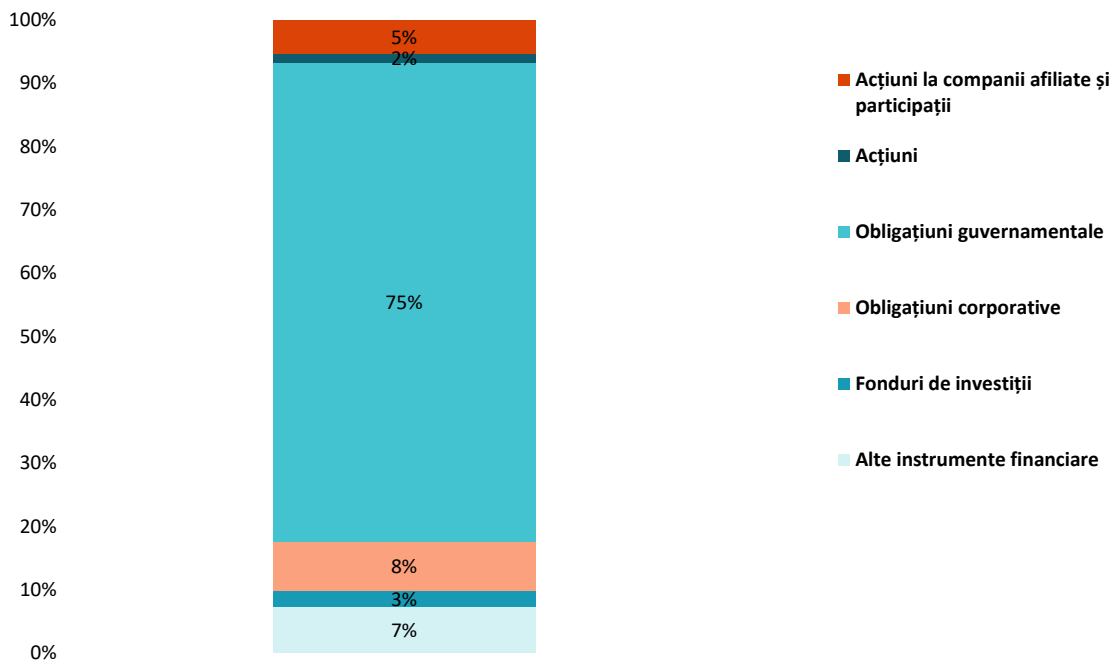
Din perspectiva **structurii investiționale agregate a societăților de asigurare**, se observă că atât la nivel european, cât și la nivel local, ponderea cea mai semnificativă este deținută de obligațiuni. Așadar, în trimestrul IV 2021, societățile de asigurare din Europa au investit în obligațiuni circa 57% din valoarea totală a plasamentelor, în timp ce asigurătorii din România dețin o pondere de 83% a investițiilor în obligațiuni.

Graficul 72 Structura investițională agregată a societăților de asigurare din Europa (Trim. IV 2021, 30 de țări)



Sursa: EIOPA, calcule ASF

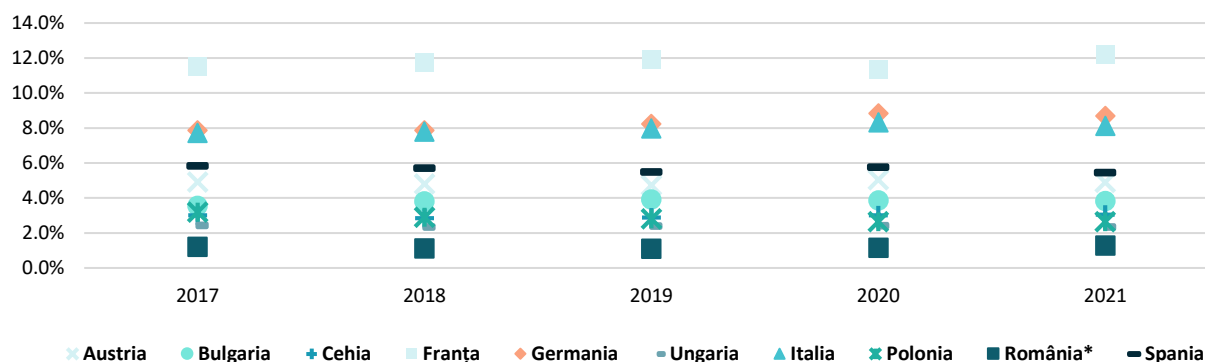
Graficul 73 Structura investițională agregată a societăților de asigurare din România (Trim. IV 2021)



Sursa: EIOPA, calcule ASF

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

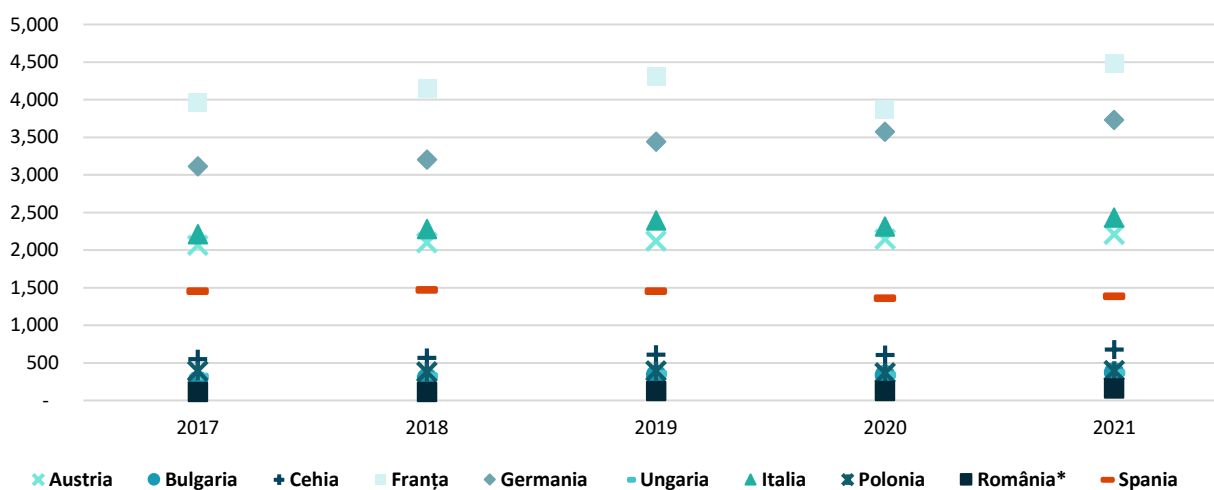
Graficul 74 Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB



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

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

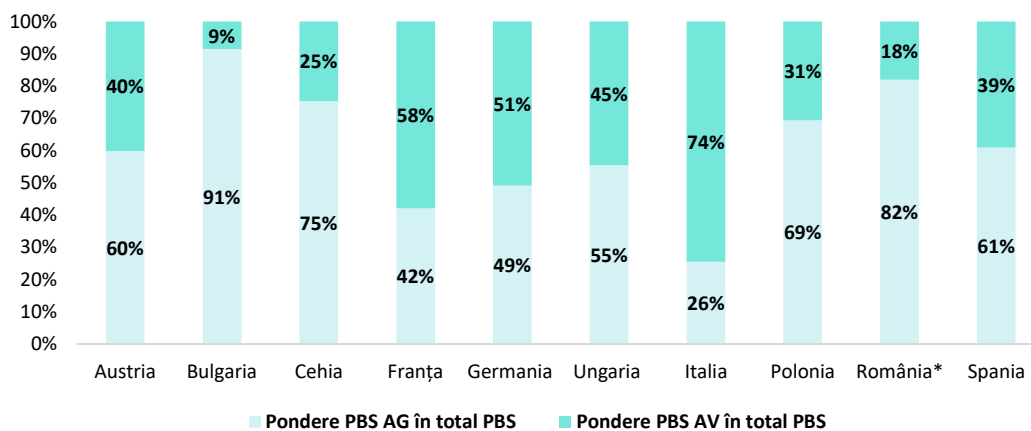
Graficul 75 Densitatea asigurărilor (EUR)



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

Ponderea activității de asigurări de viață în totalul sectorului de asigurări din România din perspectiva volumului de prime brute subscrise se află la un nivel scăzut pe plan local comparativ cu celelalte state analizate ale UE. În trimestrul IV al anului 2021, ponderea segmentului de asigurări de viață s-a situat la 18% în totalul subscrisorilor, pe când ponderea segmentului de asigurări generale a atins nivelul de 82% în totalul subscrisorilor.

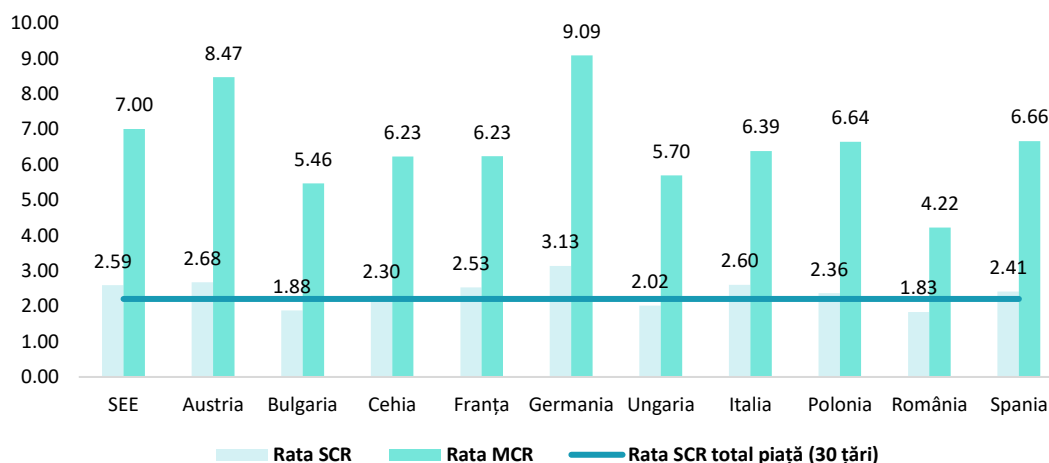
Graficul 76 Structura pieței asigurărilor în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață (Trim. IV 2021)



Sursa: EIOPA, calcule ASF, *date ASF

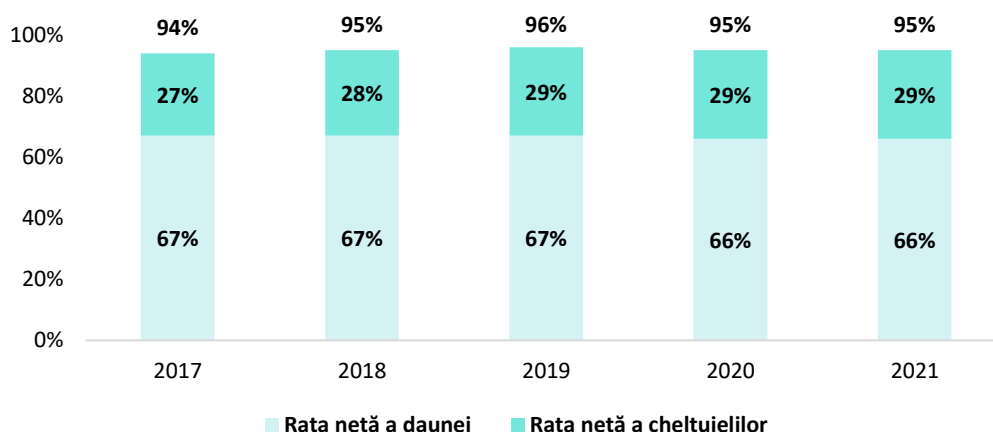
În ceea ce privește solvabilitatea sistemului european de asigurări, conform statisticilor publicate, rata SCR la nivelul pieței asigurărilor din cele 30 de țări ce raportează către EIOPA s-a situat la un nivel de 2,20, iar mediana ratei SCR se afla la o valoare de 2,10 în trimestrul IV 2021.

Graficul 77 Ratele cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței minime de capital (MCR) (Trim. IV 2021)



Sursa: EIOPA, rata SCR totală piață (30 țări) reprezintă raportul dintre valoarea totală a fondurilor proprii eligibile să acopere SCR și SCR aferente tuturor celor 30 țări ce au raportat către EIOPA

Graficul 78 Rata netă a daunei și a cheltuielilor la nivelul spațiului economic european (SEE) pentru activitatea de asigurări generale



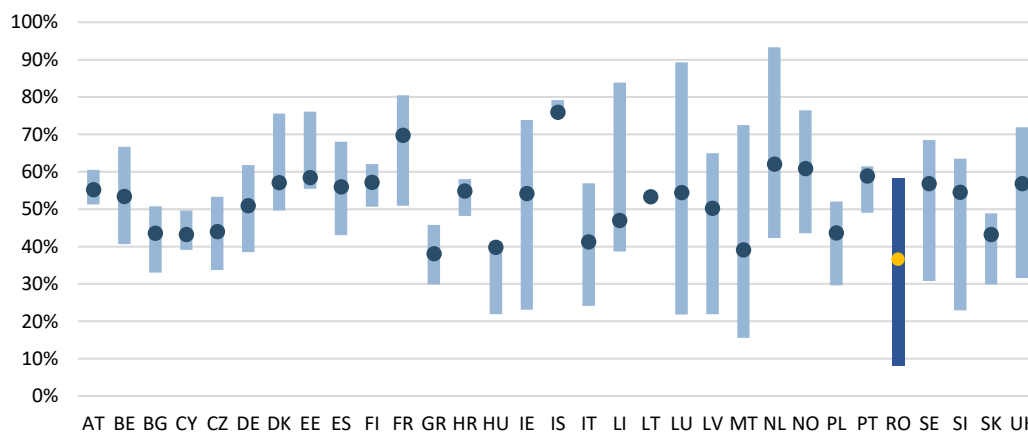
Sursa: EIOPA; Rata cheltuielilor este raportul dintre cheltuielile societăților și primele câștigate

Rata netă a cheltuielilor societăților de asigurare din statele spațiului economic european pentru activitatea de asigurări generale s-a situat la un nivel de 29% în anul 2021, fără a înregistra variații semnificative în perioada 2017 – prezent. Rata daunei s-a situat la 66% în anul 2021, rezultând o rată netă combinată a daunei de 95%.

Conform raportului *European Insurance Overview – 2021* publicat de EIOPA (octombrie 2021), **România a înregistrat în anul 2020 cea mai mică valoare mediană a ratei daunei**, calculată ca raportul dintre daunele plătite și primele câștigate, aferentă activității de asigurări generale, comparativ cu celelalte state europene. De asemenea, și în **Grecia (38%), Malta (39%) și Ungaria (40%), mediana ratei daunei a înregistrat valori sub nivelul de 40%.**

La polul opus, în **Islanda (76%), Franța (70%), Olanda (62%) și Norvegia (61%), s-au înregistrat cele mai mari valori mediane ale ratei daunei.**

Graficul 79 Rata daunei pe țări

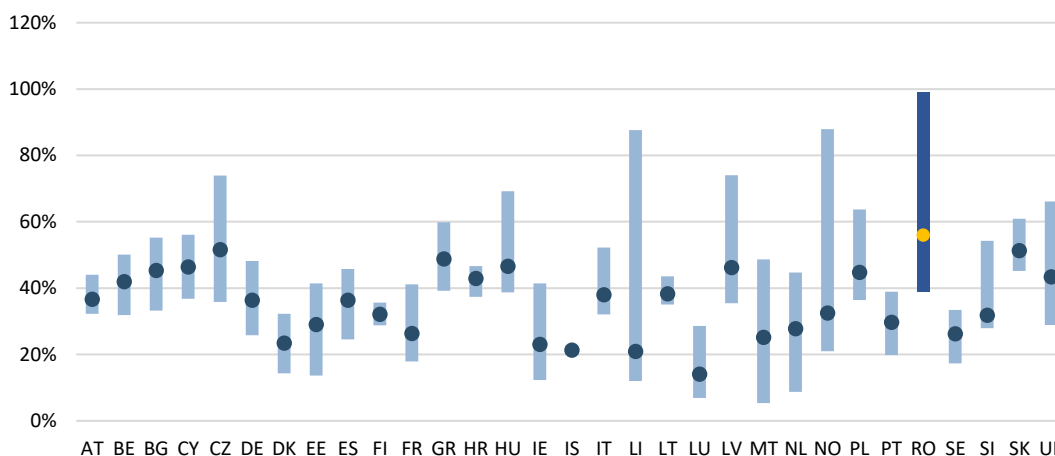


Sursa: EIOPA, rata daunei este definită ca raportul dintre daunele plătite și primele câștigate, graficul prezintă intervalul intercuartilic și valoarea mediană

Pe de altă parte, comparația între state, realizată pe baza datelor publicate de EIOPA (European Insurance Overview, 2021), arată că în România a fost înregistrată cea mai mare valoare mediană a ratei cheltuielilor societăților de asigurare, de 56% (în anul 2020), urmată de Cehia (52%), Slovacia (51%) și Grecia (49%).

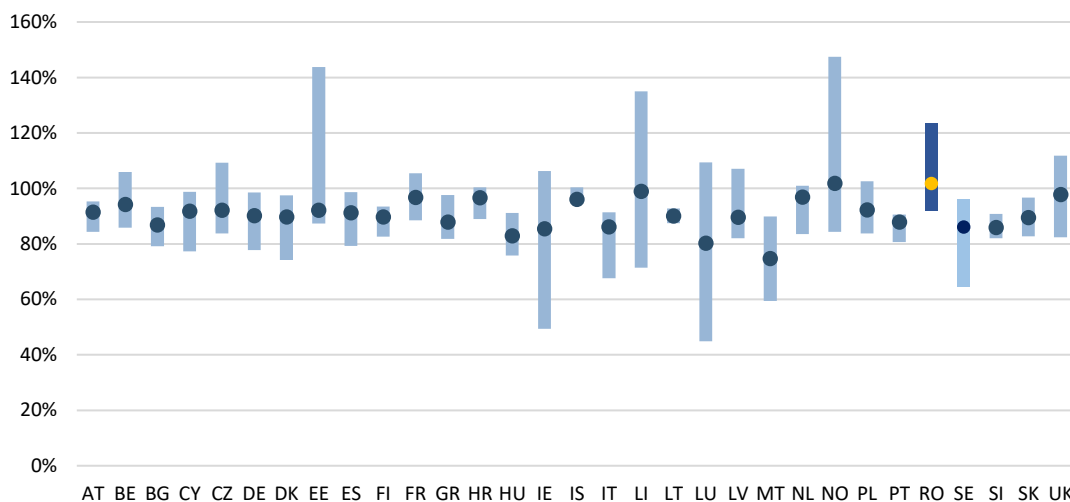
La polul opus, se situa Luxemburg cu o mediană a ratei cheltuielilor de doar 14%.

Graficul 80 Rata cheltuielilor pe țări



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

Graficul 81 Rata combinată a daunei pe țări



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

Norvegia și România au înregistrat cele mai mari valori mediane ale ratei combinate a daunei, conform raportului *European Insurance Overview, 2021* (EIOPA, octombrie, 2021), ce se situau la o valoare de circa 102%.

Cele mai mici valori mediane ale ratei combinate a daunei au fost înregistrate în Malta (75%), Luxemburg (80%) și Ungaria (83%).

5.2. Entități relevante sistemic

Valoarea cumulată a activelor companiilor de asigurare la 31 decembrie 2021 pentru toată piața de asigurări era de aproximativ 2,06% din PIB, principala cauză a scăderii ușoare față de situația înregistrată în anul 2020 fiind falimentul societății City Insurance.

Tabelul 20 Dimensiunea sectorului de asigurări din România (active totale raportate la PIB)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
Societăți de asigurare	2,30%	2,47%	2,32%	2,16%	2,09%	2,26%	2,06%

*PIB calculat ca suma ultimelor 4 trimestre (T1 – T4 2021)

Sursa: INS, calcule ASF

Dimensiunea societăților de asigurare

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

- primele brute subscrise;
- activele;
- indemnizațiile brute plătite;
- rezervele tehnice aferente riscurilor (polițelor) subscrise.

Din datele disponibile, observăm că primele 10 societăți de asigurări însumează 89% (2021) din totalul primelor brute subscrise.

Tabelul 21 Primele 10 societăți de asigurări în funcție de volumul primelor brute subscrise și activele totale în anul 2021

	Societate	PBS (mil. lei)	Cota de piață	Active (mil. lei)	Active (% în PIB)
1	EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	2.195	15,41%	2.576	0,22%
2	ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	2.035	14,29%	3.506	0,30%
3	CITY INSURANCE S.A. ²⁶	1.850	12,99%	-	-
4	GROUPAMA ASIGURARI S.A.	1.629	11,44%	2.299	0,19%
5	OMNIASIG VIG	1.611	11,31%	2.090	0,18%
6	NN ASIGURARI DE VIATA SA	941	6,60%	4.656	0,39%
7	ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	828	5,81%	1.672	0,14%
8	GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	771	5,41%	1.472	0,12%
9	BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	408	2,87%	1.845	0,16%
10	UNIQA ASIGURARI S.A.	384	2,69%	772	0,07%

²⁶ Datele referitoare la societatea City Insurance până la 30 septembrie 2021

Societate	PBS (mil. lei)	Cota de piață	Active (mil. lei)	Active (% în PIB)
Total 10 societăți	12.651	88,84%	20.889	1,77%
Total piață asigurări	14.241	100,00%	24.302	2,06%

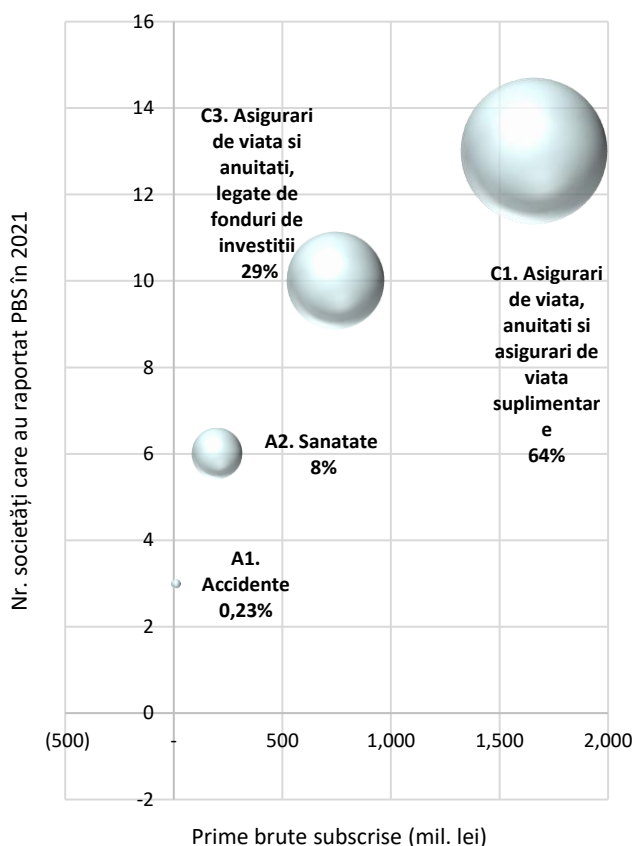
Sursa: ASF

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

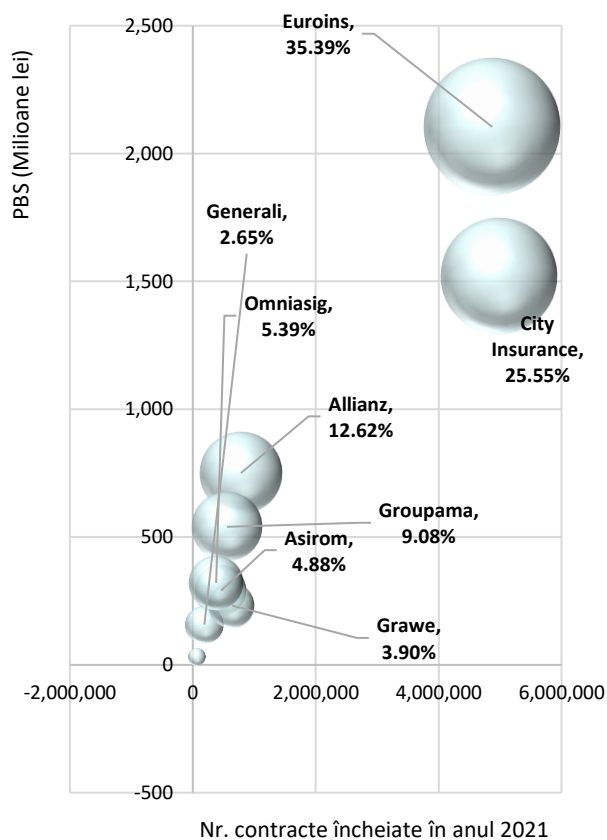
Din perspectiva analizei gradului de substituie pe piața asigurărilor din România, ASF a identificat 3 segmente mai vulnerabile, ca urmare a gradului ridicat de concentrare și volumului semnificativ de prime brute subscrise pentru aceste segmente, dar și a existenței unui număr relativ redus de asigurători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

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

Graficul 82 Dimensiunile pieței asigurărilor de viață în funcție de clasele de asigurare la 31 decembrie 2021



Graficul 83 Dimensiunile pieței asigurărilor de răspundere civilă auto (RCA) la 31 decembrie 2021



Sursa: ASF

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

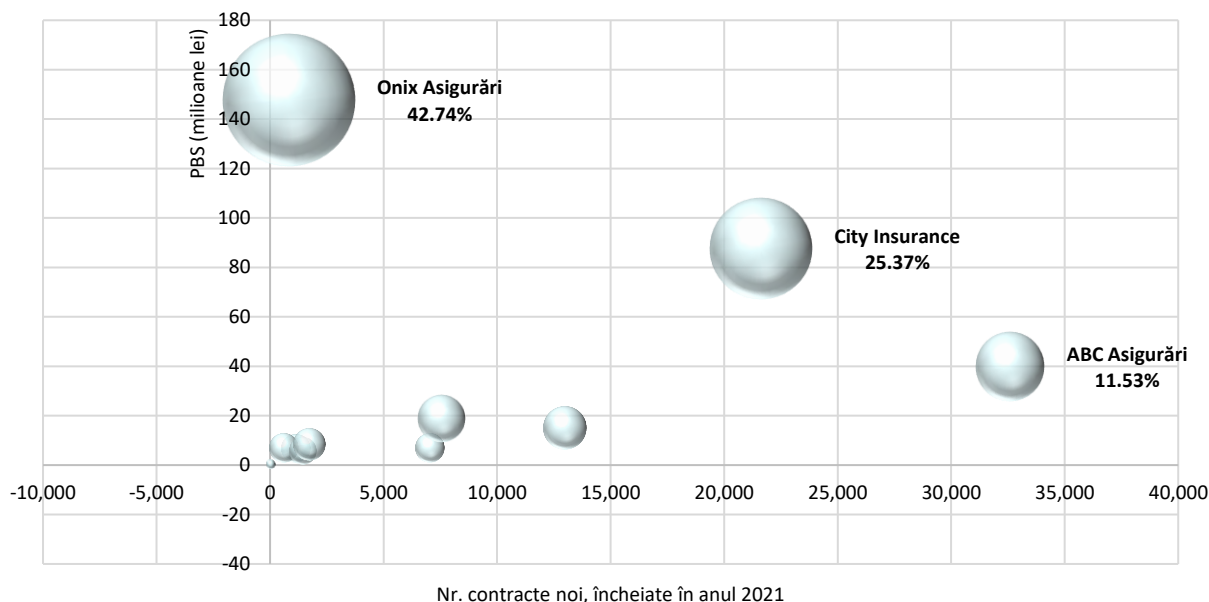
Ca element pozitiv, în trimestrul IV al anului 2021, **sucursala Axeria Iard și-a început activitatea pe piața locală de RCA**, în baza dreptului de subscriere pe teritoriul României (FoE). În primele trei luni ale anului 2022, aceasta a înregistrat un volum al primelor brute subscrise pe RCA de 136,6 milioane lei, ceea ce înseamnă aproximativ 6% din totalul primelor brute subscrise de societățile autorizate de ASF să practice RCA.

De asemenea, se menține un nivel ridicat de concentrare pe clasa asigurărilor de garanții, în cadrul căreia societatea Onix Asigurări deține o pondere a primelor brute subscrise de 43% în volumul total de prime subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF să practice asigurări de garanții. Cu toate acestea **primele brute pentru asigurările de garanții sunt subscrise de societatea Onix Asigurări pe teritoriul altor state membre, societatea neavând activitate pe teritoriul României în anul 2021.**

La 31 decembrie 2021, doar 12 societăți de asigurare desfășoară activitate pe piața asigurărilor de garanții (după falimentul societății City Insurance).

PBS - 2021	
ONIX ASIGURARI S.A.	147.620.247
Spania	97.855.801
Italia	31.680.920
Polonia	15.240.333
Portugalia	1.653.973
Grecia	1.189.220

Graficul 84 Dimensiunile pieței asigurărilor de garanții (clasa A15) la 31 decembrie 2021



Sursa: ASF

Notă: Sunt incluse și datele aferente societății City Insurance pentru primele 9 luni ale anului 2021

5.3. Solvabilitatea pieței asigurărilor

Nr. asigurători autorizați și supravegheați de ASF

La 31 decembrie 2021 activau pe piața asigurărilor **26 de societăți de asigurare**, autorizate și reglementate de ASF, dintre care 13 au practicat numai activitate de asigurări generale („AG”), 7 au practicat numai activitate de asigurări de viață („AV”) și 6 au practicat activitate compozită.

În anul 2021, societățile de asigurare autorizate și reglementate de ASF²⁷ au subscris **prime brute în valoare de aproximativ 14,2 miliarde lei**, în creștere cu circa 24% față de valoarea înregistrată în anul anterior. Pe de altă parte, asigurătorii au plătit **despăgubiri brute în valoare totală de circa 7,6 miliarde lei** în anul 2021, **reprezentând aproximativ 54% din volumul total al primelor brute subscrise pe parcursul perioadei de referință.**

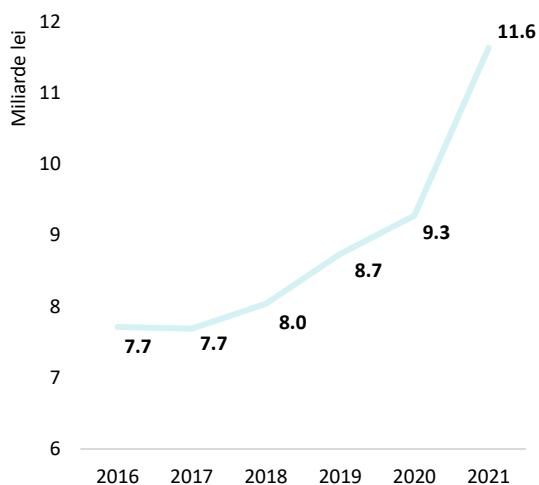
Prime brute subscrise – asigurări generale

Primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale s-au situat la un volum de 11,6 miliarde lei în anul 2021, ceea ce indică un avans semnificativ, de 2,3 miliarde lei (+25%), comparativ cu valoarea subscrisorilor înregistrate în anul 2020.

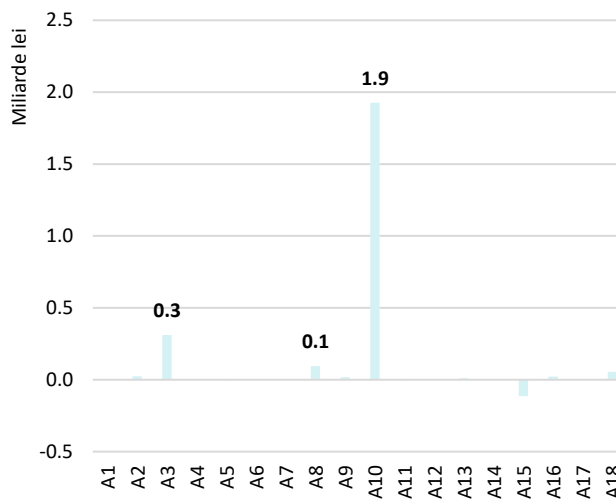
²⁷ Sunt incluse datele aferente societății City Insurance pentru primele 9 luni ale anului 2021, înainte de retragerea autorizației de funcționare

O analiză mai detaliată pe clase de asigurare arată că **această dinamică a fost influențată în principal de creșterea semnificativă a primelor brute subscrise pentru clasa A10 (RCA și CMR)**, ținând cont de cele mai recente evoluții de pe piața asigurărilor din România. Se observă, astfel, că volumul primelor brute subscrise pentru segmentul asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto (inclusiv CMR) a crescut cu 1,9 miliarde lei, de la 4,2 miliarde lei la 6,1 miliarde lei, **ceea ce reflectă inclusiv creșterea prețurilor polițelor RCA practicate de societățile de asigurare.**

Graficul 85 Valoarea primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale (mld. lei)



Graficul 86 Modificări ale volumului de prime brute subscrise în anul 2021 comparativ cu 2020 pe clase de asigurări generale (mld. lei)



Sursa: ASF

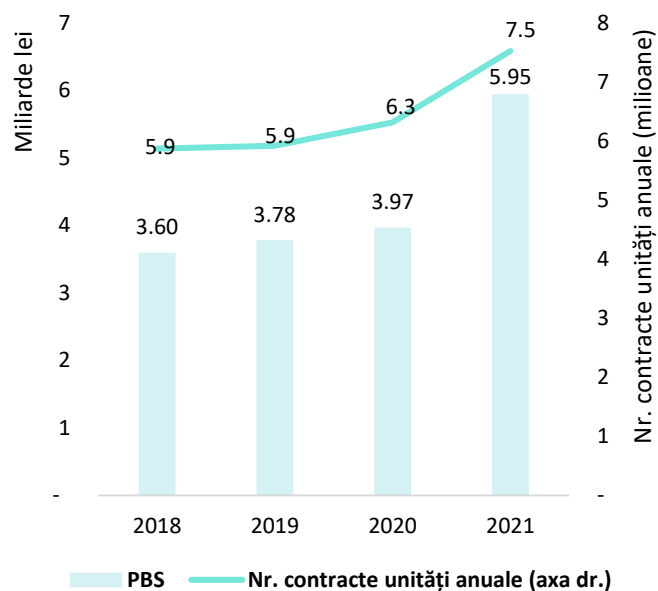
Evoluția primei medii RCA

În anul 2021, s-a constatat o creștere cu 50% a volumului de prime brute subscrise pentru segmentul RCA față de anul 2020. Numărul contractelor încheiate a crescut cu doar 4% în anul 2021 față de anul anterior, în timp ce numărul contractelor exprimate ca unități anuale²⁸ s-a majorat cu 19%, iar prima medie RCA anualizată a înregistrat un avans de 26%.

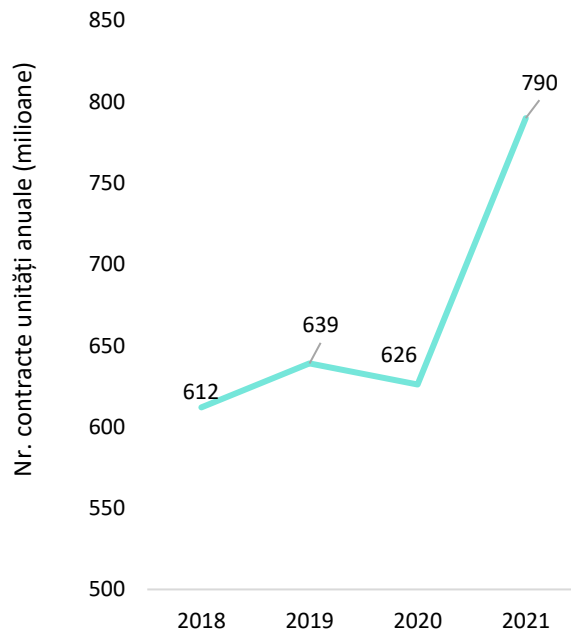
Dinamicile prezentate indică faptul că majorarea volumului de prime brute subscrise pe acest segment a fost determinată și de creșterea tarifelor RCA care a avut o influență asupra dinamicii volumului de PBS.

²⁸ Anualizat ținând cont de maturitățile contractelor RCA încheiate

Graficul 87 Volumul de prime brute subscrise și numărul de contracte exprimat în unități anuale



Graficul 88 Prima medie RCA anualizată (lei)



Tabelul 22 Evoluția primelor brute subscrise, numărului de contracte încheiate și a unităților anuale și a ritmului anual de modificare a indicatorilor

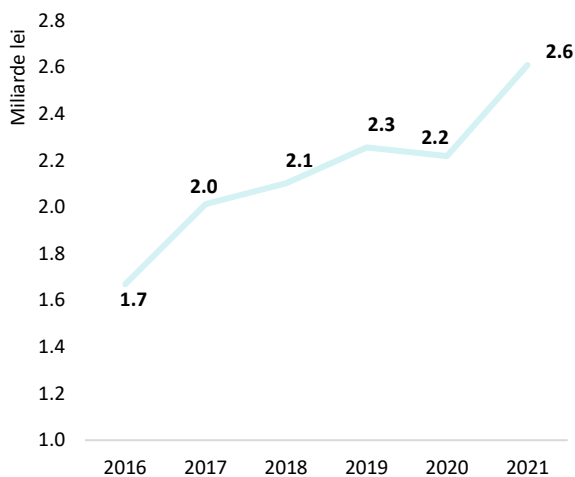
	2018	2019	2020	2021
PBS (mii lei)	3.597.075	3.783.026	3.969.134	5.945.972
Ritm anual de modificare a PBS		5%	5%	50%
Nr. contracte încheiate	11.413.894	11.378.993	12.365.415	12.915.563
Ritm anual de modificare a nr. contracte încheiate		-0.3%	9%	4%
Nr. contracte unități anuale	5.873.613	5.919.164	6.319.970	7.526.171
Ritm anual de modificare a nr. contracte unități anuale		1%	7%	19%

Prime brute subscrise – asigurări de viață

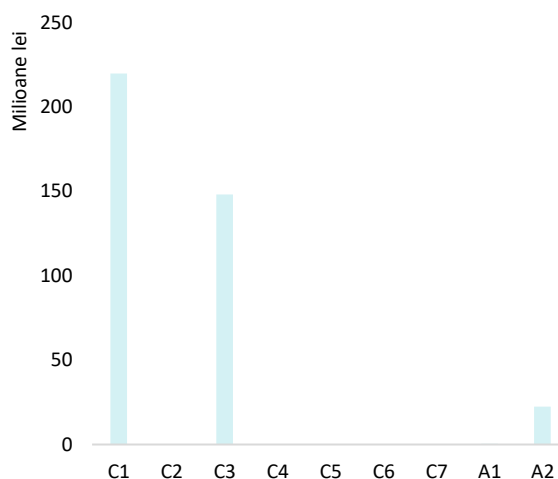
O creștere consistentă a volumului de prime brute subscrise a fost înregistrată și în ceea ce privește sectorul de asigurări de viață.

Primele brute subscrise la nivelul întregii piețe de asigurări de viață s-au situat la o valoare de 2,6 miliarde lei în anul 2021, creșterea (+18% față de 2020) fiind susținută de avansul semnificativ înregistrat de volumul subscrierilor atât pentru asigurările de viață tradiționale (clasa C1, în creștere cu 220 milioane lei față de anul 2020), cât și pentru asigurările de viață cu componentă investițională (clasa C3, în creștere cu aproximativ 148 milioane lei comparativ cu 2020).

Graficul 89 Valoarea primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață (mld. lei)



Graficul 90 Modificări ale volumului de prime brute subscrise în anul 2021 comparativ cu 2020 pe clase de asigurări de viață (mld. lei)



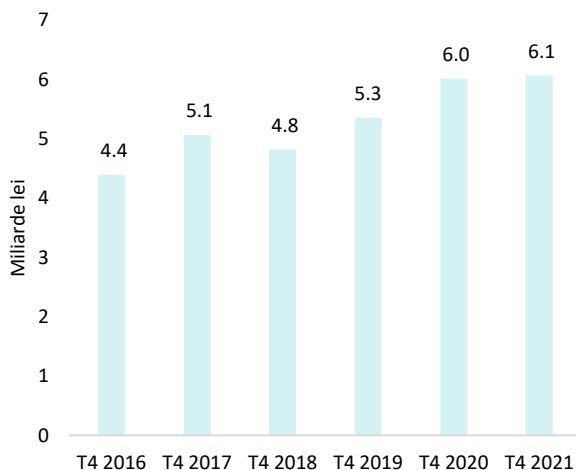
Sursa: ASF

Fonduri proprii eligibile să acopere cerințele de capital

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

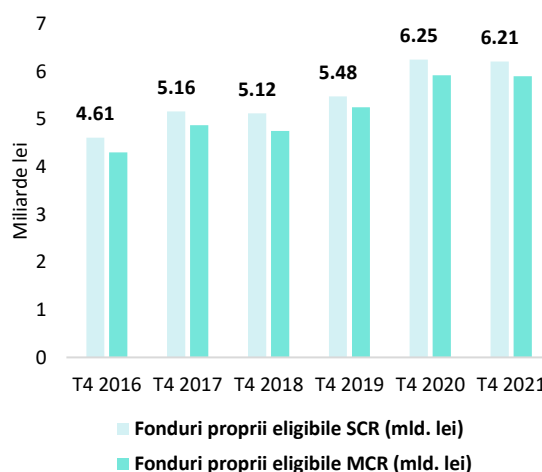
La finalul trimestrului IV 2021, excedentul activelor față de obligații la nivelul întregii piețe a asigurărilor se situa la 6,1 miliarde lei, fiind cel mai ridicat nivel din anul 2016, de la intrarea în vigoare a noului regim de supraveghere, Solvabilitate II.

Graficul 91 Excedentul activelor față de obligații ale societăților de asigurare



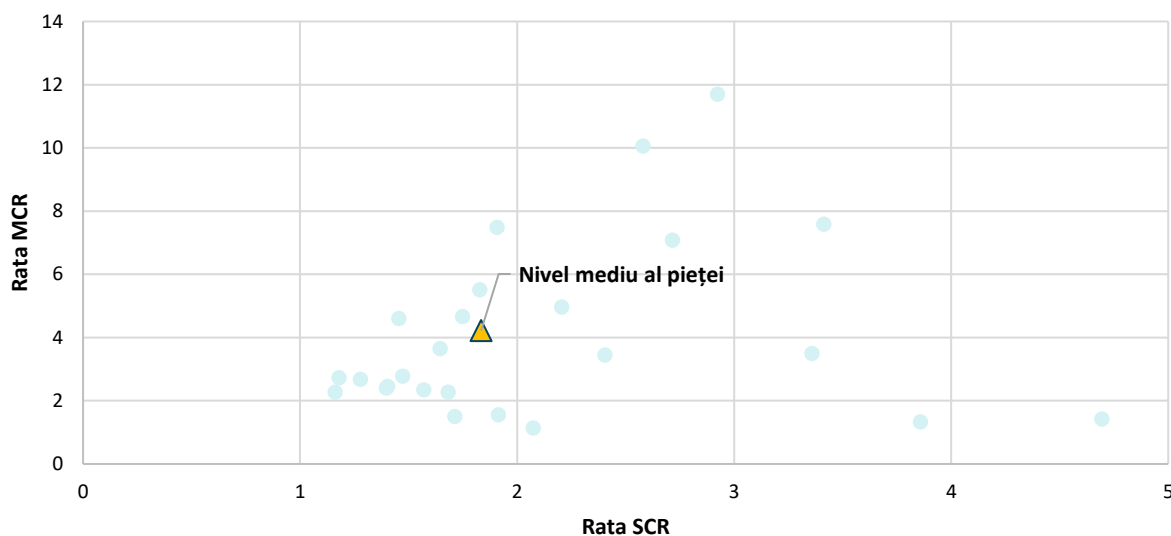
Sursa: ASF

Graficul 92 Valoarea fondurilor proprii eligibile care acoperă cerințele de capital



În ceea ce privește **valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerințele de capital**, acestea se situează la niveluri similare cu cele de la finalul trimestrului IV 2020. Astfel, scăderea ușoară înregistrată de fondurile proprii eligibile să acopere cerința de capital de solvabilitate (**Trim. IV 2021: 6,21 mld. lei vs. Trim IV. 2020: 6,25 miliarde lei**) este explicată, în principal, prin faptul că datele aferente finalului de an 2021 nu mai cuprind indicatorii aferenți societății City Insurance.

Graficul 93 Ratele de acoperire a cerințelor de capital (rata SCR și rata MCR) pe societăți de asigurare în anul 2021



Sursa: ASF

Rezerve tehnice

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

La finalul anului 2021, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute²⁹ în valoare totală de circa 20,5 miliarde lei, în creștere cu 6% față de anul 2020 (19,3 miliarde lei), repartizate pe cele două categorii de asigurare, după cum urmează:

- rezervele tehnice brute constituite pentru asigurările generale au înregistrat un volum de aproximativ 11,1 miliarde lei, reprezentând 54% din totalul rezervelor tehnice;

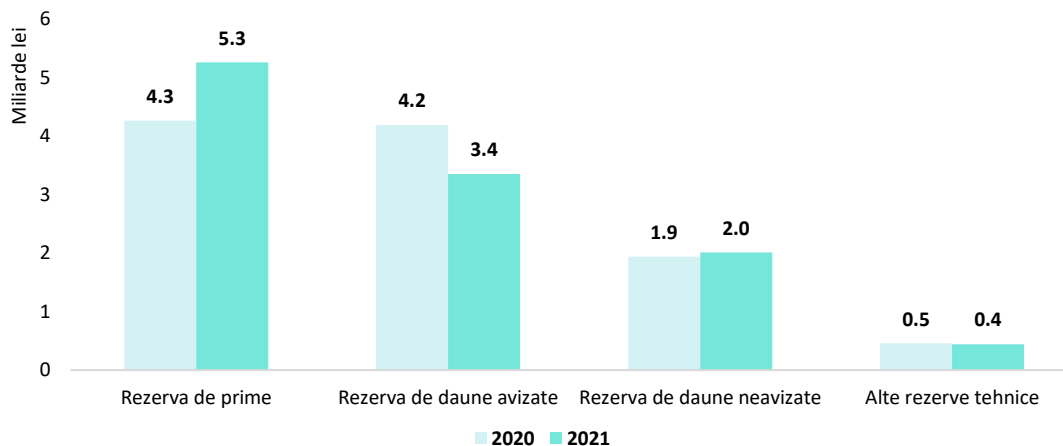
²⁹ Informațiile de la 31 decembrie 2021 nu includ societatea City Insurance

- pentru asigurări de viață, societățile au constituit rezerve în valoare de 9,4 miliarde lei, nivel aferent unei ponderi de 46% din totalul rezervelor tehnice.

Rezerve tehnice constituite pentru asigurări generale

Pentru activitatea de asigurări generale, la data de 31.12.2021, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare de 11,1 miliarde lei.

Graficul 94 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF

Tabelul 23 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurărilor generale la 31.12.2021

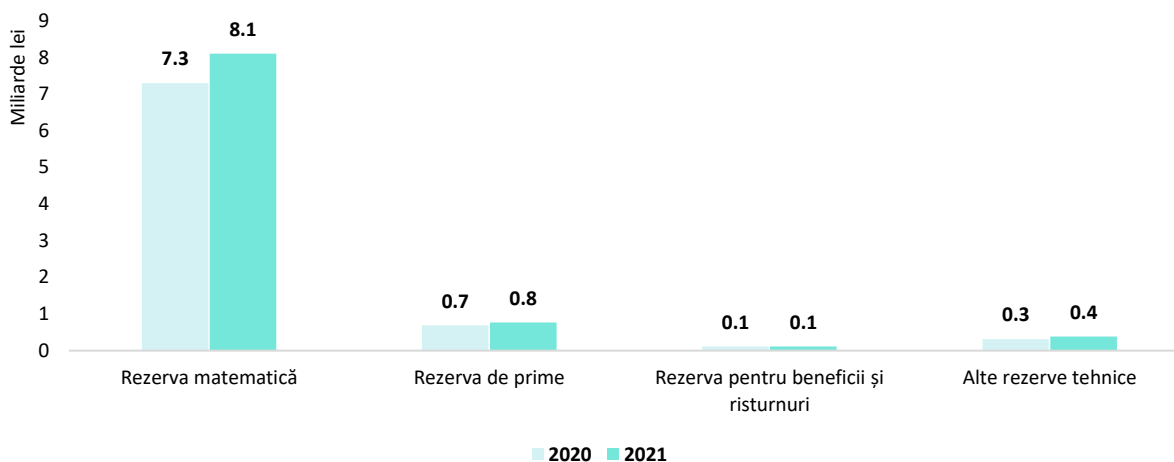
	31.12.2021	Pondere în total	A10	A3	A8	Pondere clase semnificative
	Mil. lei	(%)	Mil. lei	Mil. lei	Mil. lei	(%)
Rezerva de prime	5.258	47,5%	2.557	1.386	535	85%
Rezerva de daune avizate	3.362	30,3%	1.761	664	287	81%
Rezerva de daune neavizate	2.014	18,2%	1.767	79	42	94%
Alte rezerve tehnice	443	4,0%	9	103	218	75%
Total rezerve	11.077	100,0%	6.094	2.233	1.082	85%

Sursa: ASF

Rezerve tehnice constituite pentru asigurări de viață

Pentru activitatea de asigurări de viață, la data de 31.12.2021, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare de 9,4 miliarde lei.

Graficul 95 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

Tabelul 24 Structura rezervelor tehnice brute pentru categoria asigurărilor de viață la data de 31.12.2021

	31.12.2021 (mil. lei)	Pondere în total (%)
Rezerva de prime	771	8%
Rezerva matematică	8.106	86%
Rezerva de beneficii și risturnuri	116	1%
Alte rezerve tehnice	387	4%
Total rezerve tehnice aferente asigurărilor de viață	9.381	100%

Sursa: ASF

Reasigurare

Asigurări generale

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

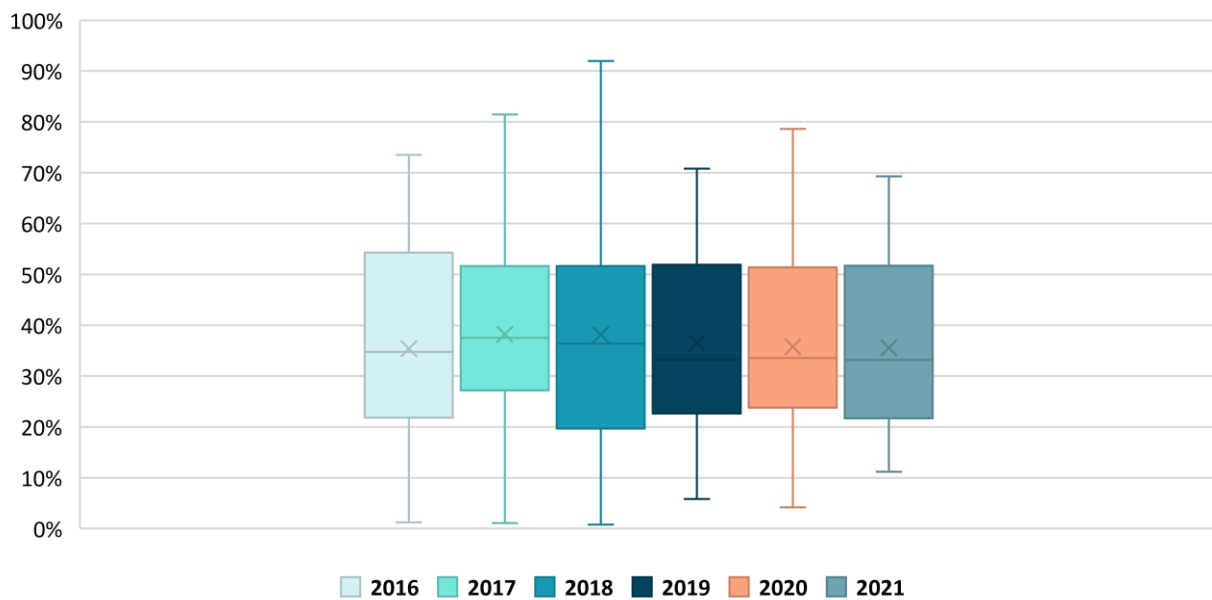
La finalul lunii decembrie 2021, aproximativ 35% din primele brute subscrise au fost cedate în reasigurare, nivelul fiind în scădere, comparativ cu aceeași perioadă a anului 2020.

Tabelul 25 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2016 - 2021 pentru AG

Perioada	PBS (lei)	Prime nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare (%)
2016	7.711.487.926	5.107.110.220	66,2%	33,8%
2017	7.688.478.353	4.768.913.085	62,0%	38,0%
2018	8.042.071.138	4.854.789.137	60,4%	39,6%
2019	8.734.210.208	5.426.479.935	62,1%	37,9%
2020	9.276.298.576	5.549.407.679	59,8%	40,2%
2021	11.630.827.073	7.527.674.268	64,7%	35,3%

Sursa: ASF

Graful 96 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2016 – 2021 pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF

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**.

Indicator al dimensiunii programelor de reasigurare derulate de societăți și, implicit, al transferului riscurilor, gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări generale a variat între 11% (valoarea minimă înregistrată în cazul unei societăți) și 69% (valoarea maximă) în anul 2021. Din perspectiva indicatorilor statistici ce arată tendința centrală a seriei, se observă că în perioada 2019 – 2021, media și mediana gradului de cedare în reasigurare nu au variat semnificativ, menținându-se la valori similare pe tot parcursul intervalului menționat. Astfel, media s-a menținut la o valoare de 36%, în timp ce mediana a variat între 33% și 34%.

Asigurări de viață

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

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

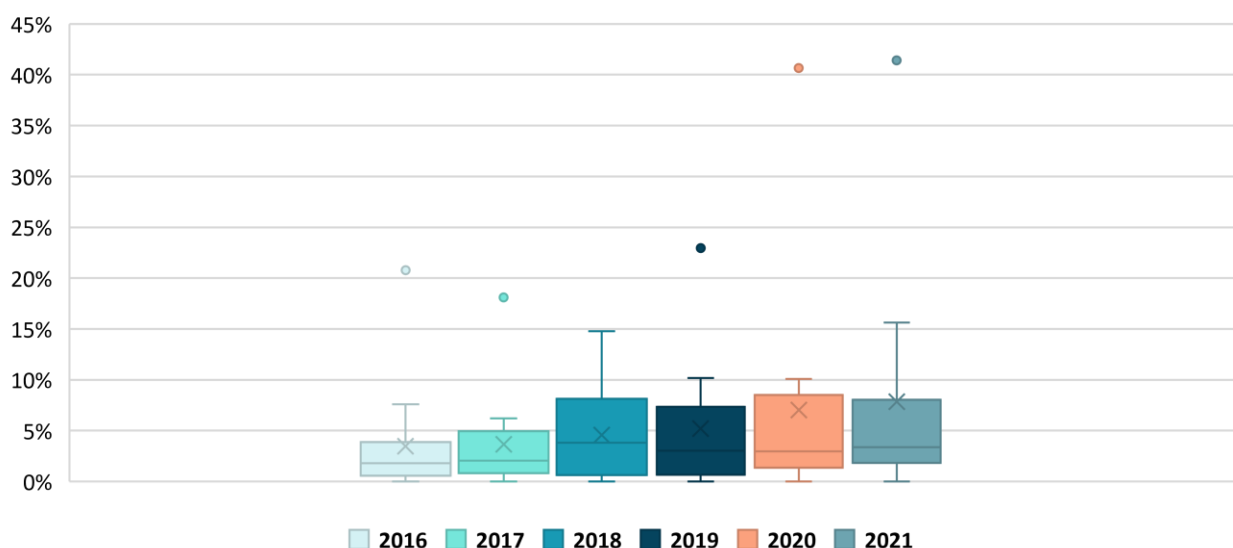
Tabelul 26 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2016 - 2021 pentru AV

Perioada	Prime brute subscrise (lei)	Prime nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare
2016	1.669.447.247	1.609.342.959	96,4%	3,6%
2017	2.013.265.250	1.927.259.324	95,7%	4,3%
2018	2.102.455.293	1.988.520.144	94,6%	5,4%
2019	2.256.015.186	2.106.855.807	93,4%	6,6%
2020	2.219.296.835	2.047.536.678	92,3%	7,7%
2021	2.610.276.944	2.396.976.980	91,8%	8,2%

Sursa: ASF

Gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări de viață a variat între 0% (pentru o societate care nu a transferat riscurile prin reasigurare, asigurător ce deține o cotă de piață de circa 5% pe piața asigurărilor de viață) și 41% (valoarea maximă înregistrată) în anul 2021.

Graficul 97 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2016 – 2021 pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

5.4. Lichiditatea pieței asigurărilor

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

Pentru reducerea riscului de lichiditate aferent asigurătorilor, ASF a consolidat cadrul legislativ pe parcursul anului 2021³⁰, inclusiv prin luarea în considerare a rezervei de daună avizată brută la întreaga valoare în calculul indicatorului, fără a mai exclude o parte din rezerva cedată în reasigurare. Astfel, societățile trebuie să dețină o valoare mai mare a activelor lichide pentru a acoperi obligațiile pe termen scurt față de asigurați, ce au crescut pe fondul modificărilor legislative. Obiectivele modificărilor legislative în ceea ce privește calculul indicatorului de lichiditate au fost acelea de a conduce la diminuarea riscului de lichiditate și a contribui pozitiv la asigurarea capacității companiilor de a dispune în timp util de sumele necesare plății la timp și la o valoare justă a despăgubirilor asiguraților.

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

La 31 decembrie 2021, indicatorul de lichiditate pentru fiecare dintre categoriile de asigurări, precum și elementele care contribuie la formarea acestuia au înregistrat următoarele valori:

Tabelul 27 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 31 decembrie 2021

	Titluri de stat (mil. lei)	Obligațiuni municipale (mil. lei)	Valori mobiliare tranzacționate (mil. lei)	Depozite (mil. lei)	Cont curent și casierie (mil. lei)	Obligații pe termen scurt (mil. lei)	Coefficient de lichiditate
AG	6.049	27	595	866	341	3.354	2,35
AV	4.420	60	1.618	249	228	1.671	3,94

Asigurări generale

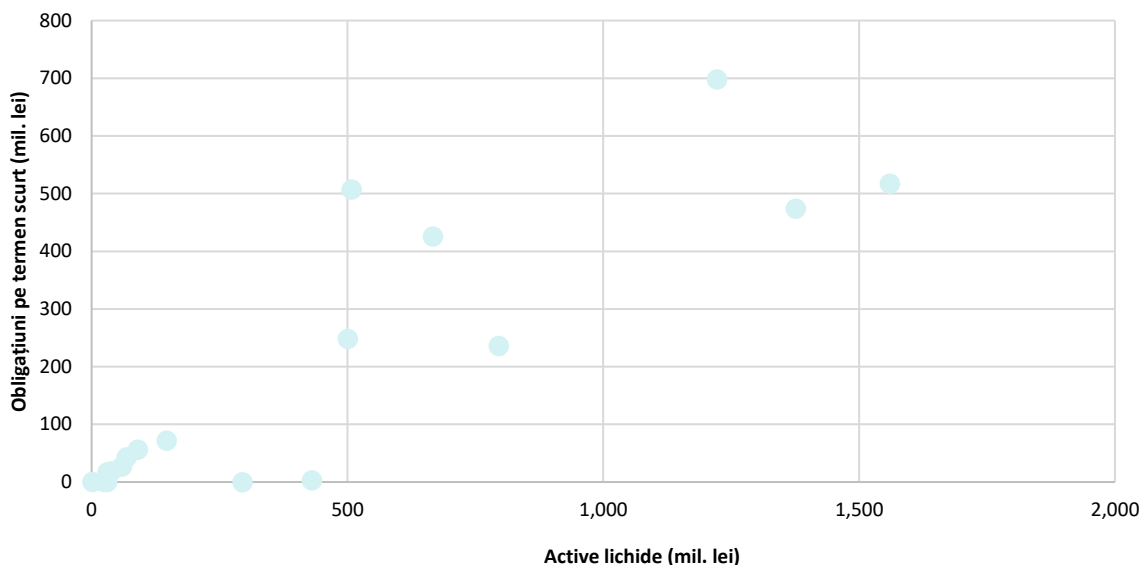
La nivelul pieței asigurărilor, se **observă menținerea la un nivel similar al indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale (2,35) în luna decembrie 2021 comparativ cu perioada similară a anului anterior**.

Valoarea activelor lichide s-a situat la un nivel de 7,9 miliarde lei, în creștere cu 11% față de situația de la finalul anului 2020. Creșterea a avut loc pe fondul avansului înregistrat de valoarea obligațiunilor de stat, valorilor mobiliare tranzacționate și a depozitelor, balansată parțial de o reducere a sumelor înregistrate ca numerar (casierie și cont curent).

³⁰ Norma ASF nr. 46/2020 pentru modificarea și completarea Normei Autorității de Supraveghere Financiară nr. 21/2016 privind raportările referitoare la activitatea de asigurare și/sau de reasigurare și Norma nr. 3/2021 pentru modificarea Normei Autorității de Supraveghere Financiară nr. 28/2015 privind funcționarea asigurătorilor supravegheați conform regimului național

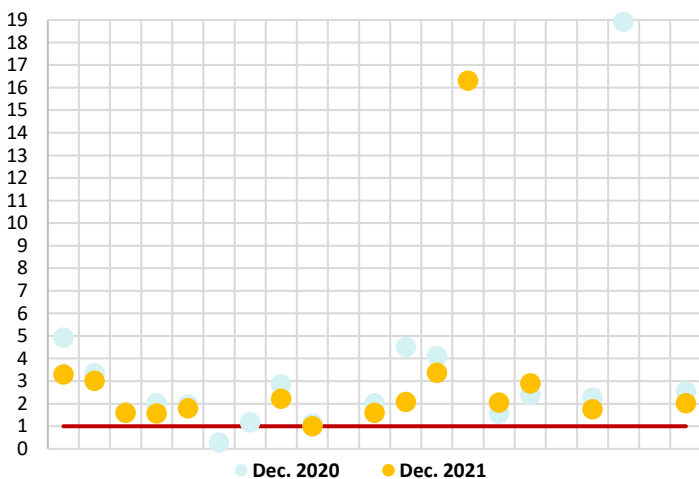
Pe de altă parte, obligațiile pe termen scurt ale asigurătorilor, reprezentate de rezerva brută de daună avizată, au crescut cu 11%, de la 3 miliarde lei (decembrie 2020) la 3,34 miliarde lei (decembrie 2021).

Graficul 98 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări generale - decembrie 2021



Sursa: ASF

Graficul 99 Indicatorul de lichiditate aferent societăților de asigurare pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF

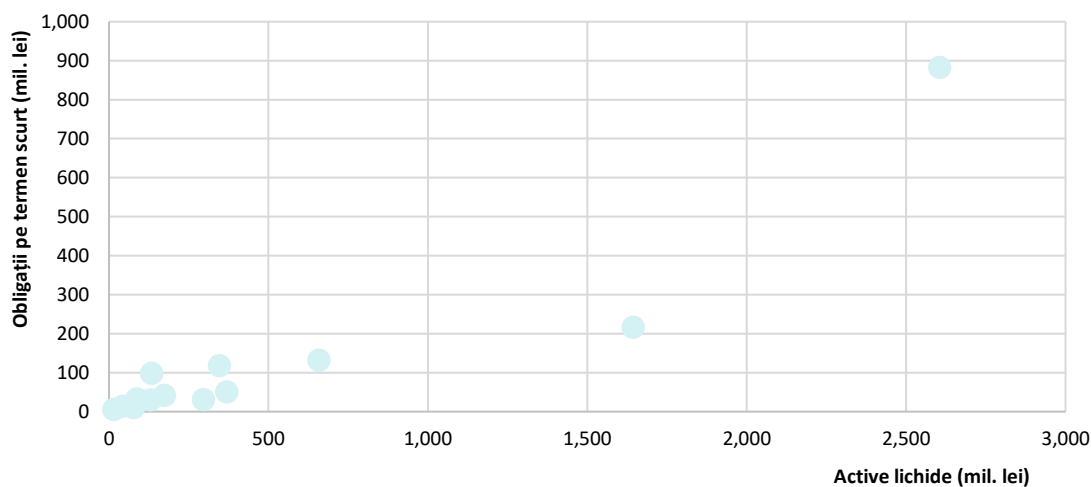
Cu toate acestea, o analiză mai detaliată pe societăți de asigurare arată că 14 dintre societățile de asigurare care practică și activitate de asigurări generale au înregistrat scăderi ale indicatorului de lichiditate comparativ cu decembrie 2020, însă se observă menținerea unui nivel supraunitar al indicatorului, conform raportărilor asigurătorilor către ASF. O singură societate a înregistrat un coeficient de lichiditate de 1, celelalte depășind acest nivel.

Asigurări de viață

În ceea ce privește indicatorul de lichiditate aferent pieței de asigurări de viață, se constată o reducere a acestuia, de la un nivel de 4,66 (decembrie 2020) la 3,94 (decembrie 2021).

Valoarea activelor lichide s-a situat la un nivel de 6,6 miliarde lei, în creștere cu 1,3% în decembrie 2021 față de perioada similară a anului anterior, în timp ce **obligățiile pe termen scurt** au avut o rată anuală de creștere superioară, de 20%, de la circa 1,4 miliarde lei în luna decembrie 2020 la aproximativ 1,7 miliarde lei.

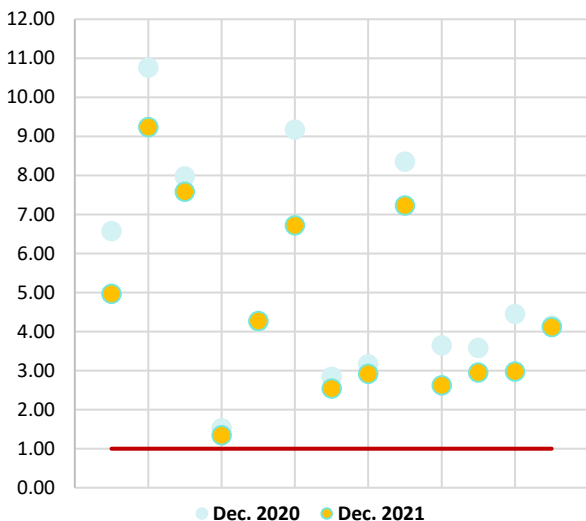
Graficul 100 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări de viață – decembrie 2021



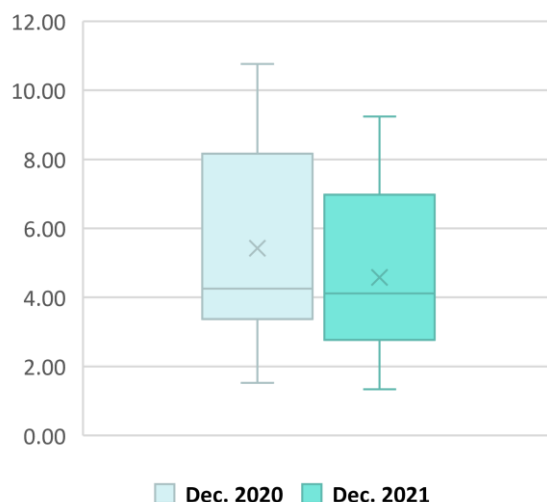
Sursa: ASF

Din cele 13 societăți care au derulat activitate de asigurare de viață, 12 societăți au înregistrat deprecieri în ceea ce privește indicatorul de lichiditate, în timp ce o societate a înregistrat un nivel similar al indicatorului în decembrie 2021 comparativ cu decembrie 2020. Cu toate acestea, toate societățile dețin un nivel supraunitar al indicatorului de lichiditate, variind între 1,34 și 9,24, ceea ce indică un nivel suficient al activelor pentru asigurarea onorării obligațiilor față de asigurați, conform raportărilor asigurătorilor către ASF.

Graficul 101 Indicatorul de lichiditate aferent societăților de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață



Graficul 102 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

5.5. Profitabilitatea societăților de asigurare

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

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

Astfel, conform acestui indicator, societățile de asigurare autorizate și reglementate de ASF au plătit, **în medie, în perioada 2016 – 2021, despăgubiri pentru activitatea de asigurări generale ce reprezintă circa 58% din primele brute subscrise. Asigurătorii au avut la dispoziție, în medie, 42% din încasările pe care acestea le obțin de la asigurați sub formă de prime brute subscrise pentru a acoperi alte categorii de cheltuieli și a obține profit.**

De altfel, în anul 2021, despăgubirile brute plătite de asigurători au reprezentat doar 55% din primele brute subscrise, restul de 45% (adică peste 5,2 miliarde lei) fiind sume disponibile pentru alte categorii de cheltuieli (inclusiv de administrare și achiziție) și obținerea de profit, în funcție de modul de administrare a resurselor financiare de către societățile de asigurare.

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

Tabelul 28 Evoluția ponderii cheltuielilor asigurătorilor cu daunele (despăgubiri brute plătite) în total venituri încasate de la asigurați (prime brute subscrise) pentru activitatea de asigurări generale

An	Prime brute subscrise AG (PBS, lei)	Despăgubiri brute plătite AG (lei)	Despăgubiri brute plătite/ PBS
2016	7.708.599.211	3.601.106.293	47%
2017	7.688.478.353	4.076.896.562	53%
2018	8.042.071.138	4.930.614.341	61%
2019	8.734.210.208	5.769.804.707	66%
2020	9.276.298.576	5.866.643.776	63%
2021	11.630.849.176	6.401.307.368	55%
Medie 2016 - 2021			58%

Sursa: ASF

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

Astfel, **în medie, în perioada 2016 – 2021, celelalte categorii de cheltuieli ale societăților de asigurare (altele decât cele cu daunele) pentru activitatea de asigurări generale au o pondere ridicată, reprezentând 35% din primele brute subscrise.**

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

Astfel, în anul 2021, cheltuielile asigurătorilor, altele decât cele cu despăgubirile brute plătite, au totalizat circa 3,9 miliarde lei, în creștere cu 17% față de anul 2020 și reprezentând 34% din primele brute subscrise.

Tabelul 29 Evoluția ponderii cheltuielilor asigurătorilor, altele decât cele cu despăgubirile brute plătite, în total prime brute subscrise de asigurători (venituri pentru activitatea de asigurări generale)

An	Prime brute subscrise AG (PBS, lei)	Cheltuieli cu solutionarea daunelor	Cheltuieli cu managementul investițiilor	Cheltuieli administrative	Cheltuieli de achiziție	Total cheltuieli, altele decât cele cu daunele	Total cheltuieli, altele decât cele cu daunele/PBS
2016	7.708.599.211	214.621.393	13.006.172	960.331.117	1.591.897.012	2.779.855.694	36%
2017	7.688.478.353	226.262.091	15.484.322	848.664.379	1.522.683.898	2.613.094.690	34%
2018	8.042.071.138	216.491.618	14.892.909	926.121.724	1.706.142.232	2.863.648.483	36%
2019	8.734.210.208	263.488.203	12.800.000	990.785.910	1.939.617.156	3.206.691.269	37%
2020	9.276.298.576	283.100.377	13.038.332	1.015.514.021	2.060.529.278	3.372.182.008	36%
2021	11.630.849.176	304.902.495	14.522.789	1.161.886.968	2.461.959.134	3.943.271.385	34%
Medie 2016 - 2021							35%

Sursa: ASF

Cheltuielile de achiziție aferente societăților de asigurare s-au situat la aproximativ 2,5 miliarde lei, în creștere față de anul anterior, deținând o pondere de 21% din primele brute subscrise. Dintre cheltuielile de achiziție, cele mai mari sume au fost alocate comisioanelor pentru primele intermediare de companiile de brokeraj (peste 1,5 miliarde lei, adică 13% din primele brute subscrise în anul 2021 pentru activitatea de asigurări generale).

Tabelul 30 Evoluția ponderii cheltuielilor de achiziție în primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale

Indicatori	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cheltuieli de achiziție (lei), din care:	1.591.897.012	1.522.683.898	1.706.142.232	1.939.617.156	2.060.529.278	2.461.959.134
Cheltuieli privind comisioanele pentru primele intermediare de companii de brokeraj (lei)	947.084.675	898.126.258	1.018.421.951	1.162.765.844	1.286.274.254	1.537.719.548
Pondere cheltuieli de achiziție în PBS	21%	20%	21%	22%	22%	21%
Pondere cheltuieli cu comisioanele în PBS	12%	12%	13%	13%	14%	13%

Sursa: ASF

5.6. Riscuri și vulnerabilități ale sistemului de asigurări din România

Identificare entități relevante sistemic

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

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

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

Astfel, având în vedere **numărul redus de asigurători autorizați și reglementați de ASF pe piața RCA³¹, cota de piață ridicată deținută de societatea Euroins pe segmentul RCA (35,4%), expunerea semnificativă**

³¹ În prezent, la 31 decembrie 2021, doar 7 societăți autorizate și reglementate de ASF activează pe piața RCA, după falimentul City Insurance și ieșirea voluntară a societății Uniqa Asigurări de pe piața RCA - acest lucru fiind aprobat de ASF în luna noiembrie 2021

a societății față de produsul obligatoriu RCA³², precum și portofoliul acesteia format dintr-un număr ridicat de clienți (4,87 milioane de contracte încheiate în anul 2021, respectiv circa 2,82 milioane contracte în vigoare la 31 decembrie 2021), considerăm că societatea Euroins este entitate cu relevanță sistemică la nivel sectorial (pe piața asigurărilor).

De asemenea, se constată existența unui grad ridicat de concentrare și pe piața asigurărilor de garanții. Societatea Onix Asigurări, asigurător autorizat și supravegheat de ASF, deține o pondere de 43% în volumul total de prime subscrise de toate societățile autorizate de ASF pentru asigurările de garanții.

În acest context, considerăm că este importantă intensificarea procesului de supraveghere în cazul societăților de asigurare ce activează pe piața asigurărilor de garanții, cu atât mai mult în cazul societăților de asigurare ce dețin cote de piață semnificative.

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

Riscul de conduită

În anul 2021, ASF a analizat și soluționat **43.143 de petiții și informări de neconformitate unice ce vizau piața asigurărilor din România**, reprezentând 2,56% din numărul total al dosarelor de daună avizate în anul 2021 și 0,26% din contractele de asigurare în vigoare la data de 31.12.2021. Din numărul total de petiții și informări de neconformitate unice, au fost soluționate favorabil 25.795 (59,79%) și soluționate nefavorabil /constatate ca neîntemeiat formulate un număr de 17.348 (40,21%)

O analiză mai detaliată cu privire la aspectele cele mai des reclamate arată că petițiile transmise de către consumatori au vizat, în principal, **neplata sau plata parțială a valorii despăgubirilor sau răscumpărilor**, aspect regăsit în 55% din cazuri. Pe de altă parte, 43% dintre petițiile și informările de neconformitate au vizat **nerespectarea prevederilor legislației în domeniu și a normelor ASF/condițiilor contractuale**.

95,42% din numărul total al petițiilor pentru piața asigurărilor-reasigurărilor (**41.167 de petiții și informări de neconformitate unice**) au fost **înregistrate pentru clasa asigurărilor de răspundere civilă auto**. În anul 2021, se constată o creștere cu 23% comparativ cu numărul petițiilor înregistrat pe această clasă în anul 2020.

*Din activitatea de instrumentare și soluționare a petițiilor, în anul 2021 au fost identificate **22.062 de aspecte neconforme în activitatea de soluționare a petițiilor cu privire la instrumentarea dosarelor de daună RCA de către asigurătorii autorizați să practice acest tip de asigurare, din care 99,12% s-au referit la Euroins România Asigurare Reasigurare SA și SAR City Insurance SA.***

- 1. depășirea de către societățile de asigurare mai sus menționate a termenului legal privind:*

³² PBS de EUROINS pentru RCA dețin o pondere de 96% în volumul total de prime subscrise de societate în anul 2021

- *efectuarea constatării daunelor și/sau a constatării suplimentare;*
- *efectuarea constatărilor/reconstatărilor;*
- *comunicarea notificării privind intenția asigurătorului de a desfășura investigații;*
- *comunicarea rezultatului investigațiilor;*
- *comunicarea valorii maxime de despăgubire;*
- *comunicarea ofertei de despăgubire;*
- *transmiterea notificării de respingere de la plată a despăgubirii;*
- *plata despăgubirilor aferente dosarelor de daună deschise în baza contractelor RCA;*
- *plata penalităților de întârziere;*

2. necomunicarea către persoanele prejudiciate a:

- *notificării privind intenția asigurătorului de a desfășura investigații;*
- *ofertei de despăgubire/notificării de respingere parțială, potrivit prevederilor legale.*

În perioada octombrie-decembrie a anului 2021, în legătură cu **societatea City Insurance** s-au analizat în mod unic 19 petiții, în condițiile în care Autoritatea a retras autorizația de funcționare a societății în data de 17 septembrie, dată de la care Fondul Garantare a Asiguraților a preluat administrarea City Insurance, inclusiv gestionarea plăților datorate asiguraților.

În ceea ce privește **societatea Euroins România** s-a înregistrat o scădere majoră a numărului de petiții și informări de neconformitate unice în trimestrul IV al anului 2021 (2.662), respectiv o scădere cu 64,93% față de trimestrul III al anului 2021 (7.591), ajungând ca în luna decembrie să fie analizate în mod unic 448 de petiții.

EUROINS România

Autoritatea de Supraveghere Financiară a identificat deficiențe repetate în ceea ce privește respectarea prevederilor legale, inclusiv **din punct de vedere al instrumentării și respectării termenelor de plată a despăgubirilor de către societatea Euroins.**

În acest context, ASF a continuat procesul de monitorizare a societății, fiind solicitate informații detaliate cu privire la rezervele de daună constituite și plățile efectuate. Astfel, au fost întocmite două rapoarte de control permanent, în urma cărora s-a constatat **nerespectarea termenelor de plată stabilite în legislația specifică asigurărilor RCA**, motiv pentru care societatea a fost sancționată cu amendă în cuantum de 296.200 lei.

De asemenea, în luna decembrie 2021, au fost finalizate rezultatele controlului periodic realizat la societate, în cadrul căruia s-au constatat:

- neconstituirea corespunzătoare a rezervelor tehnice evaluate conform principiilor Solvabilitate II;
- neconstituirea corespunzătoare a rezervei de daune avizate;

- instrumentarea defectuoasă a dosarelor de daună RCA, conducând la scăderea fondurilor proprii eligibile sub nivelul cerinței de capital de solvabilitate (SCR).

Impactul negativ asupra fondurilor proprii deținute de societate a condus la observarea faptului că **societatea nu deține fonduri proprii eligibile pentru a acoperi cerința de capital de solvabilitate (SCR)**, astfel s-a impus în sarcina societății obligația de a transmite Autorității spre aprobare un **plan de redresare, cu măsuri pentru restabilirea nivelului fondurilor proprii eligibile care să acopere cerința de capital de solvabilitate (SCR) sau pentru modificarea profilului de risc**, astfel încât, în termen de 6 luni, SCR să fie din nou respectată.

Pentru faptele constatate societatea a fost sancționată cu amendă în cuantum de 3.546.000 lei. De asemenea, societatea a fost sancționată cu amendă în cuantum de 2.314.425 lei pentru faptul că nu a pus la dispoziția ASF o serie de informații solicitate în timpul controlului desfășurat la sediul societății.

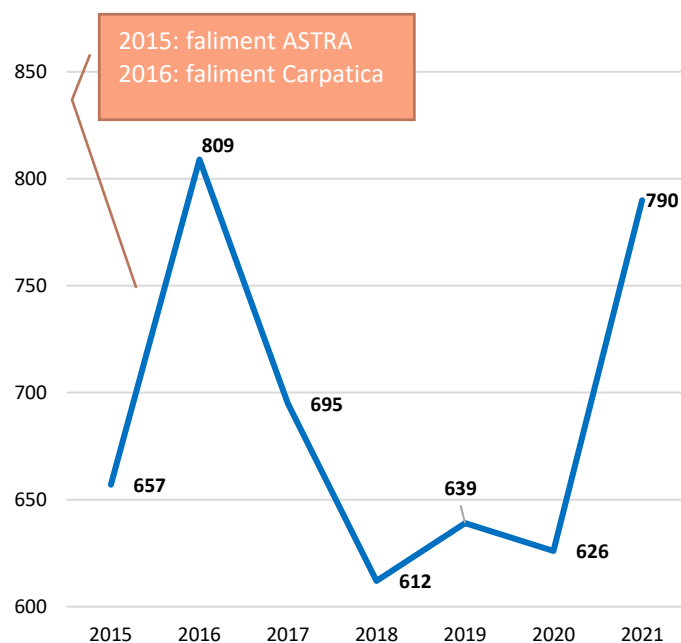
Societatea Euroins este încadrată în categoria de risc 4 (supraveghere intensă), prin urmare, în cadrul procesului de supraveghere permanentă, în anul 2021, s-au desfășurat întâlniri periodice organizate cu conducerea executivă și/sau administrativă a societății pentru discutarea tuturor problemelor apărute în supravegherea permanentă a societății, dar și activități multiple de monitorizare și analiză.

Societatea este în continuare în supraveghere intensivă, iar planurile de măsuri dispuse ca urmare a finalizării controlului ASF desfășurat la societate în anul 2021 și a finalizării raportului de evaluare independentă din cadrul exercițiului BSR, dar și a fructificării raportului de control permanent privind activele societății se află în analiză și monitorizare.

Creșterea primei medii RCA

Se constată o creștere a valorii primelor medii RCA în anul 2021 față de anul precedent, **prima medie RCA anualizată pentru toată piața de asigurări obligatorii de răspundere civilă auto a crescut cu 26%, de la 626 lei (2020) la 790 lei (2021)**. Astfel, prima medie RCA anualizată a ajuns la un nivel similar cu cel înregistrat în anul 2016, când piața a resimțit efectele falimentelor celor 2 asigurători, Astra SA și Carpatica Asig SA.

Graficul 103 Evoluția primei medii RCA anualizate (lei) la nivelul întregii piețe, incl. datele aferente City Insurance



Sursa: ASF

O analiză mai detaliată arată că, deși prima medie RCA anualizată la nivelul întregii piețe a înregistrat niveluri similare în 2016 și 2021 (în jurul valorii de 800 lei), există diferențe între cele 2 momente în care au existat creșteri semnificative ale tarifelor RCA. Astfel, în anul 2016 o creștere consistentă a tarifelor a fost înregistrată pe segmentul persoanelor juridice, în timp ce, în prezent, majorarea se reflectă în special pe segmentul persoanelor fizice. În 2016, prima medie RCA anualizată pentru persoanele juridice a crescut cu 32% față de anul 2015 (de la 1.311 lei la 1.725 lei), în timp ce pentru segmentul persoanelor fizice avansul a fost de 16% (de la 455 lei la 528 lei).

În anul 2021, se observă majorarea primei medii RCA anualizate pentru persoanele fizice cu 39% față de anul 2020 (de la 471 lei la 653 lei), respectiv o creștere de 13% pentru persoanele juridice (de la 1.181 lei la 1.333 lei) la nivelul întregii piețe a asigurărilor.

Tabelul 32 Evoluția primei medii RCA anualizate (lei) pe categorii de persoane*

Prima medie RCA anualizată	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Persoane fizice	455	528	518	444	472	471	653
Persoane juridice	1.311	1.725	1.298	1.200	1.198	1.181	1.333

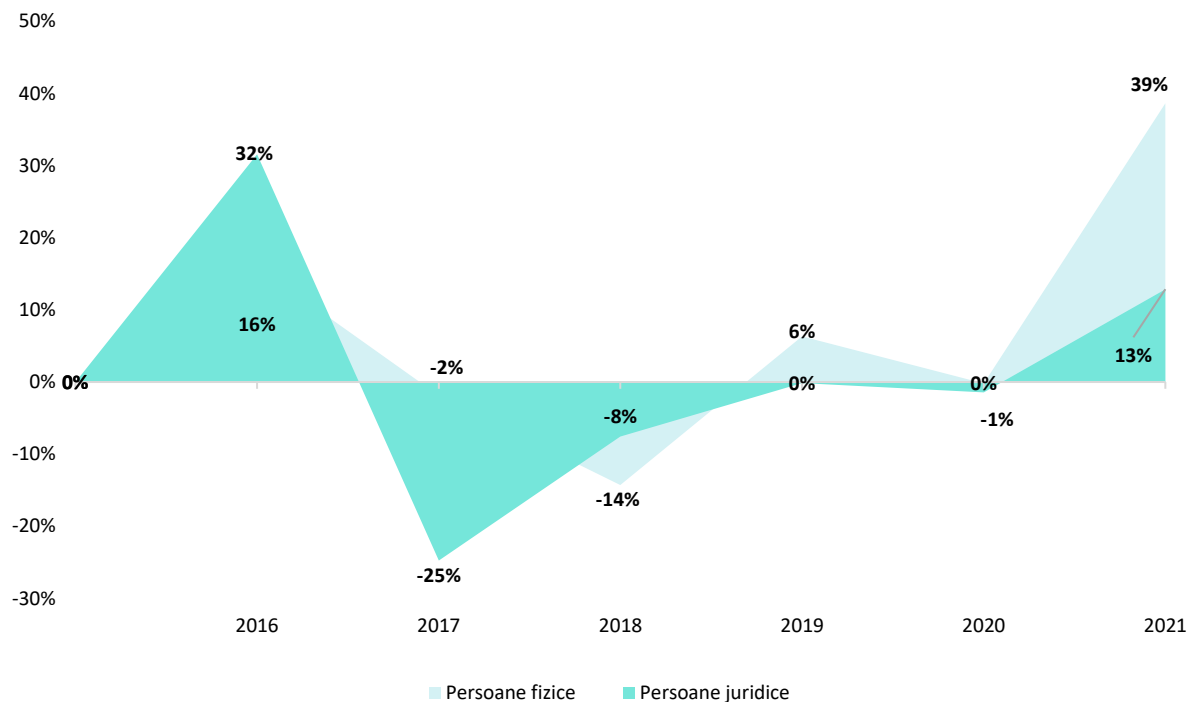
Sursa: ASF

Tabelul 31 Evoluția primei medii RCA anualizate la nivelul întregii piețe, excl. datele aferente City Insurance

Indicator	2020	2021	Rată anuală de modificare
Excl. City Insurance	555	805	+45%
Incl. City Insurance	626	790	+26%

Luând în considerare primele brute subscrise și numărul contractelor încheiate de societățile de asigurare pentru segmentul asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto și excluzând volumul subscrierilor societății City Insurance, a rezultat o primă medie RCA anualizată de 555 lei în anul 2020. Astfel, excluzând datele societății City Insurance, avansul înregistrat de prima medie RCA anualizată a fost de 45% în 2021 față de anul anterior.

Graficul 104 Evoluția ratelor anuale de modificare a primei medii RCA anualizate (%) pe categorii de persoane*



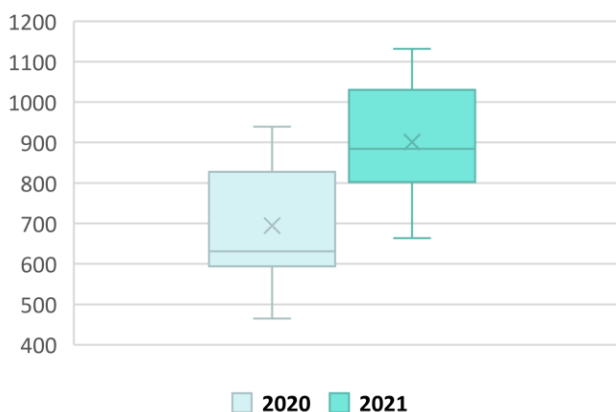
Sursa: ASF

* sunt incluse datele societății City Insurance (date aferente primelor 9 luni ale anului 2021, înainte de retragerea autorizației de funcționare) în calculul primei medii RCA anualizate

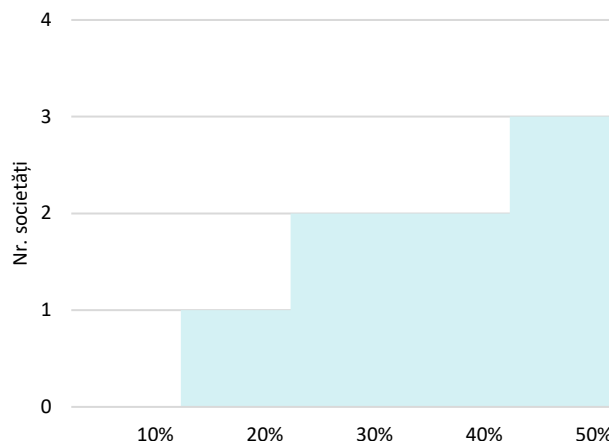
De asemenea, în cazul tuturor societăților de asigurare se observă creșteri consistente de preț pentru toate categoriile de prime medii RCA.

Dintre cele 8 societăți de asigurare (excl. City Insurance), supravegheate și autorizate de ASF să practice și asigurări obligatorii de răspundere civilă auto, care au desfășurat activitate pe parcursul anului 2021, 3 societăți au înregistrat rate anuale de creștere a primei medii RCA anualizate cuprinse între 40 și 50% și câte 2 societăți au înregistrat creșteri între 30 și 40%, respectiv 20% și 30% comparativ cu primele medii RCA anualizate înregistrate în anul 2020.

Graficul 105 Distribuția primelor medii RCA analizate aferente societăților pe total piață RCA

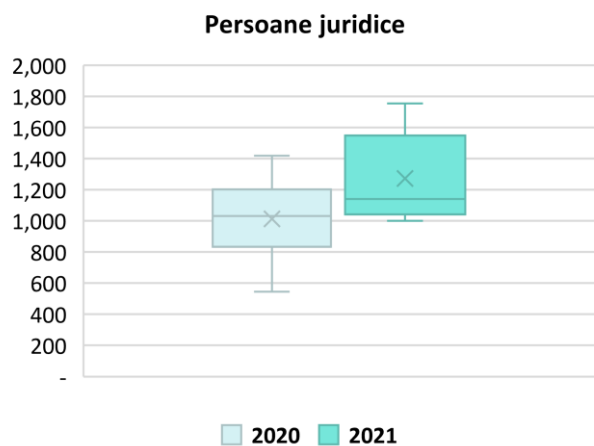
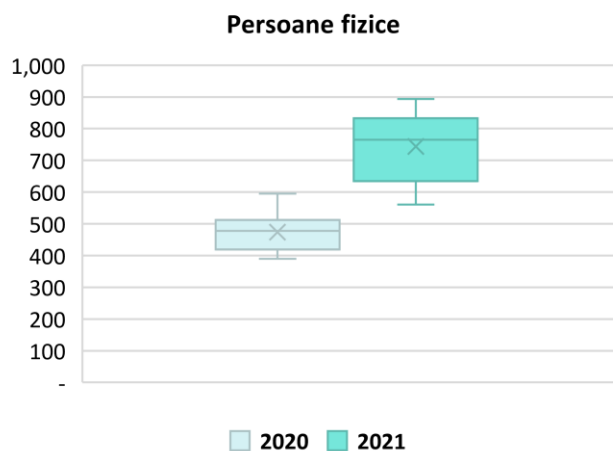


Graficul 106 Distribuția ratelor de creștere a primelor medii RCA analizate aferente societăților în anul 2021 față de 2020



Sursa: ASF

Graficul 107 Distribuția primelor medii RCA analizate pentru segmentul persoanelor fizice, respectiv al persoanelor juridice



Sursa: ASF

2020: primele medii RCA analizate aferente celor 9 societăți de asigurare care au practicat RCA; 2021: primele medii RCA analizate aferente celor 8 societăți de asigurare care au practicat RCA (excl. City Insurance, întrucât calculul primei medii RCA analizate pentru tot anul 2021 ar fi denaturat distribuția, având în vedere că societatea nu a mai derulat activitate de subscriere în perioada octombrie – decembrie 2021)

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

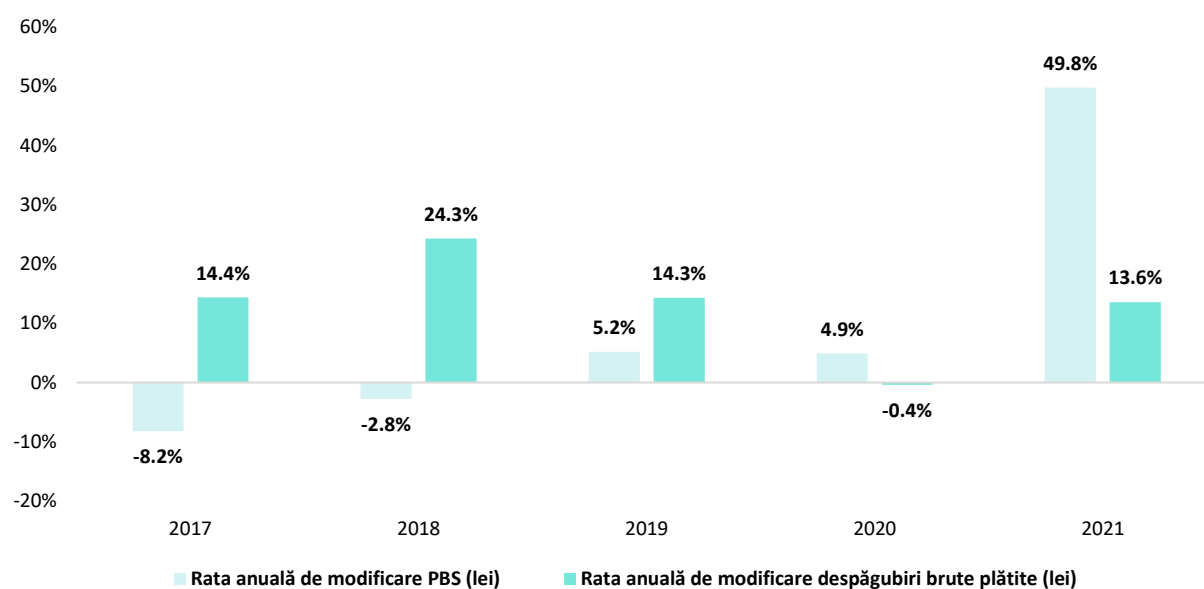
În cazul de față, deși pe parcursul anului 2021, despăgubirile brute plătite au crescut față de anul anterior cu circa 14%, ritmul anual de creștere a primelor brute subscrise (+50%) a depășit semnificativ avansul valorii daunelor plătite.

Tabelul 33 Evoluția volumului de prime brute subscrise pentru segmentul asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto (doar RCA)

Indicator	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PBS (mld.lei)	4,03	3,70	3,60	3,78	3,97	5,95
Despăgubiri brute plătite (mld. lei)	1,92	2,20	2,73	3,12	3,11	3,53

Sursa: ASF

Graficul 108 Ritmul anual de modificare a volumului de prime brute subscrise și despăgubiri brute plătite (an/an)



Sursa: ASF

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

Având în vedere cele mai recente evoluții pe piața RCA din România, ASF a realizat o **analiză a veniturilor societăților de asigurare pentru clasa A10 (RCA și CMR), măsurate prin primele brute subscrise, și a principalelor categorii de cheltuieli în ultimii 6 ani**, acoperind perioada 2016 – 2021.

Principala cheltuială a societăților de asigurare este cea cu daunele, în vederea onorării obligațiilor față de asigurați în cazul producerii evenimentului asigurat. Se observă creșterea valorii daunelor plătite de la 3,2 miliarde lei (în 2020) la aproximativ 3,6 miliarde lei (2021), **însă rata anuală de creștere a obligațiilor (creșterea cu 12% a despăgubirilor brute plătite pentru clasa A10 – RCA și CMR) s-a situat mult sub avansul înregistrat de societăți pe partea de venituri (creșterea cu 46% a volumului de prime brute subscrise pentru clasa A10 – RCA și CMR).**

Astfel, în anul 2021, **valoarea despăgubirilor brute plătite de societăți asiguraților pentru clasa A10 a reprezentat doar 59% din valoarea primelor brute subscrise de societăți**. Societățile de asigurare au avut disponibilități totale în valoare de 2,5 miliarde lei (restul de 41% din primele brute subscrise), după acoperirea obligațiilor față de asigurați prin plata despăgubirilor, pentru gestionarea celorlalte categorii de cheltuieli și obținerea de profit.

De altfel, **media ponderii valorii despăgubirilor brute plătite în valoarea veniturilor sub formă de prime brute subscrise a fost de 65%**, societățile de asigurare înregistrând o valoare medie anuală a primelor brute subscrise de 4,3 miliarde lei în perioada 2016 – 2021 și plătind asiguraților, în medie, circa 2,8 miliarde lei anual pentru despăgubirile aferente clasei A10. Astfel, în medie, **circa 35% din valoarea primelor brute subscrise au reprezentat venituri ale societăților, disponibile pentru administrarea altor categorii de cheltuieli și obținerea de profit**.

Cheltuielile de achiziție (care includ și cheltuielile privind comisioanele plătite companiilor de brokeraj pentru primele intermediare) și **administrare** (inclusiv salariile și taxele plătite de asigurători) **au avut o valoare de 1,7 miliarde lei în anul 2021, reprezentând 28% din valoarea primelor brute subscrise de societățile de asigurare**.

În medie, în perioada 2016 – 2021, **cheltuielile de achiziție și administrare au reprezentat circa 29% din valoarea primelor brute subscrise**, valoarea medie anuală a acestora (1,25 miliarde lei) reprezentând aproximativ jumătate (45%) din valoarea despăgubirilor brute plătite (a obligațiilor societăților față de asigurați).

Tabelul 34 Cheltuielile societăților de asigurare raportate la primele brute subscrise pentru clasa A10

Indicator	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Medie 2016 - 2021
Despăgubiri brute plătite (obligații față de asigurați)/Prime brute subscrise (PBS - venituri din prime)	47%	59%	75%	80%	76%	59%	65%
Cheltuieli cu solutionarea daunelor/PBS	3%	3%	3%	4%	3%	2%	3%
Cheltuieli cu managementul investițiilor/PBS	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Cheltuieli de achiziție și administrare/PBS	30%	26%	30%	31%	30%	28%	29%
- Cheltuieli administrative	11%	9%	11%	10%	9%	9%	10%
- Cheltuieli de achiziție, din care:	19%	17%	19%	20%	20%	19%	19%
Cheltuieli privind comisioanele pentru primele intermediare	13%	11%	12%	13%	13%	12%	12%
Cheltuieli asigurători (altele decât despăgubirile brute plătite)/ PBS	33%	29%	33%	34%	33%	30%	32%

Sursa: ASF

Cheltuielile cu soluționarea daunelor³³ au variat între 105 milioane lei (2016) și 143 milioane lei (2021). Ca pondere în veniturile asigurătorilor, cheltuielile cu soluționarea daunelor nu au înregistrat variații semnificative în perioada 2016 – 2021, reprezentând, în medie, circa 3% din primele brute subscrise.

Tabelul 35 Evoluția cheltuielilor de achiziție și administrare și a despăgubirilor brute plătite de societățile de asigurare pentru clasa A10 (RCA și CMR) în perioada 2016 - 2021

An	Cheltuieli de achiziție și administrare (lei)	Despăgubiri brute plătite (lei)	Cheltuieli de achiziție și administrare/despăgubiri brute plătite
2016	1.234.633.860	1.957.651.011	63%
2017	988.092.444	2.240.805.892	44%
2018	1.112.813.231	2.795.949.719	40%
2019	1.221.629.580	3.202.458.913	38%
2020	1.247.336.343	3.198.034.477	39%
2021	1.698.329.529	3.589.613.175	47%
Medie	1.250.472.498	2.830.752.198	45%

Sursa: ASF

Astfel, în anul 2021, cheltuielile de achiziție și administrare aferente clasei A10 s-au situat la o valoare de circa 1,7 miliarde lei, în creștere cu 36% față de anul 2020. Acestea au reprezentat circa 28% din primele brute subscrise pentru această clasă, aproape jumătate (47%) din despăgubirile brute plătite, respectiv 31% din cheltuielile societăților de asigurare.

Tabelul 36 Evoluția primelor brute subscrise (venituri ale asigurătorilor din activitatea de asigurare) și a cheltuielilor efectuate de asigurători pentru clasa A10 (RCA și CMR)

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
Venituri (lei)	PBS clasa A10 (venituri din prime)	4.139.975.310	3.822.822.278	3.741.919.989	3.985.774.635	4.188.128.313	6.114.226.127
	Despăgubiri brute plătite clasa A10 (obligații față de asigurați ca urmare a producerii evenimentelor asigurate)	1.957.651.011	2.240.805.892	2.795.949.719	3.202.458.913	3.198.034.477	3.589.613.175
Cheltuieli (lei)	Cheltuieli cu soluționarea daunelor	105.251.695	105.988.941	112.736.612	139.766.670	143.069.465	143.194.681

³³ Sunt cheltuielile cu procesarea și soluționarea daunelor, inclusiv cheltuielile juridice și onorariile experților evaluatori și comisioanele bancare în cazul plăților cu despăgubirile

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cheltuieli cu managementul investițiilor	6.486.898	7.564.855	6.180.582	4.076.358	3.764.729	5.421.000
Cheltuieli administrative	453.695.581	347.063.656	405.915.463	411.164.287	395.572.120	566.083.582
Cheltuieli de achiziție	780.938.279	641.028.788	706.897.768	810.465.293	851.764.223	1.132.245.947
TOTAL	3.304.023.464	3.342.452.132	4.027.680.144	4.567.931.521	4.592.205.014	5.436.558.385

Sursa: ASF

Deși au existat ani în care valoarea totală a cheltuielilor raportate de societățile de asigurare a depășit valoarea primelor brute subscrise, se observă că **în toată perioada analizată societățile au avut la dispoziție între 20% și 53% din veniturile din prime brute subscrise pentru a își gestiona cheltuielile și a obține profit, după plata daunelor asiguraților**. Astfel, în perioada 2016 – 2021, valoarea veniturilor măsurate ca prime brute subscrise pentru clasa A10 (RCA și CMR) a depășit valoarea obligațiilor societăților față de asigurați (valoarea despăgubirilor brute plătite).

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

Tabelul 37 Cheltuielile societăților de asigurare (altele decât cele cu despăgubirile brute plătite asiguraților) raportate la despăgubirile brute plătite pentru clasa A10

Indicator	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Medie 2016 - 2021
Cheltuieli de achiziție și administrare (lei), din care:	1.234.633.860	988.092.444	1.112.813.231	1.221.629.580	1.247.336.343	1.698.329.529	-
Cheltuieli de achiziție (lei)	780.938.279	641.028.788	706.897.768	810.465.293	851.764.223	1.132.245.947	-
Cheltuieli de administrare (lei)	453.695.581	347.063.656	405.915.463	411.164.287	395.572.120	566.083.582	-
Despăgubiri brute plătite (lei)	1.957.651.011	2.240.805.892	2.795.949.719	3.202.458.913	3.198.034.477	3.589.613.175	-
Chelt. achiziție și administrare/ despăgubiri brute plătite	63%	44%	40%	38%	39%	47%	45%
Chelt. achiziție/ despăgubiri brute plătite	40%	29%	25%	25%	27%	32%	30%
Chelt. administrare/ despăgubiri brute plătite	23%	15%	15%	13%	12%	16%	16%

Sursa: ASF

Concentrarea pieței asigurărilor

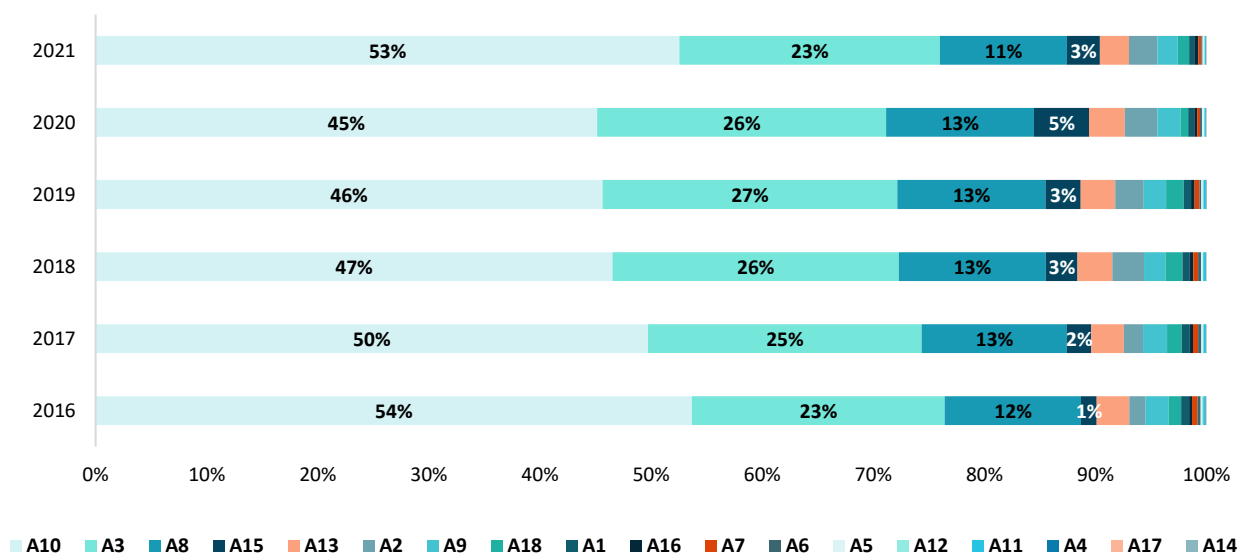
Gradul ridicat de concentrare pe piața asigurărilor continuă să reprezinte o vulnerabilitate atât din prisma expunerii pe clase de asigurare, cât și din perspectiva cotelor de piață semnificative deținute de un număr relativ mic de societăți de asigurare.

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

Asigurări generale

Cele mai mari valori ale subscrierilor sunt înregistrate de **asigurările auto - clasele A10 (RCA și CMR) și A3 (CASCO) reprezintă 76% din piața asigurărilor generale, în creștere față de anul 2021 (71%)** ca urmare a avansului semnificativ înregistrat de volumul de prime brute subscrise pentru clasa A10. Primele 3 clase de asigurări din perspectiva volumului de prime brute subscrise dețin o pondere cumulată de 87% în primele brute subscrise pentru întreaga activitate de asigurări generale derulată de societățile autorizate și reglementate de ASF.

Graful 109 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în volumul total al primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF

În ceea ce privește concentrarea în funcție de primele brute subscrise de societăți, indicatorul CR3, utilizat de Consiliul Concurenței, ce reprezintă valoarea cotelor de piață cumulate ale primelor 3 societăți de asigurare din perspectiva volumului de prime brute subscrise, înregistra o valoare de 50% pe segmentul asigurărilor generale la finalul anului 2021, în ușoară scădere față de nivelul înregistrat în anul 2020 (54%).

Cele mai mari creșteri ale cotelor de piață le-au înregistrat societățile Euroins România (de la 14,1% în 2020 la 18,9% în 2021), Allianz-Țiriac (de la 12,1% la 15,2%) și Groupama Asigurări (de la 11% la 13,5%).

Tabelul 38 Clasamentul primelor 15 societăți de asigurare în funcție de cotele de piață deținute pe segmentul asigurărilor generale

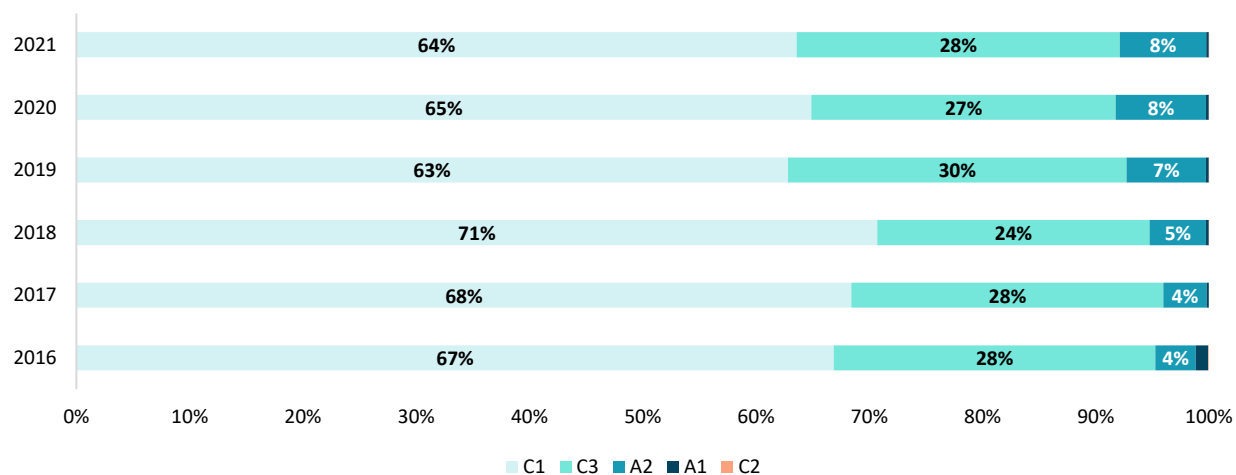
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	11.2%	14.1%	12.5%	14.7%	14.1%	18.9%
CITY INSURANCE S.A.	10.2%	16.3%	18.5%	21.9%	24.9%	15.9%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	14.5%	14.2%	14.6%	13.7%	12.1%	15.2%
OMNIASIG VIG	14.1%	13.8%	14.6%	15.0%	14.9%	13.9%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	11.7%	11.6%	12.1%	12.1%	11.0%	13.5%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	12.4%	10.9%	9.1%	4.9%	5.8%	6.3%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	7.4%	7.1%	6.5%	6.4%	5.4%	5.4%
UNIQA ASIGURARI S.A.	6.2%	5.0%	4.4%	4.3%	4.0%	3.3%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	0.0%	0.1%	0.4%	1.0%	1.5%	2.1%
POOL-UL DE ASIGURARE P.A.I.D.	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.5%
ONIX ASIGURARI S.A.	0.4%	0.4%	0.7%	0.7%	1.7%	1.3%
ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	1.3%	1.5%	1.9%	1.0%	0.8%	0.8%
ERGO ASIGURARI S.A.	1%	1%	1%	1%	1%	0.5%
ABC ASIGURARI - REASIGURARI S.A.	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
GARANTA ASIGURARI S.A.	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%

Sursa: ASF

Asigurări de viață

Gradul de concentrare pe clase de asigurări de viață se menține la un nivel ridicat, primele 2 clase de asigurări generale, **clasa C1** (Asigurări de viață, anuități și asigurări de viață suplimentare) și **clasa C3** (Asigurări de viață și anuități, legate de fonduri de investiții) **cumulând circa 92% din piața asigurărilor de viață.**

Graficul 110 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în volumul total al primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

Primele 3 companii dețin o cotă de piață cumulată de 65% în anul 2021, situându-se în ușoară scădere comparativ cu situația existentă la finalul anului precedent (66%).

Tabelul 39 Clasamentul societăților de asigurare în funcție de cotele de piață deținute pe segmentul asigurărilor de viață

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NN ASIGURARI DE VIATA SA	39.6%	36.6%	36.7%	36.6%	38.5%	36.0%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	14.9%	17.5%	17.4%	16.4%	16.8%	15.6%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	7.1%	6.6%	8.7%	13.1%	11.0%	13.6%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	6.5%	6.7%	6.9%	7.3%	8.5%	10.1%
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	2.4%	2.6%	3.5%	4.5%	5.8%	5.4%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	4.1%	3.3%	5.4%	6.7%	5.4%	5.4%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA SA	3.1%	2.9%	4.0%	3.6%	3.8%	4.6%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	7.0%	6.3%	6.4%	5.2%	4.4%	3.8%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	1.9%	1.7%	1.6%	1.6%	2.1%	2.1%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	2.7%	2.2%	2.1%	2.0%	2.1%	1.9%
ERGO ASIGURARI DE VIATA S.A.	5.7%	7.6%	6.0%	2.0%	0.6%	0.6%
EUROLIFE FFH ASIGURARI DE VIATA S.A.	3.5%	5.0%	1.0%	0.7%	0.7%	0.6%
GARANTA ASIGURARI S.A.	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

Sursa: ASF

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

Astfel, segmentul asigurărilor de sănătate a continuat să crească pe parcursul anului 2021, primele brute subscrise situându-se la o valoare de circa 497 milioane lei, în creștere cu 10% față de 2020. Pe termen lung, dezvoltarea pieței asigurărilor de sănătate poate determina o reducere a dependenței de asigurările auto, ceea ce ar conduce la o consolidare a stabilității întregii piețe a asigurărilor din România.

6. Stabilitatea pieței pensiilor private

6.1. Piața pensiilor private în context european

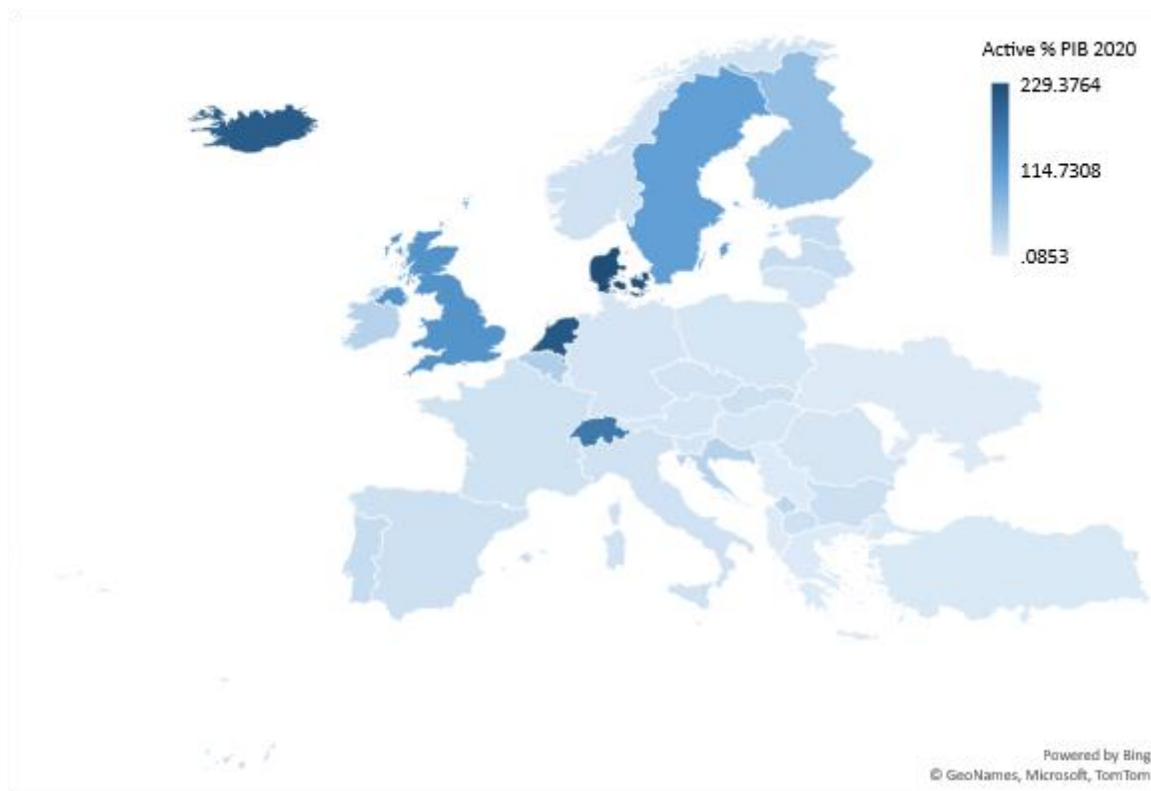
Sistemul pensiilor private rămâne o componentă importantă la nivel mondial, fiind perceput ca o modalitate sigură și eficientă de economisire pe termen lung. Conform OECD, datele preliminare pentru 2020 arată că fondurile de pensii private dețin peste 35 trilioane USD de active la nivel mondial la sfârșitul anului 2020, depășind nivelul din 2019, în pofida incertitudinilor cauzate de pandemia COVID-19. Activele fondurilor de pensii din majoritatea statelor au înregistrat creșteri la finalul anului 2020, comparativ cu anul anterior. Alocarea strategică a activelor financiare a rămas aproape la fel în anul 2020, în ciuda pandemiei COVID-19 și a dezechilibrelor create de aceasta în piața financiară. Totuși, la nivel mondial, se observă o creștere a expunerii pe acțiuni și o diminuare a expunerii pe obligațiuni în anul 2020 comparativ cu anul precedent.

La nivel mondial, activele totale ale vehiculelor de economisire pentru pensionare au atins suma de 56 de trilioane de USD în anul 2020, depășind cu 11% nivelul anului anterior. Pe de altă parte, activele cumulate în fondurile de pensii private au reprezentat 35 de trilioane de USD, restul activelor fiind aferente altor vehicule investiționale pentru pensionare (contracte individuale de asigurare de pensie sau conturi individuale de economisire pentru pensionare gestionate de bănci sau firme de investiții).

În termeni absoluți, cele mai mari valori ale activelor pentru pensionare s-au înregistrat în America de Nord, Europa de Vest, Australia și Japonia.

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

Graficul 111 Gradul de penetrare al pensiilor private în anul 2020 (activele totale ale planurilor de economisire pentru pensionare % PIB)



Sursa: OECD - Pension Markets in Focus

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

Tabelul 40 Evoluția gradului de penetrare al pensiilor private (activele totale ale mijloacelor de economisire pentru pensionare % PIB)

	Active % PIB 2010	Active % PIB 2020
Danemarca	171,4	229,4
Olanda	118,9	212,7
Islanda	124,6	206,9
Elveția	122,5	167,0
Marea Britanie	71,3	126,8
Suedia	52,6	108,9
Liechtenstein	59,2	106,5
Finlanda	50,2	64,1
Malta	0,5	55,4
Belgia	24,2	40,4
Irlanda	-	35,5
Croația	11,6	34,6
Kosovo	14,2	29,3
Portugalia	11,8	22,0
Estonia	9,0	21,8

	Active % PIB 2010	Active % PIB 2020
Letonia	7,4	19,5
Bulgaria	5,4	14,8
Spania	12,5	14,5
Slovacia	7,2	14,4
Macedonia de Nord	2,9	13,5
Italia	5,3	12,7
Norvegia	7,5	12,3
Franța	8,5	12,2
Lituania	4,0	9,5
Cehia	5,8	9,5
Germania	5,5	8,2
Slovenia	5,8	8,0
Polonia	15,5	7,9
România	0,9	7,4
Austria	5,1	6,6
Ungaria	14,5	5,6
Turcia	1,0	3,4
Luxembourg	2,0	2,9
Grecia	0,0	1,0
Serbia	0,3	0,9
Albania	0,0	0,2
Ucraina	0,1	0,1

Sursa: OECD - Pension Markets in Focus

Gradul de penetrare a pensiilor private, calculat ca raportul dintre activele totale ale vehiculelor de economisire pentru pensionare și PIB, diferă de la stat la stat, cel mai ridicat nivel al acestuia pentru anul 2020 fiind înregistrat de către Danemarca (229%), conform OECD. În cazul României, gradul de penetrare a pensiilor private a atins procentul de 7,4% în anul 2020. Activele totale ale fondurilor private din România au înregistrat creșteri substanțiale de la an la an, pe tot parcursul funcționării sistemului de pensii private, ajungând astfel, la finalul anului 2021, să dețină un procent de 7,8% din PIB.

În termeni nominali, toate statele au înregistrat creșteri ale activelor planurilor de economisire pentru pensionare în anul 2020 comparativ cu 10 ani în urmă, cu excepția Ungariei și Poloniei (ca urmare a unor reforme ale sistemului de pensii private). Creșterile activelor au fost mai evidente, cu cât sistemele de pensii private erau încă recente, iar valoarea activelor cumulate în fondurile de pensii erau mici (Armenia, Grecia și România).

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

Având în vedere caracterul obligatoriu al sistemului de pensii administrate privat din România, legiuitorul a instituit mai multe mecanisme de protecție a participanților, printre care se numără rata minimă de rentabilitate pentru fiecare categorie de risc a fondurilor de pensii private. În cazul în care un fond obține periodic rate de rentabilitate inferioare ratei minime, se declanșează aplicarea unor măsuri speciale de supraveghere în vederea redresării situației. În contextul în care există un număr restrâns de fonduri de pensii administrate privat și al mecanismelor de protecție existente, s-a constatat o abordare similară din

partea administratorilor în ceea ce privește alocarea strategică a portofoliului investițional, caracterizată printr-o expunere moderată la risc și totodată printr-o preferință pentru titlurile emise de către statul român. Pe plan european, piețele fondurilor de pensii private sunt diferite structural de piața din România. Majoritatea produselor sunt facultative și predomină în multe țări fondurile de pensii ocupaționale. În acest context, portofoliile agregate ale fondurilor de pensii europene, existente într-un număr mult mai mare, sunt investite într-un mix de active financiare, în special obligațiuni și acțiuni.

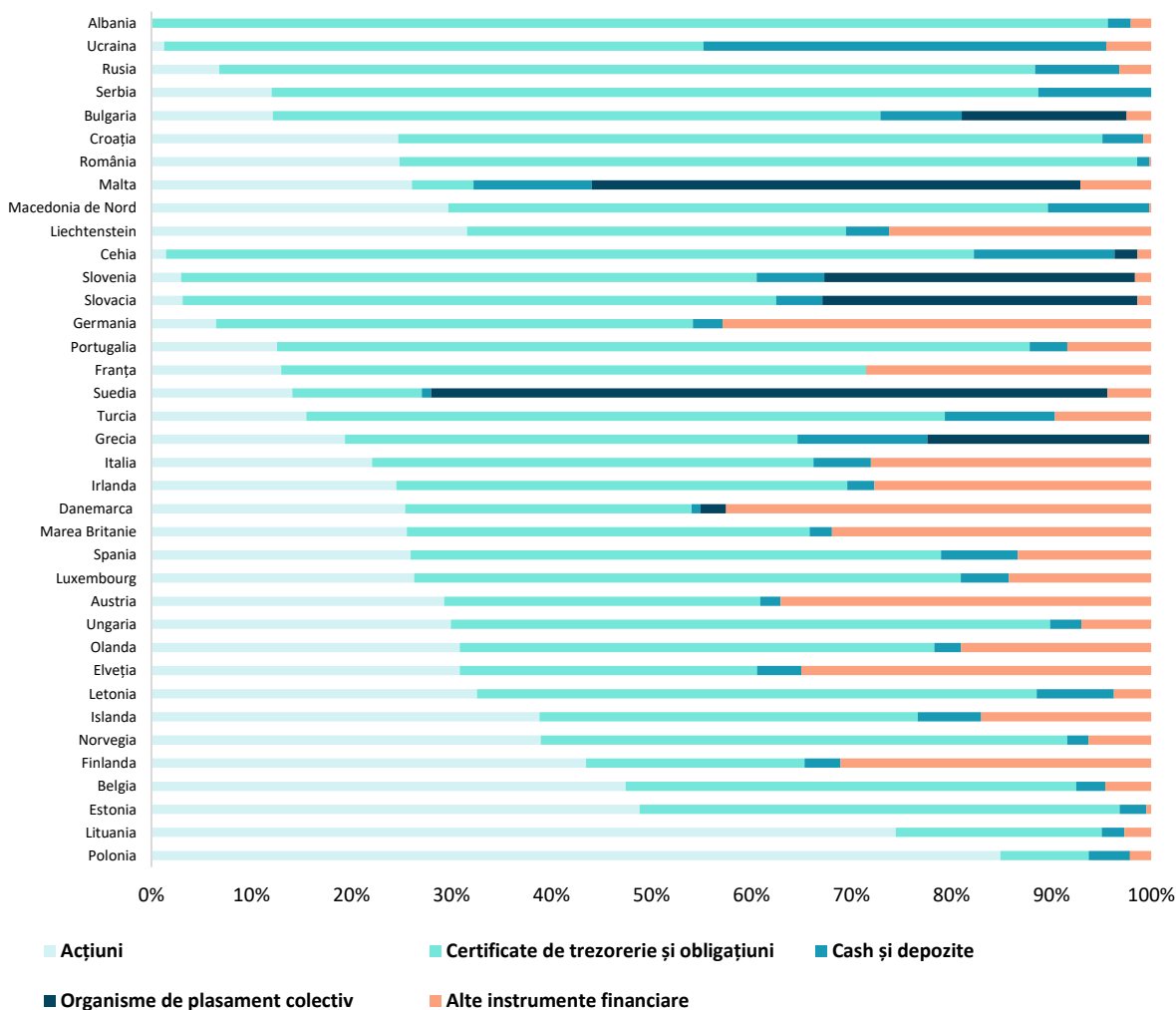
Obligațiunile de stat reprezintă principalul instrument financiar în care au fost investite activele pentru pensionare. Unul dintre motive poate fi lipsa altor oportunități de investiții la nivel local, cum este de exemplu în Albania unde a fost creată recent o bursă de valori care ar putea permite o diversificare mai mare a activelor pe viitor. Un alt motiv poate fi reprezentat de necesitatea unui flux garantat de venituri fixe. De exemplu, în Cehia, fondurile de pensii care oferă garanții nominale anuale pozitive membrilor, investesc în certificate de trezorerie și obligațiuni pentru a avea fluxuri de venituri fixe. Reglementările privind investițiile din unele țări pot impune, de asemenea, furnizorilor de pensii să investească o anumită proporție din activele lor în anumite instrumente financiare.

Depozitele bancare și numerarul au crescut ușor ca pondere în total active, în anul 2020, pentru a face față potențialelor ieșiri din sistemul de pensii private cauzate de pandemia COVID-19.

În ceea ce privește structura investițională a portofoliilor fondurilor de pensii, riscul investițional sau riscul de piață se referă la riscul de pierderi din cauza mișcărilor adverse ale ratelor dobânzilor și ale altor prețuri de piață - ceea ce duce la subfinanțare în planurile de tip DB (defined benefit) și la solduri scăzute în conturile DC (defined contribution).

Riscul de concentrare apare atunci când portofoliul de investiții nu este suficient de diversificat sau este prea concentrat pe un singur activ sau emitent. Creșterea riscului de concentrare are o relație pozitivă, direct proporțională asupra riscului de investiție. Riscul investițional poate fi, de asemenea, de natură sistemică atunci când toate planurile de pensii sunt afectate de crize financiare.

Graficul 112 Structura investițională a mijloacelor de economisire pentru pensionare în statele europene în anul 2020 (%)

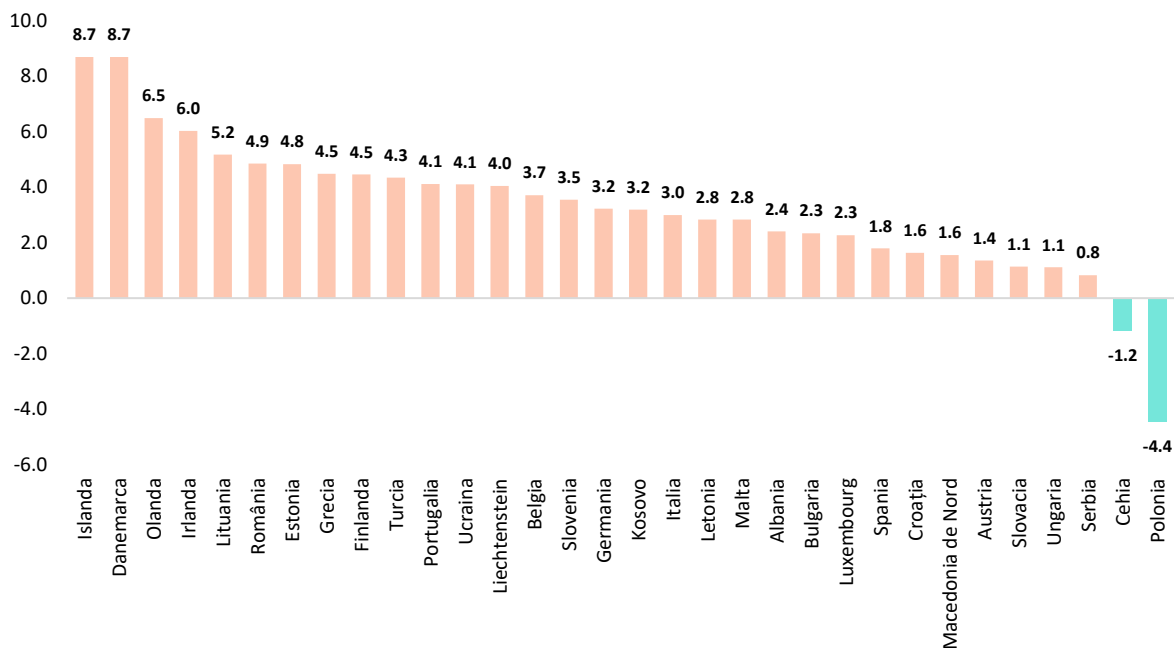


Sursa: OECD - Pension Markets in Focus

Creșterea activelor mijloacelor de economisire pentru pensionare din anul 2020 provine parțial din performanța investițională pozitivă. Majoritatea statelor europene au avut rate de rentabilitate pozitive în anul 2020, cele mai mari fiind înregistrate de către Islanda, Danemarca și Olanda.

Revenirea piețelor financiare după primul trimestru al anului 2020 a ajutat furnizorii de pensii private din multe țări să recupereze pierderile financiare. Această revenire a fost stimulată de sectoarele care au prosperat în timpul pandemiei (de exemplu, companiile tehnologice), stimulentele băncilor centrale de a menține costurile împrumuturilor scăzute (de exemplu, scăderea ratelor dobânzii) și perspectivele pozitive (dezvoltarea vaccinurilor și aprobarea lor de către autoritățile sanitare). Scăderea ratelor dobânzilor au determinat randamente pozitive ale obligațiunilor corporative și guvernamentale cu durată lungă. În unele jurisdicții, cum ar fi Țările de Jos, fondurile de pensii au obținut și câștiguri din instrumentele derivate, pe măsură ce ratele dobânzilor au scăzut.

Graficul 113 Rata anuală reală de rentabilitate a investițiilor, în anul 2020 (%)



Sursa: OECD - Pension Markets in Focus

Conform OECD, beneficiile plătite pentru pensionare sau activele transferate către alte entități responsabile pentru plata pensiilor au fost mai mari în anul 2020 în Danemarca, Islanda și Elveția, state cu un sistem de pensii private matur și cu active totale de peste 100% din PIB. Astfel, în Danemarca au fost plătite în cuantum de 5,8% din PIB, iar în Islanda cuantumul plăților a atins 7,4% din PIB, în timp ce Elveția a efectuat plăți în procent de 6,9% din PIB. În statele cu sisteme de pensii recente, plățile pensiilor sunt încă reduse, fiind astfel minimizat riscul de lichiditate.

Pandemia de coronavirus a influențat ieșirile din sistemul de pensii private din anumite state. Spre exemplu, Letonia a pus în aplicare o politică ce permite membrilor să amâne plata pensiilor private, pentru a-i proteja de pierderile investiționale generate de pandemia COVID-19. Pe de altă parte, conform unor sondaje citate de OECD, pandemia a determinat anumiți participanți la sistemele de pensii private să întârzie vârsta pensionării.

Anumite state au înregistrat retrageri anticipate mari din planurile de pensii, în special cele care permiteau accesul necondiționat la economii în perioada pandemică. Cele mai mari retrageri din sistem, măsurate ca procent din activele totale, au avut loc în Peru și Chile, unde oamenii au avut posibilitatea de a-și accesa economiile necondiționat în anul 2020. Aceste măsuri temporare pot avea un efect negativ asupra pensiilor private și cresc riscul ca unele persoane să se confrunte cu sărăcia la bătrânețe.

Războiul din Ucraina continuă să fie principala preocupare a furnizorilor de pensii private de pretutindeni. Cu toate acestea, pensiile private sunt investiții pe termen lung, iar volatilitatea temporară a pieței financiare nu reprezintă un risc major asupra sistemului de pensii private. La nivel mondial, administratorii fondurilor de pensii private au expuneri mici pe Rusia sau pe companii rusești, acestea fiind atent monitorizate sau

excluse pe cât posibil din portofolii. Specialiștii susțin că o altă măsură de siguranță pentru pensiile private o constituie diversificarea portofoliilor, astfel încât activele să fie investite în diverse industrii sau zone geografice.

6.2. Entități relevante sistemic

Activele totale cumulate pentru Pilonul II și III depășeau valoarea de 92 miliarde lei la sfârșitul lunii martie 2022; raportate la PIB, **la finalul anului 2021 activele totale cumulate ale sistemului de pensii private din România reprezentau 7,8% din PIB anual** (calculat ca suma ultimelor 4 trimestre).

De-a lungul perioadei de funcționare, sistemul pensiilor private a avut o evoluție progresivă, iar ponderea activelor fondurilor de pensii private în PIB aproape s-a dublat la finalul anului 2021, comparativ cu anul 2015.

Tabelul 41 Dimensiunea sectorului sistemului de pensii private din România (active totale raportate la PIB)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
Fonduri de pensii private	3,64%	4,32%	4,84%	5,21%	6,09%	7,37%	7,83%

**PIB calculat ca suma ultimelor 4 trimestre (T1 – T4 2021)*

Sursa: INS, calcule ASF

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

Tabelul 42 Fondurile de pensii private

Tip fond	Fond de pensii private	Activ total (mil. lei) 31 mar. 2022	Activ total (mil. lei) 31 dec. 2021	%PIB la 31 dec. 2021
P2	NN	31.025	31.170	2,64%
P2	AZT VIITORUL TAU	19.114	19.077	1,61%
P2	METROPOLITAN LIFE	12.521	12.314	1,04%
P2	VITAL	8.985	8.935	0,76%
P2	ARIPI	8.001	7.992	0,68%
P2	BCR	6.176	6.083	0,51%
P2	BRD	3.576	3.534	0,30%
P3	NN OPTIM	1.461	1.465	0,12%
P3	BCR PLUS	581	583	0,05%
P3	NN ACTIV	405	408	0,03%
P3	AZT MODERATO	350	353	0,03%
P3	BRD MEDIO	177	179	0,02%
P3	AZT VIVACE	129	125	0,01%
P3	RAIFFEISEN ACUMULARE	127	130	0,01%
P3	PENSIA MEA	127	127	0,01%
P3	STABIL	33	33	0,00%
P3	AEGON ESENTIAL	11	11	0,00%
Total		92.799	92.518	7,83%

Sursa: ASF

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

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

Cu toate acestea, este important să reiterăm că, în ceea ce privește sistemul de pensii private din România, riscurile privind stabilitatea și buna funcționare a fondurilor de pensii se mențin la niveluri reduse, având în vedere mecanismul de implementare și funcționare a sistemului de pensii private din România de tip contribuții definite cu garanții absolute și relative. De altfel, unul dintre mecanismele de protejare a drepturilor participanților, ce contribuie la stabilitatea sistemului de pensii private, este și **separarea activelor administratorilor de activele fondurilor de pensii private**, ceea ce arată imposibilitatea ca activele unui fond de pensii private să fie afectate de o eventuală evoluție negativă a situației financiare a unei societăți de administrare. În ipoteza în care un administrator s-ar confrunța cu dificultăți financiare, fondul aflat în administrare este transferat, prin intermediul procedurii de administrare specială, către alți administratori.

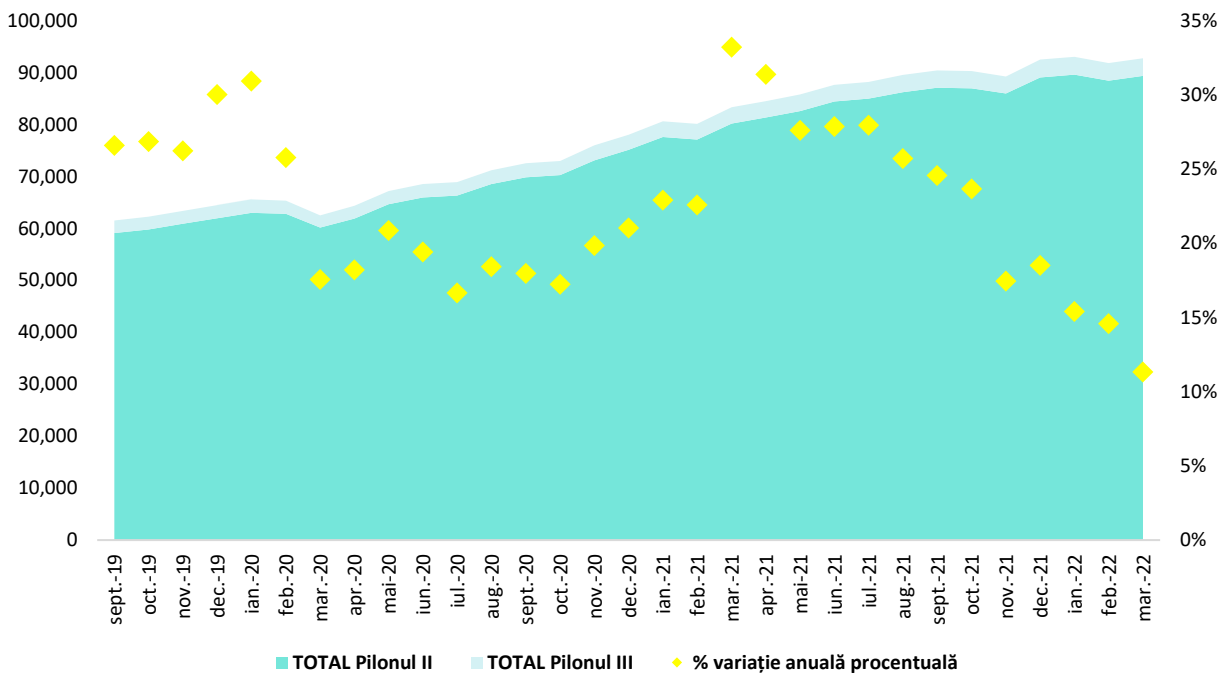
6.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România

Fondurile de pensii private din România reprezintă o sursă stabilă de finanțare a statului, dar și a mediului privat, având un rol de stabilizator în finanțarea autohtonă. Această componentă a sistemului financiar, în creștere din prisma dimensiunii acestuia, contribuie la dezvoltarea economică pe termen lung și facilitează economisirea pentru asigurarea unui venit suplimentar la pensie.

În anul 2020, a fost instituit cel de-al patrulea pilon de pensii, respectiv sistemul de pensii ocupaționale. La începutul anului 2020, Parlamentul a adoptat *Legea nr. 1/2020 privind pensiile ocupaționale*, care transpune prevederile *Directivei UE 2341/2016 privind activitățile și supravegherea instituțiilor pentru furnizarea de pensii ocupaționale* (IORP II). Obiectivul acestui nou sistem este să asigure o componentă suplimentară de pensie, finanțată în principal de angajatori și în subsidiar de către angajați. În anul 2020, au fost elaborate 14 norme în vederea implementării sistemului de pensii ocupaționale. În acest an, a fost emisă o singură normă în vederea detalierii unor condiții privind autorizarea administratorilor de pensii ocupaționale. În anul 2021, a fost emisă o singură normă în vederea detalierii unor condiții privind autorizarea administratorilor de pensii ocupaționale. De asemenea, în ședința Consiliului ASF din data de 09.02.2022 a fost aprobată cererea BCR PENSII, Societate de Administrare a Fondurilor de Pensii Private SA, de autorizare ca administrator al fondurilor de pensii ocupaționale.

Valoarea activelor totale aflate în administrare, la nivelul întregului sistem de pensii private, a atins la finalul lunii martie 2022 nivelul de 92,80 miliarde de lei (18,76 miliarde de euro), cu un număr de 8.426.846 participanți. În ultimii doi ani, valoarea lunară a activelor totale ale sistemului de pensii private a înregistrat creșteri anuale de peste 11%, așa cum rezultă din graficul următor.

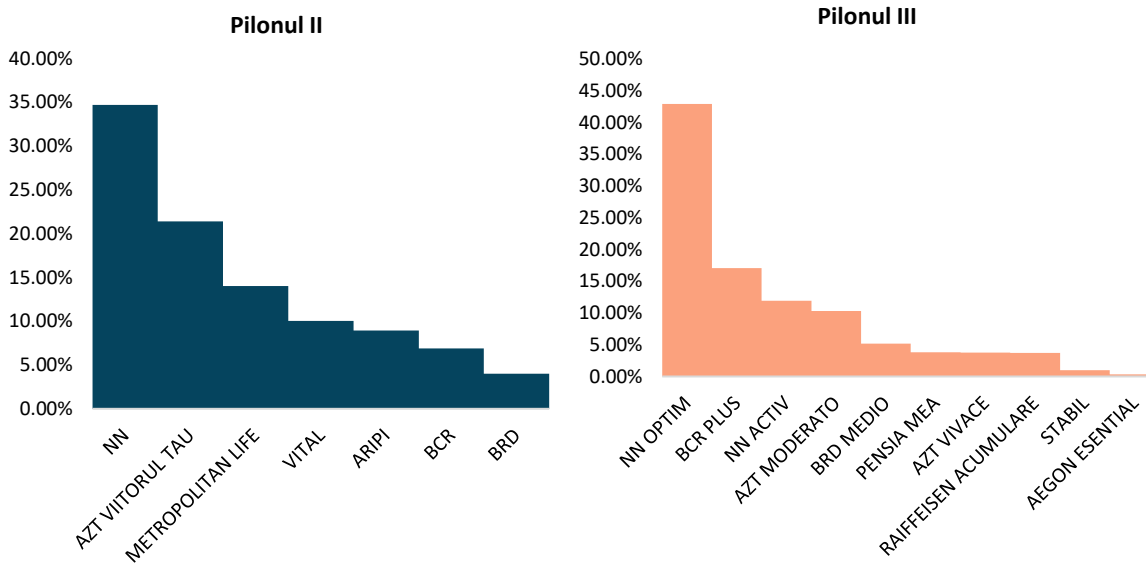
Graficul 114 Activele sistemului de pensii private (miliarde lei)



Sursa: ASF

Piața pensiilor private a rămas cel mai semnificativ segment al pieței financiare nebankare supravegheat de ASF din perspectiva valorii activelor, în anul 2021, deținând 7,8% PIB (PIB calculat ca suma ultimilor 4 trimestre).

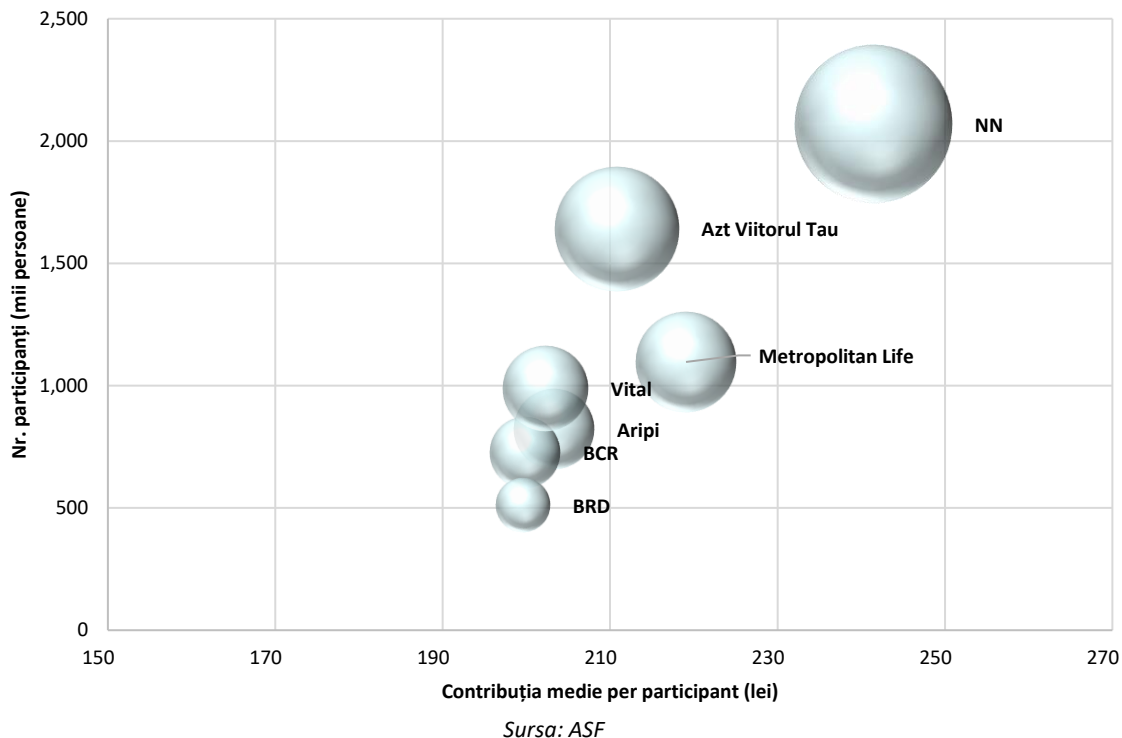
Graficul 115 Cota de piață (% activ total) a fondurilor de pensii din sistemul pensiilor private, martie 2022



Sursa: ASF

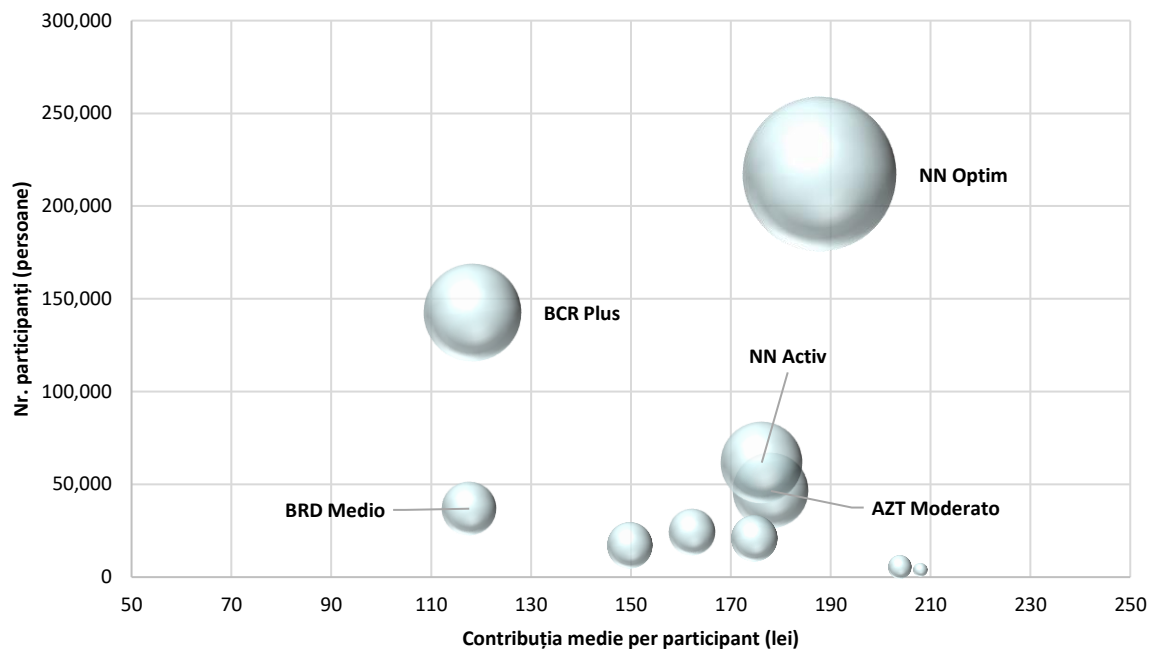
Piața pensiilor administrate privat înregistrează un grad ridicat de concentrare, primele trei fonduri de pensii totalizând 70% din active. Și în cazul fondurilor de pensii facultative, gradul de concentrare este asemănător, primele trei fonduri însumând 72% din active. Fondurile de pensii facultative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

Graficul 116 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 martie 2022



La nivelul fondurilor de pensii administrate privat, contribuția medie a participanților în luna martie 2022 a fost de circa 217 lei, înregistrând o creștere de 10% 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 35% (calculată după activele nete).

Graficul 117 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 martie 2022



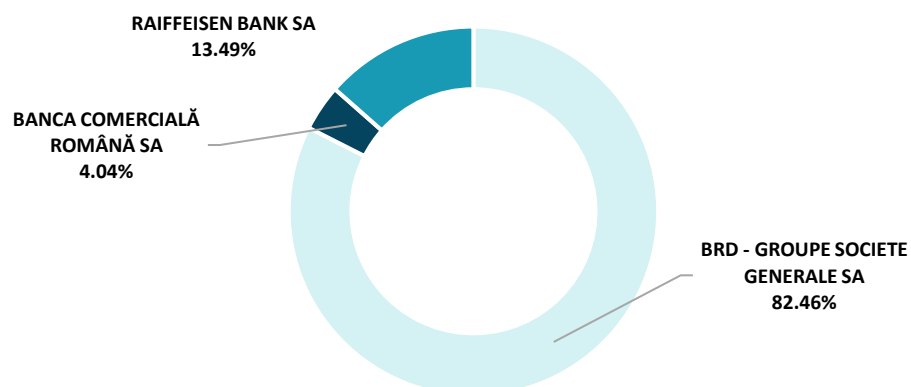
Sursa: ASF

În ceea ce privește fondurile de pensii facultative, contribuția medie per participant în luna martie 2022 a fost de aproximativ 165 lei, în creștere cu 14% comparativ cu luna martie a anului 2021. Fondul de pensii facultative cu cel mai mare număr de participanți este FPF NN Optim, înregistrând totodată și cota de piață cea mai mare după activele nete (43%).

În primele trei luni ale anului 2022, au fost virate în sistemul pensiilor administrate privat contribuții brute în valoare de 2,66 miliarde lei, cu 10% mai mult comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. În Pilonul III au fost virate contribuții brute în valoare de 120 milioane lei în primele trei luni ale anului 2022, în creștere cu 30% față de anul 2021.

Contribuțiile participanților la fondurile de pensii private se virează direct în contul fondului de pensii înregistrat la banca depozitară, aceasta din urmă fiind autorizată, reglementată, supravegheată și controlată de Banca Națională a României. Așadar, depozitarii sunt răspunzători împreună cu administratorii fondurilor de pensii de activele participanților. Datele cele mai recente de pe piața fondurilor de pensii arată că serviciile de depozitare a activelor sunt oferite de trei instituții de credit autorizate de Banca Națională a României (BNR): BRD, care deține cea mai ridicată pondere a activelor, de aproximativ 82,5%, Raiffeisen, 13,5%, și BCR, 4,0%.

Graficul 118 Activele fondurilor de pensii private deținute de depozitari (Pilon II și III, la 31 martie 2022)



Sursa: 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 nu face însă obiectul supravegherii prudențiale de către ASF, ci de către Banca Națională a României și este deja inclusă în categoria altor instituții de importanță sistemică din România (fiindu-i impus un amortizor suplimentar de capital ca urmare a includerii în această categorie pe baza scorului calculat conform metodologiei armonizate cu ghidul Autorității Bancare Europene).

6.4. Structura plasamentelor fondurilor

Activele fondurilor de pensii private sunt investite majoritar în economia României, fondurile de pensii fiind investitori pe termen lung, reprezentând una din sursele stabile de finanțare a economiei și a statului.

Fondurile de pensii private au un profil de risc scăzut, iar activele mai puțin riscante în care investesc preponderent sunt, în general, indiferent de evoluția pieței, titlurile de stat. Astfel, investițiile fondurilor de pensii private se realizează preponderent în obligațiuni suverane, dar și în companii listate pe piața de capital, care sunt transparente și care respectă governanța corporativă, stimulând astfel dezvoltarea pieței primare și secundare.

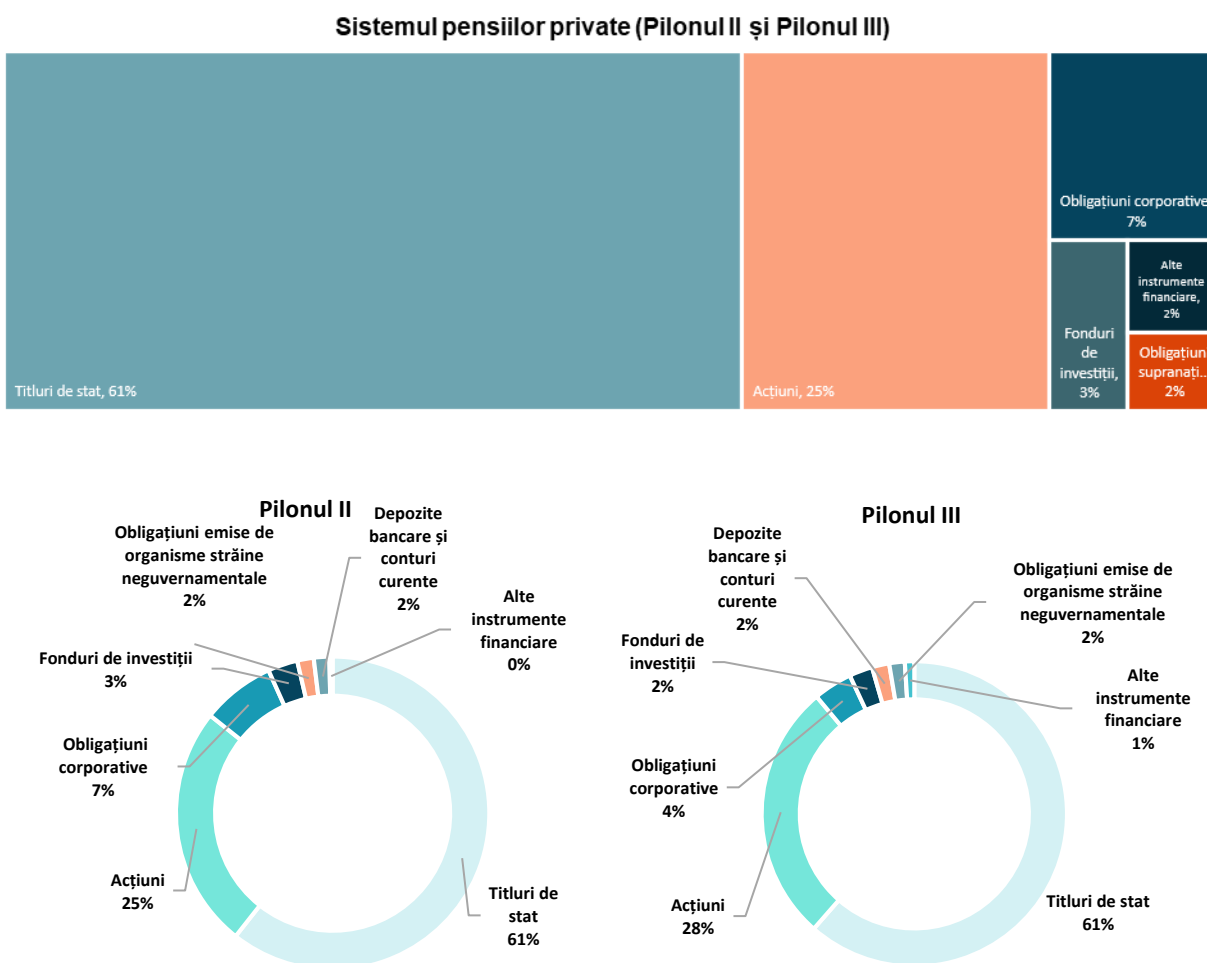
Politica investițională vizează diversificarea portofoliilor fondurilor de pensii private, diminuând astfel riscul de piață al unei clase de active, într-o perioadă în care sunt înregistrate scăderi ale prețurilor altor active financiare. Fondurile de pensii investesc într-un mix de active financiare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

cerințele de prudențialitate și securitate a portofoliilor, în folosul participanților, pentru a asigura calitatea, lichiditatea și profitabilitatea activelor.

Cea mai mare pondere în portofoliile fondurilor de pensii private a fost deținută în permanență de instrumentele financiare cu venit fix (în special titluri de stat, urmate de obligațiuni corporative, supranaționale și municipale). Chiar dacă în ultimii ani structura plasamentelor a cunoscut o ușoară diversificare, ponderea instrumentelor cu venit fix depășește chiar și în prezent nivelul de 70% din total. Fondurilor de pensii private le sunt permise doar investițiile în instrumente cu venit fix ce au calificativul Investment Grade. La 31 martie 2022, un procent de 61% din activele totale ale sistemului erau investite în titluri de stat emise de România, țară ce are calificativul Investment Grade.

Încă de la înființarea fondurilor de pensii private, investițiile acestora s-au realizat preponderent în emitenți din România, la finalul lunii martie 2022, plasamentele fondurilor de pensii fiind efectuate local în procent de 90%. Majoritatea instrumentelor românești sunt reprezentate de titluri de stat, acțiuni listate la Bursa de Valori București, depozite bancare și obligațiuni corporative.

Graficul 119 Structura activelor fondurilor de pensii private la 31 martie 2022



Sursa: ASF

Structura plasamentelor fondurilor de pensii administrate privat (Pilonul II) se menține orientată preponderent către titluri de stat (în proporție de 61% la finele lunii martie 2022). Următoarea clasă de active ca importanță în portofoliile fondurilor este reprezentată de investițiile în acțiuni listate, cu o pondere de circa 25%. Ponderea titlurilor de stat în portofoliul investițional al fondurilor de pensii facultative (Pilonul III) a fost de circa 61% la finalul primului trimestru al anului 2022, în timp ce acțiunile dețin o pondere de 28% din activul total al acestora.

Tabelul 43 Investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 31 martie 2022

Denumire emitent	Valoare lei	% valoare tranzacționată cu acțiuni
Fondul Proprietatea SA	4.264.432.926	18,25%
Banca Transilvania SA	3.825.556.169	16,37%
OMV Petrom SA	3.583.161.010	15,33%
Romgaz SA	2.445.603.868	10,46%
BRD - Groupe Societe Generale SA	2.020.568.961	8,65%
Nuclearelectrica SA	1.230.260.059	5,26%
Med Life SA	1.132.853.431	4,85%
Electrica SA	729.839.873	3,12%
Transgaz SA	533.382.885	2,28%
Digi Communications NV	420.649.671	1,80%
Alte companii	3.183.086.597	13,62%
TOTAL	23.369.395.451	100,00%

Sursa: ASF

Fondurile de pensii private sunt investitori instituționali semnificativi pe piața de capital, investind în emitenți care respectă governanța corporativă și sunt transparente. La 31 martie 2022, sistemul pensiilor private din România a investit în acțiuni în procent de 25%, iar 86% din acest procent este reprezentat de 10 companii, aflate în topul celor mai tranzacționate companii la pe segmentul principal la BVB.

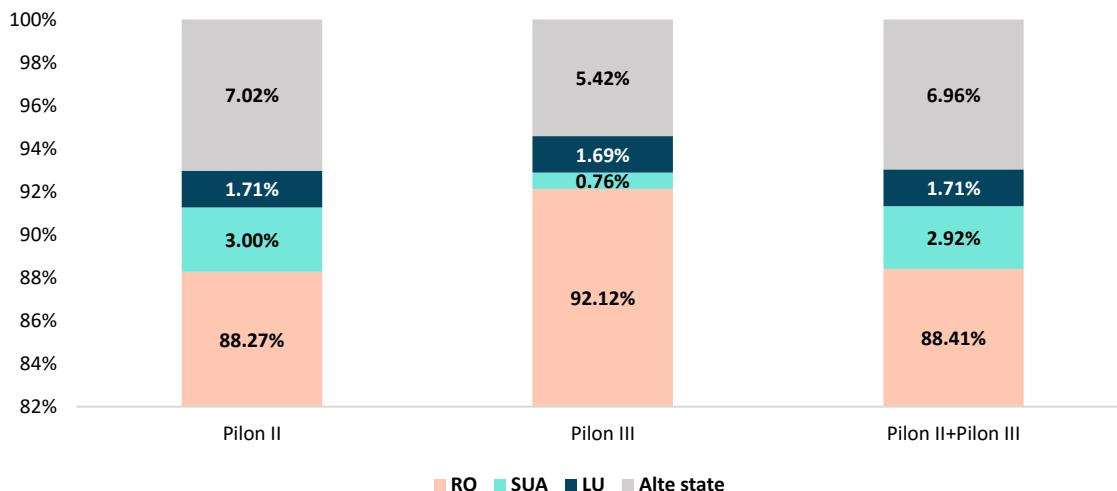
Tabelul 44 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 31 martie 2022

Denumire emitent	Valoare lei	% valoare tranzacționată cu obligațiuni corporative
Banca Comercială Română	1.114.157.753	16,15%
Citigroup Global Markets Holdings Inc	1.050.925.133	15,23%
Banco Santander SA	1.049.353.751	15,21%
The Goldman Sachs Group INC	1.018.957.471	14,77%
ING Bank NV	605.764.000	8,78%
Raiffeisen Bank SA	476.388.715	6,90%
BNP Paribas	352.775.733	5,11%
Citigroup Inc	329.454.772	4,77%
Bank of America Corporation	201.646.667	2,92%
Unicredit Bank SA	131.178.126	1,90%
Alte companii	570.274.435	8,26%
TOTAL	6.900.876.555	100,00%

Sursa: ASF

Investițiile fondurilor de pensii în obligațiuni corporative a reprezentat un procent de 7,44% din activele totale ale sistemului de pensii private. Astfel, fondurile de pensii private au investit în obligațiuni corporative emise atât în România, cât și în extern, în mod majoritar, de către grupuri financiare sau bancare. Multe dintre obligațiunile corporative au fost emise în SUA (39%), România (25%) și Spania (15%).

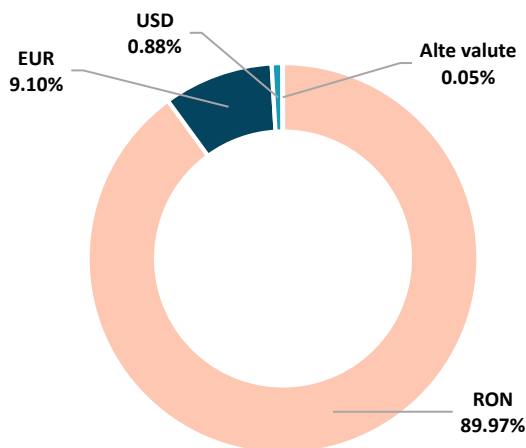
Graficul 120 Distribuția pe țări a activelor fondurilor de pensii private la 31 martie 2022



Sursa: ASF

La 31 martie 2022, din perspectiva țării de origine a emitenților instrumentelor financiare deținute în portofoliile fondurilor de pensii private (Pilon II și Pilon III), o pondere de circa 88% este aferentă plasamentelor unor emitenți din România. În cazul Pilonului II, o pondere de 88,27% din active a fost investită în active din România, în timp ce Pilonul III a investit o pondere de 91,12% în active românești.

Graficul 121 Expunerea valutară a activelor fondurilor de pensii private la 31 martie 2022



Sursa: ASF

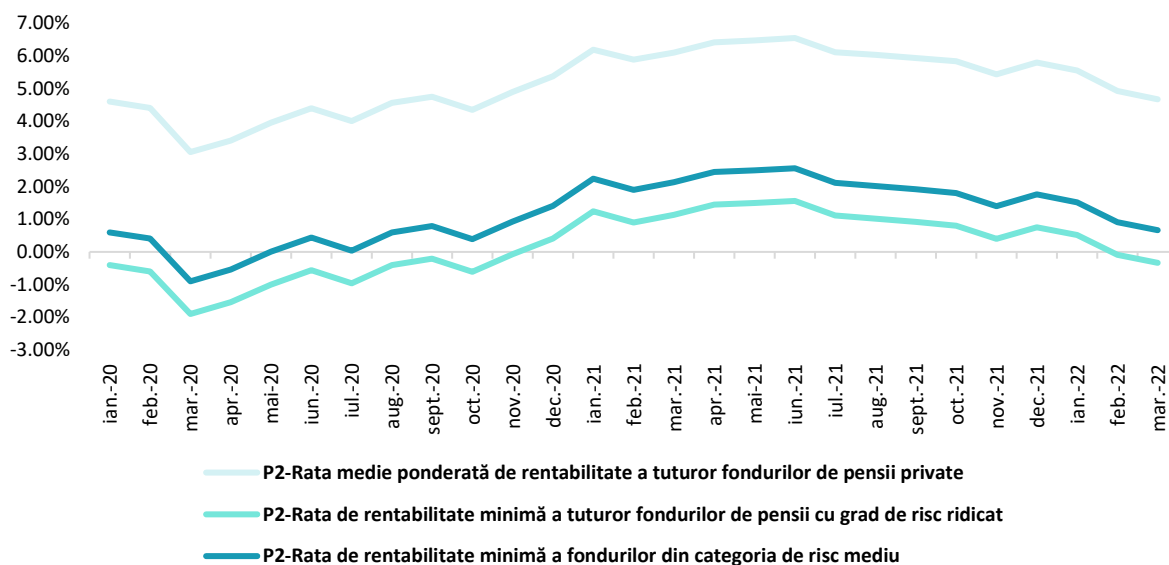
Fondurile de pensii private au investit majoritatea activelor în instrumente financiare denumite în monedă locală. Pilonul II și Pilonul III dețin în portofoliu instrumente financiare denumite în euro în procent de 9,11% și, respectiv, 8,74%. Ținând cont de expunerea limitată pe instrumente financiare denumite în valută (din care cea mai mare parte este aferentă unor instrumente denumite în EUR, aproximativ 9% la 31 martie 2022), riscul valutar se situează și la finalul primului trimestru al anului 2022 la un nivel foarte redus, fiind limitat prin gestionarea ponderii activelor denumite în valută în totalul activelor și prin utilizarea instrumentelor derivate.

6.5. Randamentele unităților de fond

La 31 martie 2022, rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii administrate privat (Pilonul II) a fost de 4,6708%, 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 11,0411%, în vreme ce rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu risc mediu a fost de 7,2585%.

Ambele rate de rentabilitate minime ale fondurilor de pensii administrate privat au evoluat pe același trend cu rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii, ele fiind calculate în funcție de aceasta. În prima parte a anului 2022, ratele de rentabilitate minime a fondurilor de pensii pentru fiecare categorie de risc menționată au evoluat pe un trend ușor descrescător ca urmare a izbucnirii războiului din Ucraina.

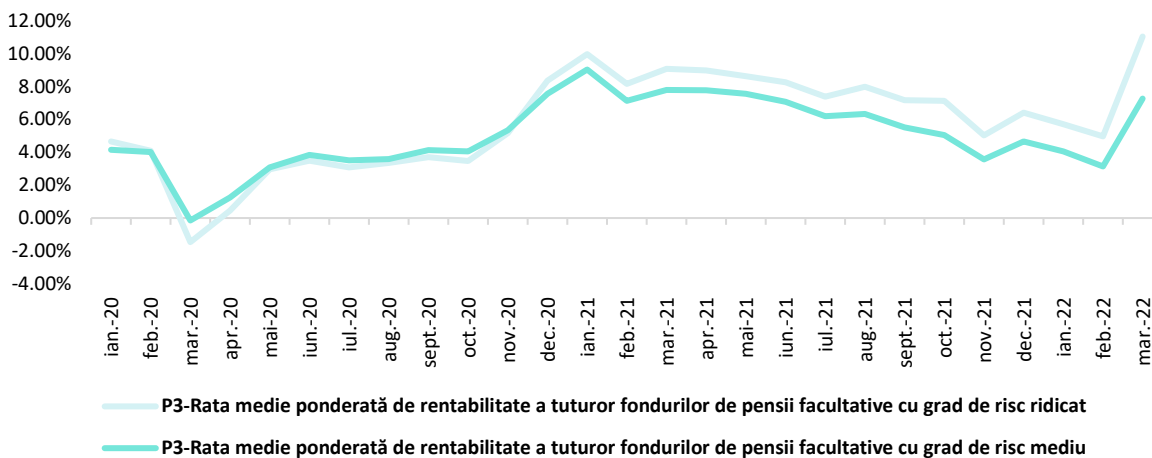
Graficul 122 Evoluția ratelor de rentabilitate a fondurilor de pensii administrate privat



Sursa: ASF

Și în cazul fondurilor de pensii facultative, ratele medii ponderate pentru ambele categorii de risc (mediu și ridicat) au înregistrat în primul trimestru al anului 2022 valori superioare celor înregistrate în ultimii doi ani.

Graficul 123 Evoluția ratelor de rentabilitate a fondurilor de pensii facultative

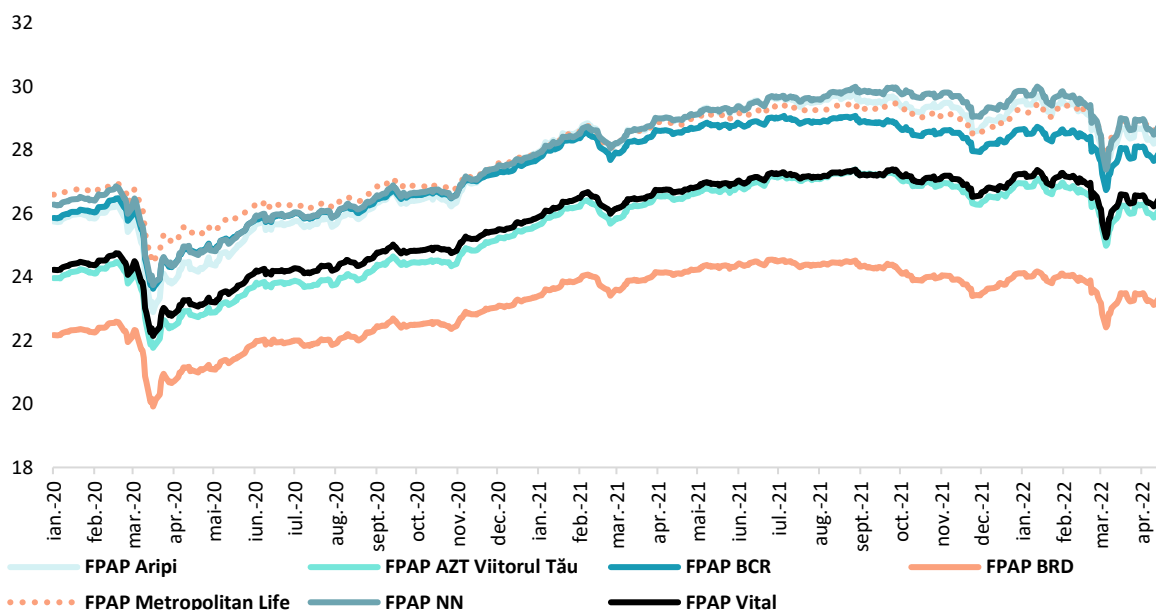


Sursa: ASF

În primul trimestru al anului 2022, piețele financiare globale au fost afectate de războiul din Ucraina, dar și de prețurile crescute la energie și la gaze. Astfel, contextul macroeconomic instabil s-a reflectat și asupra activelor fondurilor de pensii private.

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. În luna aprilie, valorile unităților de fond s-au menținut constante, însă la un nivel ușor mai redus comparativ cu cel înregistrat înaintea izbucnirii războiului din Ucraina.

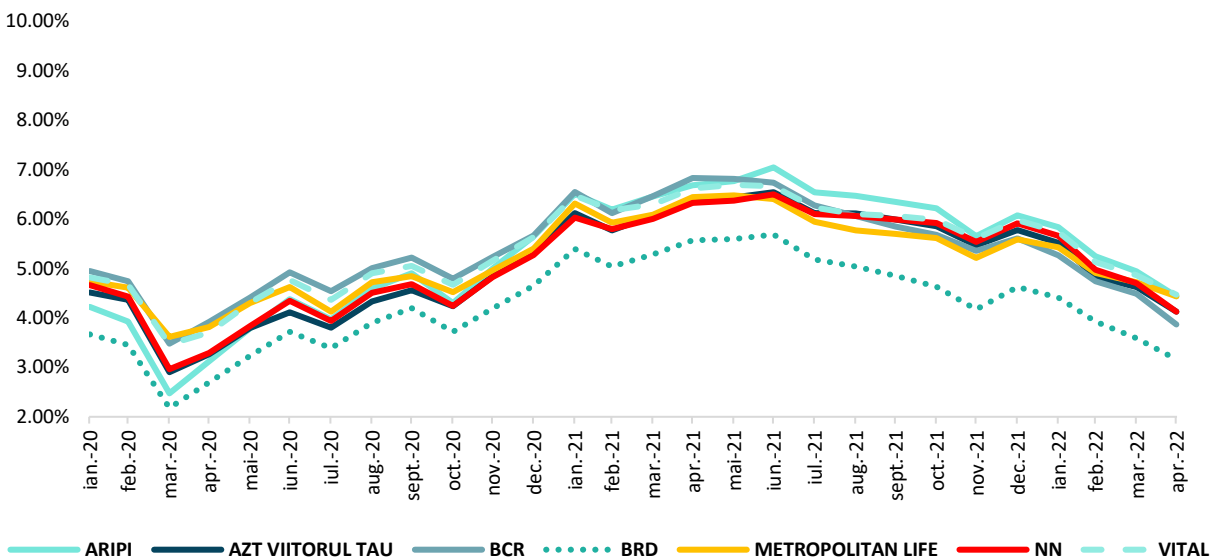
Graficul 124 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei)



Sursa: ASF

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

Graficul 125 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat



Fondurile de pensii administrate privat înregistrează un trend descendent al ratei de rentabilitate anualizată, în special ca urmare a incertitudinilor macroeconomice generate de criza energetică ce a fost amplificată de conflictul militar din Ucraina, dar și de inflația persistentă din economia europeană.

Pe termen lung, aferent întregii perioade de funcționare a fondurilor de pensii private, randamentul anualizat³⁴ al acestora se menține la un nivel ridicat, așa cum rezultă din tabelul prezentat mai jos.

Tabelul 45 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la 21 aprilie 2022

FPAP Aripa	FPAP AZT Viitorul Tău	FPAP BCR	FPAP BRD	FPAP Metropolitan Life	FPAP NN	FPAP Vital
7,66%	7,03%	7,47%	6,24%	7,80%	7,75%	7,11%

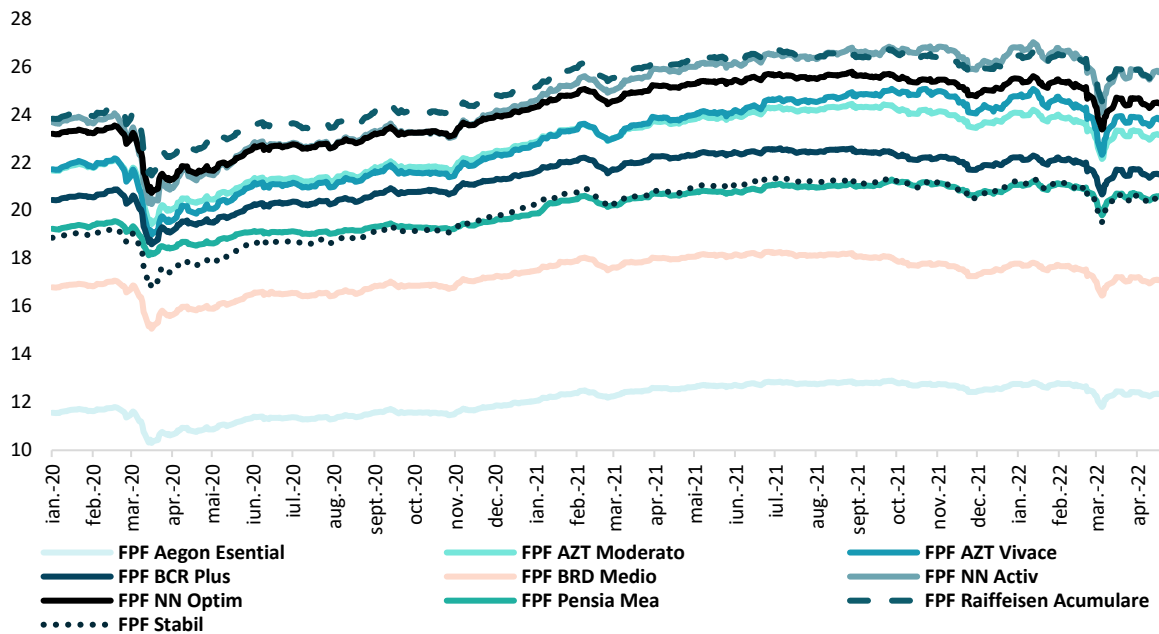
Sursa: ASF

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

³⁴ Randamentul anualizat este randamentul mediu anual calculat pe termen lung, de la înființarea sistemului de pensii private până în prezent

Trendul valorilor unitare ale activelor nete ale fondurilor de pensii facultative se menține constant, după scăderile înregistrate în luna martie 2022 cauzate de fluctuațiile pieței financiare.

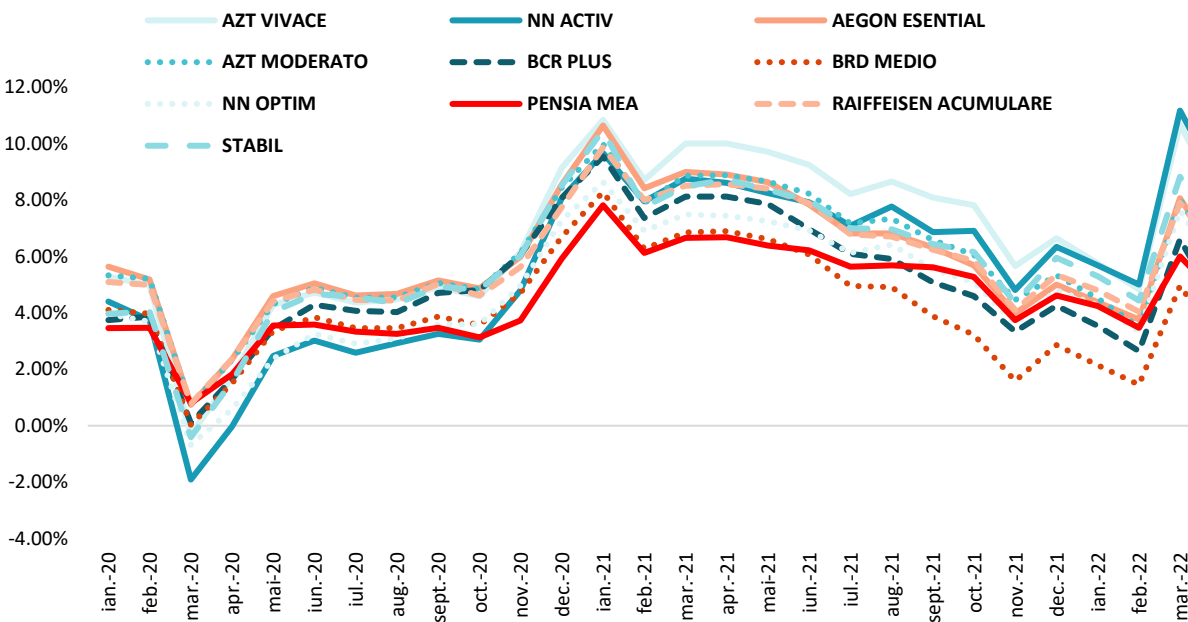
Graficul 126 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III



Sursa: ASF

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

Graficul 127 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative



Dintre cele 10 fonduri de pensii facultative, 6 au înregistrat diminuări ale ratelor de rentabilitate anualizate, la finalul primului trimestru din anul 2022 comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent. Cea mai accentuată scădere a fost înregistrată de FPF BRD Medio, în timp ce FPF NN Activ a avut cea mai semnificativă creștere.

Tabelul 46 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la 21 aprilie 2022

FPF Aegon Eșential	FPF AZT Moderato	FPF AZT Vivace	FPF BCR Plus	FPF BRD Medio	FPF NN Activ	FPF NN Optim	FPF Pensia Mea	FPF Raiffeisen Acumulare	FPF Stabil
3,26%	5,74%	5,98%	5,21%	4,23%	6,47%	6,21%	4,90%	7,03%	5,60%

Sursa: ASF

Provizioane tehnice

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

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

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

6.6. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private

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

Fondurile de pensii private trebuie să opteze la înființare, prin prospect, pentru o categorie de risc, exprimată din punct de vedere al politicii de investiții, în care trebuie să își păstreze încadrarea: risc scăzut,

risc mediu și risc ridicat. În general, o categorie de risc scăzut presupune o politică de investiții adversă față de riscuri, cu expuneri mai reduse pe acțiuni și alte instrumente mai volatile. În acest caz, și randamentele așteptate sunt mai reduse, fiind corelate cu nivelul de risc asumat. La polul opus, o categorie de risc ridicat presupune un apetit mai mare pentru acțiuni sau alte plasamente care pot oferi randamente mai mari.

În cadrul Pilonului II toate fondurile de pensii sunt în categoria risc mediu, cu excepția FPAP Aripă (administrat de Generali Societate de Administrare a Fondurilor de Pensii Private SA), care este în categoria de risc ridicat. În cadrul Pilonului III sunt 8 fonduri de pensii facultative în categoria de risc mediu și două în categoria de risc ridicat (NN Activ administrat de NN Asigurări de Viață SA și AZT Vivace administrat de ALLIANZ-ȚIRIAC PENSII PRIVATE Societate de administrare a fondurilor de pensii private SA).

În ceea ce privește riscul de credit, acesta se menține redus datorită calității ridicate a emitenților instrumentelor cu venit fix deținute de fonduri, marea majoritate fiind titluri de stat și obligațiuni emise de instituții financiare internaționale. Ponderea depozitelor la instituții de credit și a obligațiilor corporative (cu rating investițional) este de circa 9,05%. Fondurilor de pensii private le sunt permise doar investițiile în instrumente cu venit fix ce au calificativul Investment Grade. La finalul lunii martie 2022, un procent de 60,66% din activele totale ale sistemului erau investite în titluri de stat emise de România, țară ce are calificativul Investment Grade.

Riscul de piață reprezintă riscul de pierdere rezultat din fluctuațiile nefavorabile ale ratelor de dobândă, ale cursului de schimb sau alte prețurilor din piață, în general. Acesta a fost gestionat către fondurile de pensii, prin monitorizarea volatilității principalelor instrumente financiare. Apreciem că riscul de piață se menține la un nivel mediu spre ridicat, ca urmare a creșterii ratelor de dobândă ce au fost determinate de intensificarea presiunilor inflaționiste, dar și de războiul din Ucraina și repercusiunile acestuia (persistența primei de risc suveran la un nivel ridicat pentru România). Luând în considerare procentul semnificativ al obligațiilor în portofoliile fondurilor de pensii, se evidențiază o scădere a activelor acestora în primele luni ale anului 2022.

Având în vedere expunerea redusă pe active denominate în altă monedă decât RON, apreciem că riscul valutar se menține la un nivel redus, fiind limitat și prin utilizarea instrumentelor derivate.

Riscul de lichiditate se află la un nivel nesemnificativ, un procent de 1,61% din activele fondurilor de pensii private fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt. Din punct de vedere al lichidității, în prezent, sistemul de pensii private este rezilient în fața oricăror solicitări de plată a activului, ca urmare a faptului că se află în perioada de acumulare, iar ieșirile din sistem (cauzate de deces, invaliditate, pensionare, transfer) sunt încă reduse.

Pentru acoperirea valorii minime garantate administratorii fondurilor de pensii administrate privat au obligația constituirii din sume proprii a unui provizion tehnic conform prevederilor *Normei nr. 13/2012 privind calculul actuarial al provizionului tehnic pentru fondurile de pensii administrate privat*. Provizionul tehnic se constituie pentru acoperirea riscurilor aferente garanției investiționale minime obligatorii stabilite prin *Legea nr. 411/2004* și este utilizat în cazul în care valoarea activului personal al unui

participant scade sub valoarea contribuțiilor plătite către participant, pe întreg parcursul perioadei active, diminuate cu penalitățile de transfer și comisioanele legale. De asemenea, Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private reprezintă o altă pârghie de siguranță a sistemului de pensii private. Apreciem astfel că riscul de solvabilitate se află la un nivel scăzut.

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

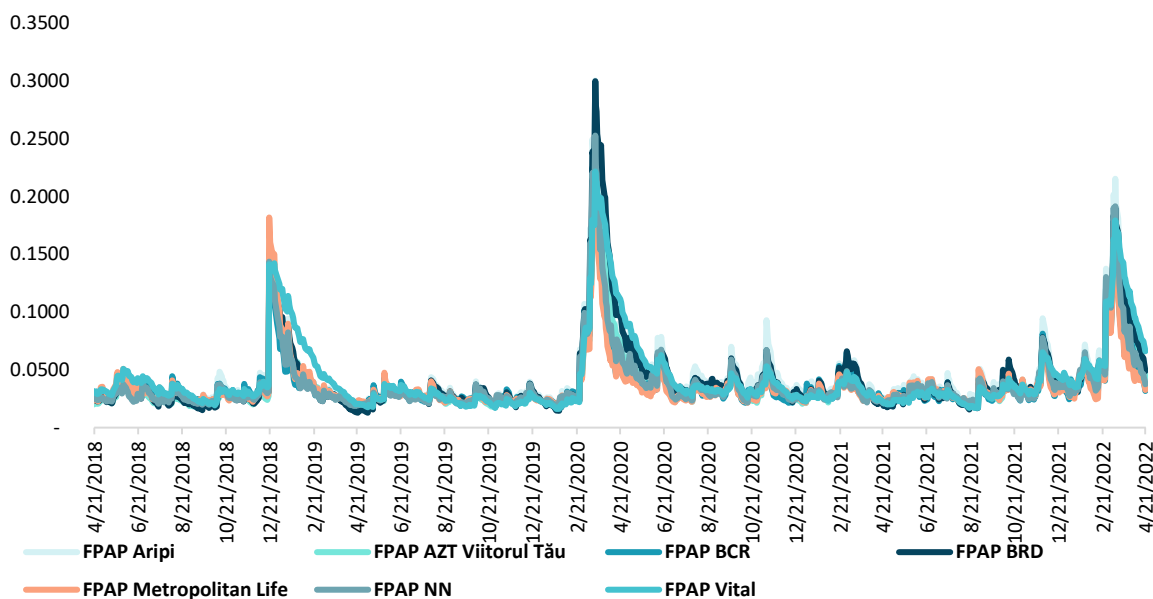
Diversificarea echilibrată și prudentă a ajutat sistemul de pensii private să depășească pe teritoriu pozitiv mai multe episoade de volatilitate crescută din trecut (spre exemplu lunile august 2015, ianuarie 2016, iunie 2016, iunie 2017 și decembrie 2018, martie 2020), depășind astfel și perioada de volatilitate ridicată din primul trimestru al anului curent. În pofida acestor episoade temporare de volatilitate ridicată, activele fondurilor de pensii au crescut de la an la an, cu o rată de creștere la final de an de peste 18% în toți anii de la înființare (cea mai diminuată rată de creștere a fost de 18,51%, fiind înregistrată în luna decembrie 2021), iar în luna martie 2022 activele fondurilor de pensii private au crescut cu aproximativ 11% comparativ cu aceeași lună a anului anterior.

Ca urmare a *OUG nr. 114 din 28 decembrie 2018 privind instituirea unor măsuri în domeniul investițiilor publice și a unor măsuri fiscal-bugetare, modificarea și completarea unor acte normative și prorogarea unor termene*, o persoană participantă la fondurile de pensii administrate privat poate opta, dar nu mai devreme de 5 ani de contributivitate la fondul respectiv, să se transfere la sistemul public de pensii (activul personal al participantului va rămâne în contul privat al acestuia până la deschiderea dreptului la pensia privată). Până în luna martie 2022, un număr de 711 de persoane au solicitat transferul viitoarelor contribuții la Pilonul I, din acest punct de vedere riscul de lichiditate menținându-se stabil. Ulterior, prin *OUG nr. 1/2020 privind unele măsuri fiscal-bugetare și pentru modificarea și completarea unor acte normative*, articolul privind posibilitatea transferării contribuțiilor la sistemul public a fost abrogat.

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

În trimestrul I al anului 2022, volatilitatea anualizată a unităților de fond din Pilonul II a crescut pe fondul îngrijorărilor privind escaladarea conflictului militar rusesc din Ucraina. Din 2018 până în prezent se evidențiază mai multe episoade de volatilitate ridicată: decembrie 2018, martie 2020 și martie 2022, cel din urmă fiind declanșat de un cumul de factori macroeconomici, dintre care temerile investitorilor cu privire la războiul din Ucraina, prețurile mărite la energie, inflație ridicată, perturbarea comerțului internațional etc.

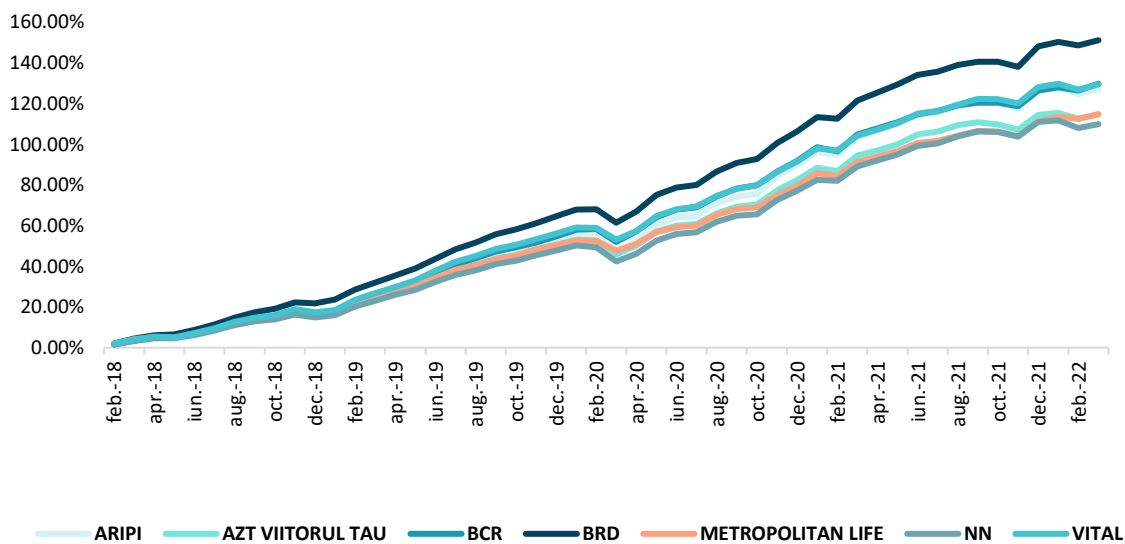
Graficul 128 Evoluția volatilității zilnice analizate a fondurilor de pensii din Pilonul II



Sursa: calcule ASF (model Garch)

Valoarea activelor totale aferente fondurilor de pensii administrate privat (Pilon II) s-a dublat de la începutul anului 2018 până în luna martie 2022, sistemul de pensii private fiind încă în perioada de acumulare, iar plățile fiind la un nivel redus. Perioadele de volatilitate se reflectă și asupra activelor fondurilor de pensii private, evoluția acestora depinzând de climatul macroeconomic. Cu toate acestea, activele fondurilor de pensii au crescut rapid după perioadele de declin.

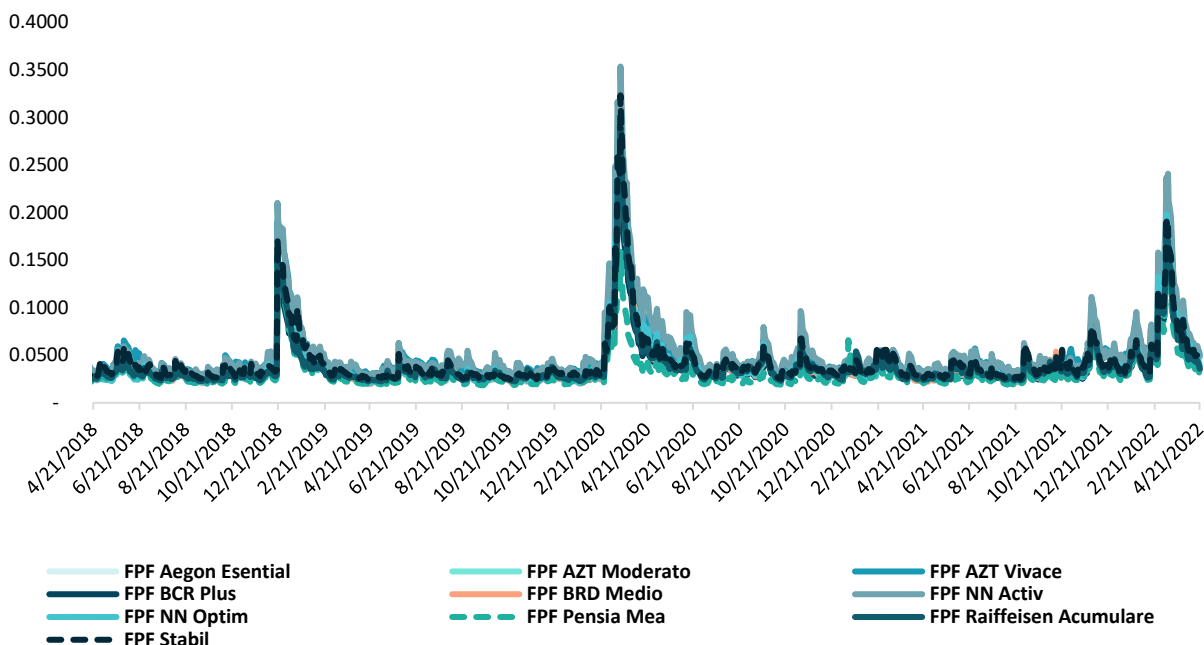
Graficul 129 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (ian. 2018=100%)



Sursa: ASF, calcule ASF

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

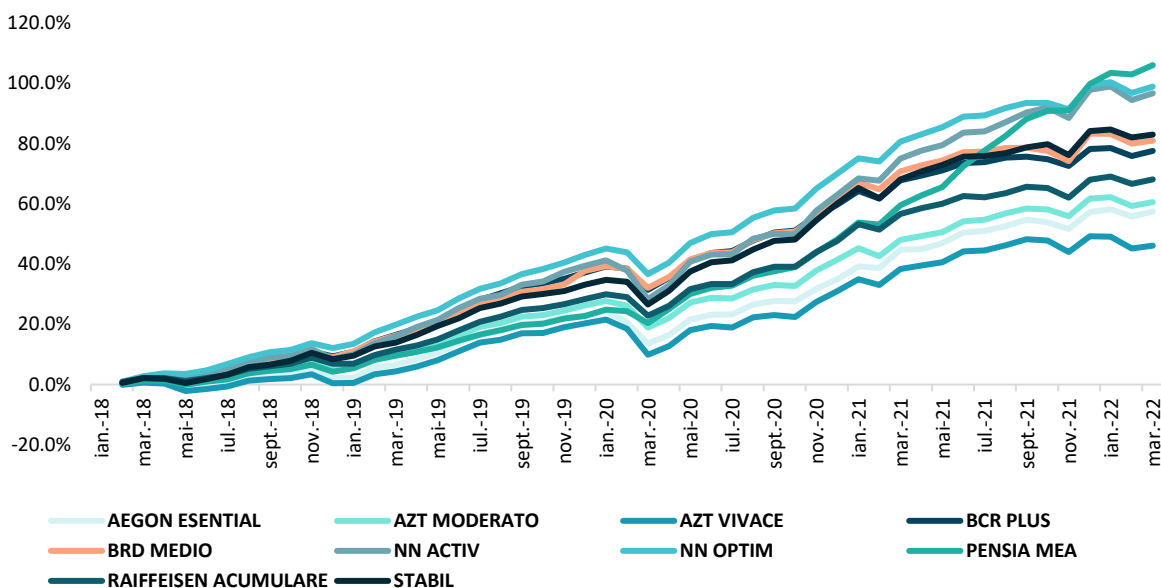
Graficul 130 Evoluția volatilității zilnice analizate a fondurilor de pensii din Pilonul III



Sursa: calcule ASF (model Garch)

Și fondurile de pensii facultative au înregistrat creșteri substanțiale ale activelor din anul 2018 până în luna martie 2022, de peste 41%.

Graficul 131 Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (ian. 2018 =100%)



Sursa: ASF, calcule ASF

Deprecierile conjuncturale ale activelor financiare nu vor avea un impact semnificativ asupra viitoarelor pensii ale participanților, care vor ieși din sistem în condițiile îndeplinirii limitei de vârstă prevăzută de legislația în vigoare, valoarea viitoarelor pensii fiind rezultatul investițiilor pe termen lung. În ciuda fluctuațiilor prețurilor instrumentelor financiare, activele totale ale sistemului de pensii private se mențin peste valoarea garantată. Reziliența sistemului de pensii private din perioada de criză este influențată atât de gestionarea eficientă a fondurilor de pensii, de optimizarea portofoliilor investiționale de către administratori, cât și de activitatea de reglementare și supraveghere exercitată de Autoritate.

Aplicarea **supravegherii bazate pe riscuri la nivelul sistemului de pensii private din România** a presupus derularea următoarelor activități în anul 2021:

▪ **Analiza, verificarea și monitorizarea solvabilității fondurilor de pensii private - riscurile de nucleu**

Riscurile de nucleu reprezintă riscurile a căror materializare generează o pierdere ce afectează valoarea garantată participantului și necesită compensare prin rezervele calculate conform modelelor standard prevăzute prin *Norma ASF nr. 13/2012 privind calculul actuarial al provizionului tehnic pentru fondurile de pensii administrate privat, cu modificările ulterioare*, emisă în aplicarea *Legii nr. 411/2004 privind fondurile de pensii administrate privat, republicată, cu modificările și completările ulterioare*, și *Norma ASF nr. 26/2015 privind calculul actuarial al provizionului tehnic pentru fondurile de pensii facultative, cu modificările ulterioare*, emisă în aplicarea *Legii nr. 204/2006 privind fondurile de pensii facultative, cu modificările și completările ulterioare*, precum și a principiilor și practicilor actuariale.

▪ **Analiza, verificarea și monitorizarea solvabilității fondurilor de pensii private - riscurile reziduale de nucleu**

Riscurile reziduale de nucleu sunt riscurile care rămân după ce sunt tratate riscurile de nucleu și reprezintă riscurile a căror materializare generează o pierdere ce afectează valoarea garantată participantului și necesită compensare prin rezervele calculate conform modelului standard prevăzut prin *Norma ASF nr. 2/2013 privind calculul actuarial al contribuției anuale datorate de administratorii de fonduri de pensii private Fondului de garantare a drepturilor din sistemul de pensii private*, emisă în aplicarea *Legii nr. 187/2011 privind înființarea, organizarea și funcționarea Fondului de garantare a drepturilor din sistemul de pensii private*.

7. Politici și supraveghere macroprudențială. Analiza oportunității flexibilizării cerințelor prudențiale privind finanțările verzi

7.1. Tendințe europene și naționale privind sprijinirea finanțărilor verzi

Finanțarea sustenabilă (sau durabilă) reprezintă un element cheie în îndeplinirea obiectivelor politice ale Pactului Ecologic European (*European Green Deal*), lansat de Comisia Europeană în 2019, precum și a angajamentelor internaționale ale UE privind clima și durabilitatea, contribuind la canalizarea investițiilor private în tranziția către o economie neutră din punct de vedere climatic, rezistentă în fața schimbărilor climatice, eficientă din punct de vedere al resurselor și echitabilă. Totodată, în urma impactului pandemiei COVID-19, fondurile europene alocate statelor membre prin Mecanismul European de Redresare și Reziliență sunt corelate cu obiective privind economii sustenabile și digitalizare. În vederea implementării obiectivelor din Pactul Ecologic European, pe data de 29 iulie 2021 a intrat în vigoare Legea europeană a climei. Prin această lege, se va garanta că toate politicile UE contribuie la acest obiectiv și că toate sectoarele economiei și societății se implică în acest demers.

Finanțarea sustenabilă are ca scop îmbunătățirea sectorului financiar pentru a susține dezvoltarea durabilă în contextul luptei împotriva schimbărilor climatice. Aceasta implică luarea în considerare de către entitățile sectorului financiar a factorilor de mediu, sociali și de guvernare (factori ESG – *Environmental, Social, Governance*), urmărindu-se astfel orientarea investițiilor pe termen mai lung în activități și proiecte economice durabile.

Există multiple preocupări la nivel național pentru a facilita tranziția către o economie verde și pentru a sprijini finanțarea sustenabilă a proiectelor economice durabile. Astfel, în decembrie 2021, Comitetul pentru Supraveghere Macroprudențială a emis Recomandarea CNSM nr. /R/6/2021³⁵ privind sprijinirea finanțării verzi care se adresează Guvernului, Băncii Naționale a României și Autorității de Supraveghere Financiară și care cuprinde un set amplu de măsuri propuse, dintre care menționăm:

- *Analizarea oportunității flexibilizării cerințelor prudențiale privind finanțările verzi, în linie cu preocupări similare la nivel european, din perspectiva stimulării acestui tip de creditare, fără afectarea stabilității financiare. Recomandarea este adresată Băncii Naționale a României și Autorității de Supraveghere Financiară. Termen de implementare: 30 iunie 2022.*

³⁵ <http://www.cnsmro.ro/politica-macroprudentiala/lista-recomandarilor-2021/>

7.2. Investitorii instituționali din România și cadrul legal care reglementează politicile de investiții

În România, principalii investitori instituționali din rândul entităților supravegheate de ASF, sunt fondurile de investiții, fondurile de pensii private și societățile de asigurare, ale căror active totale cumulate au depășit 14% din PIB la finalul anului 2021.

1. Fonduri de investiții

La nivelul OPCVM, politica de investiții este prevăzută la art. 81-83 din *OUG 32/2012 privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare și societățile de administrare a investițiilor, precum și pentru modificarea și completarea Legii nr. 297/2004 privind piața de capital*. În cadrul art. 85-91 din *OUG 32/2012* sunt detaliate limitele deținerilor unui OPCVM pe clase de active.

La nivelul FIA, art. 35 din *Legea 243/2019 privind reglementarea fondurilor de investiții alternative și pentru modificarea și completarea unor acte normative* detaliază cu privire la categoriile de active în care pot fi efectuate plasamente ale fondurilor de investiții alternative destinate investitorilor de retail (*FIAIR*, așa cum sunt definite la art. 31 din *Legea 243/2019*) și cu privire la limitele care se vor respecta în realizarea acestor investiții (la alin. (2), art. 35 din *Legea 243/2019*).

În cazul *FIAIR* specializate și *FIAIR* monetare, investițiile permise și limitele privind deținerile sunt precizate la art. 40, respectiv art. 44 din *Legea 243/2019*.

La nivelul fondurilor de investiții alternative destinate investitorilor profesionali (*FIAIP* definite la art. 46 din *Legea 243/2019*), politica de investiții și limitele de dețineri sunt prevăzute la art. 48, coroborat cu art. 35 din *Legea 243/2019*.

Pe piața de capital din România există un singur **fond de investiții care promovează caracteristici ESG (Mediu, Sociale și Guvernanță) – Fondul deschis de investiții OTP Innovation, administrat de OTP Asset Management Romania SAI SA**. Acest fond a fost autorizat prin Autorizația nr. 31/11.02.2022 și este constituit cu respectarea prevederilor art. 8 din Regulamentul (UE) 2088/20199. Informații privind modul în care caracteristicile de mediu și sociale sunt respectate, precum și modul în care riscurile legate de durabilitate sunt integrate în deciziile de investiții, conform art. 8 alin. (1), lit. (a), coroborat cu art. 6, alin (1), lit. (a) din Regulamentul (UE) nr. 2088/2019 sunt incluse în documentele precontractuale ale FDI OTP Innovation. În ceea ce privește **politica de investiții a fondului**, în cadrul prospectului autorizat al FDI OTP Innovation este prevăzut faptul că, pentru a îndeplini criteriile de mediu și sociale, strategia investițională a fondului vizează diversificarea portofoliului în vederea dispersiei riscului, iar activele fondului vor fi investite preponderent în acțiuni ale companiilor românești sau străine care alocă o pondere importantă din veniturile lor în domeniul cercetării și dezvoltării (R&D). În plus, fondul intenționează să aibă un portofoliu diversificat sectorial, astfel investițiile vor fi îndreptate înspre companii din sectoare diverse de activitate cum ar fi cel tehnologic, bio-farmaceutic, comerț electronic, autovehicule, etc. Conform alocării strategice urmărite de către FDI OTP Innovation, acesta își propune să investească 85% din portofoliu în

investiții aliniate cu caracteristici E/S (acțiuni emise de companii cu un risc de durabilitate mediu sau scăzut), iar restul portofoliului în alte active. Pentru a îndeplini criteriile de mediu și sociale, prin politica sa de investiții fondul urmărește să investească preponderent în valori mobiliare emise de companii locale sau internaționale care aloca un buget semnificativ în domeniul cercetării și dezvoltării.

ASF a luat în considerare informațiile din prospectele și documentele actualizate ale fondurilor de investiții alternative (entități din aria de aplicare a Regulamentului (UE) 2019/2088, conform art. 2, alin. (1) din regulament), depuse spre autorizare. În acest sens, FIA autorizate au declarat în informațiile preconcontractuale destinate investitorilor că, la momentul actual, nu investesc în societăți care promovează caracteristici de mediu sau sociale și care au ca obiectiv investițiile durabile, așa cum sunt definite la art. 8 și 9 din Regulamentul (UE) 2019/2088.

Legislația primară care guvernează funcționarea organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare și a fondurilor de investiții alternative prevede **sanctiuni contravenționale pentru nerespectarea dispozițiilor art. 3-13 și art. 15 din Regulamentul (UE) 2019/2.088 al Parlamentului European și al Consiliului din 27 noiembrie 2019 privind informațiile privind durabilitatea în sectorul serviciilor financiare și ale reglementărilor adoptate în aplicarea acestuia.**

2. Fonduri de pensii private

Fondurile de pensii private din România funcționează pe baza legislației primare următoare:

- *LEGEA nr. 411/2004 privind fondurile de pensii administrate privat, republicată, cu modificările și completările ulterioare;*
- *LEGEA nr. 204/2006 privind pensiile facultative, cu modificările și completările ulterioare;*
- *LEGEA nr. 1/2020 privind pensiile ocupaționale.*

În ceea ce privește regulile de investire a activelor fondurilor de pensii private, acestea sunt stabilite prin prevederile *Normei nr. 11/2011 privind investirea și evaluarea activelor fondurilor de pensii private, cu modificările și completările ulterioare, ale Normei nr. 16/2020 privind investirea activelor fondurilor de pensii ocupaționale și, respectiv, Norma nr. 17/2020 privind evaluarea activelor fondurilor de pensii ocupaționale.*

Prevederile normelor menționate reglementează, suplimentar limitelor investiționale, și conținutul procedurilor interne ale administratorilor care conțin, printre altele și modul în care structurile responsabile cu administrarea investițiilor, cu analiza oportunităților investiționale și plasarea activelor evaluează propunerile referitoare la structura capitalului, impactul social și asupra mediului.

De asemenea, în legislația primară, este prevăzută la **contravenții nerespectarea dispozițiilor art. 3-13 și art. 15 din Regulamentul (UE) 2019/2.088 al Parlamentului European și al Consiliului din 27 noiembrie 2019 privind informațiile privind durabilitatea în sectorul serviciilor financiare și ale reglementărilor adoptate în aplicarea acestuia.** Astfel, unii dintre administratori au completat prospectele fondurilor de pensii private cu criterii specifice de durabilitate și sustenabilitate.

Totodată, precizăm faptul că atât în cadrul legislației primare cât și a celei secundare a sistemului de pensii private din România **nu există referiri sau restricții investiționale legate de finanțele verzi.**

3. Societăți de asigurare

Societăților de asigurare li se aplică următoarele acte legislative europene:

În afară de cadrul legislativ european aplicabil, societățile de asigurare au prevăzute elemente privind durabilitatea în cadrul legislației locale:

- *Legea nr. 237/2015 privind autorizarea și supravegherea activității de asigurare și reasigurare și Legea nr. 236/2018 privind distribuția în asigurări* instituie obligația respectării prevederilor aplicabile din Regulamentul (UE) nr. 2019/2088 al Parlamentului European și al Consiliului din 27 noiembrie 2019 privind informațiile privind durabilitatea în sectorul serviciilor financiare de către consultanții financiari
- *Norma nr. 41/2015 – pentru aprobarea Reglementărilor contabile privind situațiile financiare anuale individuale și situațiile financiare anuale consolidate ale entităților care desfășoară activitate de asigurare și/sau reasigurare (Anexă la Norma pct. 481¹ și pct. 547¹)*

Nu există în prezent restricții legislative privind investițiile societăților de asigurare în instrumente financiare verzi.

Legislația primară conține sancțiuni contravenționale pentru nerespectarea de către asigurători și intermediari a **dispozițiilor** Regulamentului (UE) 2019/2.088 al Parlamentului European și al Consiliului din 27 noiembrie 2019 privind informațiile privind durabilitatea în sectorul serviciilor financiare și ale reglementărilor adoptate în aplicarea acestuia.

7.3. Piața instrumentelor financiare verzi pe plan european și local

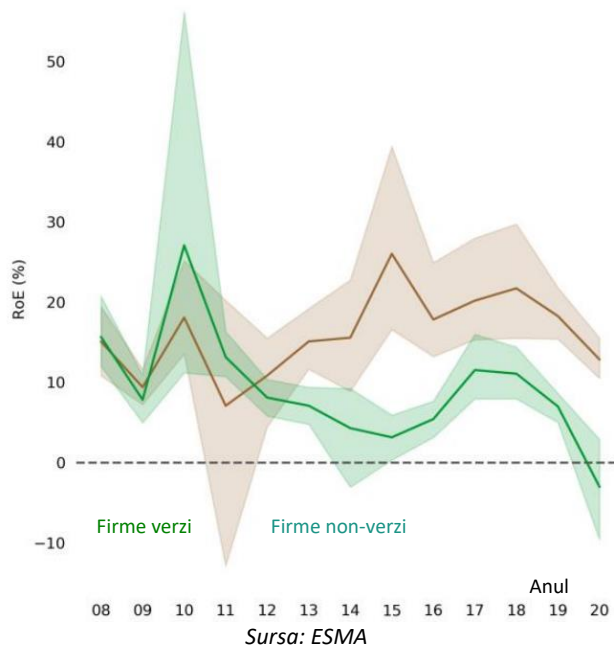
Evoluții pe plan european

Pe plan european, tendința pieței ESG este de continuă creștere, investitorii alocând din ce în ce mai mult ponderi din portofoliile lor produselor și vehiculelor de investiții sustenabile. Astfel, potrivit celui mai recent raport privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile al ESMA³⁶, fondurile ESG au crescut cu 9% în perioada iunie - noiembrie 2021, în timp ce subscrierile în fondurile de acțiuni ESG au fost în valoare de 25 de miliarde EUR (comparativ cu ieșirile nete de 7 miliarde EUR din fondurile de acțiuni non-ESG). Performanța puternică a piețelor de acțiuni de la începutul anului, și a fondurilor de acțiuni ESG, în special, combinate cu o politică monetară acomodativă, au susținut o trecere mai amplă la investiții durabile.

³⁶ <https://www.esma.europa.eu/risk-analysis/risk-monitoring>

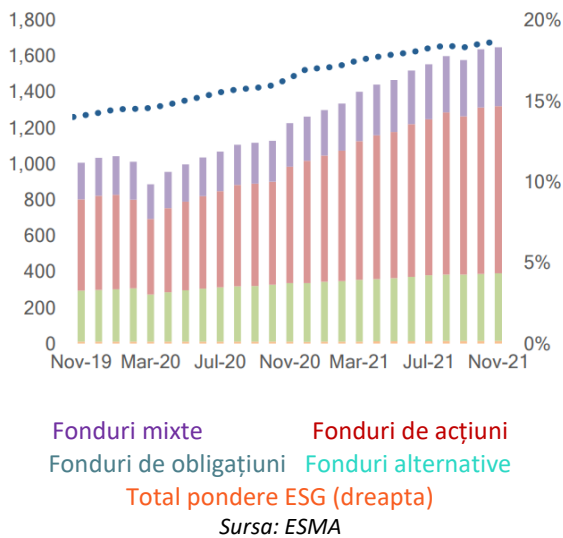
Graficul 132 Randamentul capitalurilor (RoE) firmelor verzi și non-verzi

În același timp, la finalul anului 2021 s-au amplificat îngrijorările privind o posibilă supraevaluare a activelor verzi, în contextul în care analiza randamentului capitalurilor (*Return on Equity - RoE*) a arătat că începând cu anul 2013, firmele verzi au avut performanțe inferioare celor non-verzi³⁷.

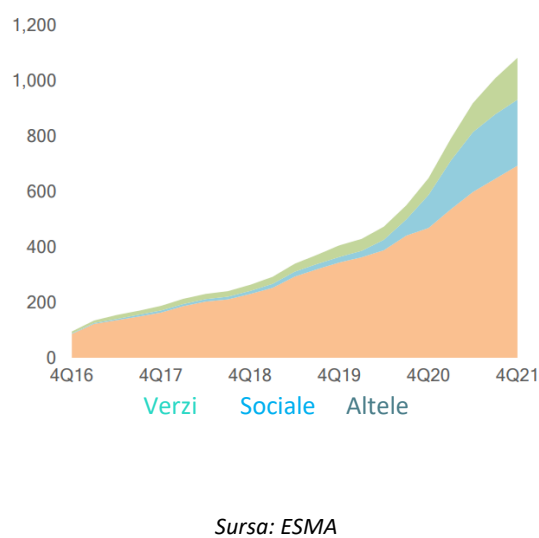


Pe piața obligațiunilor a fost identificată apariția unei prime de risk pentru instrumentele verzi (*greenium*), în timp ce bondurile ESG au avut evoluții similare cu fondurile ESG, înregistrând o creștere de 19% a valorii împrumuturilor în circulație în cea de a doua parte a anului 2021.

Graficul 133 Evoluția activelor fondurilor ESG



Graficul 134 Valoarea emisiunilor de obligațiuni ESG în circulație



³⁷ idem

Instrumente financiare verzi emise în România

În contextul în care criteriile ESG au devenit tot mai importante, iar atenția investitorilor instituționali pentru instrumentele verzi este în continuă creștere, Bursa de Valori București (BVB) a lansat în anul 2020 un prim proiect ce are ca scop promovarea investițiilor responsabile și evidențierea importanței standardelor ESG în rândul participanților pe piața locală de capital. **În acest context, prima companie care a marcat premiera unei listări a emisiunii obligațiunilor verzi a fost Raiffeisen Bank, în data de 27 mai 2021, care a atras peste 400 milioane de lei.** Obligațiunile au o maturitate de 5 ani și un cupon fix de 3,086%. Conform prospectului, obligațiunile băncii sunt listate și la Bursa de Valori din Luxemburg, tot pe Piața Reglementată. Fondurile obținute vor fi direcționate pentru finanțarea proiectelor eligibile ale Raiffeisen Bank care să asigure tranziția către o economie sustenabilă și durabilă. **Cea de a doua emisiune de obligațiuni verzi a Raiffeisen Bank a intrat la tranzacționare pe Piața Reglementată a BVB în data de 2 iulie 2021.** Aceste obligațiuni sunt listate și la Bursa de Valori din Luxemburg, pe Piața Reglementată. Au fost atrase peste 1,2 miliarde lei, fiind cea mai mare emisiune de obligațiuni corporative în lei a unui emitent din România și prima emisiune de obligațiuni senior nepreferențiale a băncii. Obligațiunile au o maturitate de 7 ani și un cupon anual fix de 3,793%. Ca și în cazul primei emisiuni de obligațiuni verzi, fondurile obținute vor fi direcționate pentru finanțarea proiectelor eligibile ale Raiffeisen Bank care să asigure tranziția către o economie sustenabilă și durabilă.

Pe data de 19 octombrie 2021, Banca Comercială Română a debutat cu primele sale obligațiuni verzi pe Piața Reglementată a BVB, în valoare de 500 milioane de lei. Instrumentele financiare sunt listate și pe Piața Oficială a Bursei de Valori din Viena. Obligațiunile senior preferențiale BCR au o maturitate de 7 ani, o dobândă anuală de 5% și o valoare nominală de 500.000 de lei. Obligațiunile au primit un rating preconizat pe termen lung de BBB+ din partea Fitch. Potrivit BVB, printre investitori se numără fondurile de pensii, firme de administrare de active, companiile de asigurători și instituții de credit, Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare (BERD) și International Finance Corporation (IFC). Conform prospectului, fondurile obținute vor fi folosite exclusiv pentru finanțarea proiectelor verzi așa cum sunt ele definite la nivelul Grupului Erste. Proiectele eligibile se vor încadra în una din următoarele 3 categorii: Clădiri rezidențiale verzi, clădiri comerciale verzi sau energie regenerabilă.

În luna decembrie 2021, Autonom Services a listat emisiunea de obligațiuni corelate cu obiective de sustenabilitate pe piața reglementată a BVB. Compania a vândut un număr de 4.803 obligațiuni nominative, neconvertibile și negarantate cu o valoare nominală de 10.000 de euro și cu scadența la 23 noiembrie 2026.

Fondurile de pensii private dețin obligațiuni verzi emise de Raiffeisen Bank și de BCR în portofoliile sale. Potrivit celor mai recente date, în luna martie 2022, un număr de 11 fonduri de pensii private din cele 17 au investit în cel puțin una dintre obligațiunile menționate anterior. Valoarea investițiilor efectuate în acest tip de instrumente verzi reprezintă un procent de 0,69% din totalul activelor fondurilor de pensii private.

Finanțele sustenabile

ESG – Environment, Social & Corporate Governance reprezintă un set de principii și standarde care ghidează și evaluează activitatea și impactul de mediu, social, dar și guvernanta companiilor.

Piețele și investițiile ESG au crescut în mod constant, deoarece investitorii au continuat să aloce o sumă mai mare de bani produselor de investiții sustenabile. Astfel, activele administrate ale fondurilor ESG la nivel european s-au majorat cu 9% între iunie și noiembrie 2021.

Pe măsură ce investitorii s-au orientat spre vehicule investiționale sustenabile, care sunt însă într-un număr redus, au apărut îngrijorări legate de o posibilă supraevaluare a activelor verzi la sfârșitul anului 2021. Calculele ESMA privind câștigurile acțiunilor arată că investitorii care cumpără "acțiuni verzi" au randamente mai mici decât cei care investesc acțiuni clasice.

Piețele obligațiunilor ESG au înregistrat evoluții similare cu activele fondurilor ESG, cu o creștere de 19% a volumului total în UE în a doua jumătate a anului 2021, determinată mai ales de obligațiunile verzi și sociale.

Numărul tot mai mare de investitori care cumpără active ESG (în special obligațiuni verzi) împreună cu tot mai multe evidențe ale existenței unei prime de risc verzi (*greenium*) atât pe piețele primare cât și secundare pot avea implicații pentru performanța obligațiunilor ESG în perioadele de creștere a inflației.

În cadrul proiectului Bursei de Valori București pentru promovarea investițiilor responsabile și evidențierea importanței standardelor ESG în rândul participanților pe piața locală de capital, compania Sustainalytics publică pe site-ul BVB Research Hub scoruri ESG pentru un număr de 9 emitenți listați.

Primele scoruri ESG (Environmental, Social, and Governance) pe piața de capital locală sunt disponibile de la începutul lunii februarie 2022 pe platforma BVB Research Hub a Bursei de Valori București (BVB). Scorurile sunt calculate de Sustainalytics unul dintre liderii globali pe segmentul furnizării de analize și ratinguri ESG, pentru opt dintre companiile listate la Bursa de la București: Antibiotice Iasi (ATB), BRD Groupe Societe Generale (BRD), Farmaceutica Remedia (RMAH), Nuclearelectrica (SNN), OMV Petrom (SNP), TeraPlast (TRP), Transgaz (TGN) și Bursa de Valori București (BVB).

Standardele ESG (Environmental, Social, Governance) reprezintă un set de norme pe care investitorii le iau în calcul în procesul investițional.

Standardele ESG sunt alcătuite din trei componente:

- Environment (mediu) - impactul asupra mediului înconjurător rezultat din activitatea companiei;
- Social (social) - relația companiei cu stakeholderii;

Corporate Governance (Guvernanta corporativă) - respectarea normelor de guvernanta corporativă

Tabelul 47 Indicatori ESG pentru piata de capital din România

Indicator ESG	ESG Risk Score	ESG Risk Ranking Score	Exposure	Management	Momentum
Antibiotice	25.4	17/442 TOP 5%	47.5	50.1	-15.4
BRD - GSG	19.2	28/377 TOP 8%	40.3	55.8	-17.1

BVB	16.9	75/113 TOP 66%	25	32.9	-1.1
Farmaceutica Remedia	16.7	15/46 top 32%	23	28.9	-1.6
Nuclearelectrica	19.4	18/295 top 7%	49.8	65.6	-21.8
OMV Petrom	22.4	4/146 top 3%	68.9	79.3	-11.9
SNTGN Transgaz	27.3	27/112 top 24%	44.2	43.5	-11.7
Sphera Group	29.5	61/124 top 49%	37	21.2	-0.6
Teraplast	22	31/131 top 24%	37.4	44.2	-12.1

Sursa: BVB Research Hub

Semnificația indicatorilor din ESG Score

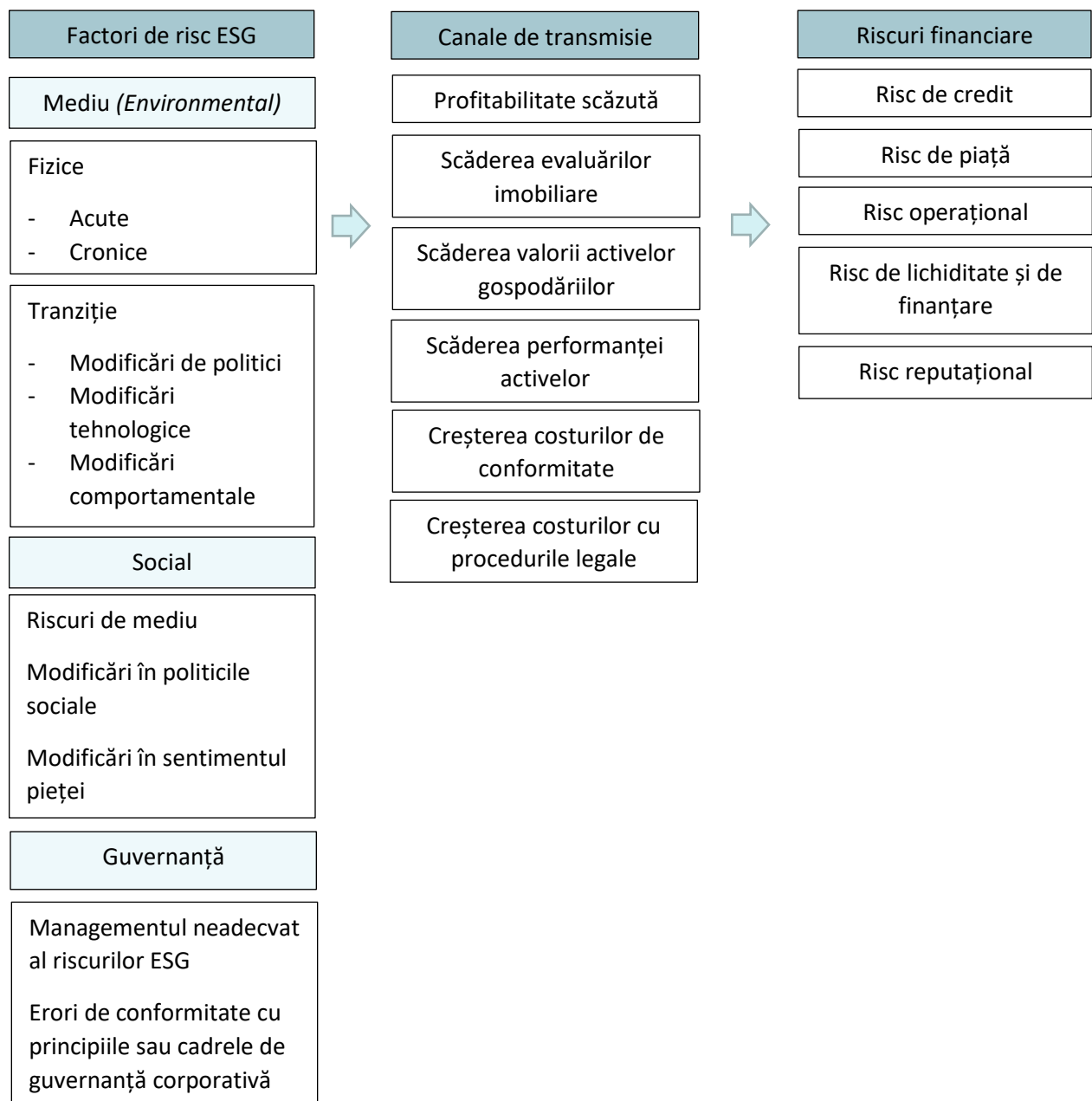
ESG Risk Score	Acest indicator măsoară amploarea riscurilor ESG negestionate de către companie. Un scor mai scăzut semnifică o amploare mai limitată a riscurilor ESG negestionate.
ESG Risk Ranking Score	Acest parametru arată clasarea companiei la nivelul subindustrii în care este încadrată conform metodologiei Sustainalytics. O clasare mai ridicată semnifică o performanță ESG mai bună în comparație cu companiile similare din universul acoperit de Sustainalytics.
Exposure	Acest indicator evaluează expunerea companiei la diferite riscuri ESG materiale. Indicatorul Exposure Score calculat de Sustainalytics ia în considerare specificul subindustrii în care activează compania dar și caracteristici individuale ale companiei, precum modelul de business. Un scor mai mare indică o expunere mai ridicată a companiei la riscuri ESG materiale.
Management	Indicatorul Management Score evaluează în ce măsură riscurile ESG identificate sunt gestionate de către managementul companiei, pe baza programelor, practicilor și politicilor disponibile public. Un scor mai ridicat indică o performanță mai bună a managementului în administrarea riscurilor ESG identificate.
Momentum	Acest parametru indică evoluția parametrului ESG Risk Rating față de perioada anterioară analizată. Un scor negativ reprezintă o îmbunătățire a nivelului riscurilor ESG negestionate.

Sursa: BVB Research Hub

Toate cele 17 fonduri de pensii private au investit în cel puțin una dintre cele 9 companii listate care au scoring ESG (cu excepția Farmaceutica Remedia și Teraplast³⁸), valoarea deținerilor reprezentând aproximativ 8% din portofoliile acestora, la finalul lunii martie 2021.

³⁸ Acțiunile acestor doi emitenți nu se regăseau în portofoliile fondurilor de pensii private, la finalul lunii martie 2022, chiar dacă au scoruri ESG.

Graficul 135 Canalele de transmisie ale factorilor de risc ESG și modalitatea în care aceștia influențează principalele categorii de riscuri financiare



7.4. Oportunitatea flexibilizării cerințelor prudențiale privind finanțările verzi

În prezent, nu există restricții investiționale legislative sau prudențiale, referitoare la finanțele verzi, aplicabile investitorilor instituționali supravegheați și reglementați de ASF. Spre deosebire de sectorul bancar, care finanțează în mod direct economia prin creditele acordate, fondurile de investiții, fondurile de pensii private și societățile de asigurare pot contribui la dezvoltarea economiei verzi prin investirea unor părți din portofoliile lor în instrumente financiare verzi. În acest context, cadrul legal referitor la investiții este unul foarte flexibil, pentru fiecare categorie de investitori instituționali și permite o alocare eficientă și diversificată a portofoliului pe mai multe clase de active, în funcție de politica individuală de investiții a fiecărui investitor.

În condițiile în care majoritatea investitorilor instituționali preferă piața locală pentru plasamentele de portofoliu, numărul instrumentelor verzi emise în România este deocamdată unul redus, acest segment fiind într-un stadiu incipient de dezvoltare. În același timp, apetitul investitorilor pentru produse verzi este unul ridicat.

Astfel, în contextul actual considerăm că cerințele legale privind investițiile verzi sunt foarte flexibile și adecvate, permițând încurajarea și susținerea dezvoltării economiei verzi, prin mecanisme specifice de piață financiară non-bancară.

8. Riscurile asociate cu tranziția la economia verde

8.1. Abordări, metodologii și tendințe recente în modelarea riscurilor de tranziție

Conform Organizației Națiunilor Unite³⁹, schimbările climatice se referă la modificările pe termen lung ale temperaturilor și ale modelelor meteorologice. Aceste schimbări pot fi naturale induse de variațiile ciclului solar. Cu toate acestea, începând cu anii 1800, activitățile umane au fost principalul motor al schimbărilor climatice, în primul rând din cauza arderii combustibililor fosili, cum ar fi cărbunile, petrolul și gazele.

Concentrațiile de gaze cu efect de seră sunt la cele mai ridicate niveluri din ultimii 2 milioane de ani și emisiile continuă să crească. Ca urmare, Pământul este acum cu aproximativ 1,1 °C mai cald decât era la sfârșitul anilor 1800. Ultimul deceniu (2011-2020) a fost cel mai cald potrivit WMO (World Meteorological Organization). Consecințele schimbărilor climatice includ acum, printre altele, secete intense, deficitul de apă, incendii severe, creșterea nivelului mării, inundații, topirea gheții polare, furtuni catastrofale și reducerea biodiversității.

În 2021, dezastrele naturale au cauzat pierderi totale de 280 de mld USD, din care aproximativ 120 de mld USD au fost asigurate, conform agenției de reasigurare Munich Re⁴⁰. Alături de 2005 și 2011, anul 2021 s-a dovedit a fi al doilea cel mai costisitor vreodată pentru sectorul asigurărilor după anul record 2017 în care pierderile estimate au fost de 146 de mld USD.

Uraganul Ida din SUA a fost cel mai scump dezastru natural al anului, cu pierderi totale de 65 de mld USD (pierderi asigurate de 36 de mld USD). În Europa, inundațiile abundente după precipitațiile extreme au provocat pierderi de 54 de mld USD, cel mai mare dezastru natural fiind înregistrat în Germania. Multe dintre catastrofele meteorologice confirmă consecințele așteptate ale schimbărilor climatice, fiind o chestiune de urgență inițierea unei mai bune pregătiri pentru pierderi și protecția mediului înconjurător.

În Europa, ploile torențiale din iulie 2021 au declanșat inundații excepțional de severe care au provocat pagube devastatoare în zonele locale, în special în vestul Germaniei. Pierderile totale în Europa au fost de 54 de mld USD, dintre care 40 de mld USD sunt atribuite Germaniei. Acoperirea prin asigurări a acestor dezastre în Europa a fost relativ scăzută din cauza pierderilor din infrastructura neasigurată și a densității limitate de asigurare pentru inundații în Germania. Au fost asigurate 13 mld USD, din care 9,7 mld USD în Germania, conform cifrelor furnizate de Asociația Asigurătorilor din Germania.

În cadrul eforturilor de a diminua impactul riscurilor climatice, UE a prezentat Planul privind obiectivele climatice pentru 2030 (*2030 Climate Target Plan*)⁴¹, ca parte a Pactului Ecologic European (*European Green Deal*).

Prin intermediul Planului privind obiectivele climatice pentru 2030, Comisia Europeană își propune să crească ambiția UE în procesul de reducere a emisiilor de gaze cu efect de seră la mai puțin de 55% sub nivelurile din 1990 până în 2030. Aceasta reprezintă o creștere substanțială în comparație cu ținta

³⁹ [What Is Climate Change? | United Nations](#)

⁴⁰ <https://www.munichre.com/en/company/media-relations/media-information-and-corporate-news/media-information/2022/natural-disaster-losses-2021.html>

⁴¹ https://ec.europa.eu/clima/eu-action/european-green-deal/2030-climate-target-plan_ro

existentă în obiectivul anterior de cel puțin 40%. Printre alte acțiuni ca parte a Pactului Ecologic European, Comisia Europeană a lansat în decembrie 2020 Pactul Climatic European cu scopul de a partaja informații fundamentate științific despre acțiunile climatice, a susține inițiativele locale și a încuraja angajamentele de acțiuni climatice de către indivizi sau la nivel colectiv.

Sectorul asigurărilor joacă un rol semnificativ în eliminarea deficitului de protecție, deoarece produsele de asigurare ar putea fi utilizate ca mecanisme de transfer de risc pentru a absorbi pierderile financiare legate de riscurile climatice. Comunicarea din februarie 2021 privind Strategia UE de adaptare la schimbările climatice adoptată de Comisia Europeană⁴² subliniază viziunea pe termen lung pentru ca UE să devină o societate rezilientă la climă și pe deplin adaptată la impactul schimbărilor climatice până în 2050.

În acest context, unul dintre subiectele abordate de Comisia Europeană se referă la deficitul de protecție a climei care pare să se extindă din cauza acțiunii lente de adaptare și a evenimentelor meteorologice extreme mai frecvente. În prezent, sunt asigurate doar 35% din totalul pierderilor cauzate de vremea extremă și de evenimentele climatice din Europa. Pentru a aborda decalajul de protecție, monitorizarea și promovarea ratelor de penetrare a asigurărilor în statele membre este una dintre acțiunile propuse de Comisia Europeană.

În ultimii 7 ani, emisiile de gaze cu efect de seră din UE au rămas sub nivelurile țintă din 2020, cu o singură excepție în anul 2017⁴³. În mare parte decuplată de dezvoltarea economică, scăderea nivelurilor de emisii de gaze cu efect de seră a fost determinată de o gamă largă de politici și de măsuri care susțin practici mult mai sustenabile în toate sectoarele economice.

În anul 2020, se estimează că emisiile de gaze cu efect de seră din statele membre UE (EU-27) au scăzut cu 31% sub nivelurile din 1990 și emisiile nete cu 34%. Acest lucru constituie o depășire substanțială a țintei vizate de 20% până în 2020. Deși s-au înregistrat progrese în ceea ce privește reducerea de emisii de gaze cu efect de seră, s-au observat evoluții variate în diferite sectoare economice. Cea mai notabilă reducere de emisii de gaze cu efect de seră a avut loc în sectoarele acoperite de Schema UE de comercializare a certificatelor de emisii (EU-ETS), care include instalații mari și sectorul energetic în special.

În 2020, în parte din cauza reducerii activității economice ca urmare a pandemiei de COVID-19, emisiile de gaze cu efect de seră din sistemul EU ETS din UE-27 au consemnat o reducere extraordinară pe parcursul unui an de 12%, rezultând într-un declin total de 41% sub nivelurile de referință din 2005. Deși pandemia ar fi putut afecta emisiile sectoarelor de comerț, rezultatele din 2020 nu fac decât să confirme o tendință deja stabilită înainte de pandemie. Din 2018 până în 2019, a fost realizată o scădere a emisiilor de 9%, indicând o posibilă tranziție pe termen lung declanșată de înlocuirea generației de energie pe cărbune cu instalații de gaze cu consum mai mic de emisii.

Între timp, sectoarele acoperite de țintele de emisii naționale, inclusiv transportul, clădirile și agricultura, au arătat un ritm mai lent al reducerilor. În ciuda îndeplinirii totale a obiectivelor estimate pentru 2020 la

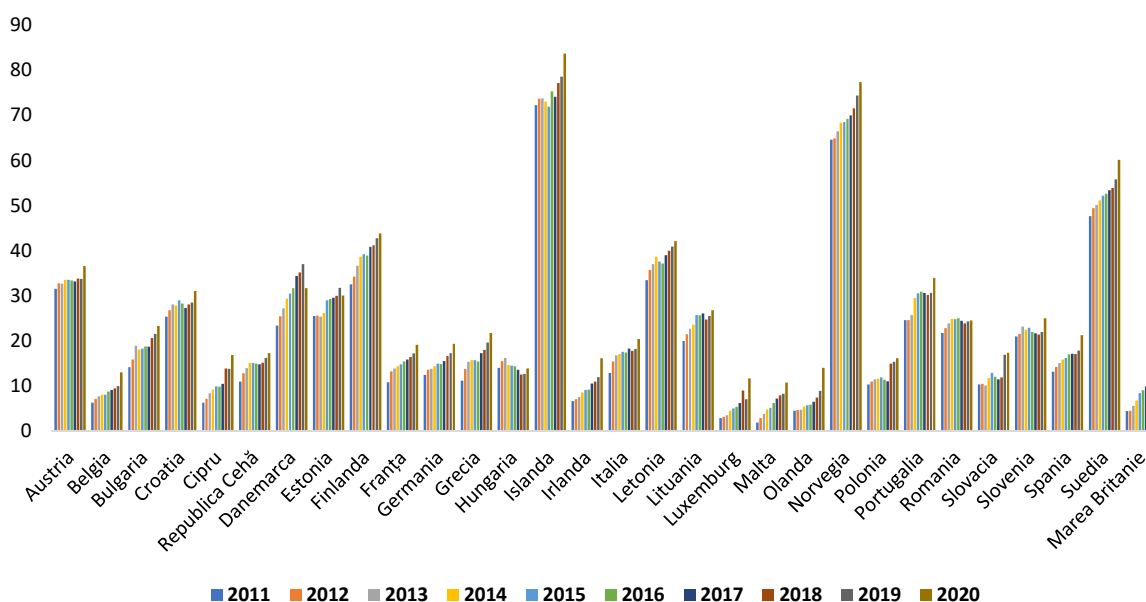
⁴² <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0082&from=EN>

⁴³ <https://www.eea.europa.eu/publications/trends-and-projections-in-europe-2021>

nivelul UE, se așteaptă ca numai 21 de state membre să fi prezentat nivelurile de emisii sub ținta națională din 2020. Restul țărilor (Bulgaria, Cipru, Finlanda, Germania, Irlanda și Malta) vor trebui, probabil, să utilizeze și alte opțiuni pentru a-și îndeplini obiectivele legale.

Consumul de energie din surse regenerabile din UE a crescut în 2020 cu 11,1% comparativ cu anul anterior. Având în vedere beneficiile, cum ar fi reducerea dependenței de combustibili importați, diminuarea de emisii de gaze din surse de combustibili fosili, și decuplarea costurilor de energie de costurile de petrol, datele disponibile recente arată că, în anul 2020, energia regenerabilă a reprezentat 22,1% din energia consumată în UE, cu peste 2% peste ținta de 20% din 2020.

Graficul 136 Cota de energie din surse regenerabile (% din consumul final de energie brută)



Sursa: Eurostat

Diverse soluții privind schimbările climatice pot aduce beneficii economice, îmbunătățind în același timp viața și protejând mediul. De exemplu, ONU a dezvoltat cadre și acorduri globale pentru a înregistra progrese în această zonă, cum ar fi: Obiectivele de dezvoltare durabilă, Convenția-cadru a ONU privind schimbările climatice și Acordul de la Paris. Per ansamblu, sunt necesare trei mari categorii de acțiuni: reducerea emisiilor, adaptarea la impactul asupra climei și finanțarea ajustărilor necesare.

Tranziția sistemelor energetice de la combustibili fosili la surse regenerabile, cum ar fi energia solară sau eoliană, va reduce emisiile generate de schimbările climatice. În timp ce tot mai multe de țări se angajează să obțină zero emisii nete până în 2050, aproximativ jumătate din reducerile de emisii trebuie să fie aplicate până în 2030 pentru a menține încălzirea sub 1,5 °C. Producția de combustibili fosili trebuie să scadă cu aproximativ 6% pe an între 2020 și 2030.

Timp de aproape trei decenii, ONU a organizat reuniuni globale pe tema schimbările climatice. În anul 2021, a avut loc COP26, sub președinția Marii Britanii, iar în cadrul COP21 care a avut loc la Paris în anul

2015 a fost agreat Acordul de la Paris prin care țările s-au angajat să limiteze încălzirea globală la sub 2 °C și să vizeze 1,5 °C în viitor.

În baza Acordului de la Paris, țările s-au angajat să prezinte planuri naționale care să stabilească cât de mult își vor reduce emisiile – cunoscute sub numele de Contribuții stabilite la nivel național (Nationally Determined Contributions -NDC). Acestea au convenit ca, la fiecare cinci ani, să revină cu un plan actualizat care să reflecte cele mai înalte obiective a lor la acel moment.

În cadrul conferinței COP26 de la Glasgow⁴⁴, țările au convenit asupra următoarelor obiective:

- **Să asigure emisii zero net la nivel mondial până la jumătatea secolului și să mențină ținta de 1,5°C sub monitorizare** prin: accelerarea eliminării treptate a cărbunelui, reducerea defrișărilor, dinamizarea trecerii la vehicule electrice și încurajarea investițiilor în surse regenerabile de energie.
- **Să se adapteze pentru a proteja comunitățile și habitatele naturale** prin: protejarea și refacerea ecosistemelor, dezvoltarea sistemelor de avertizare și construirea unei infrastructuri mai rezistente.
- **Să mobilizeze surse de finanțare** prin asigurarea că instituțiile financiare internaționale își respectă angajamentele pe care și le-au asumat pentru a îndeplini obiectivul de 100 mld. de dolari investiți în reducerea schimbărilor climatice.
- **Să colaboreze pentru a atinge cele mai înalte obiective**, respectiv finalizarea Acordului de Paris și accelerarea acțiunilor de combatere a crizei climatice prin colaborarea între guverne, companii și societatea civilă.

8.2. Riscurile de tranziție și stabilitatea financiară

Autoritățile de reglementare din domeniul financiar, organizațiile internaționale și participanții la piață au acordat o atenție semnificativă în ultimii ani spre înțelegerea implicațiilor schimbărilor climatice asupra sectorului financiar și stabilității financiare.

Încălzirea globală actuală a depășit cu 1°C nivelurile preindustriale, iar impactul schimbărilor climatice provocate de om s-a materializat deja (IPCC, 2021). Pentru a atenua efectele schimbărilor climatice, Acordul de la Paris urmărește să limiteze creșterea temperaturii globale în 2100 mult sub 2°C, depunând eforturi pentru a o reduce la 1,5°C. Dar temperatura de 1,5°C a fost adoptată doar ca o limită „ideală”, deoarece s-ar presupune ca țările participante să reducă emisiile mai mult decât erau dispuse.

Acordul de la Paris promovează, de asemenea, reducerea emisiilor de gaze cu efect de seră și creșterea capacității naturale de absorbție a CO₂ din atmosferă, precum și măsuri ce vizează facilitarea adaptării corespunzătoare la efectele schimbărilor climatice. Mai multe țări și regiuni s-au angajat să obțină neutralitatea carbonului sau reduceri semnificative ale emisiilor în următorii 30 de ani.

⁴⁴ [COP26 Goals - UN Climate Change Conference \(COP26\) at the SEC – Glasgow 2021 \(ukcop26.org\)](https://www.ukcop26.org/)

Riscurile financiare legate de schimbările climatice ridică preocupări atât la nivel microprudențial, cât și macroprudențial.

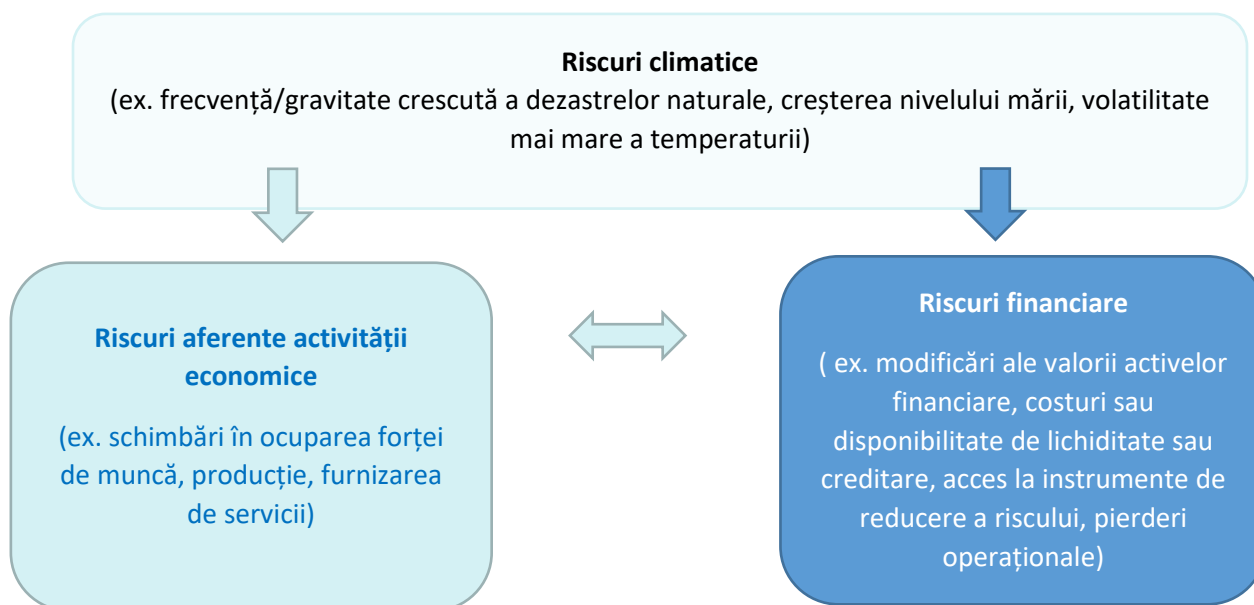
La nivel amplu, schimbările climatice se referă la modificările condițiilor obișnuite ale naturii oceanelor, apei potabile și atmosferei. Aceste schimbări includ, de exemplu, creșterea temperaturilor medii globale, frecvența și severitatea furtunilor, printre multe alte efecte.

Există un consens științific puternic conform căruia clima globală s-a modificat deja substanțial în ultimul secol și se așteaptă la schimbări viitoare, pe măsură ce emisiile de gaze cu efect de seră cauzate de om continuă să crească. Gazele cu efect de seră din atmosfera Pământului, cum ar fi dioxidul de carbon și metanul, blochează radiația solară reflectată de suprafața Pământului, crescând astfel temperatura globală. Cu cât concentrația acestor gaze este mai mare, cu atât efectul lor asupra climei este mai pregnant.

De la schimbări climatice la riscuri financiare

Schimbările climatice se reflectă în agravarea sănătății publice, a productivității muncii și a randamentelor agricole, a creșterii ratelor de mortalitate și a distrugerii de bunuri materiale cauzate de fenomenele meteo. Astfel de efecte adverse pot duce la riscuri financiare directe, determinând o reevaluare a valorii activelor, modificarea costului sau disponibilitatea creditului.

Schimbările climatice pot produce riscuri pentru activitatea economică și pot amplifica riscurile financiare. Riscurile economice și financiare se pot conditiona reciproc. Relațiile între riscurile climatice, economice și financiare sunt expuse în figura de mai jos:



Sursa: *The Federal Reserve System*

Având în vedere amploarea potențialelor implicații ale schimbărilor climatice, economiștii au încercat să înțeleagă interacțiunea dintre schimbările climatice și activitățile economice. Una dintre cele mai

proeminente abordări se bazează pe utilizarea modelelor de evaluare integrată (IAM-Integrated Assessment Models) care integrează modelele climatice și economice. Prima încercare de modelare a interacțiunii dintre sistemul climatic și activitățile economice a fost făcută de Nordhaus (1975, 1977). IAM-urile au pus bazele înțelegerii interacțiunii dintre sistemele climatice și economice, fiind utilizate pe scară largă (de exemplu, IPCC-The Intergovernmental Panel on Climate Change aplică aceste modele în rapoartele sale de evaluare). Cu toate acestea, modelul nu este lipsit de critici și s-a susținut⁴⁵ că rezultatele sunt foarte sensibile la selectarea valorilor parametrilor.

O strategie eficientă de contracare a efectelor emisiilor de gaze cu efect de seră trebuie să cântărească costurile și beneficiile diferitelor politici într-un cadru intertemporal. Nordhaus (1992) aplică un model DICE (Dynamic Integrated Climate Economy Model), un model intertemporal de echilibru general al creșterii economice și al schimbărilor climatice, ce poate fi utilizat pentru a investiga abordări alternative pentru încetinirea schimbărilor climatice. Evaluarea a cinci scenarii politice sugerează că o taxă modestă pe carbon ar fi o abordare eficientă pentru încetinirea încălzirii globale, în timp ce abordările rigide privind emisiile sau stabilizarea climei ar impune costuri economice semnificative.

O întrebare relevantă pentru stabilitatea financiară este în ce măsură materializarea riscurilor de tranziție care decurg din implementarea bruscă a politicilor de atenuare a schimbărilor climatice ar avea un impact asupra sistemului financiar. Belloni, Kuik și Mingarelli (2022) au studiat riscurile impuse sistemului financiar care rezultă dintr-o tranziție către o economie cu emisii scăzute de carbon, concentrându-se pe impactul modificărilor prețurilor carbonului. Pentru evaluarea acestui risc de tranziție la schimbările climatice s-a utilizat un *model de contagiune a sistemului bancar*, în care băncile sunt conectate prin împrumuturi și expuneri la valori mobiliare, iar firmele sunt afectate de creșteri ale prețurilor carbonului care se transpun în bilanțuri, afectându-le astfel probabilitatea de *default*. Această lucrare exploatează un set granular de date trimestriale dezvoltat în cadrul Băncii Centrale Europene care reconciliază informațiile din diferite surse de date, inclusiv expunerile interbancare bilaterale, expunerile față de instituții non-credit, atât financiare/nefinanciare, cât și guvernamentale, precum și deținerile de valori mobiliare ale băncilor. Rezultatele empirice sugerează că, pentru a se proteja de riscurile de tranziție, băncile ar putea să-și restricționeze împrumuturile către firmele mai puțin poluante, să acorde finanțare firmelor cu obiective ambițioase de reducere a emisiilor sau să ajute firmele în tranziția către modele de afaceri cu emisii reduse de carbon. Prin urmare, luarea unor *măsuri politice timpurii*, care implică modificări treptate ale prețurilor carbonului, nu se așteaptă să conducă la efecte negative asupra sistemului bancar, mai ales dacă firmele își reduc emisiile în mod eficient. În schimb, o *tranziție dezordonată* către o economie cu emisii scăzute de carbon, care necesită schimbări bruște ale prețurilor carbonului, ar putea avea efecte perturbatoare asupra sistemului financiar, mai ales dacă firmele nu reușesc să își reducă emisiile.

Dintre toate metodologiile disponibile, Campiglio, Monnin și von Jagow (2019) susțin că *testele de stres* sunt mai performante și oferă o imagine exactă a riscurilor climatice cu care se confruntă investitorii pe termen scurt și mediu. Testele de stres pot evalua pierderile fizice, precum și impactul politicilor de tranziție și pot surprinde, de asemenea, interacțiunea dintre cele două. Efectuând teste de stres climatice,

⁴⁵ Pindyck, R. S. (2013). "Climate Change Policy: What Do the Models Tell Us?" *Journal of Economic Literature*, 51(3), 860–872.

instituțiile financiare pot urmări calea schimbărilor climatice care afectează sistemul financiar și se pot pregăti în avans pentru riscurile financiare pe termen scurt cauzate de climă. Deși testele de stres sunt un instrument util pentru cuantificarea riscurilor viitoare pentru instituțiile financiare, există îngrijorări că acestea se bazează adesea pe scenarii arbitrare și ipoteze nerealiste, cum ar fi bilanțuri constante pe o perioadă lungă de timp (NGFS, 2020a).

Vermeulen et al. (2019) oferă cea mai sofisticată estimare a riscurilor de tranziție disponibilă în prezent. În cazul unei tranziții declanșate atât de o politică, cât și de un șoc tehnologic, portofoliile deținute de asigurători și fondurile de pensii olandeze, care includ acțiuni, obligațiuni și instrumente de credit, ar putea pierde până la 10% din valoarea lor în cinci ani. Pentru a ilustra metodologia testelor de stres, s-au folosit informații detaliate pentru portofoliile a peste 80 de instituții financiare olandeze, cu o valoare totală de 2,3 trilioane EUR. Granularitatea a fost de așa natură, încât s-a reușit clasificarea expunerilor pe 56 de industrii pe baza intensității de carbon.

Cambridge Institute for Sustainability Leadership (2015) oferă cifre similare, dar estimează că o pierdere de 10% a portofoliului diversificat de active s-ar putea produce în decurs de un an dacă investitorii integrează costurile viitoare de tranziție în așteptările lor. De asemenea, s-a estimat și impactul costurilor fizice asupra prețurilor activelor în cazul unui scenariu fără tranziție. Într-un astfel de caz, un portofoliu diversificat, adică un portofoliu care combină instrumente de capital și de datorie, ar putea pierde până la 40% din valoare în decurs de 18 luni.

Prin adoptarea unei abordări de rețea a dependențelor financiare, Battiston et al. (2017) au cercetat modul în care riscul politicii climatice s-ar putea propaga în sistemul financiar. Au dezvoltat o metodologie de testare a stresului climatic bazată pe rețea ce au aplicat-o băncilor mari din Zona Euro într-un scenariu „green” (bancă „green”-care are toate participațiile în surse regenerabile și nu în sectorul combustibililor fosili) și „brown” (bancă „brown”- care are toate participațiile în sectorul combustibililor fosili). Se constată că o mare parte din portofoliile fondurilor de investiții și de pensii au expuneri directe și indirecte către sectoarele relevante pentru politicile climatice. Prin urmare un *cadru politic timpuriu și stabil* ar permite ajustări fluide ale valorii activelor și ar conduce la potențiali câștigători și perdanti neți. În schimb, un *cadru politic târziu și abrupt* ar putea avea consecințe sistematice adverse.

Comaniile „verzi” care folosesc practici și inovații ecologice, care luptă pentru durabilitatea mediului sunt adesea numite investiții sigure. Ar trebui băncile să investească în companii durabile din punct de vedere ecologic? Jagrič et al. (2020) testează această ipoteză pentru un număr de companii din Uniunea Europeană, utilizând metodologia OLS (Ordinary Least Squares) și evaluează efectul nivelului de „green” asupra performanței financiare a companiilor. Rezultatele indică faptul că companiile „green” ar trebui să fie investiții mai sigure decât cele „non-green”.

Caracteristicile și comportamentul investitorilor pot determina, de asemenea, performanța de mediu a firmelor. Acest lucru este ilustrat de Dyck et al. (2019) care analizează performanța socială și de mediu (E&S) la nivel de firmă în 41 de țări folosind variabile care acoperă subiecte precum emisiile de CO₂, utilizarea energiei regenerabile și încălcările drepturilor omului. De asemenea, un indice de performanță a mediului este construit utilizând date din World Values Survey, care interviuează câteva mii de persoane din peste 100 de țări pentru a evalua valorile și credințele oamenilor cu privire la multe

elemente, cum ar fi activismul ecologic. Investitorii sporesc performanțele E&S ale firmelor atunci când provin din țări cu o convingere fermă a comunității în importanța problemelor E&S.

Choi, Gao și Jiang (2020) examinează măsurile luate de firme și instituții financiare cu privire la emisiile de gaze cu efect de seră. Instituțiile financiare din întreaga lume și-au redus expunerea în industrii cu emisii mari din 2015, în special cele situate în țări cu grad ridicat de conștientizare a climei, ceea ce sugerează că instituțiile sunt preocupate de riscurile climatice. În prezența dezinvestirilor, firmele publice cu emisii ridicate tind să înregistreze rate mai mici de evaluare a prețurilor, ceea ce face finanțarea prin capitaluri proprii mai costisitoare, sugerând că firmele cu emisii mari investesc în metode de reducere a emisiilor. Aceste rezultate susțin ideea că dezinvestirea de către instituțiile financiare exercită presiune asupra firmelor pentru a adopta politici de reducere a amprentei de carbon.

Cercetările empirice privind relația dintre dezastrele climatice și stabilitatea financiară pot fi împărțite în două categorii. În primul rând, *pierderile cauzate de dezastrele climatice vor crește riscurile financiare*. Liu, Sun și Tang (2021) utilizează un model VAR (Vector Autoregressive) pentru a studia impactul schimbărilor climatice asupra stabilității financiare și aplică modelul NARDL (Non-linear Autoregressive Distributed Lag) pentru a evalua efectul asimetric neliniar al schimbărilor climatice asupra stabilității financiare a Chinei, folosind date lunare din 2002 până în 2018. Rezultatele arată că atât șocurile climatice pozitive, cât și cele negative afectează stabilitatea financiară. Există o legătură neliniară și asimetrică între schimbările climatice și stabilitatea financiară. În plus, schimbările climatice sunt mai distructive pentru stabilitatea financiară pe termen lung decât pe termen scurt.

Mai mult, folosind un VAR panel (Panel Vector Autoregression) pentru un eșantion de țări cu venituri mici, Raddatz (2007) constată că dezastrele naturale au un impact negativ pe termen scurt asupra dinamicii producției. Un rezultat similar este oferit și de Noy (2009) care exploatează variabilitatea între țări prin intermediul estimatorului de efecte aleatoare Hausman-Taylor.

În al doilea rând, *impactul negativ al pierderilor dezastrelor climatice asupra stabilității financiare nu este semnificativ*. Se susține că efectul dezastrelor naturale induse de climă asupra creșterii economice și stabilității financiare a țărilor dezvoltate este neglijabil. Cavallo et al.(2010) examinează impactul dezastrelor naturale catastrofale asupra creșterii economice pe termen scurt și lung, pentru un număr de 196 de țări în perioada 1970-2008, prin abordarea unui studiu comparativ al evenimentelor. Spre deosebire de lucrările anterioare, se constată că dezastrele naturale, chiar și atunci când se raportează doar la cele de intensități majore, nu au niciun impact semnificativ asupra creșterii economice ulterioare.

Există mai multe studii care arată că *materializarea riscurilor fizice au un impact semnificativ asupra rentabilității activelor financiare sau a profiturilor*. De exemplu, Kruttli et al. (2019), constată că, în cele 120 de zile de tranzaționare de la apariția uraganelor, rentabilitățile acțiunilor companiilor care desfășoară activități în regiunea dezastrului au fost semnificativ mai mici decât a altor firme din SUA. Un alt exemplu sunt secetele: Hong et al. (2019) arată că rentabilitatea acțiunilor din industria alimentară sunt mult mai mici în țările care se confruntă cu o creștere a condițiilor meteorologice nefavorabile, comparativ cu alte țări. Alte analize semnalează că temperaturile mai ridicate, au un impact negativ asupra profiturilor firmelor în anumite sectoare (Addoum et al.(2019) și Hugon și Law (2019)).

Daunele fizice cauzate de fenomenele meteorologice extreme asociate cu schimbările climatice afectează, de asemenea, capacitatea debitorilor de a-și achita datoria. Astfel, Noth și Schüwer (2018), afirmă că băncile care operează în regiunile afectate înregistrează un volum semnificativ de credite neperformante și rate de executare silită mai mari decât alte zone, aspect ce conduce la creșterea probabilităților de nerambursare ale băncilor. Klomp (2014) găsește rezultate similare pentru un eșantion de bănci din 160 de țări în perioada 1997-2010.

Schimbările climatice reprezintă una dintre cele mai mari provocări cu care s-a confruntat vreodată omenirea, devenind o sursă importantă de risc care amenință stabilitatea financiară. Cu toate acestea, literatura de specialitate privind efectul schimbărilor climatice asupra stabilității financiare este încă în curs de dezvoltare.

8.3. Descrierea scenariilor elaborate de NGFS

Rețeaua de bănci centrale și supraveghetori pentru ecologizarea sistemului financiar (NGFS-The Network for Greening the Financial System) a fost înființată de către opt bănci centrale și autorități de supraveghere în decembrie 2017 la reuniunea *One Planet* de la Paris pentru a consolida răspunsul global necesar pentru îndeplinirea obiectivelor Acordului de la Paris. De atunci, numărul membrilor NGFS a crescut semnificativ, fiind alcătuită în prezent din 114 de membri și 18 observatori. NGFS își propune să îmbunătățească cadrul de analiză și gestionare a riscurilor legate de climă și mediu și să sporească rolul sistemului financiar pentru finanțarea tranziției către o economie durabilă.

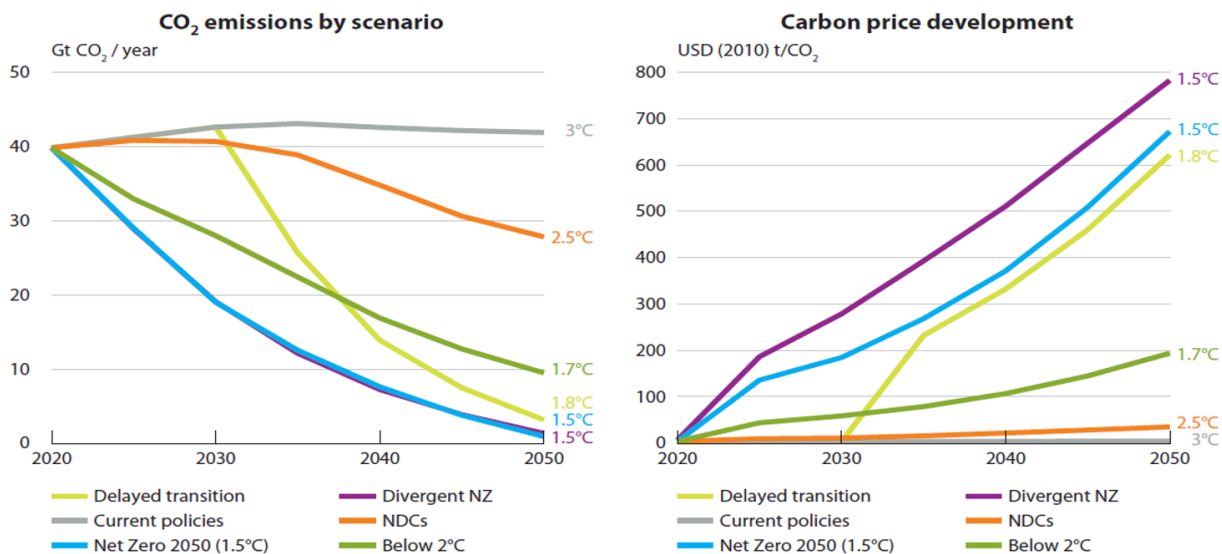
NGFS a dezvoltat un set comun de scenarii pentru a oferi un punct comun de plecare pentru analizarea efectelor riscurilor climatice asupra economiei și sistemului financiar. Un număr tot mai mare de bănci centrale, autorități de supraveghere și companii folosesc deja scenariile NGFS pentru a înțelege mai bine riscurile la adresa sistemelor financiare, economiilor și asupra propriilor bilanțuri.

Setul de scenarii, publicat de NGFS în iunie 2021, include atât o estimare a impactului la nivel de țară, pe baza a unui număr de aproximativ 1.000 de variabile economice, financiare, de tranziție și fizice în baza a șase ipoteze diferite. Scenariile au fost create printr-o suită de modele, susținute de un consorțiu de oameni de știință de top la nivel mondial în domeniul climei și de grupuri de modelare. Variabilele sunt calibrate la cele mai recente date disponibile și vor fi actualizate în iterațiile viitoare pentru a asigura relevanța lor continuă.

Impactul asupra economiei va fi modest și chiar pozitiv, în funcție de cât de ușor are loc tranziția. În timp ce vor fi necesare stimulente mai puternice ale factorilor politici pentru a stimula tranziția, noua modelare economică folosită în studiul NGFS (2021) sugerează că investițiile private și publice mai mari în tehnologii și sectoarele noi ar compensa impactul atât asupra cererii, cât și asupra ofertei.

Fiecare scenariu NGFS oferă o imagine de ansamblu asupra principalelor riscuri de tranziție, riscuri fizice și impactului economic al schimbărilor climatice.

Graficul 137 Scenarii climatice



Sursa: NGFS

Simulările realizate de NGFS sunt împărțite în 3 tipuri generale cu 2 sub-tipuri în funcție de obiectivele de reducere a temperaturii, reacție, șoc tehnologic, eliminarea dioxidului de carbon și variația politicii regionale: 1) Scenariu ordonat 2) Scenariu dezordonat 3) Scenariu cu temperaturi ridicate

Scenariu ordonat

- **Net Zero 2050** - se limitează încălzirea globală la 1,5°C prin politici climatice stricte și inovație, atingând zero emisii nete la nivel global în jurul anului 2050. În acest scenariu SUA, UE și Japonia ating NetZero pentru toate emisiile de gaze cu efect de seră.
- **Sub 2°C** – presupune creșterea treptată a politicilor climatice, oferind șanse de 67% de a limita încălzirea globală la sub 2 °C.

Scenariu dezordonat

- **Net-zero divergent (DNZ)** - ajunge la zero emisii nete emisii în jurul anului 2050, însă implică costuri mai mari din cauza politicilor divergente dintre sectoare.
- **Tranziție întârziată** - presupune că emisiile anuale nu scad până în 2030. Sunt necesare politici puternice pentru a limita încălzirea sub 2°C. Eliminarea CO2 este limitată.

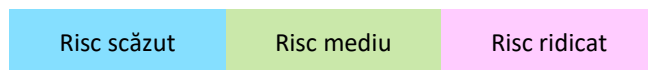
Scenariu cu temperaturi ridicate

- **Contribuțiile determinate la nivel național (NDC)** - includ toate politicile guvernamentale promise chiar dacă nu au fost implementate.

- **Politici curente** - presupune limitarea la politicile deja implementate în prezent, ceea ce va conduce la riscuri fizice ridicate.

Tabelul 48 Tipuri de scenarii și impactul estimat asupra economiei

Categorie	Scenariu	Risc fizic		Riscul de tranziție		
		Obiective	Reacție	Modificarea tehnologică	Eliminarea dioxidului de carbon	Variația de politică regională
Scenariu ordonat	Net Zero 2050	1,5°C	Imediată și ușoară	Modificare rapidă	Medie	Variație medie
	Sub 2° C	1,7 ° C	Imediată și ușoară	Modificare moderată	Medie	Variație scăzută
Scenariu dezordonat	DNZ	1,5 ° C	Imediată dar divergentă	Modificare rapidă	Scăzută	Variație medie
	Tranziție întârziată	1,8 ° C	Întârziată	Modificare lentă/rapidă	Scăzută	Variație ridicată
Scenariu cu temperaturi ridicate	NDCs	~2,5 ° C	NDCs	Modificare lentă	Scăzută	Variație scăzută
	Politici curente	3° C+	Niciuna- politici curente	Modificare lentă	Scăzută	Variație scăzută



Sursa: NGFS

8.4. Canale de transmisie a riscurilor climatice

Schimbările climatice afectează stabilitatea financiară în principal prin mecanismul riscurilor fizice și riscurilor de tranziție.

- Riscurile fizice - pe măsură ce frecvența și gravitatea dezastrelor climatice se intensifică, daunele economice și riscul de credit bancar cresc.
- Riscurile de tranziție sunt generate de volatilitatea puternică a pieței cauzată de impactul politicilor climatice, tehnologiei și conversiei la o economie cu emisii scăzute de carbon.

Riscurile fizice sunt acele riscuri care apar din impactul fizic al schimbărilor climatice și pot fi împărțite în *riscuri fizice acute* și *riscuri determinate de evenimente meteorologice extreme (riscuri cronice)*. Când riscurile fizice se materializează, impactul lor asupra economiei va fi incert pentru o perioadă, ceea ce duce la o scădere a prețurilor activelor, precum și la un comportament mai prudent din partea firmelor, gospodăriilor și instituțiilor financiare.

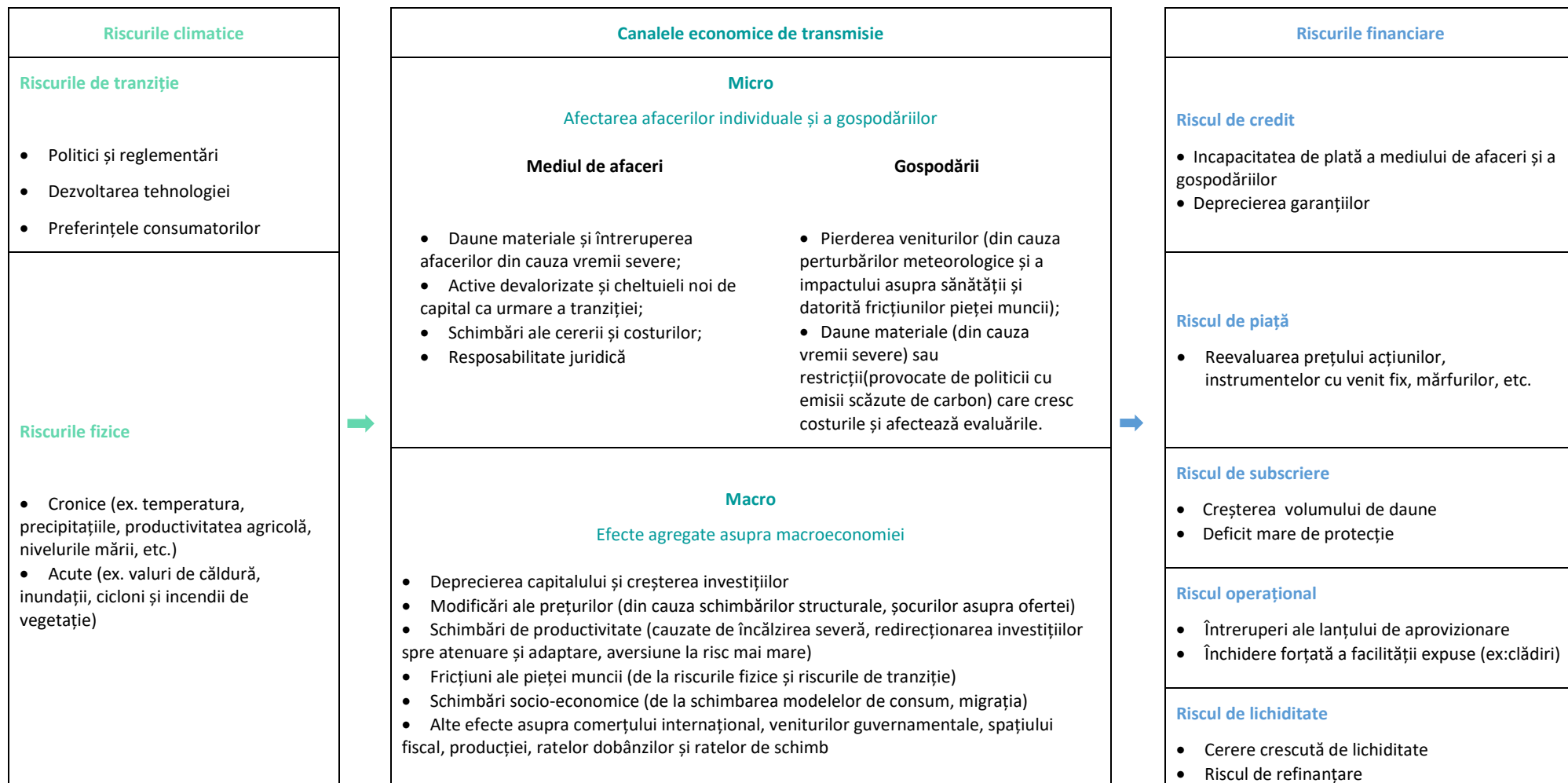
- **Riscurile fizice acute** pot conduce la întreruperea afacerilor și daune asupra proprietăților. Creșterea alarmantă a temperaturii poate determina efecte persistente asupra economiei pe termen mai lung. Aceste evenimente pot crește riscurile de subscriere pentru asigurători, ceea ce poate duce la o acoperire a riscurilor mai scăzută în unele regiuni și la o deteriorare a valorii activelor.
- **Riscurile cronice**, în special din cauza temperaturilor ridicate, creșterii nivelurilor mării și precipitațiilor, pot afecta munca, terenul și capitalul natural în zonele specifice. Aceste schimbări necesită un nivel semnificativ de investiții și adaptare din partea companiilor, gospodăriilor și guvernelor.

Riscurile de tranziție apar din trecerea către o economie cu emisii scăzute de dioxid de carbon. Factorii specifici care conduc astfel de riscuri includ schimbările de politică, progresele tehnologice și schimbările de norme sociale. Conștientizarea din ce în ce mai mare a responsabilităților față de mediu poate influența prețurile activelor și comportamentul companiilor. Mai mult, riscurile de tranziție se pot materializa chiar înainte de efectuarea tranziției reale prin așteptările piețelor financiare, firmelor și gospodăriilor.

Deși riscurile fizice și de tranziție sunt conceptual distincte și independente, în realitate ele vor interacționa unele cu altele dacă se vor materializa. Să presupunem că riscurile fizice devin evidente prin intermediul dezastrelor naturale, astfel populația conștientă de schimbările climatice poate pune presiune asupra instituțiilor reglementatoare să facă schimbări bruște și radicale de politică, care vor influența riscurile de tranziție. Pe de altă parte, și riscurile de tranziție pot modifica riscurile fizice prin intermediul economiei reale și a sistemului financiar. De exemplu, întârzierea introducerii într-un timp optim a unei taxe pe carbon pentru limitarea schimbărilor climatice, poate duce la riscuri fizice ridicate.

Canale de transmisie a riscurilor climatice

Riscuri climatice -> Riscuri financiare



Sursa: NGFS

8.5. Estimarea impactului economice a riscurilor climatice

Încălzirea globală și schimbările climatice vor avea un impact semnificativ asupra economiei până la sfârșitul secolului într-un scenariu cu temperaturi ridicate.

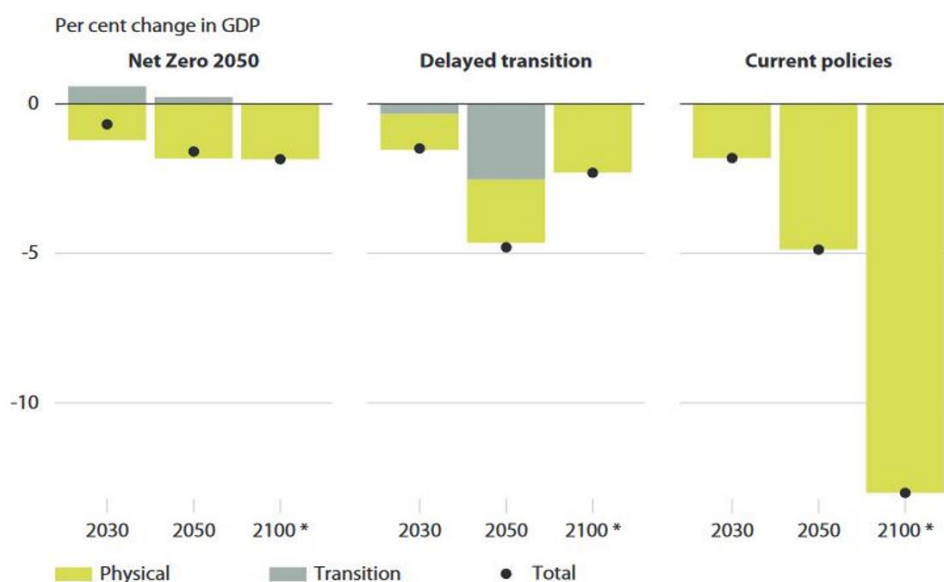
Pierderile estimate ale PIB generate de riscurile cronice variază considerabil în funcție de ipotezele privind sensibilitatea la climă și de metodele utilizate pentru estimarea daunelor.

În baza metodologiei stabilite de Kalkuhl și Wenz (2020), experții NGFS (2021) au analizat pierderile PIB-ului la nivel de țară pentru modificarea temperaturii medii în fiecare scenariu față de anul precedent. Estimările sugerează un impact global asupra PIB-ului de până la 13% față de un nivel de referință al tendințelor anterioare în cazul scenariilor de politici curente. Pierderile sunt mult mai mari în regiunile tropicale. Cu toate acestea, metodologia nu include efectele legate de vremea extremă, creșterea nivelului mării sau impactul migrației.

În faza a doua a scenariilor NGFS, Institutul Național pentru Cercetare Economică și Socială s-a alăturat consorțiului economic pentru a efectua modelarea macroeconomică detaliată. Modelul lor, NiGEM (The National Institute Global Econometric Model) este cel mai important model macroeconomic global, utilizat atât de factorii de decizie politică, cât și de sectorul privat din întreaga lume pentru prognoză economică, construire de scenarii și teste de stres. NiGEM este un model trimestrial, cu un orizont de timp până în 2050, care permite specificații dinamice mai cuprinzătoare în comparație cu modelele care se bazează pe date anuale. Scenariile NGFS captează efectele economice din riscul de tranziție și riscul fizic.

Scenariile diferă considerabil în ceea ce privește impactul lor economic, cu o incertitudine semnificativă referitoare la dimensiunea estimărilor și variația între regiuni.

Graficul 138 Pierderile PIB-ului la nivel de țară pentru modificarea temperaturii medii în fiecare scenariu față de anul precedent



Sursa: NGFS

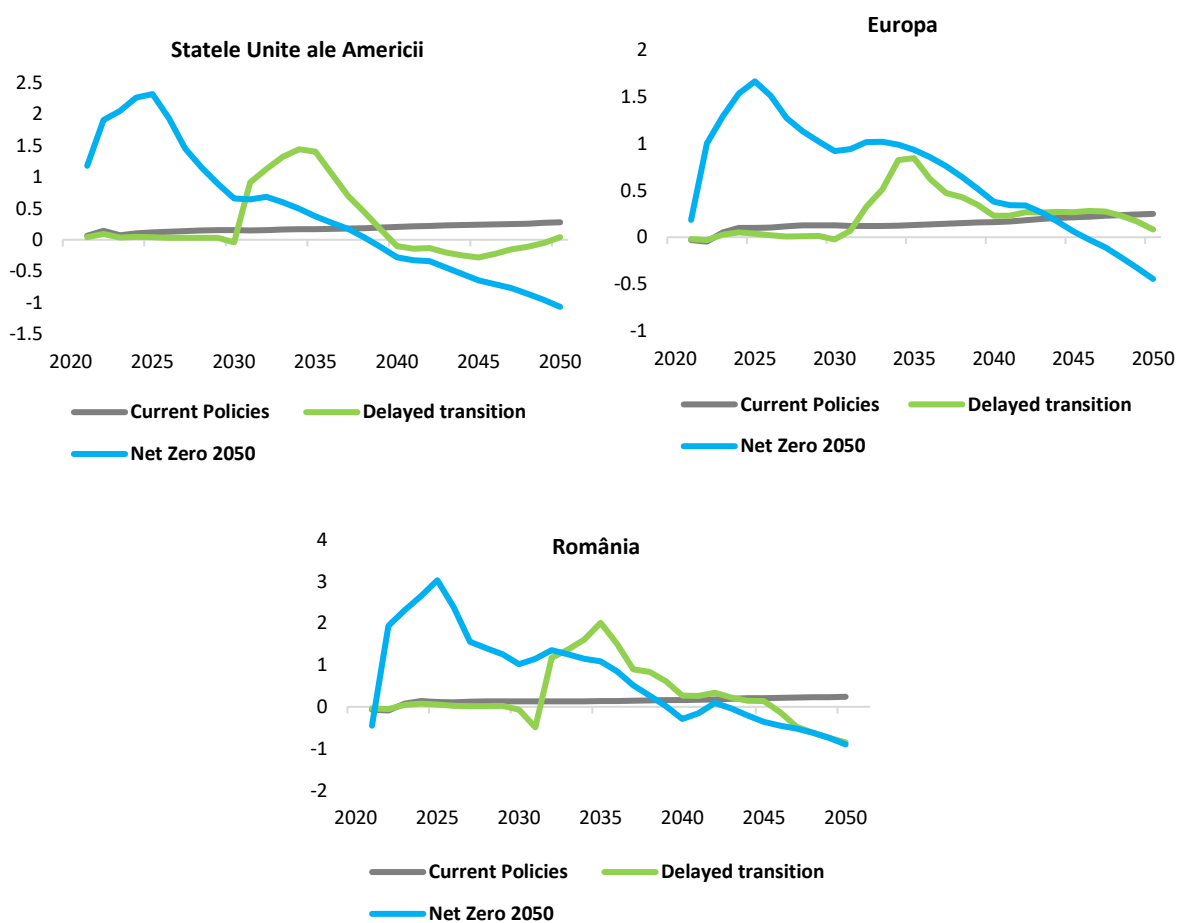
Impactul asupra PIB-ului mondial de la **riscul de tranziție** este ușor pozitiv în scenariul Net Zero 2050, deoarece efectele negative asupra cererii din cauza prețurilor mai ridicate ale carbonului și ale costurilor energiei sunt compensate prin reciclarea veniturilor carbonului în investiții guvernamentale și impozite mai mici pentru angajare. În cazul scenariilor dezordonate, impactul asupra PIB-ului este negativ, deoarece viteza tranziției combinată cu incertitudinea investițională afectează consumul și investițiile.

Pierderile PIB-ului cauzate de **riscurile fizice** se amplifică odată cu modificarea temperaturilor în cadrul scenariilor. În prima jumătate a secolului, efectele sunt similare până încep să diverge. Până în 2100, cel mai semnificativ impact se înregistrează în cadrul scenariului de politici curente, deoarece țintele de temperatură nu sunt atinse. Riscurile fizice predomină în contextul scenariilor ordonate, subliniind necesitatea de a investi în adaptare.

Inflația și șomajul

Scenariile prezentate în graficele de mai jos, includ o gamă largă de variabile macroeconomice, surprinzând relații structurale între principalele agregate, cum ar fi șomajul și inflația.

Graficul 139 Rata inflației



Sursa: Baza de date IIASA NGFS privind scenariile climatice, model NiGEM pe baza REMIND. Datele IAM și estimările privind daunele preluate din Kalkuhl & Wenz (2020).

În multe țări, punerea în aplicare a prețurilor carbonului în scenariile de tranziție are tendința de a crește costurile cu energia pe termen scurt, ceea ce duce la **majorări modeste ale inflației și șomajului** înainte de a reveni la tendințele anterioare. În unele țări și în anumite perioade de timp, compensarea efectelor pozitive generate de creșterea veniturilor din reciclarea emisiilor de carbon duc la **reducerea șomajului**.

Graficul 140 Rata șomajului



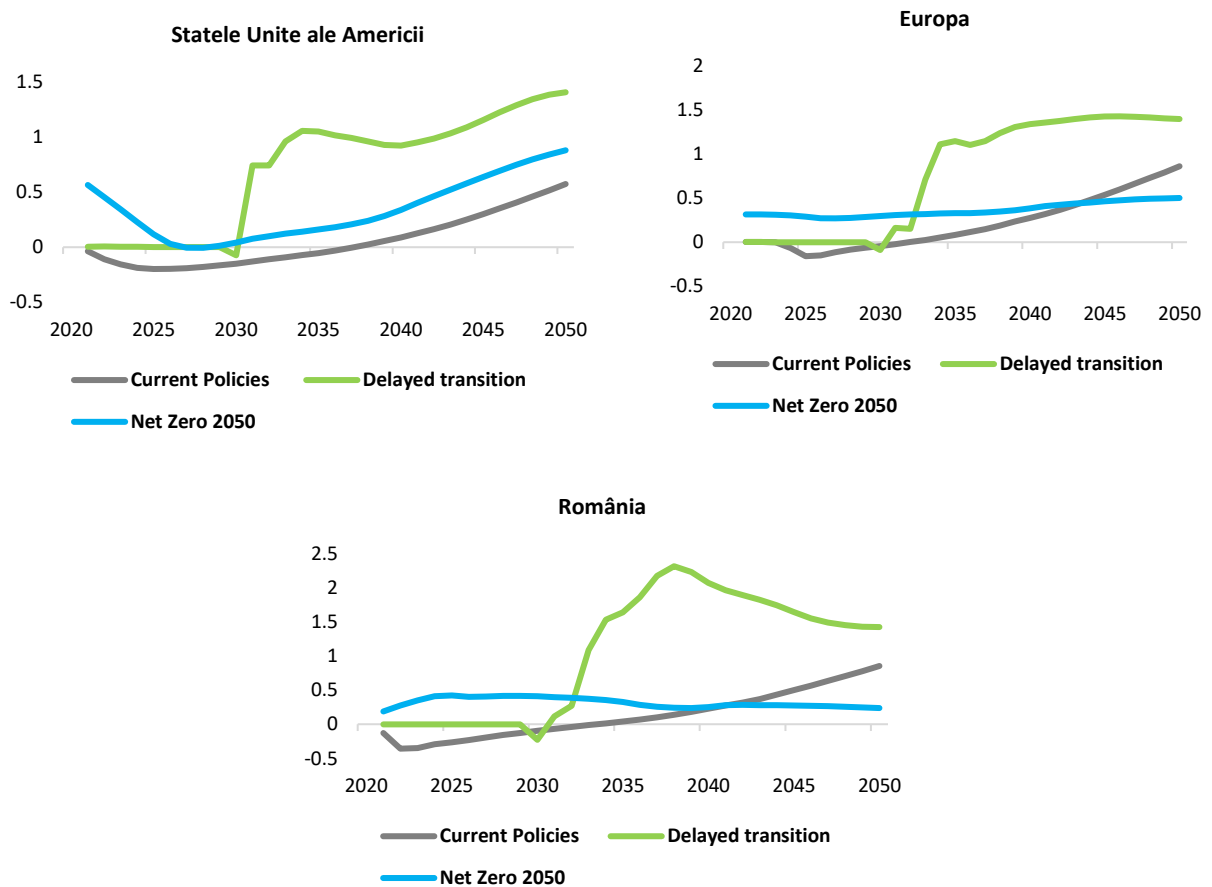
Sursa: Baza de date IIASA NGFS privind scenariile climatice, model NiGEM pe baza REMIND. Datele IAM și estimările privind daunele preluate din Kalkuhl & Wenz (2020).

8.6. Piețele financiare in contextul tranzitieii climatice

Schimbările climatice și politicile de tranziție creează fluctuații financiare semnificative. Rezultatele macrofinanciare reflectă atât riscuri, cât și oportunități.

Ratele dobânzilor pe termen lung tind să crească în scenariile de tranziție, reflectând presiuni inflaționiste create de prețurile de carbon, precum și de cererea crescută de investiții pe care tranziția o stimulează.

Graficul 141 Rata dobânzii pe termen lung



Sursa: Baza de date IIASA NGFS privind scenariile climatice, model NiGEM pe baza REMIND. Datele IAM și estimările privind daunele preluate din Kalkuhl & Wenz (2020).

Tranzițiile dezordonate pot afecta semnificativ evaluările activelor financiare reale, cu diferențe regionale semnificative. Este foarte probabil ca sectoarele care se vor decarboniza mai greu să fie afectate mai mult decât cele care vor parcurge mai ușor acest proces.

În scenariile dezordonate, se presupune că incertitudinea politicilor conduce la o primă de investiție mai mare. Aceasta durează 2 ani, cu o primă care va reveni treptat la nivelul de bază după această perioadă. Acest lucru se întâmplă în intervalul 2021-2022 în cadrul scenariilor *Net Zero Divergent* și în perioada 2030-2031 în scenariul *Sub 2 °C*.

Obligațiunile verzi

Obligațiunile verzi sunt instrumente financiare cu venit fix ale căror venituri sunt alocate în mod special pentru obiective legate de climă și de mediu⁴⁶. Obligațiunile verzi formează un subset al unei categorii mai mari de securitizări verzi.

Acest domeniu de finanțare a devenit proeminent în UE din 2018, odată cu publicarea Planului de acțiune al Comisiei Europene: finanțarea creșterii sustenabile⁴⁷ și o serie de acțiuni ulterioare care vizează implementarea acestuia în practică. Cea mai recentă acțiune în această privință constă în

⁴⁶ Petr Jakubik și Sibel Uguz (2019) Impact of Green Bond Policies on Insurers. Evidence from the European Equity Market

⁴⁷ https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-renewed-strategy_en

adoptarea de către Comisia Europeană a Regulamentului 2021/1119 privind clima⁴⁸, care stabilește prin lege obiectivul UE de a deveni neutră din punct de vedere climatic până în 2050 și obiectivul intermediar de reducere a emisiilor nete de gaze cu efect de seră cu cel puțin 55% până în 2030.

Obținerea reducerilor de emisii de gaze cu efect de seră presupune investiții semnificative, în valoare de peste 260 mld. euro până 2030.

Un alt element de bază, Planul de investiții pentru o Europă durabilă ar trebui să mobilizeze, prin bugetul UE și instrumentele asociate, cel puțin 1 trilion euro pentru investiții durabile private și publice în următoarea decadă. Obligațiunile verzi joacă un rol important în acest sens și atât UE cât și statele membre individuale intenționează să devină sau au devenit deja emitenți importanți de obligațiuni verzi.

Având în vedere faptul că încă mai există o multitudine de etichete diferite⁴⁹, Comisia Europeană urmărește, de asemenea, să stimuleze armonizarea standardelor pentru obligațiunile verzi, luând în considerare un Standard al UE pentru obligațiunile verzi⁵⁰. Aceasta s-ar putea baza pe Principiile Obligațiunilor Verzi⁵¹ dezvoltate de Asociația Internațională a Pieței de Capital (ICMA), care promovează armonizarea și transparența, dar care nu sunt totuși obligatorii pentru emitenți.

Evoluțiile de piață și rolul societăților de asigurări

Deși numărul total de emisiuni în comparație cu alte instrumente financiare rămâne încă destul de scăzut, obligațiunile verzi au înregistrat o creștere rapidă în ultimii ani. Chiar dacă pandemia de COVID-19 a redus inițial activitatea de emisiuni de obligațiuni verzi, anul 2020 a fost în continuare cel mai de succes an din punct de vedere al volumului emis. În plus, se pare că există o cerere în creștere din partea potențialilor investitori – inclusiv din partea asigurătorilor și a fondurilor de pensii – care a fost dificil de îndeplinit, iar emisiunile recente au rămas puternic suprascrise.

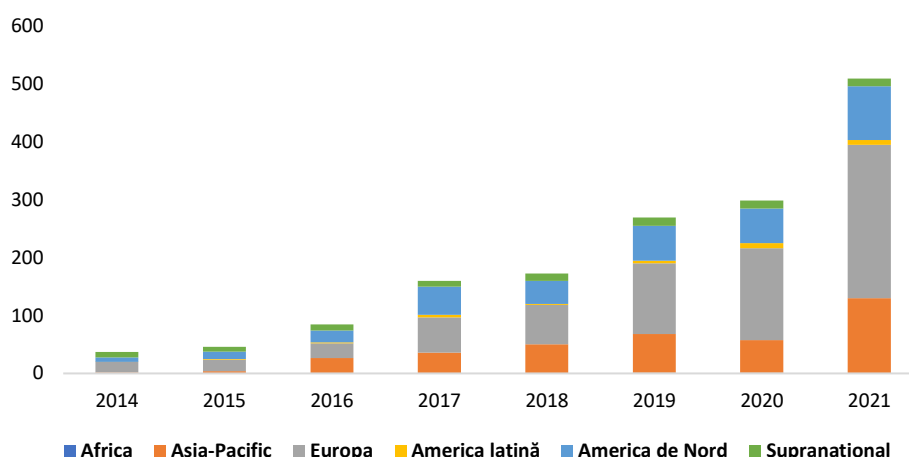
⁴⁸ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX:32021R1119>

⁴⁹ Exemple de etichete diferite cuprind obligațiunile verzi, obligațiunile durabile, obligațiunile legate de performanță, obligațiunile de tranziție, obligațiunile albastre

⁵⁰ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard_en

⁵¹ Acestea includ printre altele următoarele componente: (1) folosirea profiturilor pentru activități durabile; (2) un proces pentru determinarea eligibilității proiectului; (3) gestionarea veniturilor într-un mod transparent care poate fi urmărit și verificat; și (4) raportarea anuală privind folosirea veniturilor

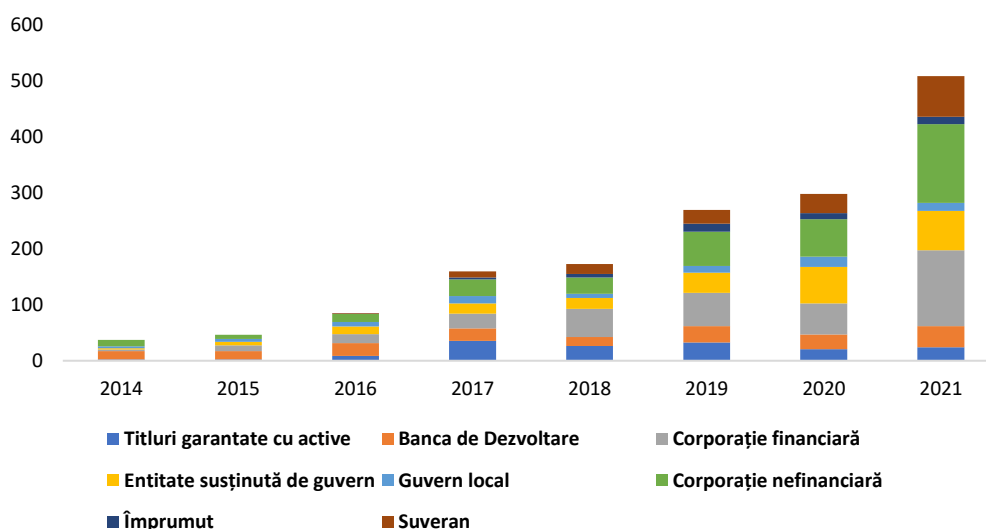
Graficul 142 Emisiunea de obligațiuni verzi în funcție de regiune (mld. dolari)



Sursa: Eurostat

Până în 2020, societățile de asigurări și fondurile de pensii erau interesate de această piață din perspectiva lor de investitori. Se estimează că societățile de asigurări din UE dețin până la 30% din instrumentele reprezentative⁵². Totuși, această perspectivă pare să se schimbe, în condițiile în care în 2020 a fost pentru prima dată când (re)asigurătorii au început să devină și ei emitenți.

Graficul 143 Emisiunea în funcție de tipul de emitent (numai Europa, în mld. dolari)



Sursa: Climate Bonds Initiative

Nota: Categoria "Corporație financiară" include companiile de asigurări

Interesul din partea societăților de asigurări și a fondurilor de pensii poate fi determinat de doi factori. În primul rând, se așteaptă ca obligațiunile verzi să ofere randamente bune, acest lucru fiind benefic în mediul actual caracterizat de câștiguri mici. În al doilea rând, piața și analiștii par să fi început să

⁵² <https://www.boersen-zeitung.de/banken-finanzen/versicherer-stossen-weiter-in-green-bonds-vor-5e1facd7-b139-4fe9-a6a2-a3956ba3a1c4?read=true>

intermedieze proiecte verzi. În timp ce cercetările au arătat un impact pozitiv asupra ratingurilor⁵³ companiilor care investesc în proiecte verzi, reticența de a se angaja în proiecte ecologice sau lipsa de perseverență în a-și urmări propriile angajamente pot avea un efect dăunător asupra reputației companiilor.

Riscurile potențiale

În ciuda beneficiilor evidente pentru societățile de asigurări și fondurile de pensii în ceea ce privește o oportunitate de investiție rentabilă și pentru economie în ansamblu, datorită posibilității de a mobiliza fonduri pentru a finanța tranziția ecologică, angajarea în obligațiuni verzi poate suporta și riscuri potențiale pentru societățile de asigurări și fondurile de pensii. Acestea sunt asociate în special cu diferite elemente ale riscului reputațional.

În primul rând, din partea emitenților, cererea ridicată în combinație cu lipsa standardelor armonizate și obligatorii, poate oferi stimulente pentru emiterea rapidă fără a asigura o calitate adecvată. Societățile de asigurări și fondurile de pensii trebuie să navigheze cu prudență în acest mediu complex atunci când caută o oportunitate de investiție potrivită.

În al doilea rând, dacă asigurații apar și mai activi ca emitenți, structura instrumentului trebuie gândită cu atenție și trebuie să fie conștienți de faptul că angajamentele lor în ceea ce privește reducerea propriei amprente de carbon vor fi analizate și vor avea un puternic efect de semnalizare. De exemplu, obligațiunile legate de performanță leagă cuponul de îndeplinirea indicatorilor cheie de performanță (KPI) predefiniți. Dacă acestea nu sunt îndeplinite, cuponul va crește automat conform acordului anterior. Cu toate acestea, acest mecanism nu este fără dispută, deoarece unii îl contestă ca oferind stimulente pentru „dezinformarea ecologică”.

În general, piața obligațiunilor verzi pare să fie pe o cale de succes către o creștere mai mare și o importanță sporită în facilitarea unei economii durabile. Acest lucru ar fi mult mai ajutat prin creșterea în continuare a transparenței și dezvoltarea standardelor obligatorii.

⁵³ A se vedea Jakubik P. și S. Uguz (2019); disponibil la https://www.eiopa.europa.eu/document-library/publication/impact-of-green-bond-policies-insurers-evidence-european-equity-market_en

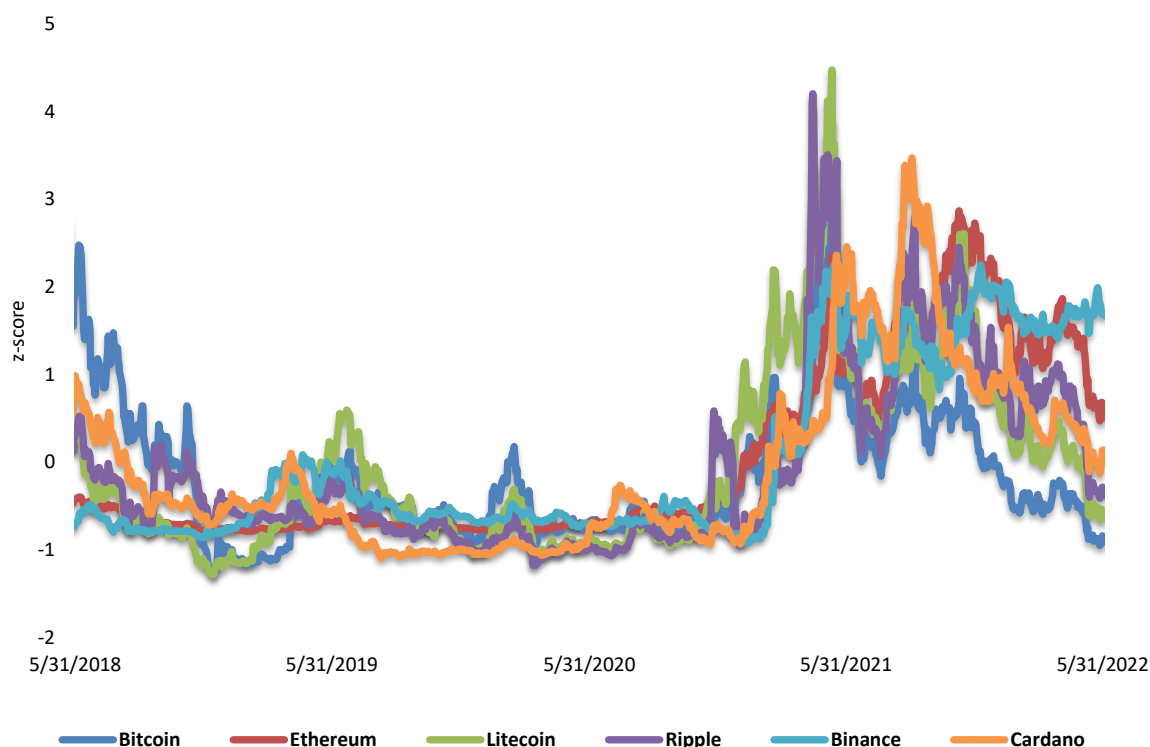
9. Piețele de active crypto și stabilitatea financiară

Decuplarea piețelor financiare de fundamentele economice poate genera bule speculative și conduce la creșterea riscului sistemic. Un astfel de exemplu este piața de criptomonede care a fost zdruncinată de un val de scăderi în primul trimestru din 2022.

ASF nu reglementează piețele de criptoactive și a emis informări de presă cu privire la riscurile investiționale asociate cu criptoactivele⁵⁴.

În noiembrie 2021, valoarea de piață a criptomonedelor a fost de circa 3 trilioane de dolari, urmată de o scădere la 2 trilioane de dolari la jumătatea lunii aprilie 2022, înainte de a se diminua cu încă 35%, ajungând la doar 1,3 trilioane de dolari în luna mai. Bitcoin este cel mai tranzacționat activ crypto (o cotă de piață de 44% în trimestrul I 2022), urmat de Ether (20% cotă de piață în trimestrul I 2022). Bitcoin a coborât pentru o scurtă perioadă de timp la cel mai scăzut nivel (sub 29.000 dolari) de la sfârșitul anului 2020. Prăbușirea rapidă a valorii pieței de criptomonede arată fragilitatea acestor piețe.

Graficul 144 Evoluția principalelor criptoactive (2018-2022)



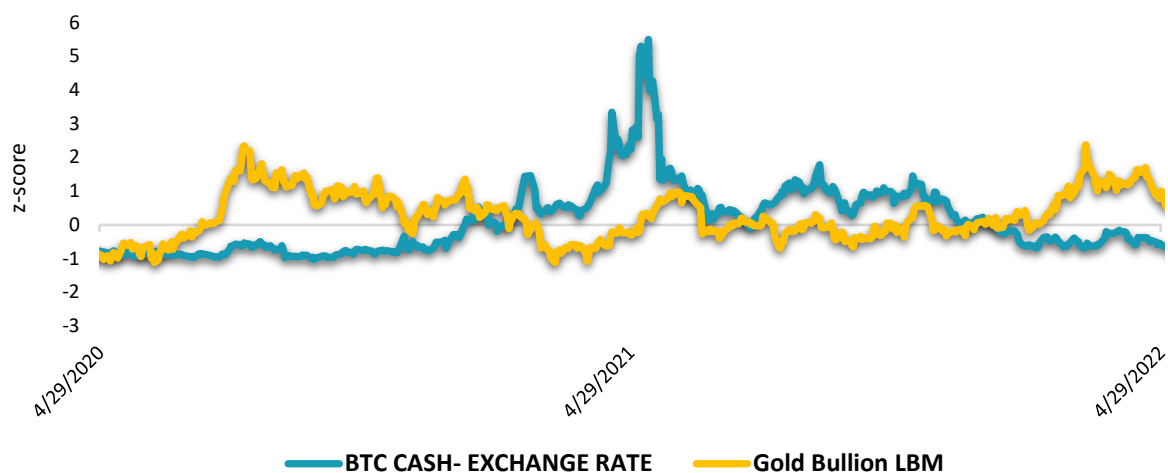
Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Principalele criptomonede au avut o evoluție similară unei bule speculative, înregistrând o creștere rapidă de peste 3 deviații standard, urmată de o scădere rapidă din trimestrul III 2021 până în prezent.

⁵⁴<https://asfromania.ro/ro/a/2031/informare-de-pres%C4%82---a.s.f.-reitereaz%C4%83-aten%C8%9Bionarea-privind-criptoactivele> și <https://asfromania.ro/ro/a/2373/informare-de-pres%C4%83:-avertizare-emis%C4%83-de-autorit%C4%83%C8%9Bile-de-reglementare-din-domeniul-financiar-din-ue-cu-privire-la-riscurile-criptoactivelor>

Prăbușirea criptomonedelor se înscrie în scăderea amplă a piețelor financiare din primul trimestru din 2022. După o vânzare masivă pe 18 mai 2022, indicele Nasdaq, care are în componența sa companii tehnologice, a scăzut cu 29% față de nivelul maxim. De asemenea, indicele S&P 500 a avut o performanță negativă de 18%. Pe 12 mai 2022, Bitcoin a fost tranzacționat la aproximativ 29.000 de dolari, la doar 40% din maximumul istoric atins în luna noiembrie 2021.

Graficul 145 Evoluția BTC & Gold⁵⁵ în perioada ianuarie 2020-mai 2022



Sursa: Refinitv Datastream

Monedele stabile (stablecoin) au la bază tehnologia blockchain și sunt stabilite la cursul de schimb al dolarului american. În general, acestea servesc drept monede vehicul pentru tranzacționarea criptoactivelor datorită reducerii costurilor de intermediere prin operarea pe blockchain.

Cel mai răspândit tip de monedă stabilă este reprezentat de monedele stabile centralizate, în top situându-se moneda Tether. **Tether, cea mai mare criptomonedă stabilă (stablecoin), a scăzut pentru scurt timp sub valoarea sa nominală de 1 dolar pe token pe data de 12 mai 2022.** Componenta acestora are la bază active precum numerar, titluri de trezorerie și obligațiuni corporative, dar transparența totală a structurii acestora este neclară, deoarece nu este cunoscută alocarea pe active din cadrul criptomonedei.

Volatilitatea criptoactivelor poate influența evoluția sistemului financiar convențional. În cazul criptomonedei Tether, acesta este o parte esențială a infrastructurii pieței criptoactivelor și cea mai lichidă monedă de bază pentru tranzacționarea între alte active crypto, precum și între activele crypto și cele convenționale.

Vânzarea masivă de criptoactive s-a accentuat în luna mai 2022, când Rezerva Federală a SUA (FED) a început să majoreze ratele dobânzilor, măsura ce a afectat componenta coșului de active pe care era emisă Tether iar prin contagiune alte criptoactive. Totodată au fost afectate și alte active riscante, precum acțiunile din sectorul tehnologic, obligațiunile cu randament ridicat, precum și alte produse sintetice.

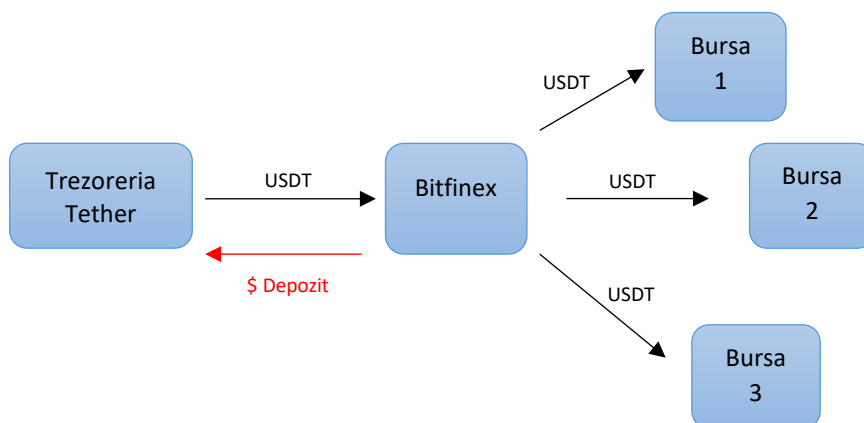
⁵⁵ Consumatorii ar trebui să fie conștienți că nu dispun de nicio cale de atac sau protecție, întrucât criptoactivele și produsele și serviciile conexe nu intră, de regulă, sub incidența protecției existente în temeiul normelor actuale ale UE privind serviciile financiare. (<https://asfromania.ro/ro/a/2373/informare-de-pres%C4%83:-avertizare-emis%C4%83-de-autorit%C4%83%C8%99Bile-de-reglementare-din-domeniul-financiar-din-ue-cu-privire-la-riscurile-criptoactivelor>)

Monedele stabile descentralizate (supracolateralizate) sunt reprezentate de moneda DAI a platformei MakerDAO. În acest tip de tranzacționare, persoanele fizice emit token-uri DAI prin intermediul unor poziții supracolateralizate în care depun garanții în criptoactive (spre exemplu criptomoneda Ethereum-ETH). Potrivit studiului publicat de Kozhan & Viswanath-Natraj în anul 2021, monedele descentralizate sunt mai puțin eficiente din punct de vedere al capitalului decât monedele de tip centralizat. Cel de-al treilea tip este reprezentat de monede stabile algoritmice, pe primul loc aflându-se TerraUSD, care sunt, de obicei, insuficient colateralizate. Deși aceste monede au la bază un model mai eficient din punct de vedere al capitalului, prezintă dezavantajul că sunt predispuse la atacuri speculative și se pot tranzacționa cu un discount mare.

Richard & alții (2020) susțin că emisiunea agregată de monede stabile nu influențează prețurile criptoactivelor. Utilizarea monedelor stabile a crescut considerabil în ultimii ani, datorită conexiunii acestora cu dolarul american. Studiul surprinde faptul că emisiunea de monede stabile reacționează în mod endogen la deviațiile cursului de pe piața secundară de la cursul fixat, iar monedele stabile joacă în mod constant un rol de refugiu în economia digitală⁵⁶.

Cu scopul de a se contura rolul Tether în ceea ce privește potențialul de a stimula inflația prețurilor criptoactivelor, figura de mai jos prezintă modul în care este creat Tether.

Graficul 146 Procesul de creare a monedei stabile Tether până în anul 2018



Sursa: Lyons și Viswanath-Natraj (2020)

Similar unei case de schimb valutar, fiecare Tether emis este, în principiu, garantat în proporție de 100% de un depozit în dolari, astfel încât, în eventualitatea unei operațiuni pe valute, toți investitorii să își poată răscumpăra monezile Tether pentru o sumă echivalentă de dolari. Tether este creat atunci când un investitor depune dolari în contul Tether, creând o cantitate echivalentă de Tether care este introdusă în circulație. Înainte de 2018, aproape tot volumul de Tether creat prin granturi era distribuit imediat pe Bitfinex și apoi pe celelalte burse pentru tranzacționarea pe piața secundară.

⁵⁶ Lyons, R.K. and Viswanath-Natraj, G., 2020. Stable coins don't inflate crypto markets [WWW Document]. VOX CEPR Policy Portal. URL <https://voxeu.org/article/stable-coins-dont-inflatecrypto-markets> (accessed 5.12. 20).

Emiterea de monede stabile

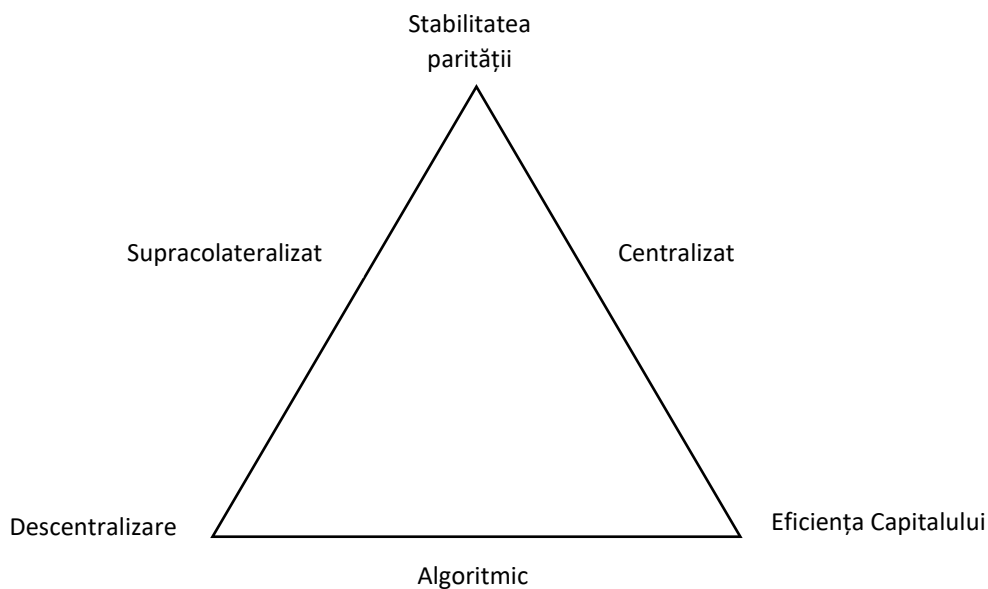
Un factor care poate determina fluxurile de Tether pe piața secundară este reprezentat de stimulentele care au scopul de a arbitra fluctuațiile prețului de piață al Tether de la nivelul de referință. În cazul în care prețul în dolari al Tether pe piață se situează peste nivelul de paritate, un investitor poate cumpăra Tether de la trezorerie la o rată de unu la unu și poate vinde Tether la rata predominantă de pe piață pentru profit, rezultând un flux de Tether de la trezorerie la piața secundară.

Un al doilea factor care poate influența fluxurile Tether este rolul monedelor stabile ca monedă vehicul. În perioadele caracterizate de risc și instabilitate, unii investitori aleg să schimbe cu o rezervă de valute cu valori mai bune. Reechilibrarea portofoliului către Tether și alte monede stabile asigură această funcție cu costuri minime de intermediere. La unele burse, de exemplu, sunt întâlnite decalaje mari de procesare pentru retragerile în dolari, cu scopul de a respecta procedurile de intermediere.

Pe data de 10 mai 2022, prețul TerraUSD (UST), o monedă stabilă de tip algoritmic care operează pe blockchain-ul Terra și-a pierdut paritatea față de dolarul american, ceea ce a declanșat o prăbușire amplă și a expus un eșec al mecanismului de arbitraj algoritmic Terra proiectat pentru a menține UST în echilibru cu tokenul colateral (Luna, simbolul token al blockchain-ului Terra).

Luând în considerare devalorizarea monedei TerraUSD ca studiu de caz, figura de mai jos exemplifică modul în care monedele stabile algoritmice sunt vulnerabile la atacuri speculative atunci când sistemul este insuficient colateralizat.

Graficul 147 Trilema monedei stabile



Sursa: Lyons și Viswanath-Natraj (2020)

Au existat trei evenimente în perioada premergătoare diminuărilor semnificative de paritate care au fost observate în data de 10 mai 2022, în care TerraUSD a fost tranzacționată la un minim de 60 de cenți. De asemenea, un declin major al Bitcoin a coincis cu o scădere a valorii token-ului Luna, ca urmare a faptului că investitorii au lichidat toate criptomonede.

În cea mai mare parte a istoriei monedei, raportul este mai mare de unu, ceea ce înseamnă că investitorii pot răscumpăra întotdeauna jetoanele TerraUSD la valoarea nominală. La 10 mai 2022, raportul dintre criptomoneda Luna și capitalizarea de piață a TerraUSD a scăzut sub 0,5. Prin urmare, nu exista o modalitate fezabilă de a răscumpăra toate monedele TerraUSD la valoarea nominală. Fundamentele slabe ale parității au declanșat un atac speculativ. Mecanismul de arbitraj s-a întrerupt atunci când prețurile Luna au continuat să scadă.

În concluzie, **monedele stabile algoritmice sunt predispuse la riscul de devalorizare și la atacuri speculative atunci când sunt insuficient garantate.**

Criptoactivele și protecția investitorilor

Corelația din ce în ce mai mare a prețurilor criptoactivelor cu principalele active financiare riscante în timpul episoadelor de criză pe piață pune la îndoială utilitatea acestora pentru diversificarea portofoliilor. A fost observată o creștere a corelației dintre randamentele criptoactivelor și cele ale acțiunilor în timpul și după incertitudinilor de pe piață din martie 2020, precum și în timpul vânzărilor de pe piață din decembrie 2021 și mai 2022.

Acest lucru poate sugera faptul că, **în perioadele de aversiune față de risc pe piețele financiare mari, piața criptoactivelor a devenit mai strâns legată de activele de risc tradiționale**, o tendință care se poate datora în mare parte implicării crescute a investitorilor instituționali. În schimb, **corelația cu aurul a devenit negativă** în timpul unei perioade de creștere a așteptărilor inflaționiste și a tensiunilor geopolitice.

Conexiunile dintre criptoactive și sectorul bancar din Zona Euro au fost limitate până la momentul actual, deși a existat un interes crescând în 2021, în principal prin intermediul unor portofolii extinse sau al unor servicii auxiliare asociate activelor digitale, inclusiv servicii de custodie și de tranzacționare.

Marile sisteme de plată și-au intensificat, de asemenea, sprijinul pentru serviciile de criptoactive, valorificându-și rețelele de retail și făcând criptoactivele mai ușor accesibile consumatorilor și întreprinderilor. Unii investitori instituționali (fonduri speculative, unele firme nefinanciare și administratori de active) investesc în Bitcoin și în criptoactive în general. În plus, informațiile de pe piață sugerează că implicarea din ce în ce mai mare a managerilor de active este în mare măsură un răspuns la cererea din partea propriilor clienți.

Autoritățile de reglementare au constatat existența riscurilor pe care criptoactivele le prezintă din perspectiva protecției investitorilor și a integrității pieței. **Autoritățile europene de supraveghere și-au reiterat recent avertismentul conform căruia criptomonedele sunt foarte riscante și speculative.**

Riscurile legate de protecția consumatorilor includ:

- (i) informații înșelătoare,
- (ii) absența unor drepturi și protecții, cum ar fi procedurile de reclamație sau mecanismele de recurs,
- (iii) complexitatea produselor, produse sintetice sau cu efect multiplicator,
- (iv) fraude și activități rău intenționate (spălare de bani, criminalitate informatică, piraterie informatică și ransomware),
- (v) manipularea pieței (lipsa transparenței prețurilor și lichiditatea scăzută).

Deși a fost propusă o reglementare a UE pentru a atenua riscurile reprezentate de criptoactive, nu s-a ajuns încă la un acord în acest sens. În UE, propunerea Comisiei pentru Regulamentul MiCA, publicată pentru prima dată în septembrie 2020, nu a fost încă aprobată de colegiitorii UE. Acest lucru înseamnă că regulamentul nu va fi aplicat înainte de 2024, cel mai devreme, întrucât se preconizează că va fi aplicat abia după 18 luni de la intrarea sa în vigoare.

Criptoactivele și stabilitatea financiară

Riscurile la adresa stabilității financiare ar putea fi amplificate de opțiunile din ce în ce mai numeroase oferite de bursele de criptoactive pentru ca investitorii să își mărească expunerea prin efectul de levier. Produse precum **token-urile cu efect de levier, contractele futures și opțiunile pot permite investitorilor să își mărească sintetic expunerea la randamentele (și riscurile) criptoactivelor**. Unele burse de criptoactive oferă modalități de creștere a expunerii de până la 125 de ori mai mare decât investiția inițială.

Cu toate acestea, volumele totale ale contractelor cu efect de levier pe piețele de criptomonede și măsura în care se utilizează efectiv efectul de levier pe aceste platforme de tranzacționare nu sunt, în general, raportate. În plus, unii investitori utilizează fonduri împrumutate pentru a-și achiziționa expunerea (tranzacționare în marjă), ceea ce sporește riscurile pentru stabilitatea financiară.

În plus, împrumuturile criptografice pot intra sub incidența reglementărilor financiare existente și au făcut obiectul unui control sporit din partea autorităților de reglementare. Spre exemplu, în Statele Unite, Securities and Exchange Commission (SEC) a amendat serviciul centralizat BlockFi cu 100 de milioane de dolari pentru că nu a înregistrat ofertele și vânzările produsului său de împrumut de criptomonede cu amănuntul în conformitate cu legislația americană privind valorile mobiliare. Anterior, Coinbase a renunțat la lansarea unui nou produs de creditare ca urmare a avertismentelor SEC potrivit cărora acesta constituia un titlu de valoare neînregistrat. Deși astfel de cazuri sunt încă necunoscute în UE, aceste evoluții arată că reglementarea este, în principiu, neutră din punct de vedere tehnologic.

Natura și amploarea piețelor de criptoactive evoluează rapid, iar dacă tendințele actuale continuă, criptoactivele vor constitui riscuri pentru stabilitatea financiară. În timp ce interconectarea dintre criptoactivele negarantate și sectorul financiar tradițional a crescut substanțial, interconexiunile și alte canale de contagiune au rămas până în prezent suficient de mici. Investitorii au reușit să facă față scăderii de 1,3 trilioane de euro a capitalizării de piață a criptomonedelor negarantate începând din noiembrie 2021, fără să apară niciun risc pentru stabilitatea financiară. Cu toate acestea, în acest ritm, se va ajunge la un punct în care criptoactivele negarantate vor reprezenta un risc pentru stabilitatea financiară.

Riscul sistemic crește în funcție de nivelul de interconectare dintre sectorul financiar și piața criptoactivelor, de utilizarea efectului de levier și de activitatea de creditare. Pe baza evoluțiilor observate până în prezent, piețele de criptoactive prezintă la momentul actual toate semnele unui risc emergent pentru stabilitatea financiară. Prin urmare, este esențial ca autoritățile de reglementare și de supraveghere să monitorizeze cu atenție evoluțiile și să elimine lacunele de reglementare sau posibilitățile de arbitraj. Având în vedere că aceasta este o piață mondială și, prin urmare, o problemă la nivel internațional, este necesară o coordonare globală a măsurilor de reglementare.

Este important să se elimine deficiențele de reglementare și de date din ecosistemul criptoactivelor. La nivelul Uniunii Europene, Regulamentul MiCA ar trebui să fie aprobat de către colegiuitori în regim de urgență pentru a se asigura faptul că va fi aplicat cât mai curând posibil. Cu toate acestea, MiCA reprezintă doar un prim pas. Totodată, reglementările sectoriale trebuie să fie revizuite pentru a se asigura că sunt atenuate riscurile de stabilitate financiară pe care le prezintă criptoactivele. Orice alte măsuri care permit sectorului financiar tradițional să își extindă interconectarea cu piața criptoactivelor ar trebui să fie analizate cu atenție și trebuie ca evitarea riscurilor pentru stabilitatea financiară să devină o prioritate. Acest lucru este valabil în special atunci când se iau în considerare interconexiunile cu părți ale sistemului financiar care sunt strict reglementate și care beneficiază de o plasă de siguranță publică. Provocările cu care se confruntă monitorizarea riscurilor la adresa stabilității financiare generate de evoluția criptomonedelor și de interconectarea cu sectorul financiar tradițional vor persista atât timp cât nu vor exista cerințe standardizate de raportare sau de publicare.

Creșterea economică rapidă, însoțită de o creștere rapidă a inflației, precum și așteptările optimiste de creștere economică, au generat, alături de alți factori macrofinanciar, o creștere rapidă, susținută și cu mult peste media pe termen lung a cotațiilor activelor de pe piețele financiare. Scăderile din primul trimestru din 2022 de pe bursele internaționale sugerează o reducere a creșterii economice care va fi însoțită cel mai probabil și de ajustări ale prețurilor activelor.

Scăderea accentuată a criptoactivelor a reliefat punctele slabe ale sistemului pe care se bazează și invalidează ideea că criptomonedele pot fi folosite pentru acoperirea riscului ca urmare a dependenței de factorii macrofinanciar.

Bibliografie

1. Addoum, J., Ng, D. And Ortiz-Bobea, A. (2019): "Temperature shocks and earning news", Review of Financial Studies, forthcoming.
2. Battiston Stefano, Mandel Antoine, Monasterolo Irene, Schütze Franziska, and Visentin Gabriele. 2017. A climate stress-test of the financial system. Nature Climate Change 7, 4 (2017), 283. Google Scholar Cross Ref
3. Belloni, M., Kuik, F., Mingarelli, L. (2022), Euro Area banks' sensitivity to changes in carbon price, Working Paper Series, European Central Bank
4. Bernardini, E., Di Giampaolo, J., Faiella, I. and Poli, R. (2019): "The impact of carbon risk on stock returns: evidence from the European electric utilities", Journal of Sustainable Finance and Investment, forthcoming.
5. Cambridge Institute for Sustainability Leadership (2015): Unhedgeable risk: How climate change sentiment impacts investment.
6. Campiglio, E., Monnin, P. and von Jagow, A. (2019): "Climate risks in financial assets", Council on Economic Discussion Note 2019/2, November.
7. Cavallo, E.; Galiani, S.; Noy, S., Pantano, J., (2010), Catastrophic Natural Disasters and Economic Growth, No 4671, Research Department Publications, Inter-American Development Bank, Research Department
8. Choi, D., Gao, Z., and Jiang, W. (2020). "Global Carbon Divestment and Firms' Actions," Working Paper.
9. Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., and Wagner, H. F. (2019). "Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence," Journal of Financial Economics 131(3), 693–714.
10. Hsiang, Solomon, and Robert E. Kopp. 2018. "An Economist's Guide to Climate Change Science." Journal of Economic Perspectives, 32 (4): 3-32.
11. Hugon, A. and Law, K. (2019): "Impact of climate change on firm earnings: evidence from temperature anomalies", SSRN working paper.
12. Klomp, J. (2014), "Financial fragility and natural disasters: an empirical analysis", Journal of Financial Stability, Vol. 13, pp. 180-192.
13. Kruttli, M., Roth Tran, B. and Watugala, S. (2019): "Pricing Poseidon: extreme weather uncertainty and firm return dynamics", Finance and Economics Discussion Series 2019-054, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C.
14. Liu, Z., Sun, H. and Tang, S. (2021), "Assessing the impacts of climate change to financial stability: evidence from China", International Journal of Climate Change Strategies and Management, Vol. 13 No. 3, pp. 375-393. <https://doi.org/10.1108/IJCCSM-10-2020-0108>
15. Murshed, S., Paull, D.J., Griffin, A.L. and Islam, M.A. (2021), "A parsimonious approach to mapping climate-change-related composite disaster risk at the local scale in coastal Bangladesh", International Journal of Disaster Risk Reduction, Vol. 55, p. 102049.
16. Nordhaus, William D. "An Optimal Transition Path for Controlling Greenhouse Gases." Science 258, no. 5086 (1992): 1315–19. <http://www.jstor.org/stable/2880417>
17. Nordhaus, William D. "An Optimal Transition Path for Controlling Greenhouse Gases." Science 258, no. 5086 (1992): 1315–19. <http://www.jstor.org/stable/2880417>.

18. Nordhaus, William D. "Economic Growth and Climate: The Carbon Dioxide Problem." *The American Economic Review*, vol. 67, no. 1, 1977, pp. 341–46, <http://www.jstor.org/stable/1815926>. Accessed 19 Apr. 2022.
19. Nordhaus, William D. "To Slow or Not to Slow: The Economics of The Greenhouse Effect." *The Economic Journal*, vol. 101, no. 407, 1991, pp. 920–37, <https://doi.org/10.2307/2233864>. Accessed 19 Apr. 2022.
20. Pindyck, R. S. (2013). "Climate Change Policy: What Do the Models Tell Us?" *Journal of Economic Literature*, 51(3), 860–872.
21. VERMEULEN, R., SCHETS, E., LOHUIS, M., KÖLBL, B., JANSEN, D. J., & HEERINGA, W. (2019). "The heat is on: a framework measuring financial stress under disruptive energy transition scenarios", DNB Working Paper No 625.

Listă grafice

Graficul 1 Evoluția indicelui GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index)	11
Graficul 2 Prognozele PIB curente (2019=100)	12
Graficul 3 Proiecții ale creșterii PIB (%)	12
Graficul 4 Evoluția PIB trimestrial la nivelul UE, variație procentuală anuală, date ajustate sezonier și calendaristic	13
Graficul 5 Variația anuală a PIB, 2021 față de 2020 (stânga) și nivelul PIB real (date ajustate sezonier) în T4 2021 față de T4 2020 (T4 2020 = 100) (dreapta)	14
Graficul 6 Creșterea economică și indicele de încredere al populației	14
Graficul 7 Evoluția datoriei guvernamentale (% din PIB), date trimestriale – UE și România.....	15
Graficul 8 Evoluția deficitului bugetar (% din PIB) în UE și în România, date anuale ajustate sezonier și calendaristic	16
Graficul 9 Proiecțiile FMI ale deficitului bugetar pentru 2022 în țări din Zona Euro și România (% din PIB).....	16
Graficul 10 IAPC pe componente pentru Zona Euro și prognoza BCE.....	17
Graficul 11 Rata anuală a inflației în Zona Euro pe principalele componente	18
Graficul 12 Randamentele titlurilor de trezorerie din SUA	19
Graficul 13 Randamentele obligațiunilor guvernamentale din Zona Euro.....	19
Graficul 14 Rata șomajului (ianuarie 2008 –aprilie 2022), date ajustate sezonier	20
Graficul 15 Rata șomajului, comparații între țări	20
Graficul 16 Rata șomajului (ianuarie 2008 – aprilie 2022), date ajustate sezonier	21
Graficul 17 Dinamica PIB pe componente principale (resurse – stânga, utilizări – dreapta), serie ajustată sezonier, miliarde lei, prețuri medii ale anului 2000.....	23
Graficul 18 Contribuția la variația PIB a componentelor sale principale (resurse – stânga, utilizări – dreapta), serie ajustată sezonier, miliarde lei, prețuri medii ale anului 2000	24
Graficul 19 Evoluția ratei interbancare (România).....	26
Graficul 20 Inflația (IPC) și prognoza BNR a IPC	26
Graficul 21 Evoluția contului curent, miliarde EUR	27
Graficul 22 Balanța de plăți	27
Graficul 23 Structura fluxurilor nete ale contului financiar	27
Graficul 24 Dinamica veniturilor guvernamentale, miliarde lei	29
Graficul 25 Contribuția la dinamica veniturilor guvernamentale	29
Graficul 26 Dinamica cheltuielilor guvernamentale, miliarde lei.....	29
Graficul 27 Contribuția la dinamica cheltuielilor guvernamental	29
Graficul 28 Evoluția volatilității pe piețele de acțiuni, obligațiuni și mărfuri (2018=100).....	31
Graficul 29 Evoluția indicilor sectorului bancar și sectorului de asigurări la nivel european (2018 = 100)	32
Graficul 30 Evoluția randamentelor obligațiunilor suverane cu maturitatea de 10 ani	33
Graficul 31 Ponderea exporturilor globale din Rusia și Ucraina în anul 2020 și modificarea prețurilor (18 mai 2022 față de 2020)	34
Graficul 32 Evoluția prețului grâului și al porumbului	35
Graficul 33 Evoluția prețului aurului și al petrolului	35
Graficul 34 Evoluția sectorului financiar pe țări (2018=100)	36
Graficul 35 Evoluția sectorul energetic pe țări (2018=100)	37
Graficul 36 Principalii indici bursieri internaționali (2018=100).....	37
Graficul 37 Activele sectorului financiar raportate la PIB	38
Graficul 38 Activele sectorului financiar nebanca raportate la PIB	39
Graficul 39 Indicatori privind sectorul asigurări-reasigurări la 31.12.2021.....	40

Graficul 40 Indicator de Condiții Financiare (ANFCI).....	55
Graficul 41 Indicatori de avertizare timpurie	56
Graficul 42 Indicator de tensiune financiară – România (CLIFS)	57
Graficul 43 Indicator CISS pentru riscul sistemic.....	58
Graficul 44 Evoluția pe termen scurt pe piețele de capital (deviație standard)	59
Graficul 45 Indice de contagiune pentru titlurile de stat (10 ani)	60
Graficul 46 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru	62
Graficul 47 Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România.....	63
Graficul 48 Influența burselor externe asupra randamentelor pieței de acțiuni domestice (descompunerea istorică a șocurilor primite - model VAR)	64
Graficul 49 Gruparea piețelor de capital europene pe termen lung (2006-2022 Q1)	65
Graficul 50 Gruparea piețelor de capital europene pe termen scurt (2021Q2--2022 Q1)	66
Graficul 51 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 31 decembrie 2021	69
Graficul 52 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 31 decembrie 2021	69
Graficul 53 Depozitarii activelor OPC	71
Graficul 54 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 31.12.2021)	71
Graficul 55 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC (milioane lei)	72
Graficul 56 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC	73
Graficul 57 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni	74
Graficul 58 Durata modificata (histogramă) pentru fondurile de obligatiuni (aprilie 2021-aprilie 2022)	75
Graficul 59 Evoluția comparativă a indicilor BET și BET-FI	78
Graficul 60 Capitalizare bursieră în PIB (%).....	79
Graficul 61 Evoluția indicilor BVB în perioada 3 ianuarie 2020-31 martie 2022 (31.12.2019 = 100).....	80
Graficul 62 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni)	82
Graficul 63 Valoarea tranzacționată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 31 martie 2022.....	83
Graficul 64 Valoarea acumulată a fondurilor proprii ale SSIF	84
Graficul 65 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii (stânga), raportată la numărul de conturi active (dreapta)	84
Graficul 66 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor	85
Graficul 67 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în 2021.....	85
Graficul 68 Valoare tranzacții (milioane RON) pentru anul 2020 și 2021	87
Graficul 69 Nivelul de stres în sistemul financiar european.....	88
Graficul 70 Indici de volatilitate implicită la nivel internațional	89
Graficul 71 Volatilitatea indicilor bursieri locali - GARCH (1,1)	90
Graficul 72 Structura investițională agregată a societăților de asigurare din Europa (Trim. IV 2021, 30 de țări)	93
Graficul 73 Structura investițională agregată a societăților de asigurare din România (Trim. IV 2021)	93
Graficul 74 Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB	94
Graficul 75 Densitatea asigurărilor (EUR).....	94
Graficul 76 Structura pieței asigurărilor în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață (Trim. IV 2021)	95
Graficul 77 Ratele cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței minime de capital (MCR) (Trim. IV 2021)	95
Graficul 78 Rata netă a daunei și a cheltuielilor la nivelul spațiului economic european (SEE) pentru activitatea de asigurări generale.....	96
Graficul 79 Rata daunei pe țări	96
Graficul 80 Rata cheltuielilor pe țări	97

Graficul 81 Rata combinată a daunei pe țări.....	97
Graficul 82 Dimensiunile pieței asigurărilor de viață în funcție de clasele de asigurare la 31 decembrie 2021...	99
Graficul 83 Dimensiunile pieței asigurărilor de răspundere civilă auto (RCA) la 31 decembrie 2021.....	99
Graficul 84 Dimensiunile pieței asigurărilor de garanții (clasa A15) la 31 decembrie 2021	101
Graficul 85 Valoarea primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale (mld. lei)	102
Graficul 86 Modificări ale volumului de prime brute subscrise în anul 2021 comparativ cu 2020 pe clase de asigurări generale (mld. lei)	102
Graficul 87 Volumul de prime brute subscrise și numărul de contracte exprimat în unități anuale	103
Graficul 88 Prima medie RCA anualizată (lei).....	103
Graficul 89 Valoarea primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață (mld. lei)	104
Graficul 90 Modificări ale volumului de prime brute subscrise în anul 2021 comparativ cu 2020 pe clase de asigurări de viață (mld. lei).....	104
Graficul 91 Excedentul activelor față de obligații ale societăților de asigurare	104
Graficul 92 Valoarea fondurilor proprii eligibile care acoperă cerințele de capital	104
Graficul 93 Ratele de acoperire a cerințelor de capital (rata SCR și rata MCR) pe societăți de asigurare în anul 2021	105
Graficul 94 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări generale	106
Graficul 95 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări de viață.....	107
Graficul 96 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2016 – 2021 pentru activitatea de asigurări generale	108
Graficul 97 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2016 – 2021 pentru activitatea de asigurări de viață	109
Graficul 98 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări generale - decembrie 2021	111
Graficul 99 Coeficientul de lichiditate aferent societăților de asigurare pentru activitatea de asigurări generale	111
Graficul 100 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări de viață – decembrie 2021	112
Graficul 101 Indicatorul de lichiditate aferent societăților de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață	113
Graficul 102 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață	113
Graficul 103 Evoluția primei medii RCA anualizate (lei) la nivelul întregii piețe, incl. datele aferente City Insurance.....	119
Graficul 104 Evoluția ratelor anuale de modificare a primei medii RCA anualizate (%) pe categorii de persoane*	120
Graficul 105 Distribuția primelor medii RCA anualizate aferente societăților pe total piață RCA	121
Graficul 106 Distribuția ratelor de creștere a primelor medii RCA anualizate aferente societăților în anul 2021 față de 2020	121
Graficul 107 Distribuția primelor medii RCA anualizate pentru segmentul persoanelor fizice, respectiv al persoanelor juridice	121
Graficul 108 Ritmul anual de modificare a volumului de prime brute subscrise și despăgubiri brute plătite (an/an).....	122
Graficul 109 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în volumul total al primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale	126
Graficul 110 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în volumul total al primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață.....	127
Graficul 111 Gradul de penetrare al pensiilor private în anul 2020 (activele totale ale planurilor de economisire pentru pensionare % PIB).....	130

Graficul 112 Structura investițională a mijloacelor de economisire pentru pensionare în statele europene în anul 2020 (%)	133
Graficul 113 Rata anuală reală de rentabilitate a investițiilor, în anul 2020 (%).....	134
Graficul 114 Activele sistemului de pensii private (miliarde lei).....	137
Graficul 115 Cota de piață (% activ total) a fondurilor de pensii din sistemul pensiilor private, martie 2022 ...	137
Graficul 116 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 martie 2022.....	138
Graficul 117 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 martie 2022	139
Graficul 118 Activele fondurilor de pensii private deținute de depozitari (Pilon II și III, la 31 martie 2022)	140
Graficul 119 Structura activelor fondurilor de pensii private la 31 martie 2022	141
Graficul 120 Distribuția pe țări a activelor fondurilor de pensii private la 31 martie 2022	143
Graficul 121 Expunerea valutară a activelor fondurilor de pensii private la 31 martie 2022	143
Graficul 122 Evoluția ratelor de rentabilitate a fondurilor de pensii administrate privat	144
Graficul 123 Evoluția ratelor de rentabilitate a fondurilor de pensii facultative	145
Graficul 124 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei).....	145
Graficul 125 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat	146
Graficul 126 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III.....	147
Graficul 127 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative	147
Graficul 128 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II.....	151
Graficul 129 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (ian. 2018=100%)	151
Graficul 130 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III.....	152
Graficul 131 Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (ian. 2018 =100%)	152
Graficul 132 Randamentul capitalurilor (RoE) firmelor verzi și non-verzi.....	158
Graficul 133 Evoluția activelor fondurilor ESG	158
Graficul 134 Valoarea emisiunilor de obligațiuni ESG în circulație	158
Graficul 135 Canalele de transmisie ale factorilor de risc ESG și modalitatea în care aceștia influențează principalele categorii de riscuri financiare	162
Graficul 136 Cota de energie din surse regenerabile (% din consumul final de energie brută).....	166
Graficul 137 Scenarii climatice	173
Graficul 138 Pierderile PIB-ului la nivel de țară pentru modificarea temperaturii medii în fiecare scenariu față de anul precedent	177
Graficul 139 Rata inflației.....	178
Graficul 140 Rata șomajului	179
Graficul 141 Rata dobânzii pe termen lung.....	180
Graficul 142 Emisiunea de obligațiuni verzi în funcție de regiune (mld. dolari)	182
Graficul 143 Emisiunea în funcție de tipul de emitent (numai Europa, în mld. dolari)	182
Graficul 144 Evoluția principalelor criptoactive (2018-2022)	184
Graficul 145 Evoluția BTC & Gold în perioada ianuarie 2020-mai 2022.....	185
Graficul 146 Procesul de creare a monedei stabile Tether până în anul 2018	186
Graficul 147 Trilema monedei stabile	187

Listă tabele

Tabelul 1 Proiecții BCE pentru IAPC	18
Tabelul 2 Situația împrumuturilor pe țări – program SURE	22
Tabelul 3 Previțiuni ale creșterii economice	25
Tabelul 4 Randamentele burselor de acțiuni la 31 mai 2022	33
Tabelul 5 Indicatori privind sectorul instrumentelor și investițiilor financiare	40
Tabelul 6 Indicatori privind sectorul sistemului de pensii private la 31.03.2022	41
Tabelul 7 Tabloul riscurilor pe piețele de valori mobiliare din UE, ESMA	45
Tabelul 8 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, aprilie 2022	47
Tabelul 9 Evaluarea riscurilor din perspectiva stabilității financiare	51
Tabelul 10 Contagiunea primită și transmisă în randamentele titlurilor de stat (10 ani)	61
Tabelul 11 Numărul de OPC și SAI	70
Tabelul 12 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei)	72
Tabelul 13 Structura activelor nete pe categorii de Fonduri Deschise de Investiții	73
Tabelul 14 Evoluția sintetică a celor cinci societăți de investiții financiare	76
Tabelul 15 Evoluția sintetică a Fondului Proprietatea	77
Tabelul 16 Variația anuală a indicilor bursieri locali vs. variația Indicelui Prețurilor de Consum	77
Tabelul 17 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața BVB și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument	80
Tabelul 18 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB și SMT	83
Tabelul 19 Sinteză activitate de compensare decontare locală netă în monedă națională	86
Tabelul 20 Dimensiunea sectorului de asigurări din România (active totale raportate la PIB)	98
Tabelul 21 Primele 10 societăți de asigurări în funcție de volumul primelor brute subscrise și activele totale în anul 2021	98
Tabelul 22 Evoluția primelor brute subscrise, numărului de contracte încheiate și a unităților anuale și a ritmului anual de modificare a indicatorilor	103
Tabelul 23 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurărilor generale la 31.12.2021	106
Tabelul 24 Structura rezervelor tehnice brute pentru categoria asigurărilor de viață la data de 31.12.2021 ...	107
Tabelul 25 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2016 - 2021 pentru AG	108
Tabelul 26 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2016 - 2021 pentru AV	109
Tabelul 27 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 31 decembrie 2021	110
Tabelul 28 Evoluția ponderii cheltuielilor asigurătorilor cu daunele (despăgubiri brute plătite) în total venituri încasate de la asigurați (prime brute subscrise) pentru activitatea de asigurări generale	114
Tabelul 29 Evoluția ponderii cheltuielilor asigurătorilor, altele decât cele cu despăgubirile brute plătite, în total prime brute subscrise de asigurători (venituri pentru activitatea de asigurări generale)	114
Tabelul 30 Evoluția ponderii cheltuielilor de achiziție în primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale	115
Tabelul 31 Evoluția primei medii RCA anualizate la nivelul întregii piețe, excl. datele aferente City Insurance	119
Tabelul 32 Evoluția primei medii RCA anualizate (lei) pe categorii de persoane*	119
Tabelul 33 Evoluția volumului de prime brute subscrise pentru segmentul asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto (doar RCA)	122
Tabelul 34 Cheltuielile societăților de asigurare raportate la primele brute subscrise pentru clasa A10	123
Tabelul 35 Evoluția cheltuielilor de achiziție și administrare și a despăgubirilor brute plătite de societățile de asigurare pentru clasa A10 (RCA și CMR) în perioada 2016 - 2021	124
Tabelul 36 Evoluția primelor brute subscrise (venituri ale asigurătorilor din activitatea de asigurare) și a cheltuielilor efectuate de asigurători pentru clasa A10 (RCA și CMR)	124

Tabelul 37 Cheltuielile societăților de asigurare (altele decât cele cu despăgubirile brute plătite asiguraților) raportate la despăgubirile brute plătite pentru clasa A10	125
Tabelul 38 Clasamentul primelor 15 societăți de asigurare în funcție de cotele de piață deținute pe segmentul asigurărilor generale	127
Tabelul 39 Clasamentul societăților de asigurare în funcție de cotele de piață deținute pe segmentul asigurărilor de viață.....	128
Tabelul 40 Evoluția gradului de penetrare al pensiilor private (activele totale ale mijloacelor de economisire pentru pensionare % PIB).....	130
Tabelul 41 Dimensiunea sectorului sistemului de pensii private din România (active totale raportate la PIB) .	135
Tabelul 42 Fondurile de pensii private	135
Tabelul 43 Investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 31 martie 2022	142
Tabelul 44 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 31 martie 2022	142
Tabelul 45 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la 21 aprilie 2022	146
Tabelul 46 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la 21 aprilie 2022	148
Tabelul 47 Indicatori ESG pentru piata de capital din România.....	160
Tabelul 48 Tipuri de scenarii și impactul estimat asupra economiei	174



Autoritatea de Supraveghere Financiară



0800825627
021.668.1208



office@asfromania.ro



Splaiul Independenței nr. 15,
sector 5, cod poștal 050092,
București