1/2019

RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIEȚELOR FINANCIARE NEBANCARE

ROMÂNIA
AUTORITATEA DE SUPRAVEGHERE FINANCIARĂ
AUTORITATEA DE SUPRAVEGHERE FINANCIARĂ

RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIEȚELOR FINANCIARE NEBANCARE 1 / 2019

Notă

Analizele din cadrul raportului se bazează în principal pe raportările financiare ale entităților supravegheate de ASF până la data de referință 31 martie 2019, precum și pe alte date și informații privind pieţele financiare 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.

Autoritatea de Supraveghere Financiară, Splaiul Independenței nr. 15, sector 5, cod poștal 050092, București
TELVERDE: 0800.825.627 Internet: http://www.asfromania.ro E-mail: office@asfromania.ro

CUPRINS

Introducere 4

1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional 8

1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale ... 8
1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale ... 11
1.3. Evoluția piețelor financiare-nebancare la nivel european și internațional ... 18
1.4. Principalele vulnerabilități și riscuri identificate de către autoritățile de supraveghere a sectoarelor financiare nebancare la nivel european ... 21
1.5. Măsurile adoptate la nivel european în privința stabilității piețelor financiare nebancare ... 25

2. Evoluția sectorului financiar nebancar din România (2008-2018) 27

2.1. Piața pensiilor private ... 28
2.2. Piața de capital ... 32
2.2.1. Piața bursieră ... 32
2.2.2. Intermediarii ... 36
2.2.3. Organisme de plasament colectiv ... 36
2.3. Piața asigurărilor din România ... 37
2.3.1. Evoluția pieței asigurărilor din România ... 38
2.3.2. Evoluția primelor brute subscrise ... 39
2.3.3. Evoluția indemnizațiilor brute plătite ... 40
2.3.4. Concentrarea pe piața asigurărilor din România ... 40
2.3.5. Intermediarii ... 41

3. Stabilitatea pieței pensiilor private 43

3.1. Structura plasamentelor fondurilor ... 44
3.2. Randamentele unităților de fond ... 45
3.3. Garantarea drepturilor participanților ... 47
3.4. Provizioane tehnice și indicatori financiari ai administratorilor ... 48
3.5. Potențiale riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private ... 49

4. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare 50

4.1. Organismele de plasament colectiv ... 51
4.2. Piața bursieră ... 56
4.3. Intermediarii ... 59
4.4. Activitatea Depozitarului Central ... 61
4.5. Schema de garantare pentru investitori ... 62
4.6. Potențiale riscuri și vulnerabilități pe piața de capital ... 63

5. Stabilitatea pieței asigurărilor 64

5.1. Grad de diversificare a pieței ... 64
5.2. Daunalitate ... 65
5.3. Rezerve tehnice ... 66
5.4. Reasigurare ... 67
5.5. Lichiditatea societăților de asigurare ... 68
5.6. Solvabilitatea societăților de asigurare ... 69
5.7. Profitabilitate și costuri ... 72
5.8. Garantarea drepturilor asiguraților ... 73
5.9. Intermediari pe piața asigurărilor ... 74
5.10. Potențiale riscuri și vulnerabilități pe piața asigurărilor ... 74

6. Interconectarea piețelor financiare nebancare 76

6.1. Caracteristicile piețelor financiare nebancare din perspectiva riscului de interconectare 76
6.2. Riscurile sistemice și interconectarea la nivelul societăților de asigurări 81
6.3. Rețeaua expunerilor bilanțiere inter-sectoriale 86
6.4. Matricea corelațiilor între evoluțiile piețelor bursiere 87
6.5. Indicele compozit de dinamică a piețelor financiare nebancare 90

7. Stabilitatea financiară și politicile macroprudențiale 93

7.1. Măsuri privind sectorul financiar nebancar în contextul aderării la zona euro 93
7.2. Instrumente macroprudențiale implementate de către ASF 100

Listă figuri 103

Listă tabele 105

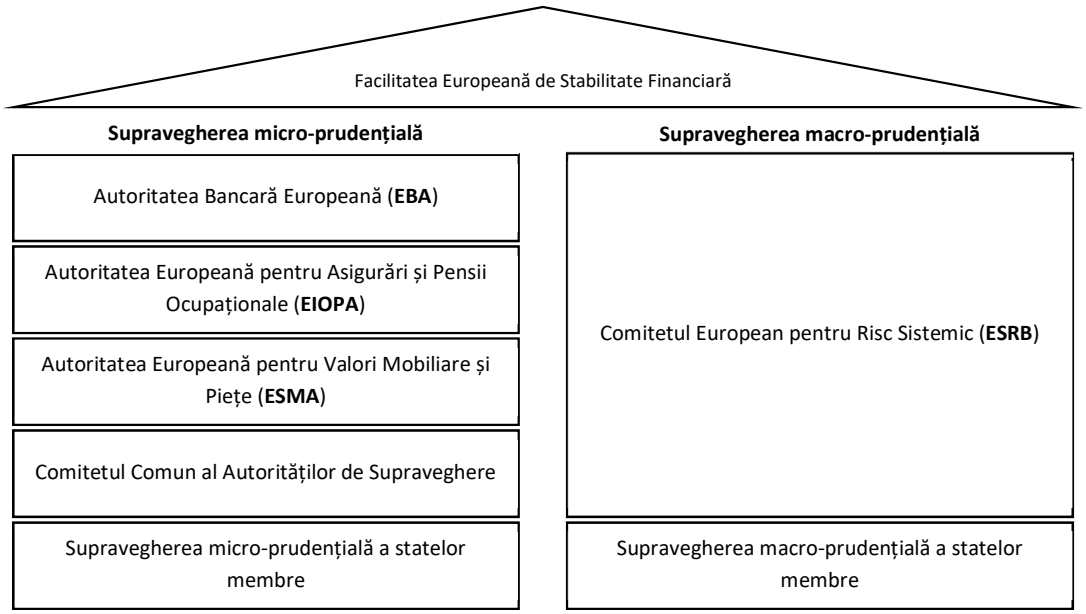
Listă abrevieri 106

Introducere

Stabilitatea financiară descrie acea stare a sistemul financiar (format în principal din intermediari, piețe și infrastructuri ale pieței) care îi conferă acestuia capacitatea să reziste la șocuri fără întreruperea sau afectarea semnificativă a funcției sale de intermediere financiară și să continue să ofere servicii și produse financiare necesare entităților și activităților din economia reală.

Stabilitatea financiară este afectată atunci când se materializează unul sau mai multe riscuri sistemice. Pentru consolidarea acesteia, autoritățile responsabile la nivel local și internațional utilizează politici și instrumente macroprudențiale ce au ca obiectiv principal salvgardarea stabilității financiare și atenuarea sau eliminarea riscurilor sistemice. Efectele riscurilor sistemice se pot manifesta atât asupra evoluției economiei (ex. nivelul PIB), cât și asupra intermedierii financiare. Într-o clasificare uzuală pe categorii de riscuri, componentele riscului sistemic pot fi identificate ca risc de piață, risc de credit, risc de concentrare, risc de lichiditate, risc de solvabilitate, risc operațional etc. Numeroase particularități există însă în funcție de tipul de instituție financiară, clasele de active analizate, interdependențele cu funcționarea administrației publice (riscul suveran), etapa din cadrul ciclului de evoluție al economiei, influențele și legăturile transfrontaliere, tipurile de vulnerabilități analizate.

La nivel european, supravegherea sistemului financiar se află în responsabilitatea Sistemului European de Supraveghere Financiară (SESF), format din Autoritatea Bancară Europeană (EBA), Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (European Securities and Markets Autority - ESMA), Autoritatea Europeană pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale (European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA), Comitetul Comun al Autorităților Europene de Supraveghere (CCAES) și Comitetul European pentru Risc Sistemic (CERS), precum și din autoritățile naționale competente. SESF a fost creat ca un sistem descentralizat, ierarhizat, al autorităților micro și macroprudențiale pentru a asigura supravegherea financiară în Uniunea Europeană într-o manieră consecventă și coerentă.



Sursa: ESRB

În prezent, Banca Centrala Europeană, cele trei autorități europene de supraveghere (Autoritatea Bancară Europeană, Autoritatea pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale și Autoritatea pentru Valori Mobiliare și Piețe), Comitetul European pentru Risc Sistemic și Comitetul Comun al acestora calculează și publică periodic o serie de indicatori pentru riscurile sistemice la nivel european. Indicatorii sunt grupați în funcție de riscurile estimate, sector, tipuri de activitate și pot fi reactivi sau proiectivi.

După criza financiară din 2008-2009, statele membre ale Uniunii Europene, prin intermediul cadrului instituțional comun care a fost creat cu scopul de a supraveghea și reglementa sistemul financiar, au urmărit definirea și implementarea unor politici care să vizeze această categorie de riscuri. Un prim pas a fost identificarea vulnerabilităților sistemului financiar și definirea operațională a riscurilor sistemice. Ulterior, efortul a continuat cu stabilirea unor obiective intermediare ale politicii macroprudențiale, precum și crearea unui instrumentar adecvat pentru a fi pus la dispoziția autorităților competente, care să ofere cadrul prin care vulnerabilitățile identificate să fie gestionate.

Politica macroprudențială urmărește:

- să prevină acumularea excesivă de riscuri rezultate din factori externi și eșecuri ale pieței, să netezească ciclul financiar,
- să crească reziliența sectorului financiar la șocuri și să limiteze efectele de contagiune, precum și
- să încurajeze adoptarea unei perspective largi cu privire la reglementarea financiară pentru a crea stimulentele corecte pentru participanții la piață.

La nivel local, politica macroprundențială privind sistemul financiar se află în responsabilitatea Comitetului Național pentru Supravegherea Macroprudențială, format din Banca Națională a României, Autoritatea de Supraveghere Financiară, Ministerul Finanțelor Publice și Fondul de Garantare a Depozitelor Bancare. Obiectivul fundamental al Comitetului este de a contribui la salvgardarea stabilității financiare, inclusiv prin consolidarea capacității sistemului financiar de a rezista șocurilor și prin diminuarea acumulării de riscuri sistemice, asigurând pe această cale o contribuție sustenabilă a sistemului financiar la creșterea economică.

În debutul primului raport privind stabilitatea piețelor financiare nebancare supravegheate de ASF facem o trecere în revistă atât a contextului macroeconomic și financiar local și internațional, cât și a evoluției pe termen lung a acestor piețe (circa 11 ani, de la criza financiară globală până în perioada curentă). Demersul nostru este menit să ofere cititorilor raportului o imagine a factorilor de natură endogenă, dar și exogenă care au modelat situația din prezent a acestor piețe.

În esența sa, raportul prezintă în capitole distincte situația actuală a pieței pensiilor private, pieței de capital și pieței asigurărilor, din perspectiva stabilității financiare, așa cum aceasta reiese din interpretarea indicatorilor raportați de entitățile supravegheate de ASF aferenți datei de referință 31 martie 2019 și a celor mai recente date și informații disponibile cu privire la evoluția piețelor financiare.

Partea de final a raportului se axează, pe de o parte, pe interconectarea segmentelor pieței financiare locale și pe influențele transfrontaliere pe care acestea le resimt, iar pe de altă parte, realizează o trecere în revistă a principalelor măsuri de politică macroprudențială implementate pentru consolidarea stabilității piețelor financiare nebancare locale.

Imaginea de ansamblu ce rezultă din informațiile și analizele prezentate în raport evidențiază o situație pozitivă și evoluții staționare ale stabilității financiare din perspectiva piețelor nebancare

supravegheate de ASF, cu diferențierile și particularitățile aferente fiecăreia dintre cele trei componente. Așadar, la finele trimestrului I 2019, stabilitatea sistemului financiar nebancar se menține robustă, nefiind identificat niciun risc sistemic semnificativ.

Din cauza complexității și diversității foarte ridicate a mecanismelor de funcționare a acestor piețe, toate categoriile de riscuri asupra stabilității financiare descrise în prezent în literatura de specialitate sunt relevante, adesea în mod diferit, pentru entitățile ce funcționează pe aceste piețe.

Riscul investițional, cu componentele sale formate din riscul de piață (detaliat în continuare pe principalele sub-categorii în risc de modificare a ratelor de dobândă, risc privind fluctuația prețurilor acțiunilor și risc de modificare a cursului valutar), riscul de credit și riscul de concentrare sunt printre cele mai importante pentru aceste piețe și constituie principala preocupare. Și riscul de lichiditate are o relevanță ridicată pentru entitățile financiare nebancare, din perspectiva acestora de investitori instituționali care necesită acces la finanțare și posibilitatea de a realiza tranzacții semnificative fără a perturba echilibrul piețelor de active și instrumente financiare. Riscul de lichiditate este important și pentru că o eventuală evoluție nefavorabilă a lichidității poate accentua riscul de piață în condiții de turbulență. Deși gradul de îndatorare (efectul de levier), element de preocupare pe piețele financiare dezvoltate, este foarte redus în prezent pentru entitățile supravegheate de ASF, acesta trebuie monitorizat în permanență pentru a surprinde la timp potențiale evoluții nefavorabile în viitor. Totodată, riscuri caracteristice companiilor financiare în general, precum riscul de solvabilitate, riscul de profitabilitate și riscul operațional, sunt de asemenea relevante pentru entități din piața asigurărilor, piața de capital sau piața pensiilor private.

Analiza stabilității sectoarelor financiare gestionate de către ASF este necesară nu doar prin prisma modului în care sunt transpuse și respectate reglementările europene specifice, ci și datorită faptului că aceste sectoare pot reprezenta canale de transmisie ale șocurilor externe către alte componente ale sistemului financiar, iar pe de altă parte pot fi generatoare de șocuri care să se difuzeze în restul sistemului financiar. Totuși, dimensiunea lor încă redusă în raport cu întregul sistem financiar (dominat de piața bancară) face ca eventuala materializare a unor astfel de riscuri pe aceste piețe să nu fie semnificativă în majoritatea cazurilor pentru sistem în ansamblu.

Astfel, la finalul primului trimestru din 2019, circa 76% dintre activele sectorului financiar din România erau deținute de către instituțiile de credit, 6% de către instituțiile financiare nebancare, în timp ce sectoarele financiare gestionate de către ASF au înregistrat o pondere de 17,7% în active (în ordine descrescătoare, fonduri de pensii – 8,3%, fonduri de investiții – 6,2% și societăți de asigurare – 3,3%).

Comparativ cu anul 2010, atunci când sectorul nebancar deținea 10,5% din activele sectorului financiar, s-a înregistrat o majorare de aproximativ 7 puncte procentuale în contextul unei diminuări a activelor instituțiilor de credit.

Cea mai mare expunere a sistemului financiar nebancar o reprezintă investițiile în titluri de stat, fiind în procent de aproximativ 43%. Un procent considerabil, de circa 25%, a fost investit în acțiuni, majoritatea fiind acțiuni cotate, ce beneficiază de o mai mare transparență și o mai bună guvernanță. Sectorul bancar primește o parte importantă din activele sectorului financiar nebancar, sub formă de depozite (aproximativ 10% din activele sectorului nebancar sunt investite în plasamente bancare).

Pe plan internațional, din perspectiva EIOPA (Autoritatea Europeană de Asigurări și Pensii Ocupaționale), toate riscurile prezentate în Tabloul Riscurilor (Aprilie 2019) au rămas constante la un nivel mediu. Volatilitatea obligațiunilor, care constituie cea mai semnificativă clasă de active, a rămas

în general stabilă comparativ cu evaluarea din ianuarie. Pe de altă parte, tabloul riscurilor realizat de către ESMA (Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe) pentru primul trimestru al anului 2019 clasează riscurile aflate sub misiunea autorității la un nivel ridicat, ceea ce reflectă un risc foarte ridicat pe piețele de valori mobiliare și riscuri crescute pentru investitori, infrastructuri și servicii.

Pe plan local, în ceea ce privește piața pensiilor private, riscurile aferente stabilității și bunei funcționări a fondurilor de pensii se mențin la niveluri foarte scăzute. Riscul de piață (aferent modificării valorii juste a activelor deținute în portofoliile fondurilor ca urmare a fluctuației variabilelor piețelor financiare) este atent gestionat și diminuat printr-o diversificare adecvată, iar riscul de credit este diminuat ca urmare a investițiilor preponderent în obligațiuni suverane. Fondurile de pensii private nu utilizează efectul de levier (nu apelează la îndatorare) și au expuneri limitate pe instrumente financiare derivate (doar în scop de hedging). Riscul de lichiditate este nesemnificativ ca urmare a nivelului foarte redus al plăților în raport cu contribuțiile încasate. Riscurile privind concentrarea serviciilor de administrare și serviciilor de depozitare a activelor fondurilor sunt relevante și atent monitorizate, dar oarecum dificil de diminuat, fără a induce alte riscuri, având în vedere cauzele structurale specifice acestei piețe (valabile inclusiv la nivel european).

Piața bursieră locală s-a confruntat cu un nivel mediu spre ridicat al volatilității (riscului de piață) și o menținere la nivel redus a valorii tranzacțiilor (risc de lichiditate). Tot aferent piețe bursiere, riscul de profitabilitate al unei categorii de intermediari pe această piață (este vorba despre societățile locale de servicii de intermediere financiară – SSIF-uri) se menține de o lungă perioadă de timp la un nivel ridicat, ceea ce a contribuit în perioada anterioară la ieșirea ordonată din piață a unor entități și la creșterea gradului de concentrare. Profitabilitatea redusă nu a avut deocamdată repercusiuni asupra riscului de solvabilitate pentru aceste entități, nivelul capitalizării fiind confortabil.

Celălalt segment al pieței de capital locale, piața organismelor de plasament colectiv, este în mod structural expus riscurilor investiționale (risc de piață, risc de credit, risc de concentrare), dar acestea sunt gestionate de o manieră adecvată, similar situației fondurilor de pensii private descrisă mai sus. Remarcăm și aici un nivel ridicat al concentrării serviciilor de depozitare, din aceleași cauze structurale ca și în situația fondurilor de pensii. Piața organismelor de plasament colectiv traversează o etapă de consolidare, ce urmează unei perioade de mai multe trimestre de ieșiri nete de capital determinate de cauze ciclice (ca urmare a trendului de creștere a dobânzilor pe piața locală începând cu a doua jumătate a anului 2017).

Majoritatea riscurilor specifice pieței asigurărilor a evoluat relativ staționar în perioada curentă (ex. riscul de solvabilitate, riscul de subscriere, riscul denunțare anticipată a polițelor de către asigurați, riscul de lichiditate), însă observăm o ușoară deteriorare în cazul riscului de profitabilitate și a riscului de concentrare (în special pe piața asigurărilor auto).

În ceea ce privește interconectările dintre segmentele pieței financiare locale, acestea păstrează nivelul și structura caracteristice pe termen lung, cu o dependență semnificativă față de piața obligațiunilor suverane și de fluctuația prețurilor acțiunilor cotate la bursă.

Piețele financiare în general și mai ales cele trei sectoare supravegheate de ASF (datorită complexității și diversității ridicate) fac în permanență obiectul unor modificări legislative și unor acțiuni la nivel local, dar și armonizat la nivel european, orientate către consolidarea stabilității și îmbunătățirea mecanismelor de funcționare a acestora în beneficiul participanților și consumatorilor. O parte dintre acestea sunt integrate în mod firesc în planul național de trecere a României la moneda euro și sunt descrise în detaliu în capitolul 7 al raportului.

1. Analiza contextului macroeconomic şi financiar local şi internaţional

Pe parcursul primului trimestru al anului 2019 evoluțiile economice și financiare la nivel european și internațional au fost caracterizate în general de incertitudine și volatilitate ridicate, în special ca efect al evenimentelor geopolitice (ex. tensiunile comerciale dintre SUA și China, incertitudinile referitoare la modalitatea de soluționare a procesului de ieșire a Marii Britanii din Uniunea Europeană) cu impact pe termen mediu și lung asupra activităților și echilibrelor economice și respectiv cu efect pe termen scurt asupra variabilelor ce caracterizează piețele financiare.

Deși condițiile financiare la nivel european s-au menținut stimulative, evoluția economică a fost oscilantă, caracterizată de inconsistență și diferențieri importante de ritm între statele membre ale Uniunii Europene. Aversiunea la risc a investitorilor s-a menținut totuși la nivel redus, piețele dovedind în continuare preocupare redusă față de o posibilă creștere pe termen mediu și lung a primelor de risc.

Pe plan intern, creșterea economică s-a menținut robustă, semnificativ superioară mediei Uniunii Europene, în condițiile unui nivel redus al datoriei totale și al datoriei externe și a unei evoluții în limitele acceptate ale deficitului bugetar, dar însoțită totodată de o accentuare a deficitului de cont curent (cu efecte deocamdată moderate asupra cursului de schimb) și o revenire ascendentă a inflației.

1.1. Evoluţii macroeconomice şi financiare internaţionale

Creșterea economică la nivel global a rămas robustă în 2018 (+3,6%), observându-se o relativă încetinire comparativ cu anul precedent (+3,8%) care a marcat un vârf al ciclului economic (schimburile comerciale avantajoase, condițiile de creditare favorabile, lichiditatea mai ridicată pe piețele financiare). Activitatea economică globală s-a moderat în special în a doua jumătate a anului trecut, reflectând o combinație de factori care au influențat economiile dominante. În China s-a resimțit o ușoară atenuare a creșterii (de la 6,8% în Q1 la 6,4% în Q4) pe fondul efectului barierelor comerciale externe și al înăspririi reglementărilor financiare interne asupra sectorului bancar paralel, în timp ce în Japonia dezastrele naturale au afectat evoluția economiei. În SUA, PIB-ul a accelerat în 2018 la maximul ultimilor trei ani (+2,9%) datorită cererii interne și a stimulentelor fiscale, efectul acestora urmând însă să se disipeze în perioada următoare.

Uniunea Europeană a resimțit o decelerare mai accentuată a creșterii anuale până la 1,5% în Q4-2018 (de la 2,4% în Q1), ca urmare a slăbirii încrederii consumatorilor și a mediului de afaceri sub influența factorilor comerciali externi; limitarea producției de prelungirea termenelor de furnizare pentru input-urile întreprinderilor; dificultățile de recrutare a personalului; afectarea producției de automobile în Germania de introducerea de noi standarde pentru emisiile de carbon; reducerea investițiilor în Italia pe măsură ce spreadurile suverane au crescut; slăbirea activității în sectorul serviciilor în Franța pe fondul protestelor sociale repetate.

Condițiile financiare și macroeconomice s-au mai relaxat la începutul anului curent, politicile monetare stimulative ale FED și BCE menținându-se neschimbate, iar piețele devenind mai optimiste pe fondul negocierilor privind un acord comercial între SUA și China. Astfel, economia UE și cea a zonei euro și-

au stabilizat creșterea anuală la 1,5%, respectiv 1,2% în Q1-2019 (serii ajustate sezonier), urmând o accelerare în ritm trimestrial (0,5% pentru UE și 0,4% pentru zona euro), peste așteptările pieței. În contextul european actual, România a înregistrat a doua creștere economică (+5,0%) din UE, poziționându-se după Ungaria (+5,2%). Evoluții modeste au fost consemnate în Italia (-0,1%), Germania (+0,7%), Finlanda (+0,9%), Belgia, Franța (ambele cu +1,2%), Grecia (+1,3%). Franța și Germania și-au temperat nivelul ritmului economiei mai rapid decât celelalte state ale zonei euro (de la +2,2% în 2017), fiind marcate de mai multe nemulțumiri sociale și de barierele comerciale externe.

Tabelul 1 Evoluția și prognoza PIB în UE în perioada 2017 – 2020

	Q2_18	Q3_18	Q4_18	Q1_19	2017	2018	2019f	2020f
UE - 28	2,2	1,9	1,5	1,5	2,5	2,0	1,4	1,6
Zona Euro	2,2	1,7	1,2	1,2	2,4	1,9	1,2	1,4
România	4,3	3,9	4,0	5,0	7,0	4,1	4,0	3,7
Bulgaria	3,4	3,1	3,2	3,5	3,8	3,1	3,3	3,4
Ungaria	4,8	5,3	5,0	5,2	4,1	4,9	4,4	2,8
Polonia	5,3	5,6	4,6	4,7	4,8	5,1	4,4	3,6
Cehia	2,4	2,5	2,7	2,8	4,4	3,0	2,6	2,5
Germania	2,0	1,2	0,6	0,7	2,2	1,4	0,5	1,4
Marea Britanie	1,4	1,6	1,4	1,8	1,8	1,4	1,3	1,3
Franța	1,9	1,5	1,2	1,2	2,3	1,7	1,3	1,4
Spania	2,6	2,5	2,3	2,4	3,0	2,6	2,3	1,9
Italia	1,0	0,5	0,0	-0,1	1,7	0,9	0,1	0,7

Sursa: Eurostat (variație procentuală comparativ cu trimestrul similar din anul anterior-date ajustate sezonier); Prognoza de vară 2019 a Comisiei Europene

În prezent, condițiile globale mai puțin favorabile legate de tensiunile comerciale s-au accentuat, determinând Comisia Europeană să atenționeze asupra unor posibile vulnerabilități care, dacă nu vor fi corectate, ar putea declanșa anumite dezechilibre în viitor (Semestrul european - pachetul de primăvară, iunie 2019). Unele state membre înregistrează datorii publice și private la niveluri istorice ridicate, ceea ce va reduce spațiul de manevră în abordarea unor șocuri neașteptate. În alte zone, se observă semne ale unei eventuale supraîncălziri legată de creșterea dinamică a prețurilor locuințelor și a costurilor unitare cu forța de muncă. Pe de altă parte, datele cele mai recente din luna iunie sugerează o slăbire a condițiilor macroeconomice în Europa și în SUA în trimestrul al II-lea. Indicatorul ZEW al sentimentului economic (anticipațiile pe 6 luni) pentru zona euro (sondaj lunar realizat de către institutul de cercetări german ZEW) a intrat din nou în teritoriu negativ în luna mai, la -1,6 puncte (+4,5 în aprilie), și a scăzut brusc în iunie la -20,2 puncte. Declinul a vizat în special Italia (-43,1) și Marea Britanie (-63,7), unde se observă un pesimism accentuat pentru o perioadă mai îndelungată. Așteptările asupra perspectivelor economice din zona euro s-au deteriorat comparativ cu luna precedentă, mai ales pe fondul intensificării disputei comerciale dintre SUA și China, precum și al performanțelor mai slabe observate în datele economice ale Germaniei (industrie, exporturi, comerț cu amănuntul). Peste toate acestea s-au suprapus și influențele generale legate de riscul sporit de apariție a unui conflict militar în Orientul Mijlociu și probabilitatea mai mare a unui Brexit fără acord. Activitățile percepute cu o încredere redusă și în scădere sunt în continuare industria auto (-61,4 puncte), sectorul bancar (-48,4 puncte) și metalurgia (-36,1 puncte). Așteptările experților pieței financiare au devenit mai pesimiste și în SUA, unde indicatorul ZEW a ajuns la nivelul de -35,9 puncte în luna iunie, sub influența tensiunilor comerciale și a pierderilor importatorilor în urma majorării

taxelor vamale. În schimb, sentimentul economic în China a cunoscut o relativă îmbunătățire potrivit celui mai recent studiu din mai (2-16 mai 2019).

Conflictul comercial dintre SUA și China s-a accentuat pe 10 mai, odată cu majorarea de către SUA a tarifelor comerciale de la 10% la 25% aplicate asupra importurilor unor produse din China în valoare de 200 miliarde USD. Veniturile suplimentare colectate din majorarea taxelor de import au fost suportate aproape în întregime de către importatorii americani deoarece nu au fost semnalate modificări ale prețurilor de frontieră (ex-tariff). Creșterea prețurilor finale la unele produse au fost suportate de consumatori, în timp ce altele au fost absorbite în importul firmelor prin marje de profit mai mici. Impactul asupra producătorilor americani cu expunere pe piețele chineze a fost, de asemenea, capturat în evaluările de pe piețele bursiere, prin scăderea cotațiilor acțiunilor. În perspectivă, se apreciază că implementarea noilor tarife SUA-China anunțate și preconizate, care se vor extinde la toate schimburile comerciale dintre aceste țări, vor atenua dinamica PIB-ului mondial cu 0,3 puncte procentuale pe termen scurt. Aceste efecte, deși relativ modeste în acest moment, se suprapun peste tarifele deja implementate în 2018.

Scenariile actuale (FMI, BM) consideră că încetinirea economiei globale este probabil temporară și se așteaptă ca aceasta să accelereze treptat începând din 2020, în funcție de absorbirea și atenuarea impactului comercial actual. Previziunile din noul raport "World Economic Outlook" (aprilie 2019) au revizuit în scădere evoluția economiei mondiale pentru acest an cu 0,2 puncte procentuale, la 3,3%, comparativ cu ediția actualizată din ianuarie 2019, urmând ca dinamica PIB-ului mondial să revină pe termen mediu până la 3,7%. O creștere economică modestă în 2019-2020 se anticipează în Japonia (1,0% și 0,5%), Zona Euro (1,2% și 1,4%), Rusia (1,6% și 1,7%) și Turcia (-2,5% și 2,5%), ultima recuperând parțial în 2020 performanțele mai slabe din prezent. Economia Chinei va avansa în continuare la o rată înaltă, în jur de 6,2%, iar în SUA se preconizează o încetinire treptată (2,3% - 1,9%) spre nivelul potențial odată cu disiparea efectelor stimulentelor fiscale. Europa și Asia Centrală se confruntă cu numeroase provocări cum ar fi relațiile comerciale internaționale, îmbătrânirea populației, scăderea productivității, diminuarea investițiilor și schimbările climatice. Există o gamă largă de instrumente pentru îmbunătățirea stării de fapt prin stimularea investițiilor, dezvoltarea guvernanței, participarea activă la comerțul internațional și accesul mai bun la serviciile financiare, inclusiv conturile bancare și plățile digitale.

Cererea de forță de muncă s-a menținut consistentă în UE, un semn că afacerile private se dezvoltă în continuare, după cum se observă din rata șomajului ajustată sezonier, care s-a situat în aprilie la 6,4% în UE și 7,6% în Zona Euro, nivel minim înregistrat în ultimii 10 ani. Șomajul rămâne neomogen printre statele europene, cel mai înalt nivel fiind consemnat în Grecia (18,5%), Spania (13,8%) și Italia (10,2%), iar valorile minime în Cehia (2,1%) și Germania (3,2%). Europa se confruntă în prezent cu probleme legate de gradul de calificare a forței de muncă cerute de noile angajări, ca urmare a extinderii afacerilor, și de slaba implicare a populației tinere. Șomajul în rândul tinerilor se poziționează la 14,2% în UE și 15,8% în Zona Euro, cu un nivel foarte ridicat în Grecia (38,8%), Spania (32,7%) și Italia (31,4%).

Dinamica anuală a economiei Zonei Euro a fost în cele din urmă depășită de inflație în a doua jumătate a anului 2018. Dacă această situație va persista pe termen mediu, ea va crea dificultăți BCE în gestionarea politicii monetare, între stimularea economiei și temperarea inflației, mai ales în prezența unei escaladări a tensiunilor comerciale și a posibilei reveniri a cotației țițeiului la un nivel ridicat. Inflația a evoluat în jurul mediei de 1,6%-1,5% în UE-Zona Euro pe parcursul anului 2019, fluctuația acesteia fiind influențată de prețurile produselor energetice (5,3%-3,8% în aprilie-mai), în timp ce inflația de bază, care exclude prețurile energiei și prețurile volatile ale produselor alimentare

neprocesate, s-a menținut la un nivel moderat (maximul 1,4% în aprilie, minimul 1,0% în mai). De altfel, prețul barilului Brent s-a majorat cu peste la 40% în aprilie-septembrie 2018 față de perioada corespunzătoare a anului precedent, constituind și principalul determinant al saltului prețurilor la nivel global și regional. Începând din noiembrie 2018, cotațiile petrolului Brent s-au aflat în scădere în ritm anual, până la nivelul de 64,5 dolari/baril în luna mai 2019, pe fondul majorării stocurilor în SUA, escaladării tensiunilor din Orientul Mijlociu și sancțiunilor mai stricte impuse Iranului. Cele mai mari valori ale inflației în aprilie 2019 au fost observate în România (4,4%) și Ungaria (3,9%), iar creșteri modeste au fost consemnate în Croația (0,8%), Danemarca și Portugalia (ambele cu 0,9%), conform metodologiei indicelui armonizat al prețurilor de consum.

Efortul constant al BCE de susținere a unui mediu economic favorabil creditării a fost vizibil în 2018-2019, anticipând totodată stabilitatea presiunilor inflaționiste. În ședințele de politică monetară, BCE a decis ca rata dobânzii la operațiunile principale de refinanțare și ratele dobânzilor la facilitatea de creditare marginală și la facilitatea de depozit să rămână nemodificate, la un nivel redus comparativ cu așteptările pieței, de 0,00%, 0,25% și, respectiv, −0,40%. Achizițiile nete de obligațiuni s-au derulat până la sfârșitul anului 2018, după care BCE a continuat reinvestirea, în totalitate, în titlurile ajunse la scadență achiziționate în cadrul programului de relaxare cantitativă.

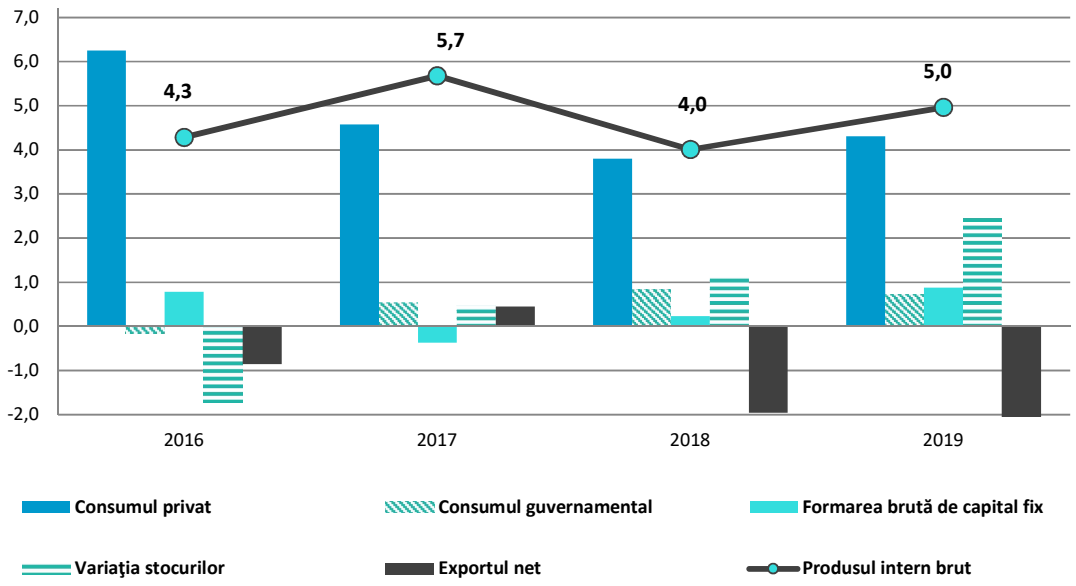
Pe de altă parte, FED a majorat rata dobânzii de referință pe parcursul anului 2018 în 4 etape la 1,50-1,75% (21 martie), 1,75%-2,00% (13 iunie), 2,00%-2,25% (25 septembrie), respectiv 2,25%-2,50% (20 decembrie), decizie susținută de întărirea economiei SUA ca urmare a reformei fiscale și a îmbunătățirii condițiilor pieței muncii. Efectele de propagare a deciziilor FED asupra piețelor financiare dezvoltate sau emergente sunt însă din ce în ce mai reduse, situație specifică perioadei actuale, când factorii care influențează piețele financiare s-au diversificat, importanța băncilor centrale a crescut, iar conexiunea dintre politica monetară și prețurile activelor s-a redus în intensitate.

1.2. Evoluţii macroeconomice şi financiare locale

Economia românească a înregistrat în 2018 o rată de creștere sustenabilă (+4,1%), în jurul celei potențiale, urmată de reducerea deviației PIB pe termen scurt, în principal datorită temperării cererii interne. Echilibrarea creșterii reale în jurul celei potențiale este un aspect benefic și asigură sustenabilitatea pe termen mediu, atâta timp cât contribuția investițiilor va fi pozitivă. Activitatea economică s-a intensificat în trimestrul I-2019 la 5,0% pe serie brută, cât și pe serie ajustată sezonier.

Pe partea de utilizare, consumul privat a continuat tendința de ușoară accelerare (+7% față de +5,8% în Q4-2018), fiind susținut de avansul veniturilor nete, și, corespunzător, contribuția acestuia a crescut (4,5pp de la 3,6pp în Q4). A doua contribuție ca importanță a revenit acumulării stocurilor (2,3pp), dar cu o influență în scădere (de la 3,2pp în Q4), fiind compensată de cea a investițiilor. Astfel, aportul formării brute de capital fix a devenit unul pozitiv (0,6pp de la -0,7pp în Q4), cu o creștere a volumului cu 3,9% în ritm anual, dată fiind expansiunea lucrărilor de construcții. Aceste corecții au contrabalansat însă efectul nefavorabil al exportului net, care și-a majorat contribuția la stoparea creșterii (-2,5pp de la -1,9pp în Q4) pe fondul încetinirii mai pronunțate a exporturilor de bunuri și servicii.

Figura 1 Contribuția categoriilor de utilizări la creșterea PIB în primul trimestru 2016-2019



Sursa: INS, calcule ASF

Acumularea stocurilor reprezintă probabil un fenomen temporar care vizează ajustarea ofertei interne la cererea mai puțin elastică în raport cu importurile. Perioada de ajustare rapidă a cererii în anul 2018 va fi urmată de echilibrarea componentelor cererii începând din 2019, prin relansarea investițiilor. Pe baza tendințelor actuale, Comisia Europeană (CE) și Comisia Națională de Strategie și Prognoză (CNSP) estimează o creștere economică de 4,0%, respectiv 5,5%, pentru anul 2019.

Tabelul 2 Dinamica PIB pe componente principale (serii brute)

Indicator	2017	**Q1_18**	**Q2_18**	**Q3_18**	**Q4_18**	**Q1_19**	2018
Produsul intern brut	7,0	4,0	4,1	4,2	4,1	5,0	4,1
Resurse							
Agricultură	14,6	6,7	6,6	12,0	6,8	3,0	10,0
Industrie	8,3	4,4	4,4	4,4	3,4	0,9	4,1
Construcții	-0,9	-2,1	0,7	-8,5	-6,5	6,6	-5,6
Servicii	6,9	3,3	2,8	3,2	4,8	5,7	3,6
Utilizări							
Consumul privat	10,0	5,9	5,0	4,4	5,8	7,0	5,2
Formarea brută de capital fix	3,5	1,5	-4,9	-3,9	-3,2	3,9	-3,2
Exporturi	10,0	7,8	7,1	2,7	4,4	4,9	5,4
Importuri	11,3	11,5	9,5	6,8	9,0	9,3	9,1

Sursa: INS, prelucrări ASF, serii brute, dinamici anuale

Pe latura ofertei, s-a remarcat avansul activității din construcții în primul trimestru al anului curent, cu 6,6% comparativ cu perioada corespunzătoare din 2018 (un plus la creșterea PIB cu 0,8pp față de trim.IV-2018) și încetinirea activității industriale (+0,9%; un minus la creșterea PIB cu 0,6pp față de trim.IV-2018). Sectorul serviciilor rămâne factorul dominant, cu o contribuție de 3,6 puncte procentuale și cu o influență mai ridicată a activității din comerț și transporturi (1,4pp de la 0,9pp în Q4). Caracteristic serviciilor este ritmul de creștere sustenabil al unor categorii, dintre care se

evidențiază informațiile și comunicațiile (+11,0%; +9,6% în Q4), activitățile suport și administrative (+9,6%; +7,6% în Q4), activitățile culturale și recreative (+8,0%; +3,1% în Q4), comerțul și transporturile (+6,9%; +5,0% în Q4), acestea din urmă fiind parțial sub influența unui efect de bază.

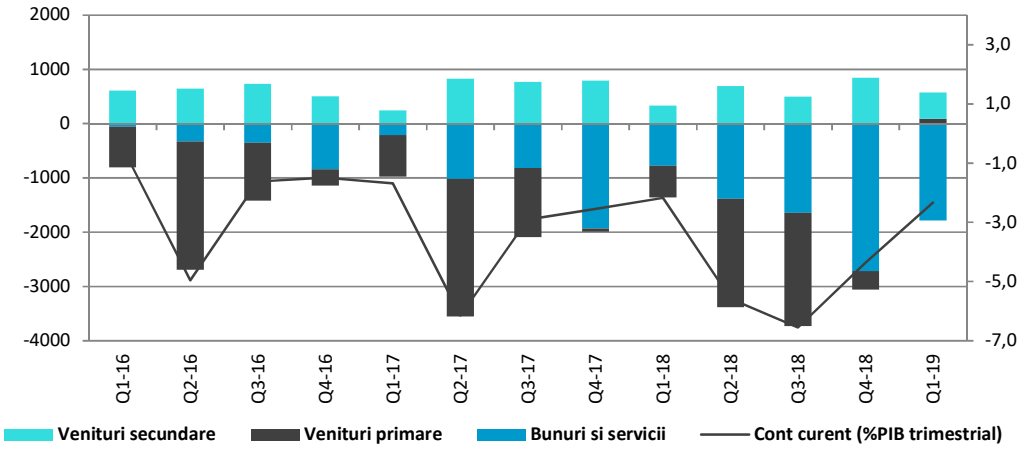
Per ansamblu, modelul economic actual se caracterizează prin relativa intensificare a consumului privat, principalul determinant al expansiunii economice, și revenirea investițiilor în teritoriu pozitiv, evoluție însoțită de o majorare a deficitului extern. Investițiile nete raportate de agenții economici și instituțiile publice și-au inversat tendința descendentă la finalul anului 2018 (+0,8%) și au înregistrat un avans important în primul trimestru din 2019 (+5,7%) comparativ cu perioada corespunzătoare din anul precedent. Evoluția a fost susținută de o creștere mai accentuată în ritm anual a lucrărilor de construcții noi (+20,6%), activitate care a compensat reducerea volumului achizițiilor de utilaje, inclusiv mijloace de transport (-9,8%). În structură, investițiile nete au fost orientate către construcții în procent de 31,9%, urmate de industrie (26,9%) și comerț-servicii (23,1%), acestea din urmă coborând pe locul al treilea, ocupat în anul precedent de construcții.

Gradul de îndatorare a administrației publice a evoluat pe o tendință descendentă, de la maximul înregistrat la sfârșitul anului 2014 (39,2% în PIB) spre 35% în decembrie 2018, ceea ce plasează finanțele guvernamentale, dintr-o perspectivă pe termen mediu, în una dintre cele mai favorabile poziții din UE. Structura datoriei guvernamentale este echilibrată, fiind deținută majoritar de entitățile rezidente (53,2%), în timp ce un procent de 46,8% aparține investitorilor nerezidenți. În Europa, cele mai mici rate ale îndatorării publice au fost observate în Estonia (8,4%), Luxemburg (21,4%) și Bulgaria (22,6%), iar datorii ridicate, peste nivelul PIB-ului, s-au menținut în Grecia (181,1%), Italia (132,2%), Portugalia (121,5%), Cipru (102,5%) și Belgia (102,0%).

Ținta de deficit bugetar cash pe anul 2019 pentru România este estimată la 2,6% din PIB, iar deficitul ESA la 2,8% (Notificarea Fiscală din aprilie), 2019 fiind și primul an în care începe ajustarea deficitului bugetar, care va continua pe orizontul 2020-2022.

Un risc potențial semnalat pe termen mediu se poate materializa în condițiile expansiunii accelerate a deficitului de cont curent, care a urcat la 4,5% din PIB în 2018 (de la 3,2% în 2017), sub influența schimburilor comerciale cu partenerii din afara UE. Acestea au generat un deficit comercial FOB-CIF de 5,2 miliarde euro (35% în deficitul total), cu 65,7% peste nivelul înregistrat în anul precedent. Relațiile cu partenerii din UE au fost competitive (dominate de segmentul autovehiculelor), cu o creștere a livrărilor de mărfuri (+9,5%) net superioară intrărilor (+8,0%), conducând la o majorare minoră a deficitului comercial (+1,0%). După primele patru luni ale anului 2019, deficitul contului curent a avansat până la 2.306 milioane euro. În structură, balanța bunurilor și serviciilor s-a majorat ca urmare a creșterii deficitului balanței bunurilor și a diminuării excedentului balanței serviciilor. Este de remarcat corecția deficitului comercial din luna martie, urmată însă de o creștere a acestuia în aprilie. Contribuția nefavorabilă asupra comerțului extern a provenit preponderent din zona extracomunitară, având un deficit mai mare cu circa 70% față de aprilie 2018, cu implicații ale combustibililor minerali și materialelor conexe.

Figura 2 Evoluția contului curent pe componente (mld. euro)



Sursa: BNR, calcule ASF

Sustenabilitatea gradului de îndatorare este asigurată pe termen mediu, ponderea în PIB a datoriei externe totale (50,8%-aprilie 2019) urmând o tendință descrescătoare în ultimele 12 luni (51,8%-aprilie 2018). Spre deosebire de România, statele dezvoltate ale Zonei Euro se încadrează în medie cu un procent al datoriei externe peste 120% din PIB.

De menționat este faptul că România are cea mai redusă datorie privată (a gospodăriilor și companiilor nefinanciare), ca pondere în PIB, din Uniunea Europeană, alături de Lituania, în jur de 50%, semnificativ sub nivelul acumulat de economia Zonei Euro, de circa 163%. Din acest punct de vedere, riscurile unor derapaje financiare ale sectorului bancar sunt mult mai reduse, România permițându-și să evolueze pentru o perioadă de timp pe termen mediu cu deficite bugetare și de cont curent mai mari, dar fiind necesară ulterior o revenire sub referințele de 3% și 4% din PIB (asigurarea echilibrului pe termen lung).

Tabelul 3 Situația deficitelor și a gradului de îndatorare

Indicator	**Q1_18**	**Q2_18**	**Q3_18**	**Q4_18**	**T1_19**
Soldul contului curent*					
RO	-2,7	-5,8	-5,7	-3,6	-2,5
Zona Euro	2,6	2,5	2,9	3,5	2,2
Deficitul guvernamental ESA*					
RO	-4,4	-1,7	-1,4	-4,7	–
Zona Euro	-1,5	0,4	-0,4	-0,6	–
Datoria guvernamentală**					
RO	34,6	34,3	34,2	35,0	34,1
Zona Euro	87,2	86,6	86,5	85,2	–
Datoria privată (neconsolidată)***					
RO	50,7	50,1	50,2	49,0	–
Zona Euro	164,1	164,4	164,2	163,1	–
Datoria externă brută**					
RO	51,9	50,6	50,1	49,1	49,3
Zona Euro	125,3	126,3	125,8	122,5	–

pondere în PIB trimestrial; ** pondere în PIB anual (suma PIB-urilor realizate în ultimele 4 trimestre); * % PIB - Calcule ASF pe baza datelor Eurostat; date neconsolidate (numerar & depozite, titluri de natura datoriei, credite) agregate pe gospodării și instituții nefinanciare*

Evoluția indicatorilor lunari evidențiază activitatea economică susținută pe termen scurt, o creștere relativ modestă în industrie și o dinamizare a construcțiilor și serviciilor. Așteptările analiștilor financiari sunt prudente, influențate de costurile financiare mai ridicate.

Lucrările de construcții au avansat semnificativ în aprilie și în primele patru luni ale anului curent cu 33,4%, respectiv 17,8%, încorporând și un efect de bază, cu un impact pozitiv asupra investițiilor. Activitatea a fost susținută de construcțiile noi, volumul acestora înregistrând o creștere de 40,8% în luna aprilie față de perioada similară din 2018, pe fondul extinderii lucrărilor la clădirile rezidențiale (+27,5%) și nerezidențiale (+32,9%). Pe de altă parte, dinamica anuală a producției industriale a revenit în teritoriu pozitiv în aprilie (+1,4%), tendință imprimată de ramurile extractivă (+7,8%) și energetică (-0,5%). Industria mijloacelor de transport rutier (+0,1%) și ramurile conexe acesteia (+5,5% - alte mijloace de transport) și-au continuat parcursul favorabil, dar cu o încetinire de ritm, pe fondul cererii slabe la nivel european. În același timp, s-au remarcat salturi consistente de dinamică în industria produselor obținute din prelucrarea țițeiului (+21,2%), a produselor chimice (+7,1%) și farmaceutice (+15,2%), odată cu disiparea efectului de calendar manifestat în luna anterioară (reparații periodice la rafinării). Pe de altă parte, activitatea a continuat să se restrângă în industria bunurilor de consum în cazul produselor din tutun (-13,3%), articolelor de încălțăminte și produselor din piele (-12,5%), îmbrăcăminte (-8,9%), textile (-5,2%), băuturi (-1,8%), fiind afectate de presiunea costurilor și o competitivitate mai ridicată a importurilor. Ritmul anual al industriei prelucrătoare a rămas modest începând din a doua jumătate a anului trecut, în corelație cu tendința înregistrată la nivel european, dar și pe fondul unor dificultăți legate de competitivitate și de cererea internă care afectează sectoarele bunurilor de uz curent.

Sectorul serviciilor s-a evidențiat printr-un avans mai alert comparativ cu sectorul primar, o evoluție ascendentă constantă pe parcursul ultimilor doi ani, remarcându-se serviciile pentru întreprinderi (+16,1%), cu un impact pozitiv asupra dinamicii economiei. Îmbunătățirea performanței acestei categorii are la bază creșterile accentuate în luna aprilie ale cifrei de afaceri din activitățile cu o pondere importantă, respectiv activitățile de închiriere și leasing (+32,0%), serviciile juridice și de contabilitate (+31,5%), tranzacțiile imobiliare (+25,9%), serviciile informatice (+21,7%) și transporturile (+10,5%). Totodată, o dinamică importantă a cifrei de afaceri a înregistrat comerțul cu amănuntul (+7,1%), în special prin vânzările de produse alimentare (+9,0%) și nealimentare (+7,1%).

Evoluția economiei a fost însoțită de îmbunătățirea ocupării forței de muncă şi stabilizarea ratei șomajului în jurul mediei de 4,0%, în condițiile în care efectivul salariaților a atins nivelul de 4,98 milioane persoane în aprilie 2019, cu 58 mii de salariați peste nivelul din aprilie 2018 (date din ancheta lunară INS care exclud unitățile din sectorul economic cu mai puțin de 4 salariați și serviciile speciale). În prezent, fluxul net anual al locurilor de muncă se apropie ca dimensiune de cel observat în Q2-2014, fiind situat pe partea descendentă a curbei în formă de clopot, cu un maxim realizat în Q4-2016 (+161 mii).

Piața muncii s-a extins semnificativ în ultimii 4 ani, recuperând pierderile post-criză, aducând în prezent puterea de cumpărare cu 54,5% peste nivelul existent în perioada declanșării crizei (dec. 2008). Resursele financiare ale companiilor au permis și în 2019 o majorare a câștigului salarial mediu net (calculat din datele lunare) similară anului precedent, respectiv cu 14,8% în aprilie, în valoare nominală, față de aprilie 2018, iar puterea de cumpărare medie a avansat cu 10,3% în ritm anual. După ce în anul 2018 influența dominantă asupra creșterii salariale a avut-o sectorul public (+20,2% comparativ cu +11,0% în sectorul concurențial), în prezent, dinamica câștigului salarial net este mai

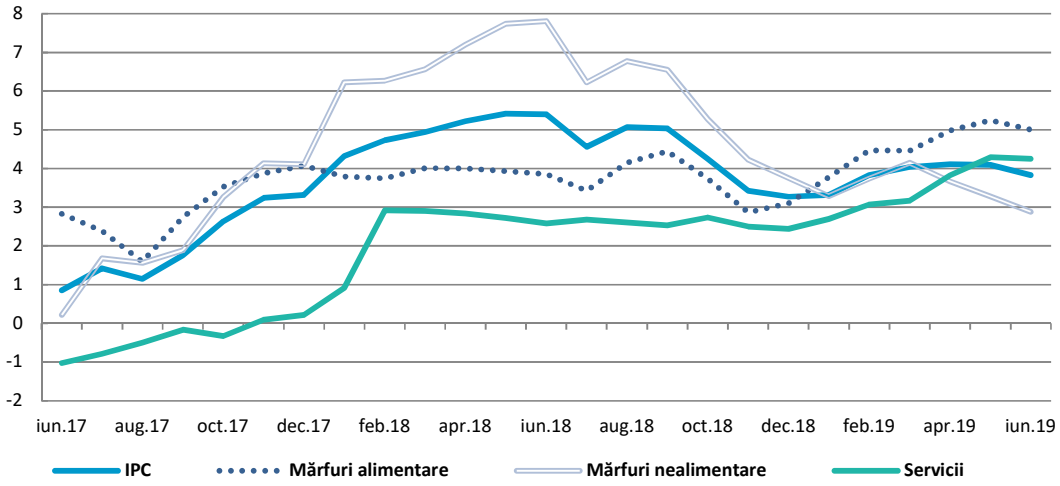
ridicată în sectorul concurențial (+15,4% comparativ cu +12,7% în sectorul public). Acesta înregistrează o distribuție salarială largă, raportul fiind de 4 ori între nivelul maxim/minim pe ramuri de activitate. Se remarcă astfel conformarea mediului de afaceri la politica fiscală privind mutarea contribuțiilor sociale în sarcina angajatului, fără a eroda câștigurile nete.

Conjuncturile favorabile actuale referitoare la avansul veniturilor au stimulat cererea de consum și au indus anumite presiuni inflaționiste. Astfel, inflația a urmat o ușoară creștere pe termen scurt, cu o amânare a traiectoriei descendente anticipată, reflectând majorările prețurilor volatile.

Rata anuală a inflației a evoluat în 2018 pe o traiectorie curbată, similar estimărilor BNR, începând de la 4,32% în ianuarie și până la 3,27% în decembrie, cu un maxim atins în luna mai la 5,41%. Presiunile inflaționiste s-au mai estompat spre finalul anului 2018 ca urmare a disipării treptate a efectului de bază, în linie cu descreșterea cotației petrolului Brent.

Inflația a avansat în 2019 până la 4,11% în luna aprilie, după care a coborât la 3,84% în iunie, determinată de o nouă majorare a prețurilor în ritm lunar pentru unele categorii de bunuri și servicii, respectiv legume, fructe și conserve, tutun, combustibili. Prețurile au fost influențate de un cumul de factori temporari, precum deprecierea monedei naționale în prima jumătate a lunii martie, cererea ridicată pentru unele produse sezoniere, alături de factorii pe termen mediu atribuiți evoluției cursului de schimb și dinamicii robuste a veniturilor salariale. Presiunile inflaționiste în termeni anuali (iunie 2019/2018) s-au moderat, dar se mențin ridicate la legume (+24,6%), gaze naturale (+6,3%), tutun, țigări (+5,9%), energie termică (+5,8%), salubritate (+5,8%).

Figura 3 Evoluția ratei anuale a inflației



Sursa: INS, calcule ASF

În privința evoluțiilor viitoare, estimările BNR (Raportul asupra inflației, ediția mai 2019) indică un nivel probabil al inflației de 4,2% în decembrie 2019 (+1,2 puncte procentuale față de prognoza anterioară), după care va continua să scadă spre 3,3% la finalul anului 2020. Influențele actuale vor acționa pe tot parcursul anului 2019, fiind mai evidente cele legate de volatilitatea prețurilor legumelor la nivel european, majorarea accizei la produsele din tutun, creșterea ușoară a excedentului de cerere agregată.

Evenimentele legate de disputele comerciale internaționale și încetinirea dinamicii economiei globale și europene au avut un impact minimal asupra sentimentului investitorilor.

Euro a fluctuat în cursul anului 2018 în jurul unei tendințe medii de 4,65 lei/euro, sub maximul intervalului de variație de 4,67 lei/euro, specific lunilor ianuarie, martie și iunie. Comportamentul valutar în 2019 a fost oscilația monedei naționale în jurul noului prag de 4,75 lei/euro, ceea ce semnalează un posibil nivel de echilibru, deși la începutul lunii iunie 2019 leul a cunoscut o importantă apreciere până la 4,72 lei/euro. În prezent, piața se află în etapa acceptării unei volatilități mai mari a monedei naționale, în situația în care BNR este axată pe stabilitatea dobânzilor.

Pe termen mediu, economia României va înregistra o creștere susținută, dar mai puțin dinamică, cu 4,03%-3,7% în 2019-2020, potrivit scenariului Comisiei Europene (CE), care evaluează un risc mai ridicat la adresa exporturilor și investițiilor, pe fondul încetinirii cererii pe piețele din Europa și a resurselor mai reduse alocate de administrația publică pentru investiții. Structura creșterii se așteaptă să rămână relativ stabilă, consumul privat fiind principalul motor, însă investițiile sunt evaluate să avanseze la o rată redusă, respectiv 1,4%-2,3% în 2019-2020. Datele recente arată că investițiile s-au relansat în primul trimestru cu o dinamică de 3,9%, care probabil va continua în următoarea perioadă, beneficiind în plus și de avantajul unui efect de bază.

Pe de altă parte, Comisia Națională de Strategie și Prognoză (CNSP) a menținut neschimbat ritmul creșterii PIB pentru perioada 2019-2020 din estimarea precedentă (ianuarie 2019). Riscurile care pot afecta economia reală și implicit obiectivul de creștere economică sunt în principal de natură externă (ieșirea Marii Britanii din UE, tensiunile geopolitice). Economia va accelera la 5,5% în 2019, de la 4,1% în 2018, ca urmare a unei dinamici mai ridicate în industrie (+5,4% versus +4,1% în 2018) și servicii (+5,8% versus +3,6%) și a redresării activității de construcții (+7,2%) după o perioadă de 2 ani în care acest sector a fost în scădere. Oferta internă se va regăsi și în investiții care vor crește accelerat (+6,9%), depășind astfel ritmul consumului privat (+6,4%), dar acesta rămâne principalul factor al avansului economiei (pondere majoritară de 62,5% în PIB), fiind susținut de creșterea puterii de cumpărare (+11,1%).

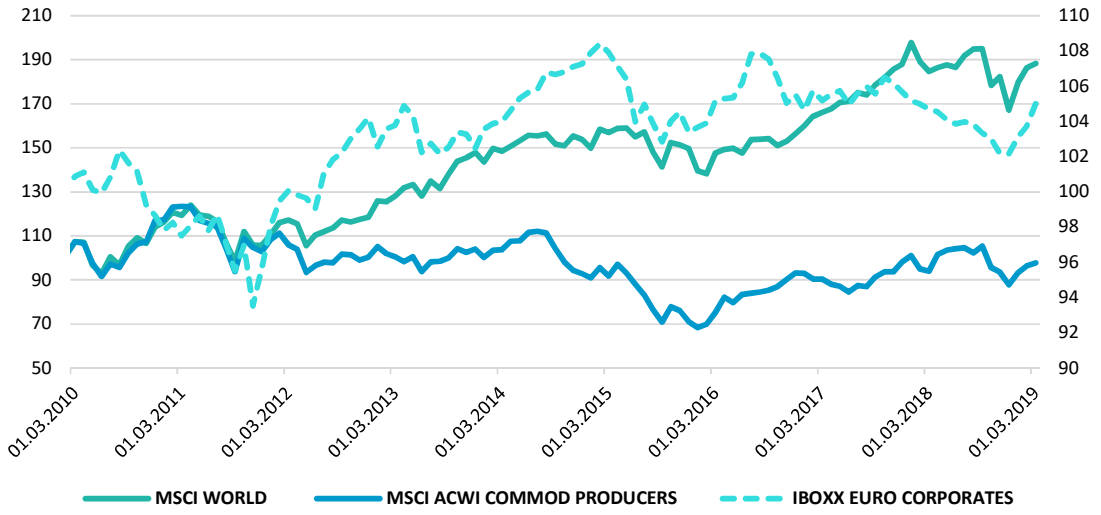
În perspectivă, estimările vizează o dinamică a PIB-ului sustenabilă (+5,7% în 2020 și +5,0% pentru următorii doi ani). Scenariul CNSP prevede ajustarea deficitului de cont curent la 3,3% în 2019, menținerea soldului bugetar pe termen mediu sub pragul de 3% din PIB, cursul de schimb va atinge nivelul mediu maxim în 2019, la 4,74 lei/euro, iar inflația medie se va reduce gradual până la 2,4% la finalul orizontului de prognoză.

De menționat faptul că prognozele CE și CNSP sunt actualizate pe parcursul anului (variante de iarnă, primăvară, toamnă) în funcție de revizuirea indicatorilor conturilor naționale pentru anii care preced perioada de prognoză, de exemplu PIB va fi publicat în varianta definitivă pentru 2017 (octombrie 2019) și semi-definitivă pentru 2018 (decembrie 2019). Există însă și diferențe semnificative între prognozele de primăvară/toamnă și rezultatele efective înregistrate la nivelul întregului an rezultate din ipotezele de intrare ale scenariilor. Astfel, CE a prevăzut o creștere economică în cele două variante din 2018 de 4,5% și 3,6% pentru anul 2018, iar realizările au indicat 4,1%. În cazul CNSP estimările au fost de 6,1% și 4,5%.

1.3. Evoluția piețelor financiare-nebancare la nivel european și internațional

Principala caracteristică a piețelor financiare internaționale observată pe parcursul primului trimestru din anul 2019 a fost creșterea volatilității, concomitent cu creșterea riscurilor asociate finanțării sectorului corporativ. În pofida acestor tendințe, indicii bursieri au continuat să consemneze aprecieri ca urmare a prognozelor de creștere a PIB global.

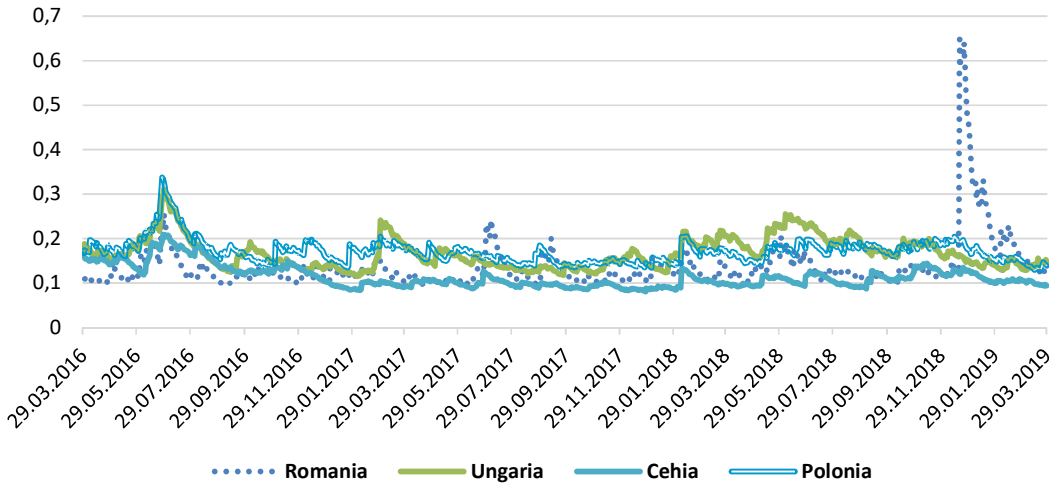
Figura 4 Evoluția volatilității pe piețele de acțiuni, obligațiuni și mărfuri



Sursa: Bloomberg

În cea mai simplă formă, volatilitatea reprezintă gradul în care prețul unei investiții fluctuează într-o anumită perioadă de timp, fiind adesea asociată cu riscul, astfel că o volatilitate mai ridicată este caracterizată de o incertitudine mai mare. În primul trimestru din 2019, volatilitatea pieței de capital din România a scăzut și a revenit în jurul mediei anuale.

Figura 5 Evoluția volatilității bursiere în România și țările din regiune



Sursa: Bloomberg, calcule ASF modele din familia GARCH

Astfel, deși perspectivele ultimelor 6, respectiv 12 luni au fost mai degrabă mixte din punct de vedere al performanțelor burselor internaționale, trimestrul I 2019 a reprezentat o perioadă extrem de favorabilă pentru investitori, în pofida creșterilor tranzitorii ale volatilității, ce a permis recuperarea unei părți semnificative a pierderilor rezultate din perioadele anterioare.

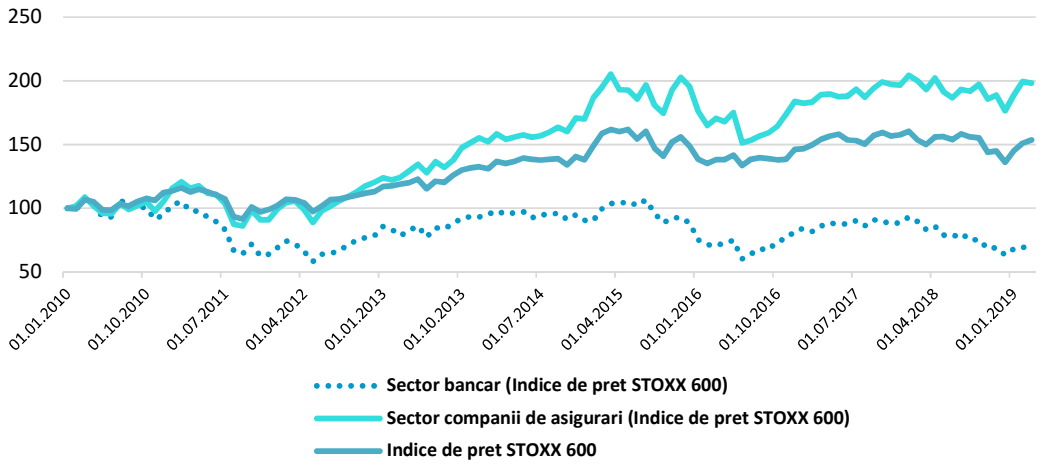
Tabelul 4 Randamentele burselor de acțiuni la 31 martie 2019

Indici internaționali	3M	6M	12M	Indici BVB	3M	6M	12M
EA (EUROSTOXX)	11,71%	-3,00%	-1,89%	BET	8,96%	-4,37%	-7,67%
FR (CAC 40)	13,10%	-2,60%	3,55%	BET-BK	5,96%	-3,69%	-12,03%
DE (DAX)	9,16%	-5,88%	-4,72%	BET-FI	3,27%	-2,53%	-12,19%
IT (FTSE MIB)	16,17%	2,77%	-5,02%	BET-NG	13,85%	-1,51%	-5,14%
GR (ASE)	17,62%	4,29%	-7,58%	BET-TR	9,14%	-3,18%	1,25%
IE (ISEQ)	12,02%	-5,88%	-6,90%	BET-XT	8,00%	-4,39%	-9,58%
ES (IBEX)	8,20%	-1,59%	-3,75%	BET-XT-TR	8,41%	-2,93%	-1,28%
UK (FTSE 100)	8,19%	-3,08%	3,15%	BETPlus	8,15%	-4,36%	-8,02%
US (DJIA)	11,15%	-2,00%	7,57%	ROTX	9,64%	-3,47%	-6,31%

Sursa: Thomson Reuters Datastream, calcule ASF
3M=Martie 2019/Decembrie 2018
6M=Martie 2019/Septembrie 2018
12M=Martie 2019/Martie 2018

La nivel sectorial, indicele aferent sectorului european al asigurărilor a avut o performanță în creștere în primul trimestru comparativ cu trimestrul anterior, spre deosebire de indicele similar aferent segmentului bancar care a consemnat o tendință negativă accentuată. Dintr-o perspectivă pe termen mai lung, aceste evoluții evidențiate în trimestrul I confirmă o tendință manifestată pe termen lung conform căreia investitorii au, în general, așteptări mai optimiste cu privire la profitabilitatea sectorului de asigurări prin comparație cu cel bancar.

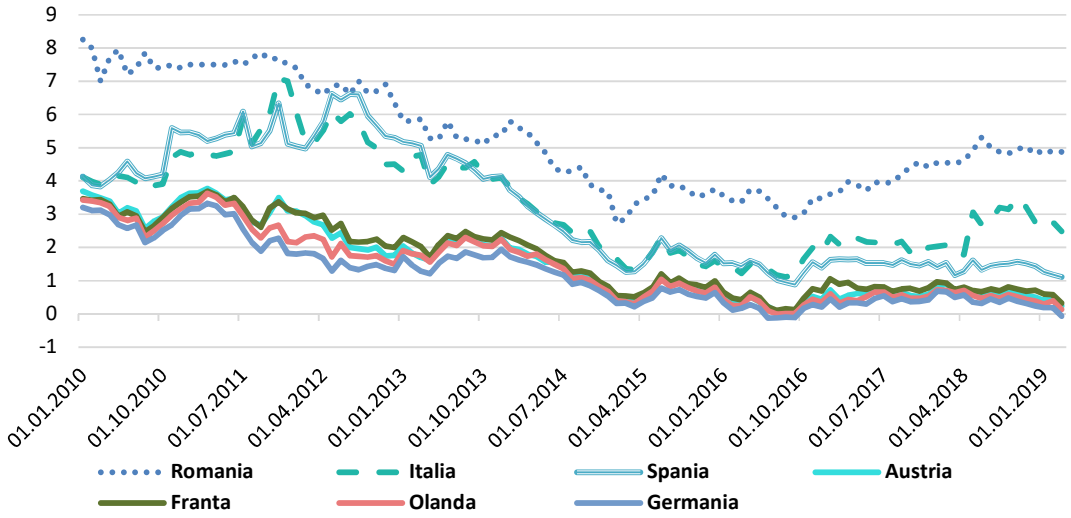
Figura 6 Evoluția indicilor sectorului bancar și sectorului de asigurări la nivel european (1 ian 2018 = 100)



Sursa: Bloomberg, calcule ASF

Pe piețele de instrumente cu venit fix și, în particular, pe piața obligațiunilor suverane s-a observat, începând cu trimestrul I 2019, o revenire la tendința de scădere a randamentelor și de îngustare a marjelor dintre randamentele obligațiunilor cu risc mai ridicat (ex. în funcție de rating) față de cele cu risc scăzut (expresie a creșterii apetitului pentru risc și a comportamentului de căutare de randamente ridicate). Această evoluție este însă însoțită de semnificativ mai multă variabilitate (ex. intercalată cu perioade de revenire ascendentă a randamentelor) prin comparație cu ceea ce s-a putut observa pe piețe în anii 2015-2017, caracterizați de temerile privind menținerea pe termen lung la nivel redus a dobânzilor.

Figura 7 Evoluția randamentelor obligațiunilor suverane cu maturitatea de 10 ani denominate în moneda națională



Sursa: Bloomberg, calcule ASF

Pe piața fondurilor de investiții, conform Asociației Administratorilor de Fonduri din Europa (EFAMA), finalul trimestrului I 2019 s-a caracterizat printr-o apreciere a activelor nete aferente fondurilor de investiții din Europa comparativ cu finele lui 2018. Creșterea activelor nete ale organismelor de plasament colectiv a fost de +7,7%, în vreme ce activele fondurilor de investiții alternative au consemnat o apreciere cu +6,4%.

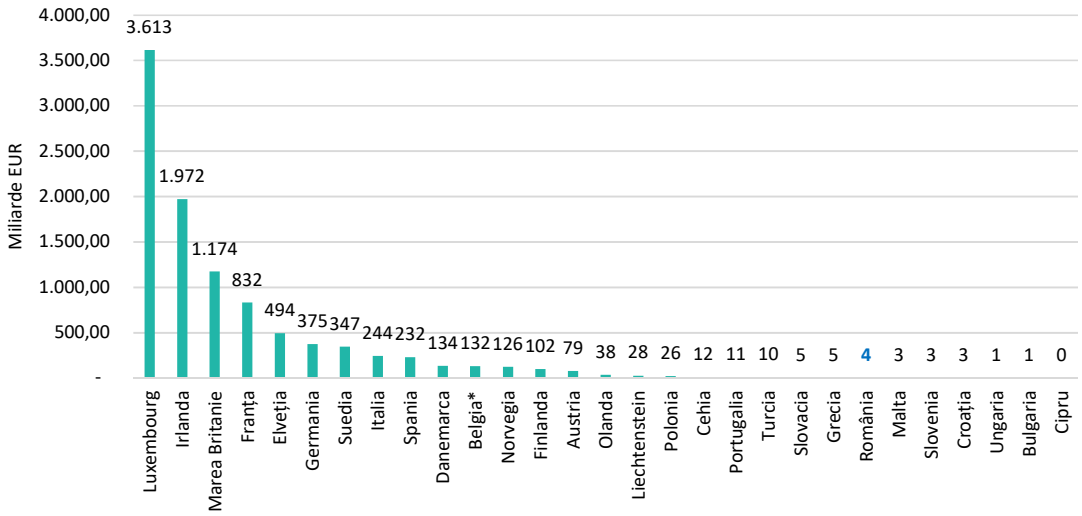
Conform statisticilor publicate de EFAMA, în trimestrul I 2019, valoarea cumulată a intrărilor nete ale OPCVM-urilor a fost de circa 51 miliarde EUR, în creștere semnificativă comparativ cu trimestrul IV 2018, în care piața europeană de OPCVM-uri a înregistrat ieșiri nete în valoare de 71 miliarde EUR. Vânzările nete ale fondurilor de investiții alternative din Europa au crescut, de asemenea, de la circa 23 miliarde EUR (trimestrul IV 2018) la 27 miliarde EUR (trimestrul I 2019).

Cel mai mari creșteri ale vânzărilor nete au fost înregistrate în cazul OPCVM-urilor de obligațiuni, care au consemnat în trimestrul I 2019 intrări nete în valoare de 79 miliarde EUR, în timp ce la polul opus se află fondurile de acțiuni cu ieșiri nete în valoare de 27 miliarde EUR. În cazul FIA, în schimb, cea mai mare valoare a intrărilor nete s-a constatat în ceea ce privește fondurile din categoria “altele” (+46 miliarde EUR), în timp ce fondurile monetare au înregistrat ieșiri nete în valoare de 22 miliarde EUR.

Toate aceste tendințe confirmă o caracteristică dominantă a comportamentului investitorilor internaționali pe parcursul trimestrului I 2019 de ieșiri nete din plasamente în acțiuni și intrări nete în

plasamente în obligațiuni. Această rotație a activelor sau rebalansare a portofoliilor poate fi explicată prin nivelul ridicat al indicilor bursieri și așteptări mai puțin optimiste privind ratele de creștere a profiturilor companiilor în perioada următoare, ceea ce favorizează plasamentele în obligațiuni și alimentează tendința observată de creștere a prețurilor / scădere a randamentelor acestora.

Figura 8 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 31 martie 2019



*Sursa: EFAMA, * estimare pentru Q1 2019*

În ceea ce privește activele fondurilor de pensii din Europa, dintre țările analizate cea mai mare pondere în PIB o deține Cehia (8,9%), urmată de Spania (8,8%) și Italia (7,6%). Comparativ cu celelalte state europene, România (5,2%) este bine reprezentată din perspectiva ponderii activelor fondurilor de pensii în PIB (OECD Global Pension Statistics 2018).

1.4. Principalele vulnerabilități și riscuri identificate de către autoritățile de supraveghere a sectoarelor financiare nebancare la nivel european

Riscul de reevaluare a pieței financiare, volatilitatea prețurilor activelor și înăsprirea condițiilor financiare prin creșterea primelor de risc rămân iminente și ar putea fi agravate în contextul unui mediu macroeconomic mai puțin favorabil și cu un scenariu de Brexit care nu se materializează pozitiv.

În sectoarele asigurărilor și fondurilor de pensii, riscul creșterii abrupte a randamentelor poate determina pierderi imediate ale valorii în portofoliile de investiții cu venit fix, impactul total al bilanțului depinzând de interacțiunea dintre creșterea spread-ului obligațiunilor și rata fără risc. Creșterea bruscă a randamentelor, asociată ratelor dobânzii și de rentabilitate mai ridicate decât cele preconizate, precum și a inflației, poate fi o sursă suplimentară de instabilitate în sectorul asigurărilor.

Din această perspectivă, Tabloul riscurilor elaborat de Autoritatea Europeana pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA) subliniază următoarele observații cheie:

- Expunerile la risc pentru sectorul asigurărilor europene rămân, în general, stabile;

- Riscurile macroeconomice continuă la nivel mediu. Ratele scăzute de swap și recentele revizuiri descendente ale previziunilor de creștere a PIB-ului și de inflație rămân o preocupare în viitor;
- Riscurile de credit și de piață rămân la un nivel mediu, pe fondul scăderii ușoare a spread-urilor de obligațiuni, al expunerilor de portofoliu stabile și a volatilității neschimbate a obligațiunilor;
- Riscurile de profitabilitate și de solvabilitate sunt stabile, cu indicatori generali de profitabilitate nemodificați comparativ cu a doua jumătate a anului 2018 și sfârșitul anului 2017. Rata medie a SCR este cu mult peste 100% pentru grupurile și firmele de asigurări de viață și generale;
- Riscurile de asigurare au crescut la nivel mediu datorită creșterii în continuare a ratei pierderilor de catastrofe;
- Percepțiile pieței rămân stabile la nivel mediu, cu o ușoară depășire a performanțelor pieței globale, o reducere a spread-urilor CDS ale grupurilor de asigurări și a ratingurilor externe.

Tabelul 5 Tabloul de riscuri EIOPA pentru Trimestrul I 2019

	Riscuri	Nivel	Trend
1.	Riscuri macroeconomice	Mediu	→
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	↗
	Percepțiile pieței	**Nivel**	**Trend**
8.	Percepțiile pieței	Mediu	→

Sursa: EIOPA Risk Dashboard, Aprilie 2019.

Conform EIOPA, riscurile pieței au rămas constante la nivel mediu. Volatilitatea obligațiunilor, care reprezintă cea mai mare clasă de active, a rămas în general stabilă comparativ cu evaluarea din ianuarie, în timp ce volatilitatea pieței de capital a scăzut iar cele mai recente date disponibile din Q3 2018 indică o creștere stabilă anuală a prețurilor imobiliare.

Totodată, riscurile de profitabilitate și de solvabilitate pentru asigurători, la nivel european, se mențin de asemenea stabile la nivel mediu. Valorile medii pentru indicatorii de profitabilitate în Q4 2018 arată o imagine stabilă generală în comparație cu prima jumătate a anului și până la sfârșitul anului 2017. Ratele medii ale SCR pentru grupurile și societățile de asigurări de viață au scăzut ușor, dar au rămas în general stabile pentru companiile de asigurări generale. Cea de-a 25-a percentilă a distribuției ratelor SCR rămâne peste 100% pentru companiile de asigurări de viață și generale.

Riscurile de asigurare au crescut în Q4 2018, ajungând la un nivel mediu, la care s-au menținut și în trimestrul I 2019. Această tendință s-a datorat în primul rând creșterii în continuare a ratei pierderilor de catastrofe din acest trimestru, determinată de catastrofele naturale înregistrate în SUA, cu impact asupra rezultatelor tehnice ale reasiguratorului. Creșterile medii ale primei, atât a asigurărilor de viață, cât și a asigurărilor generale, au rămas stabile.

Tot conform EIOPA, percepțiile pieței cu privire la companiile de asigurări au rămas constante, la nivel mediu. S-a observat o creștere a repartizării ratelor preț-câștiguri (P/E), în timp ce spread-urile CDS ale asigurătorilor au scăzut. Evaluările externe ale asigurătorilor au rămas neschimbate.

Tabloul riscurilor realizat de către Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA) pentru trimestrul I 2019 rămâne în mare parte neschimbat comparativ cu trimestrul IV 2018. În trimestrul I 2019, piețele financiare ale UE au fost caracterizate de redresarea pieței bursiere, combinată cu o lichiditate mai mare pe piețele de obligațiuni și cu niveluri scăzute de volatilitate. Piețele de valori mobiliare rămân zona principală de risc bazată pe o supraevaluare încă substanțială, deoarece corecția semnificativă care a avut loc la sfârșitul anului 2018 a fost anulată în trimestrul I 2019. Așteptările pe termen lung ale investitorilor privind majorarea ratelor dobânzilor au fost ajustate conform anunțurilor recente ale băncilor centrale-cheie. Incertitudinea cu privire la termenii ieșirii Regatului Unit din UE încă persistă, deși concluziile Consiliului UE din 10 aprilie atenuează riscurile pentru Brexit pe termen scurt. Perspectivele de creștere redusă pentru UE și economia globală, tensiunile comerciale globale, incertitudinea privind rezultatul Brexit și așteptările de estompare ale normalizării politicii monetare continuă să fie cei mai importanți factori de risc în lunile următoare.

Tabelul 6 Tendințe și riscuri identificate de ESMA pentru trimestrul I 2019

Principalele riscuri							
Segmente de risc	Nivel	Perspectivă	**Categorii de risc**	Nivel	Perspectivă	**Surse de risc**	Perspectivă
În general, misiunea ESMA	Ridicat	→	Lichiditate	Ridicat	→	Mediul macroeconomic	↗
Stresul sistemic	Mediu	→	Piață	Foarte ridicat	→	Rata dobânzii	→
Piețele de valori mobiliare	Foarte ridicat	→	Contagiune	Ridicat	→	Piețele datoriilor suverane ale UE	→
Investitorii	Mediu	→	Credit	Ridicat	→	Întreruperi ale infrastructurii, inclusiv riscuri cibernetice	→
Infrastructuri și servicii	Mediu	→	Operațional	Mediu	→	Riscuri politice și de eveniment	→

Sursa: ESMA – Trends, Risks and Vulnerabilities, No. 2/2019

Foarte ridicat | Ridicat | Mediu | Scăzut

În trimestrul I 2019, riscurile de pe piețele aflate sub misiunea ESMA au rămas la un nivel ridicat, reflectând un risc foarte ridicat pe piețele de valori mobiliare și riscuri crescute pentru investitori, infrastructuri și servicii. Nivelul riscului de credit este stabil, însă calitatea datoriei corporative restante trebuie să fie monitorizată, în special în ceea ce privește creșterea ponderii obligațiunilor cu rating BBB. Riscul operațional a fost ridicat deoarece amenințările cibernetice și riscurile legate de Brexit pentru operațiunile de afaceri rămân preocupări majore. În perspectivă, este de așteptat ca piețele financiare ale UE să rămână sensibile la incertitudinea politică și economică în curs de desfășurare din partea Brexit, dar și din alte surse, cum ar fi discuțiile comerciale globale și fluxurile de pe piețele de capital emergente.

Riscul sistemic s-a menținut la un nivel relativ ridicat în trimestrul I 2019, piețele de obligațiuni înregistrând cea mai mare contribuție la măsurarea stresului sistemic. Riscurile legate de mediul macroeconomic (PIB) și de evenimentele politice ar putea genera incertitudini suplimentare piețelor financiare (Brexit, tensiunile comerciale).

Prognozele de creștere ale Comisiei Europene pentru anul 2019 au fost revizuite în jos, creșterea PIB-ului UE fiind prognozată la 1,5% (în scădere de la 2,1%) în 2019.

Ritmul de relaxare cantitativă a fost un factor-cheie al așteptărilor pieței în ultimele trimestre. BCE și Rezervele Federale ale Statelor Unite au semnalat acum că vor pune în așteptare creșterile ratei dobânzii. Reforma mondială în curs de desfășurare cu privire la IBOR (Interbank offered rate) încorporează un spectru de riscuri care ar putea avea un impact asupra sistemului financiar al UE. Aceste riscuri sunt asociate în principal cu sustenabilitatea pe termen lung a ratelor IBOR și cu trecerea la noile rate fără risc, ca ESTER (Euro short-term rate), denominate în euro.

Comprimarea randamentelor pe pieţele obligaţiunilor suverane a continuat în trimestrul I 2019, randamentul obligaţiunilor de referinţă din Germania scăzând sub zero pentru prima dată din 2016. În medie, randamentele suverane de zece ani au scăzut cu 0,3 puncte procentuale.

Amenințările cibernetice continuă să fie o sursă importantă de risc operațional. Reflectând gravitatea acestor amenințări, ESMA a publicat, recent, împreună cu celelalte autorități europene de supraveghere, două documente de consiliere adresate Comisiei Europene, în care sunt formulate propuneri care vizează îmbunătățirea rezistenței cibernetice pentru entitățile din sectorul financiar. Pe pieţele instrumentelor derivate, ESMA a lansat testul de stres cu privire la Contrapărţile centrale (CCP), care se va desfăşura la nivelul UE.

În trimestrul I 2019, pieţele de capital au început să recupereze pierderile raportate după ce acţiunile au fost vândute puternic în decembrie 2018, acţiunile financiare, asigurările şi acţiunile nefinanciare crescând cu până la 13%.

Lichiditatea pe pieţele de capital a fluctuat în jurul nivelurilor medii pe termen lung, cu indicatorul ESMA de nelichiditate a capitalului care s-a deteriorat în luna februarie, dar şi-a revenit în luna martie.

Brexit rămâne principalul motor al riscului operaţional, din cauza riscurilor neprevăzute în cazul unei ieşiri dezordonate a Regatului Unit din UE.

Cu majoritatea randamentelor obligaţiunilor suverane de referinţă de zece ani scăzând uşor, şi cu randamentele burselor germane negative la sfârşitul trimestrului, corelaţia dintre randamentele obligaţiunilor din Germania şi celelalte ţări ale UE a rămas ridicată.

Factorii de decizie politică, inclusiv ESMA, au lucrat intensiv la măsurile de diminuare a politicilor care vizează menţinerea unor pieţe bine funcţionale. În cadrul competenţelor de intervenţie ale ESMA oferite în cadrul MiFIR, contractele de diferenţe (CFD) rămân supuse restricţiilor privind comercializarea, distribuţia sau vânzarea către investitorii retail, în timp ce oferta de opţiune binară pentru investitorii retail a fost total interzisă. În ceea ce priveşte riscurile cibernetice, se aşteaptă ca preocupările să se intensifice pe termen mediu şi lung, în special în ceea ce priveşte continuitatea activităţii şi integritatea datelor cu caracter personal, deoarece încălcările datelor financiare sunt din ce în ce mai frecvente în comparaţie cu încălcările din alte sectoare.

1.5. Măsurile adoptate la nivel european în privința stabilității piețelor financiare nebancare

Ca reacție la riscurile și vulnerabilitățile identificate la nivel european, în cadrul evaluării riscurilor din primăvara anului 2019[1], Comitetul Mixt al autorităților europene de supraveghere a recomandat o serie de acțiuni, care, în general, adresează riscurile posibile în cazul unui BREXIT fără acord:

- Pentru a se pregăti pentru momentul retragerii Regatului Unit din UE este esențial ca instituțiile financiare ale UE, participanții din piață și contrapartidele lor să adopte în timp util planuri de urgență. Pregătirile ar trebui să abordeze riscurile relevante care ar rezulta în urma unui final neconcludent al negocierilor privind termenii de retragere, inclusiv pentru creșterea volatilității pieței rezultată ca urmare a unui astfel de scenariu;
- Autoritățile europene de supraveghere a asigurărilor și entitățile care își desfășoară activitatea în această industrie trebuie să se asigure că riscurile unei reevaluări potențiale bruște a primelor de risc și ale ratelor scăzute ale dobânzilor sunt monitorizate și evaluate corespunzător și că sunt întreprinse acțiuni de atenuare corespunzătoare;
- Pe fundalul potențialului pentru creșterea bruscă a primelor de risc și a costurilor de finanțare, dezvoltarea și utilizarea regulată a testelor de stres în toate sectoarele rămâne crucială.

De asemenea, EIOPA a solicitat firmelor de asigurare și autorităților naționale de supraveghere să elaboreze planuri de urgență și să ia măsurile necesare pentru a asigura continuitatea serviciilor în ceea ce privește contractele de asigurare transfrontaliere în cazul în care nu există o înțelegere concludentă cu privire la acestea post-Brexit. În unele state membre asigurătorii cu cea mai mare deschidere transfrontalieră pun deja în aplicare măsuri de urgență.

Totodată, în luna februarie 2019, EIOPA a emis recomandări autorităților naționale de supraveghere cu privire la tratamentul aplicabil asigurătorilor care și-ar putea pierde autorizația de a activa pe teritoriul UE în cazul unui Brexit fără acord.

Pe piețele de capital, în cazul în care nu există o înțelegere Brexit, NCA și ESMA ar trebui să aibă încheiat cu contrapartidele din Regatul Unit un Memorandum de înțelegere (MoU) de tipul celor care există deja cu un număr mare de autorități de reglementare din țări terțe. Aceste memorandumuri de înțelegere sunt esențiale în vederea atingerii obiectivelor de reglementare și a facilitării schimbului de informații pentru o supraveghere și o aplicare eficiente, de exemplu în cazul abuzurilor de piață.În plus, aceste memorandumuri asigură cooperarea în domeniul supravegherii prudențiale și a conduitei în materie de asigurări, în vederea asistenței reciproce și a schimbului periodic de informații, în scopul menținerii unei supravegheri prudențiale solide și a conduitei asupra societăților și grupurilor de asigurări-reasigurări, cu sediul fie în Regatul Unit, fie în Spațiul Economic European, și să mențină stabilitatea financiară a piețelor financiare în SEE și/sau în Regatul Unit.

ESMA a coordonat pregătirile pentru astfel de memorandumuri de înțelegere și a perfectat astfel de platforme de cooperare cu Autoritatea de Conduită Financiară (FCA) și cu Banca Angliei. Memorandumurile de înțelegere și Acordul de aderare vor intra în vigoare în ziua următoare retragerii

[1] Joint Committee Risk Assessments – April 2019 (EBA, ESMA, EIOPA)

din Uniune a Regatului Unit, însă numai într-un scenariu fără înțelegere, evitându-se astfel riscuri semnificative.

O categorie separată de măsuri de consolidare a sistemului financiar european o reprezintă testele de stres derulate periodic, acestea contribuind atât la sporirea rezilienței entităților financiare individuale (nivel micro), cât și a sectorului în ansamblu (nivel macro).

EIOPA a efectuat, în 2018, un test de stres pentru sectorul asigurărilor la nivelul UE, publicând rezultatele în luna decembrie a aceluiași an. Exercițiul a testat vulnerabilitatea a 42 de mari grupuri europene de asigurare-reasigurare cu o acoperire de piață de 75% pe baza activelor grupului consolidat față de 3 scenarii severe, dar plauzibile. Primul scenariu – yield curve up (YCU) - a inclus o majorare considerabilă a primelor de risc și o creștere a ratei fără risc combinată cu creșterea ponderii asiguraților care renunță la contract și amplificarea inflației. Cel de-al doilea scenariu - yield curve down (YCD) - a constat într-o perioadă prelungită de rate scăzute ale dobânzii, combinată cu o creștere a speranței de viață. Ultimul scenariu a presupus apariția într-un interval de timp îngust a unui set de catastrofe naturale (4 vijelii, 2 inundații, 2 cutremure). Cu un raport agregat pre-stress între active și pasive (AoL) de 109,5% și cu un raport total al capitalului de solvabilitate (SCR) de 202,4% (dublul capitalului solicitat de Regulamentul Solvabilitate II), grupurile s-au dovedit a fi capitalizate în mod adecvat pentru a absorbi șocurile adverse administrate în fiecare scenariu. Cu toate acestea, rezultatele post-stres confirmă sensibilitatea semnificativă a sectorului european al asigurărilor la șocurile pieței. În scenariul YCU, raportul dintre active și pasive scade la 107,6%, astfel că excesul de active asupra pasivelor se reduce cu aproximativ o treime (-32,2%), iar raportul SCR agregat post-stress scade la 145,2%. Dintre participanți, 6 grupuri au raportat un raport SCR post-stress sub 100%. Scenariul YCD prezintă active post-stress peste rata pasivelor de 106,7%, cu un excedent de active peste pasive redus cu 27,6% și un agregat post-stress SCR de 137,4%. 7 grupuri au raportat un raport SCR post-stress sub 100%.

În ceea ce privește seria de catastrofe naturale testate, grupurile participante demonstrează un nivel ridicat de elasticitate, ceea ce subliniază importanța reasigurării (circa 55% din pierderile aferente șocurilor aplicate au fost absorbite prin planurile de reasigurare). EIOPA analizează în continuare rezultatele și efectuează o monitorizare a dialogului cu autoritățile de supraveghere ale grupurilor participante asupra implementării recomandărilor emise pe baza vulnerabilităților identificate.

Pe acest front de acțiune reprezentat de testele de stres, ESMA a început să-și pregătească următorul exercițiu specific destinat contrapărților centrale. În plus, ESMA lucrează la dezvoltarea unui cadru armonizat și standardizat la nivel european pentru efectuarea de teste de stres asupra fondurilor de investiții care să abordeze potențialele riscuri pentru stabilitatea financiară generate de expansiunea rapidă a acestui sector în ultimul deceniu. Aceasta va contribui la ameliorarea vulnerabilităților rezultate din activitățile de administrare a activelor și la furnizarea de noi instrumente pentru prevenirea sau atenuarea potențialelor noi surse de riscuri sistemice.

2. Evoluția sectorului financiar nebancar din România (2008-2018)

Pentru cititorii primului raport privind stabilitatea piețelor financiare nebancare poate fi utilă o privire retrospectivă asupra evoluției acestei componente a sistemului financiar național care poate explica o serie de caracteristici și vulnerabilități observate în prezent.

Prima constatare evidențiată de această retrospectivă este dimensiunea redusă a componentei nebancare în raportul cu sistemul financiar național în ansamblu, dominat de bănci, pusă în evidență atât din perspectiva activelor, cât și a contribuției la finanțarea sectorului real. Ceea ce este probabil mai puțin cunoscut de către public este tendința puternic pozitivă a ultimilor ani, de creștere a dimensiunii și ponderii în PIB a piețelor nebancare, în opoziție cu tendința de scădere a activelor bancare ca pondere în PIB. Avem așadar pe termen lung o amplificare a importanței relative a componentei financiare nebancare față de întregul sistem financiar național, ale cărei cauze țin de specificul local (și asupra cărora vom reveni în cuprinsul acestui capitol), dar care, pe de altă parte, sunt aliniate unei tendințe europene de sporire a importanței intermedierii financiare nebancare.

Totodată, evoluția pe termen lung subliniază importanța segmentului nebancar pentru un număr foarte mare de persoane și de companii, comparabil cu numărul consumatorilor de servicii bancare.

Cel de-al treilea element important evidențiat de analiza pe termen lung este diversitatea manifestărilor în timp ale sub-componentelor segmentului financiar nebancar, motivată de numărul mare de tipuri de entități financiare care îl compun (ex. asigurători, intermediari, fonduri de investiții și de pensii, infrastructuri de piață, emitenți etc.) și de impactul diferit pe care factorii de ordin economic, social, legislativ, cultural, comportamental și de mediu îl au asupra evoluției fiecăreia dintre aceste sub-componente. De exemplu, sistemul pensiilor private se situa în urma cu 10 ani aproximativ la cota zero, iar în prezent depășește ca nivel de active toate celelalte piețe financiare nebancare. Un alt exemplu privește impactul diferit pe care ratele de dobândă îl au asupra evoluției entităților de pe piață: creșterea moderată a dobânzilor în general este benefică pentru asigurători, dar poate avea efecte negative asupra indicilor bursieri sau activelor fondurilor de investiții.

Figura 9 Evoluția sistemului financiar nebancar (% PIB)

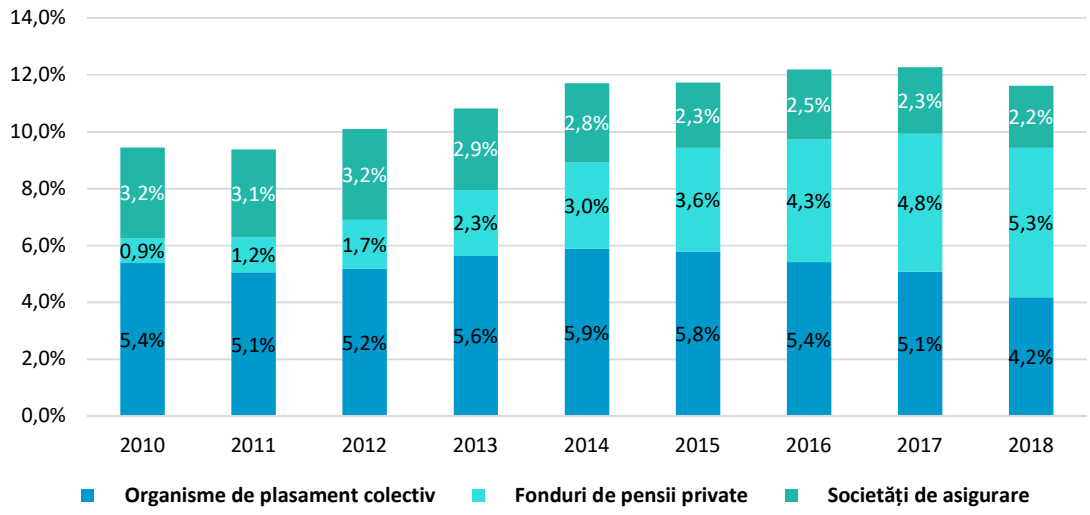
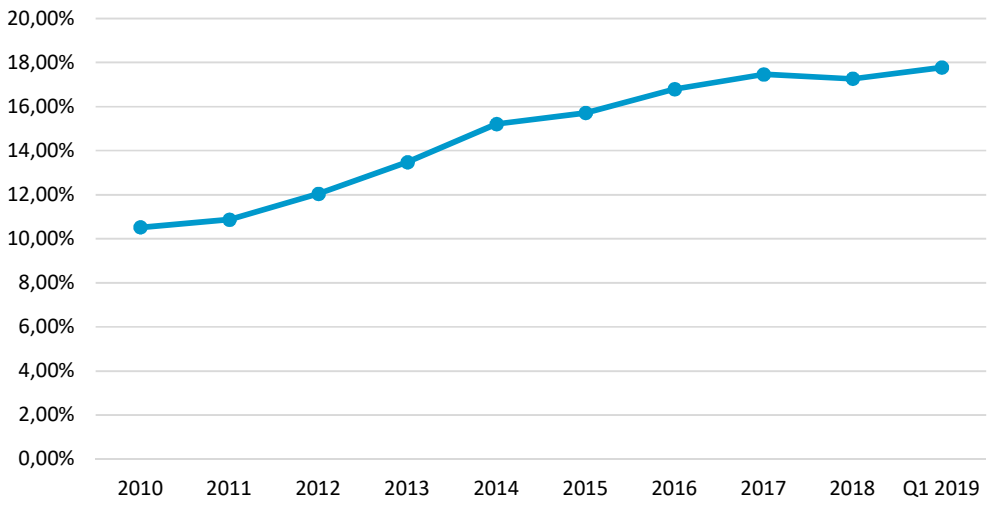


Figura 10 Ponderea activelor piețelor financiare nebancare (altele decât IFN)



Sursa: calcule ASF

Activele piețelor nebancare gestionate de către ASF au fost circa 17,8% din totalul sectorului financiar din România la 31 martie 2019, în ușoară creștere comparativ cu 17,2% la 31 decembrie 2018 și semnificativ mai mare față de 10,5%, pondere înregistrată la sfârșitul anului 2010.

2.1. Piața pensiilor private

Activitatea efectivă a fondurilor de pensii administrate private a demarat în cursul anului 2008 ca urmare a unei reforme a sistemului național de pensii ce a vizat diversificarea și consolidarea surselor de venit pentru pensionari în afara indemnizației plătite de stat (Pilonul I al sistemului național de pensii).

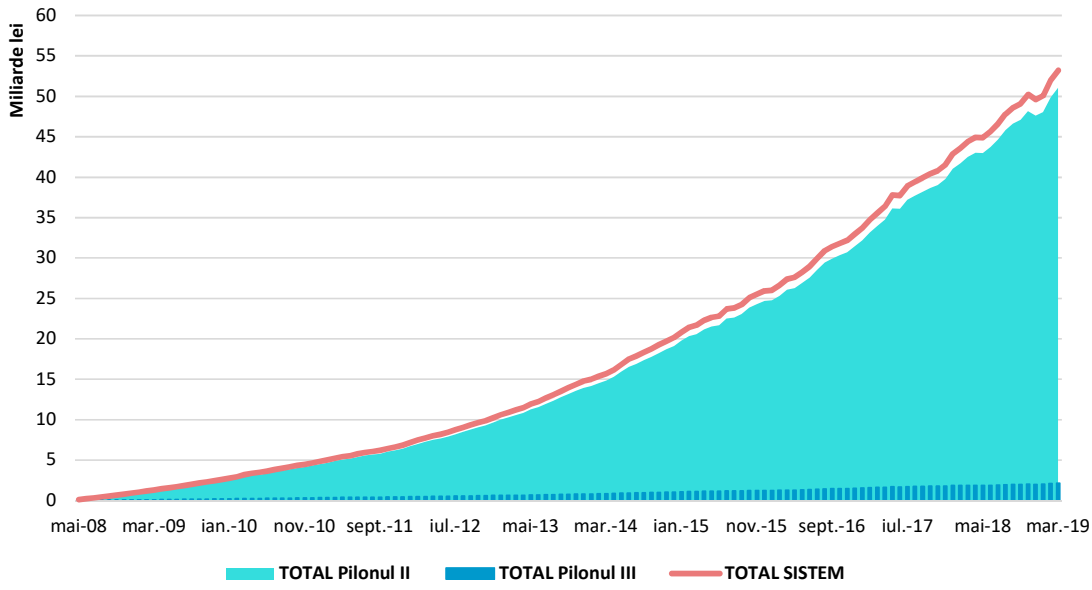
Conform Legii nr. 411/2004, scopul sistemului fondurilor de pensii administrate privat este asigurarea unei pensii private, distinctă și care suplimentează pensia acordată de sistemul public, pe baza colectării și investirii, în interesul participanților, a unei părți din contribuția individuală de asigurări sociale. Contribuția la fondul de pensii este parte din contribuția individuală de asigurări sociale datorată la sistemul public de pensii.

Pilonul III este sistemul de pensii facultative, fiind destinat creșterii resurselor financiare disponibile la pensionare. Spre deosebire de Pilonul II, legislația privind pensiile facultative (Pilon III) nu condiționează participarea la fondurile de pensii facultative în funcție de vârstă, contribuția la un fond de pensii facultative fiind până la 15% din veniturile brute realizate lunar.

În urma înființării primelor fonduri de pensii administrate privat (Pilon II) și a campaniilor de promovare realizate de administratorii acestor fonduri pentru înregistrarea participanților, primele contribuții au fost colectate în luna mai 2008 (aferente lunii martie a aceluiași an). De la acea dată, contribuțiile lunare și numărul de participanți au continuat să sporească, ajutate de creșterea nivelului salariului minim, conducând la acumularea unor active semnificative în prezent.

La acumulările de capital aferente fondurilor din Pilonul II s-au adăugat cele ale fondurilor de pensii facultative (Pilon III, înființate începând cu anul 2007), în permanență mai reduse ca dimensiuni și număr de participanți, dar cu o dinamică pozitivă în ultimii ani.

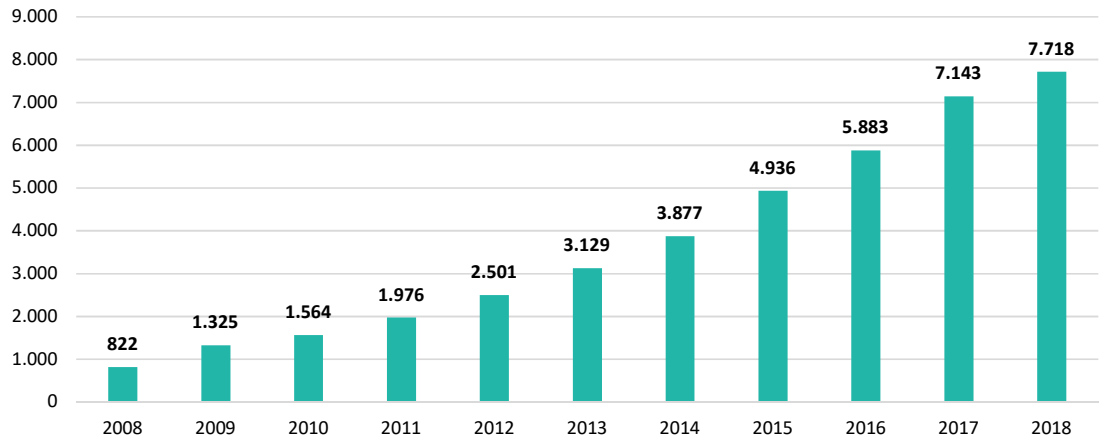
Figura 11 Activele sistemului de pensii private



Sursa: ASF

Creșterea semnificativă și în ritm accelerat a activelor fondurilor de pensii pe parcursul perioadei 2008 – 2018 a fost posibilă mai ales datorită contribuțiilor obligatorii la fondurile de pensii administrate privat din cadrul Pilonului II. Acestea au sporit în timp ca efect agregat al modificărilor cotelor de contribuții și ca urmare a creșterii masei salariale brute asupra cărora s-au calculat, reținut și vărsat cotele respective.

Figura 12 Valoarea anuală a contribuțiilor în Pilonul II (mil. lei)

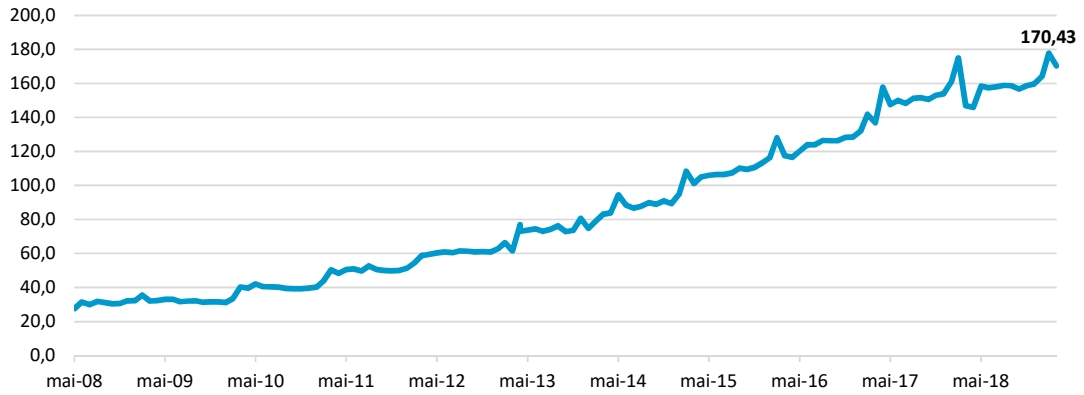


Sursa: ASF

Așadar, pe parcursul celor 11 ani de funcționare a sistemului pensiilor private s-au putut observa două tendințe cu influență pozitivă asupra valorii activelor fondurilor de pensii private:

1. creșterea contribuțiilor ca efect agregat al creșterii numărului de participanți și a sporirii contribuției medii (care la rândul său este efectul agregat al modificării cotelor de contribuții și majorării salariului mediu);
2. randamentele pozitive din investiții obținute de fonduri.

Figura 13 Evoluția contribuției medii lunare (lei/participant cu contribuții)

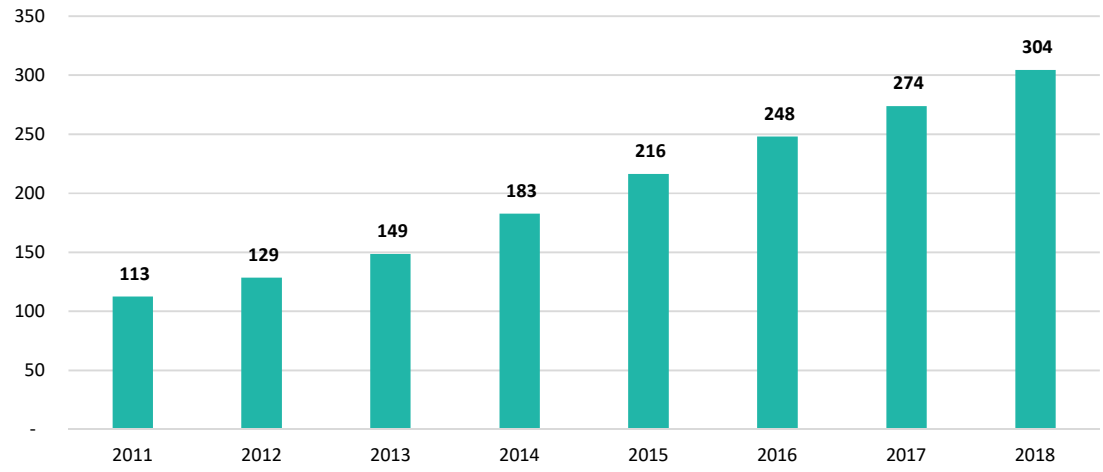


Sursa: ASF

Se remarcă evoluția pozitivă a contribuției medii pe participant la Pilonul II de la aproximativ 28 de lei în prima lună de funcționare până la circa 170 de lei pe participant circa 11 ani mai târziu, în luna martie 2019.

Și în cazul Pilonului III, aferent fondurilor de pensii facultative, evoluția contribuțiilor a fost pozitivă, dar la o scală și cu un ritm mult mai diminuate în raport cu fondurile de pensii private cu contribuție obligatorie din cadrul Pilonului II. Contribuția medie la pensia facultativă a fiecărui participant pentru luna martie 2019 a fost de circa 55 lei.

Figura 14 Valoarea anuală a contribuțiilor în Pilonul III (mil. lei)



Sursa: ASF

La finalul anului 2008, activau 14 fonduri de pensii administrate privat (Pilon II), din care în prezent au rămas pe piață 7 fonduri. Activele personale ale participanților la fondurile de pensii administrate privat care au părăsit piața din România au fost în permanență în deplină siguranță, fiind transferate către alte fonduri de pensii ca urmare a unor evenimente corporative uzuale și a căror derulare procedurală a respectat cu strictețe legislația și practicile prudențiale aplicabile, după cum urmează:

- ✓ În 2009, Fondul de Pensii Administrat Privat BANCPOST a fost absorbit de către Fondul de Pensii Administrat Privat EUREKO (fond absorbant);

- ✓ Tot în același an, Fondul de Pensii Administrat Privat OMNIFORTE a fost absorbit de către BCR Fond de Pensii Administrat Privat (fond absorbant);
- ✓ În 2010, Fondul de Pensii Administrat Privat KD a fost absorbit de Fondul de Pensii Administrat Privat EUREKO (fond absorbant);
- ✓ Tot în 2010, Fondul de Pensii Administrat Privat OTP a fost absorbit de către Fondul de Pensii Administrat Privat BCR (fond absorbant);
- ✓ În 2010, Fondul de Pensii Administrat Privat PRIMA PENSIE a fost absorbit de către Fondul de Pensii Administrat Privat BCR (fond absorbant);
- ✓ În 2013, Fondul de Pensii Administrat Privat PENSIA VIVA a fost absorbit de către Fondul de Pensii Administrat Privat ALICO (fond absorbant);
- ✓ În 2015, Fondul de Pensii Administrat Privat EUREKO a fost absorbit de către Fondul de Pensii Administrat Privat VITAL (fond absorbant).

Figura 15 Evoluția activelor fondurilor de pensii administrate privat 2008 - martie 2019 (milioane lei)

Fond de pensii administrat privat	ARIPI	AZT VIITORUL TAU	*BANCPOST*	BCR	BRD	*EUREKO*	*KD*	METROPOLITAN LIFE	NN	*OMNIFORTE*	*OTP*	PENSIA VIVA	PRIMA PENSIE	VITAL
2008	67	195	5	26	21	41	1	60	322	10	4	56	2	23
2009	193	558		102	58	127	3	169	938		9	158	6	63
2010	349	1,013		222	107	238		307	1,699			285		115
2011	521	1,507		342	167	359		455	2,459			433		177
2012	789	2,242		540	255	540		683	3,654			663		276
2013	1,161	3,188		802	390	790		1,956	5,242					417
2014	1,596	4,246		1,142	572			2,716	7,144					1,711
2015	2,075	5,414		1,524	776			3,492	9,140					2,265
2016	2,673	6,860		1,988	1,044			4,452	11,516					2,948
2017	3,402	8,622		2,601	1,376			5,622	14,353					3,782
2018	4,067	10,322		3,125	1,733			6,787	16,970					4,597
T1 2019	4,386	11,025		3,373	1,880			7,264	18,186					4,968

Sursa: ASF

Istoric, o evoluție similară de consolidare a pieței poate fi observată și în cazul fondurilor facultative de pensii. Astfel, deși numărul de fonduri de pensii facultative a rămas același în anul 2018 comparativ cu finalul anului 2008, între timp au avut loc o serie de modificări în structura pieței (lansări de noi fonduri, fuziuni), după cum urmează:

- ✓ Fondurile de pensii BRD PRIMO, BRD MEDIO, EUREKO și STABIL și-au început activitatea în anul 2009;
- ✓ În anul 2011, Fondul de Pensii Facultative BRD PRIMO a fost absorbit de către Fondul de Pensii Facultative BRD MEDIO, iar Fondul de Pensii Facultative OTP STRATEG a fost absorbit de către Fondul de Pensii Facultative STABIL (fond absorbant);
- ✓ În 2013, a fost efectuată radierea Fondul de Pensii Facultative CONCORDIA MODERAT în urma retragerii autorizației administratorului și a transferului activelor personale ale participanților în cadrul procedurii de administrare specială EUREKO - SOCIETATE DE ADMINISTRARE A FONDURILOR DE PENSII PRIVATE S.A (administrare specială);
- ✓ În 2016, Fondul de Pensii Facultative EUREKO CONFORT a fost absorbit de către Fondul de Pensii Facultative AEGON ESENȚIAL (fond absorbant).

Figura 16 Evoluția activelor fondurilor de pensii facultative 2008 - martie 2019 (milioane lei)

Fond de pensii facultative	AEGON ESENTIAL	AZT MODERATO	AZT VIVACE	BCR PLUS	BRD MEDIO	*BRD PRIMO*	CONCORDIA MODERAT	EUREKO CONFORT	NN ACTIV	NN OPTIM	*OTP STRATEG*	PENSIA MEA	RAIFFEISEN ACUMULARE	STABIL
2008		13	8	22			0		13	19	0	6	3	
2009		31	16	43	1	1	0	0	30	57	0	12	10	0
2010		50	25	59	3	3	0	1	43	105	0	19	17	2
2011		67	31	75	13		1	2	52	148		22	22	4
2012		88	41	102	20		1	3	71	209		29	30	6
2013		117	51	132	36			4	95	294		35	40	8
2014		144	61	171	52			5	120	387		41	50	11
2015	6	167	67	214	65				142	478		45	57	13
2016	6	189	75	263	81				167	588		55	65	15
2017	7	213	85	319	96				199	714		61	73	18
2018	7	229	88	358	107				224	823		65	81	20
TI 2019	8	239	91	382	114				240	882		69	84	21

Sursa: ASF

Una dintre tendințele observate pe piață în decursul timpului a fost cea de creștere a gradului de concentrare. Astfel, dintre administratorii de fonduri de pensii, NN PENSII SOCIETATE DE ADMINISTRARE A UNUI FOND DE PENSII ADMINISTRAT PRIVAT SA deține peste o treime din valoarea totală a activelor sistemului de pensii private (34,18%), fiind urmat de ALLIANZ-ȚIRIAC PENSII PRIVATE SOCIETATE DE ADMINISTRARE A FONDURILOR DE PENSII PRIVATE SA, cu o cotă de piață de 20,72% și METROPOLITAN LIFE SOCIETATE DE ADMINISTRARE A UNUI FOND DE PENSII ADMINISTRAT PRIVAT SA, cu o cotă de piață de 13,65%.

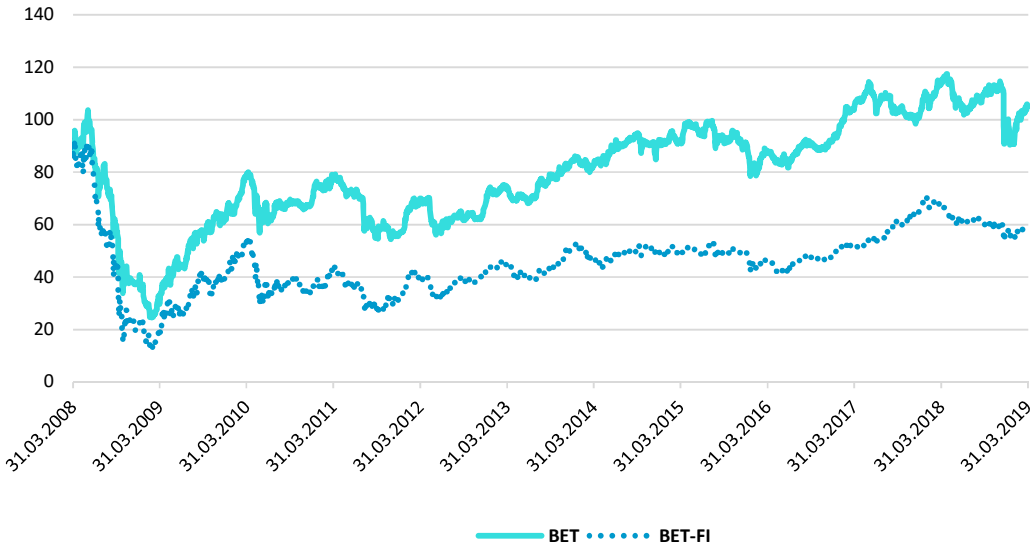
2.2. Piața de capital

Analiza evoluției pieței de capital are, de regulă, în vedere două categorii de piețe distincte: piața bursieră și piața fondurilor de investiții. În vreme ce pentru evoluția bursieră prezintă interes nivelul și dinamica indicilor bursieri, alături de valoarea capitalizării și a tranzacțiilor zilnice, pe piața fondurilor de investiții, elementele de interes sunt reflectate, de regulă, prin volumul și dinamica activelor fondurilor, numărul de investitori și fluxurile nete de capital pentru fiecare categorie de fonduri, structura plasamentelor etc.

2.2.1. Piața bursieră

Parcursul indicilor bursieri locali în ultimii 10 ani a fost deosebit de tumultos și presărat cu multe episoade de tensiuni accentuate. După un declin server generat de criza financiară globală și de evoluțiile economice nefavorabile pe plan intern în primii ani din perioada analizată, prețurile acțiunilor au urmat o tendință anevoioasă de recuperare. Este de remarcat ritmul mai lent al acestei recuperări în raportul cu evoluțiile indicilor bursieri internaționali și cei aferenți unor piețe dezvoltate din Europa, care au depășit maximele anterioare (aferente anilor 2006-2007) mult mai rapid prin comparație cu indicii Bursei de Valori București.

Figura 17 Evoluția indicilor Bursei de Valori București 2008-2018 (Q1 2008 =100)



Sursa: BVB, calcule ASF

În structura capitalizării bursei locale, sectorul financiar și cel energetic (inclusiv petrol, gaze, exploatare și transport, utilități) au deținut în permanență ponderi semnificative. Ulterior crizei financiare globale, acestea au fost totodată și sectoarele care au avut una dintre cele mai volatile evoluții pe plan internațional, ceea ce explică o parte din sub-performanța pieței locale raportată la tendințele globale din perioada analizată.

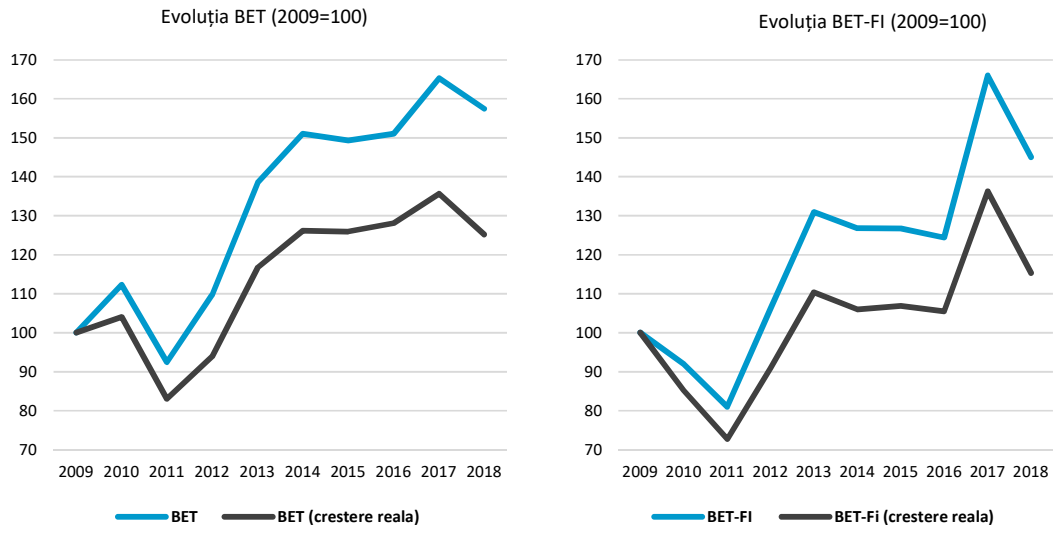
Tabelul 7 Variația anuală a indicilor bursieri locali vs. variația Indicelui Prețurilor de Consum

An	BET	BET-BK	BET-FI	BET-NG	BETPlus	BET-TR	BET-XT	BET-XT-TR	IPC
2010	12,3%		-8,0%	29,5%			1,9%		8,0%
2011	-17,7%		-12,0%	-20,7%			-13,8%		3,1%
2012	18,7%		31,2%	2,6%			19,9%		4,9%
2013	26,1%	19,1%	23,3%	6,1%			23,4%		1,6%
2014	9,1%	3,7%	-3,2%	5,7%			6,3%		0,8%
2015	-1,1%	2,6%	0,0%	-14,0%	-1,3%	3,1%	0,3%		-0,9%
2016	1,2%	0,2%	-1,9%	-3,0%	1,7%	9,7%	0,5%	8,4%	-0,5%
2017	9,4%	22,8%	33,4%	10,8%	10,7%	19,1%	14,5%	23,8%	3,3%
2018	-4,8%	-11,6%	-12,6%	-7,4%	-4,8%	4,3%	-7,6%	0,5%	3,3%

Sursa: BVB, calcule ASF

Din tabelul prezentat anterior, se observă că indicii generali de piață au avut, în general, evoluții predominant favorabile în anii care au urmat crizei financiare globale, atât ca dinamică efectivă, cât și în raport cu inflația locală.

Figura 18 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 20%. Indicele BET a crescut cu 50%, în termeni nominali, în 2018 față de 2008, iar în termeni reali (fără aportul inflației) cu 25%, în timp ce indicele BET-FI a crescut cu 45%, iar în termeni reali cu 15%.

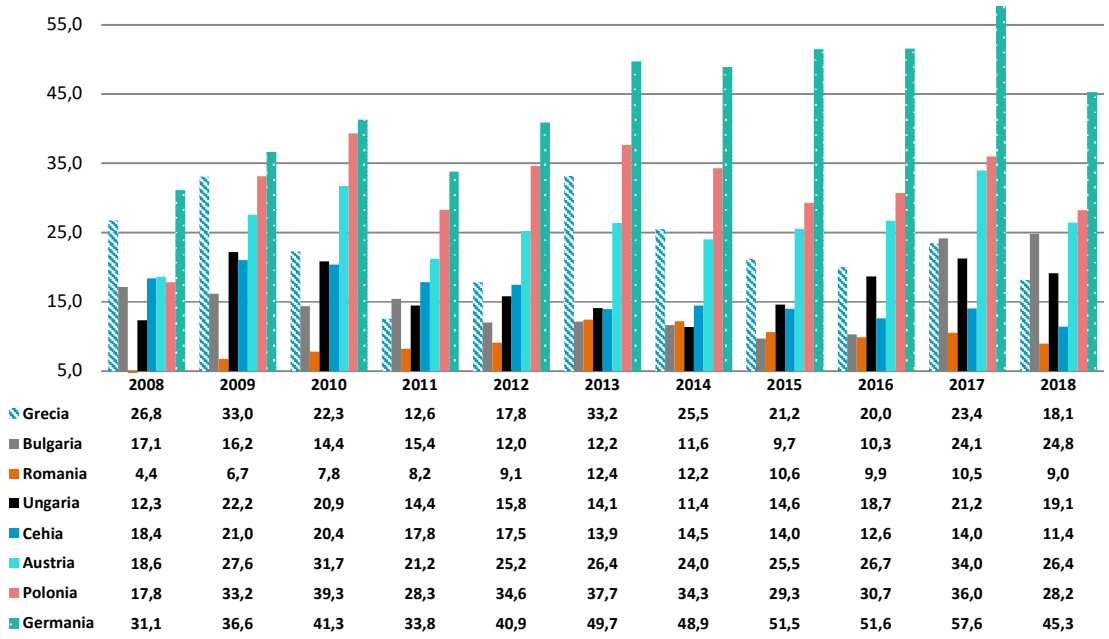
Majoritatea indicilor bursei românești au înregistrat evoluții negative la finalul anului 2018, comparativ cu 31 decembrie 2017. Indicii BET-TR și BET-XT-TR au încheiat anul 2018 cu evoluții pozitive de 4,3%, respectiv 0,5%. Cea mai mare scădere a fost de 12,63% aferentă indicelui BET-FI, care surprinde evoluția societăților de investiții financiare și a altor entități asimilabile acestora.

Indicii BET-BK și BET-XT au consemnat scăderi de 11,63%, respectiv 7,62%. Inclusiv indicele ROTX, dezvoltat de BVB împreună cu Bursa de Valori din Viena, a consemnat o scădere de 3,89% la 31 decembrie 2018 față de finalul anului 2017.

Indicele BET, indice de referință care surprinde evoluțiile celor mai tranzacționate companii de pe piața reglementată a BVB, a consemnat o scădere în termeni anuali de 4,77% la 31 decembrie 2018.

Similar evoluției indicilor bursieri, 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. Un factor determinant al acestei evoluții descendente din perioada 2014-2018 a fost numărul mic de noi companii listate și anvergura redusă a acestora (conform uzanțelor Federației Europene a Burselor de Valori, capitalizarea bursieră include valoarea de piață a companiilor autohtone). De asemenea, așa cum se poate observa din tabelele prezentate anterior, în unii ani calendaristici, performanța prețurilor acțiunilor (și implicit a indicilor bursieri) a fost inferioară creșterii PIB în termeni nominali, ceea ce a condus la scăderea valorii acestui raport.

Figura 19 Capitalizare bursieră în PIB (%)

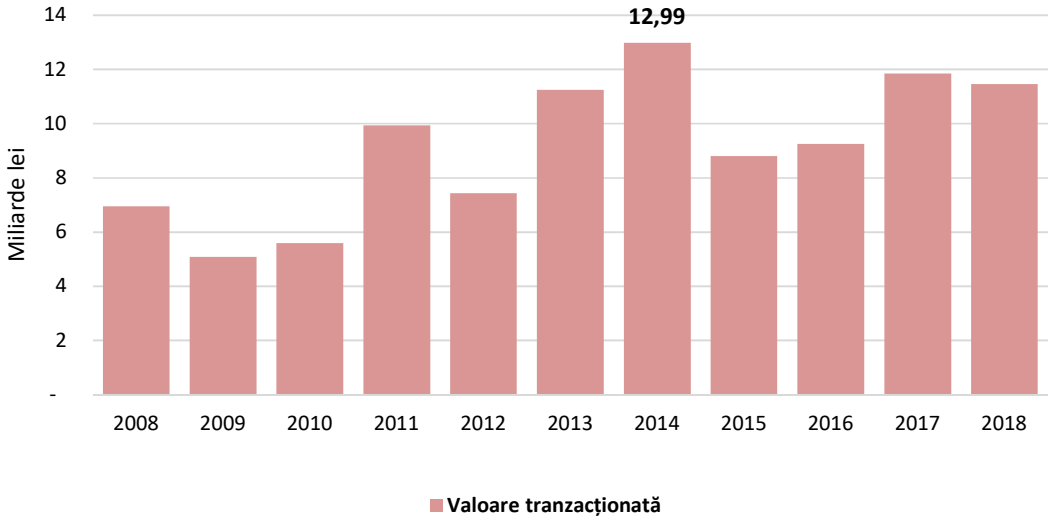


	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Grecia	26,8	33,0	22,3	12,6	17,8	33,2	25,5	21,2	20,0	23,4	18,1
Bulgaria	17,1	16,2	14,4	15,4	12,0	12,2	11,6	9,7	10,3	24,1	24,8
Romania	4,4	6,7	7,8	8,2	9,1	12,4	12,2	10,6	9,9	10,5	9,0
Ungaria	12,3	22,2	20,9	14,4	15,8	14,1	11,4	14,6	18,7	21,2	19,1
Cehia	18,4	21,0	20,4	17,8	17,5	13,9	14,5	14,0	12,6	14,0	11,4
Austria	18,6	27,6	31,7	21,2	25,2	26,4	24,0	25,5	26,7	34,0	26,4
Polonia	17,8	33,2	39,3	28,3	34,6	37,7	34,3	29,3	30,7	36,0	28,2
Germania	31,1	36,6	41,3	33,8	40,9	49,7	48,9	51,5	51,6	57,6	45,3

Sursa: BVB, calcule ASF

Din perspectiva lichidității pieței, cea mai ridicată valoare tranzacționată a fost înregistrată în anul 2014, aproximativ 13 miliarde lei, pentru ca ulterior lichiditatea pieței să se reducă în pofida celor câtorva listări de noi companii care au avut loc în decursul următorilor 4 ani. Printre motivele lichidității reduse se numără absența unor mecanisme funcționale de împrumut de acțiuni (și vânzare în lipsă), capitalizarea redusă a free-float-ului, imobilizarea unor pachete semnificative de acțiuni de către o serie de investitori (ex. fondurile de investiții și de pensii locale, dar și investitori străini de portofoliu).

Figura 20 Evoluția anuală a valorii tranzacțiilor cu titluri de capital la BVB



Sursa: BVB

2.2.2. Intermediarii

La sfârșitul anului 2008 erau înregistrați în Registrul CNVM 858 de intermediari care puteau să desfășoare servicii de investiții financiare: 72 de societăți de servicii de investiții financiare autorizate de CNVM, 13 instituții de credit autohtone, 659 de firme de investiții din state membre și 114 instituții de credit din state membre. Totuși, numărul de intermediari cu contribuție efectivă semnificativă la volumele de tranzacționare ale Bursei de Valori București era mult mai redus, fiind compus în principal din SSIF-urile și instituțiile de credit locale. La acea dată, activitatea firmelor de investiții și instituțiilor de credit din state membre pe piața locală era mai redusă, însă s-a amplificat semnificativ pe măsura trecerii timpului.

Piața locală a serviciilor de investiții financiare s-a consolidat semnificativ în intervalul analizat, ca urmare a presiunii exercitate de tendința permanentă de reducere a costurilor de tranzacționare pentru investitori și de nivelul relativ redus al valorii tranzacționate. În măsura în care cerințele legislative la nivel european și internațional au evoluat și au devenit tot mai numeroase și mai complexe, aceasta a indus o creștere a costurilor de conformare din partea intermediarilor și a necesarului de capital din perspectiva riscului operațional. Totodată, costurile de operare au crescut și ca urmare a creșterii costului cu forța de muncă și a echipamentelor tot mai sofisticate și performante necesare derulării în condiții optime și de siguranță a activităților uzuale. Această dublă presiune (creșterea costurilor și scăderea nivelului comisioanelor) a făcut ca un număr important de intermediari să își înceteze activitatea.

Structura operațiunilor pe piața bursieră locală a fost în permanență dominată de tranzacțiile cu acțiuni (acestea au deținut mereu peste jumătate din valoarea totală tranzacționată), chiar dacă temporar s-au manifestat creșteri ale volumelor de tranzacționare cu obligațiuni, unități de fond, produse structurate sau alte instrumente financiare.

Pentru o lungă perioadă de timp piața reglementată a avut și un segment de piață la termen (atât la Bursa de Valori București, cât și la bursa de la Sibiu, ulterior absorbită de cea dintâi) pe care se puteau tranzacționa contracte futures și opțiuni. Și aceste instrumente au fost oprite de la tranzacționare ca urmare a volumelor și interesului din partea investitorilor tot mai reduse și a costurilor în creștere generate de noile prevederi legislative aplicabile la nivel european.

Deși valoarea tranzacțiilor pe segmentul principal al Bursei de Valori București a fost mai mare în 2018 comparativ cu începutul perioadei analizate (+64%), aceasta este în continuare redusă comparativ cu maximul atins anterior crizei financiare globale (anul 2007) și în scădere chiar comparativ cu anii anteriori (ex. anul 2014).

Tabelul 8 Valoarea tranzacționată segment principal (acțiuni + unități de fond)

Bursa de Valori București	Valoarea tranzacționată (mld. lei)
2008	13,95
2018	22,93

Sursa: BVB

2.2.3. Organisme de plasament colectiv

Una dintre cele mai importante componente ale segmentului investitorilor instituționali locali este reprezentată de organismele de plasament colectiv autorizate în România. Acestea au o istorie chiar mai îndelungată decât cea a Bursei de Valori București, iar printre ele se regăsesc tipuri de entități cu forme foarte variate de organizare (ex. societăți comerciale cu scop investițional, asocieri de persoane)

și de funcționare (ex. organisme de plasament colectiv în valori mobiliare - UCITS conform legislației europene -, respectiv fonduri alternative de investiții – FIA -).

Evoluția acestei piețe a fost influențată în perioada analizată atât de factori structurali (modificări legislative, de exemplu MiFID2), cât și ciclici (ex. creșterea dobânzilor) și conjuncturali (ex. politica de valorificare de active și răscumpărare de acțiuni a Fondului Proprietatea, modificări legislative privind funcționarea SIF-urilor etc.).

După un declin în anii ce au urmat crizei financiare globale, piața organismelor de plasament colectiv a cunoscut în general o dezvoltare consistentă până în anul 2017, când din motive ciclice (creșterea dobânzilor) a intrat într-o perioadă caracterizată prin retrageri nete ale investitorilor și stagnare sau chiar declin al activelor totale.

La finele anului 2008 erau autorizate 52 de fonduri deschise de investiții (FDI) împărțite în 5 categorii: 5 monetare, 10 de obligațiuni, 18 diversificate, 11 de acțiuni și 8 la categoria “altele”. Comparativ cu finele anului 2008, numărul FDI la sfârșitul lunii decembrie 2018 a înregistrat o creștere cu 50%, respectiv s-au înregistrat 26 de fonduri noi. Acestea sunt structurate pe cinci categorii: fonduri de acțiuni (19), fonduri de obligațiuni (24), fonduri diversificate (21), fonduri monetare (1) și fonduri mixte (13: combinație acțiuni-obligațiuni).

Dacă la începutul perioadei analizate investitorii aveau o preferință pentru plasamente în fonduri de acțiuni și fonduri diversificate, ulterior fondurile de obligațiuni au câștigat o cotă semnificativă de piață, ajungând dominante din punctul de vedere al activelor totale. Și în trimestrul IV al anului 2018 se constată menținerea preferinței investitorilor pentru strategii investiționale orientate către instrumente cu venit fix și/ sau instrumente ale pieței monetare. Fondurile deschise și închise de investiții aveau în administrare la finele anului 2008 active nete ce însumau 1.020 milioane lei, valoarea acestora crescând de aproximativ 20 ori la finalul anului 2018 (20.711 milioane lei).

2.3. Piața asigurărilor din România

Piața asigurărilor din România a avut o evoluție pozitivă pe parcursul ultimilor ani din perspectiva volumului de prime brute subscrise și a structurii pieței asigurărilor, cu o tendință de accentuare a diversificării interesului consumatorilor pentru produsele de asigurare, în special pentru segmentul asigurărilor de viață și de sănătate.

Analiza evoluției volumului de prime brute subscrise arată reluarea tendinței de creștere pentru primele brute subscrise de societățile autorizate și reglementate de ASF începând cu anul 2015, după scăderile înregistrate timp de doi ani consecutiv (2013, respectiv 2014). În anul 2018, volumul de prime brute subscrise a depășit pragul de 10 miliarde lei, în creștere cu 4,5% față de anul anterior, respectiv cu peste 13% mai mult față de valoarea înregistrată în 2008.

Figura 21 Evoluția volumului total de prime brute subscrise (asigurări generale și de viață) în perioada 2008 - 2018

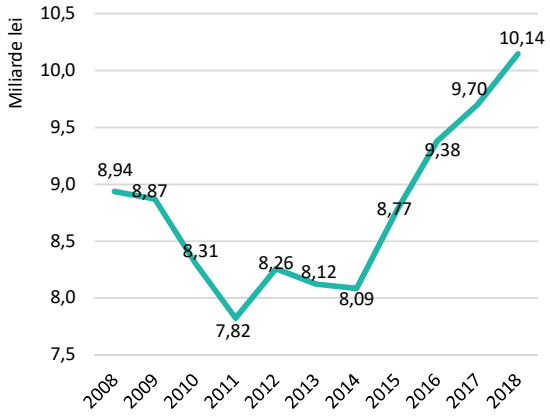
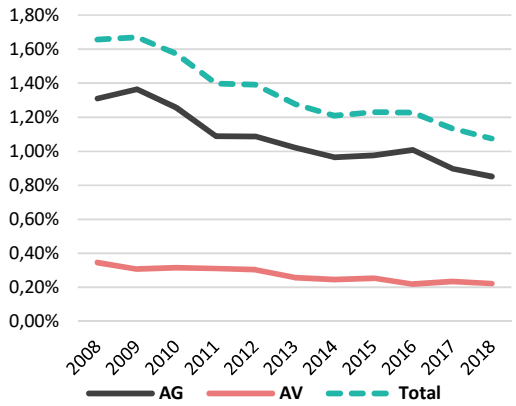


Figura 22 Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB



Sursa: ASF

Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB, unul dintre indicatorii nivelului de dezvoltare a pieței asigurărilor, calculat ca raportul dintre primele brute subscrise de societățile autorizate și reglementate de ASF (nu sunt incluse PBS de sucursale) și produsul intern brut al României, s-a situat în 2018 la o valoare de 1,07%. Deși piața asigurărilor din România a crescut, indicatorul a scăzut pe parcursul ultimilor ani pe fondul unei aprecieri mai rapide a produsului intern brut. Chiar dacă gradul de penetrare a asigurărilor de viață în PIB se menține la un nivel scăzut, se constată totuși o evoluție staționară în acest caz - spre deosebire de tendința de scădere manifestată în cazul segmentului de asigurări generale - datorită creșterilor semnificative înregistrate în special pe parcursul ultimilor doi ani de segmentul asigurărilor de viață.

2.3.1. Evoluția pieței asigurărilor din România

Piața asigurărilor din România rămâne dominată de segmentul asigurărilor generale, cu o pondere semnificativă în volumul total al primelor brute subscrise de societățile de asigurare autorizate și reglementate de ASF, ce a variat între 79% și 82% în perioada 2008 - 2018. Cu toate acestea, se observă o tendință de ușoară scădere a ponderii acestei categorii de asigurări pe parcursul ultimilor doi ani (2017- 2018), pe fondul creșterii interesului românilor față de produsele de asigurări de viață. Astfel că, după un minim al ultimilor zece ani din punct de vedere al ponderii în totalul primelor brute subscrise înregistrat în anul 2016 (18%), segmentul asigurărilor de viață a cunoscut o revenire în ultima perioadă, în anul 2017 depășind pentru prima oară după criza financiară volumul subscris în anul 2008. Deși ca valoare absolută, primele brute subscrise pentru asigurări de viață au cunoscut o tendință ascendentă, raportat la valoarea totală a primelor brute subscrise, acestea au înregistrat procente de 18-22%, fiind aproximativ constante pe parcursul perioadei studiate.

Tabelul 9 Evoluția ponderii activității de asigurare din perspectiva volumului de prime brute subscrise în perioada 2008 – 2018 pe categorii de activități

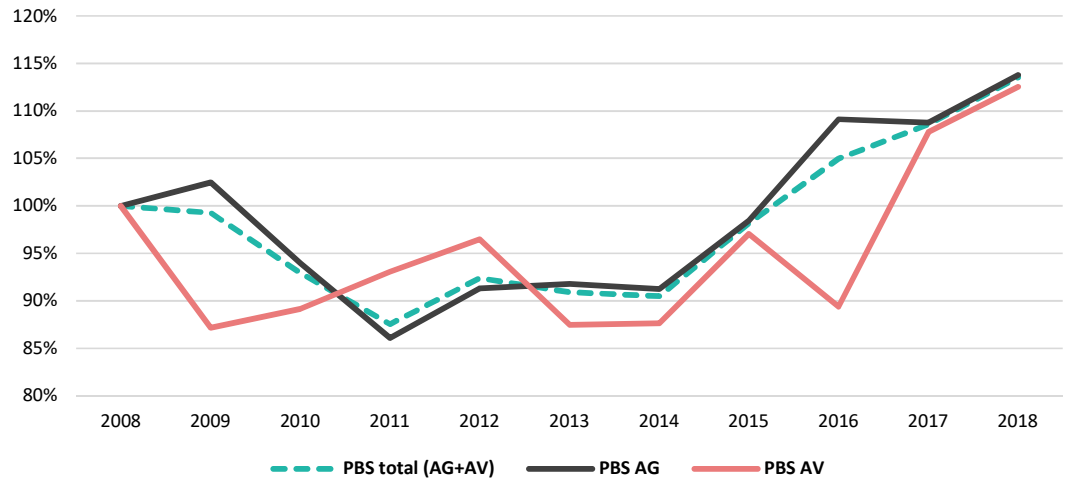
Indicator	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Pondere AG (%)	79%	82%	80%	78%	78%	80%	80%	79%	82%	79%	79%
Pondere AV (%)	21%	18%	20%	22%	22%	20%	20%	21%	18%	21%	21%

2.3.2. Evoluția primelor brute subscrise

Volumul de prime brute subscrise a înregistrat evoluții mixte pe parcursul ultimilor zece ani, cu deprecieri în perioada 2009 – 2011 în cazul activității de asigurări generale, ceea ce a condus la scăderi la nivelul întregii piețe a asigurărilor, având în vedere că segmentul de asigurări generale domină industria locală a asigurărilor. Ulterior, tendința a fost de creștere comparativ cu anul de referință (2008), remarcându-se din acest punct de vedere perioada 2017 – 2018, în care piața locală a asigurărilor a înregistrat cele mai mari aprecieri din perspectiva volumului de prime brute subscrise de societățile autorizate și reglementate de ASF.

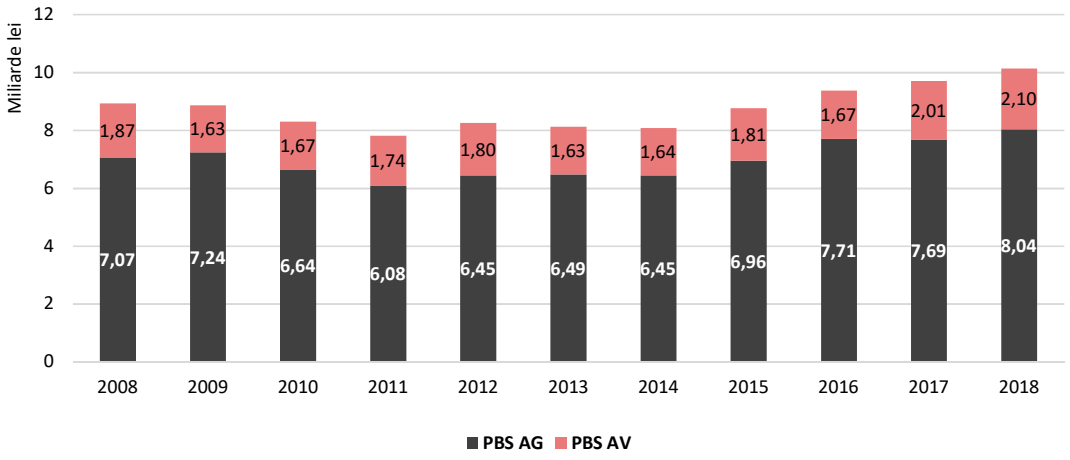
Comparativ cu 2008, perioada 2017 – 2018 a însemnat și o revenire a segmentului de asigurări de viață, întrucât în 2017 a înregistrat pentru prima oară în perioada analizată o creștere față de anul de referință.

Figura 23 Evoluția volumului de prime brute subscrise (2008=100%)



Astfel, volumul de prime brute subscrise se afla în anul 2018 la cel mai mare nivel din ultimii zece ani pentru ambele categorii de asigurare (generale și de viață).

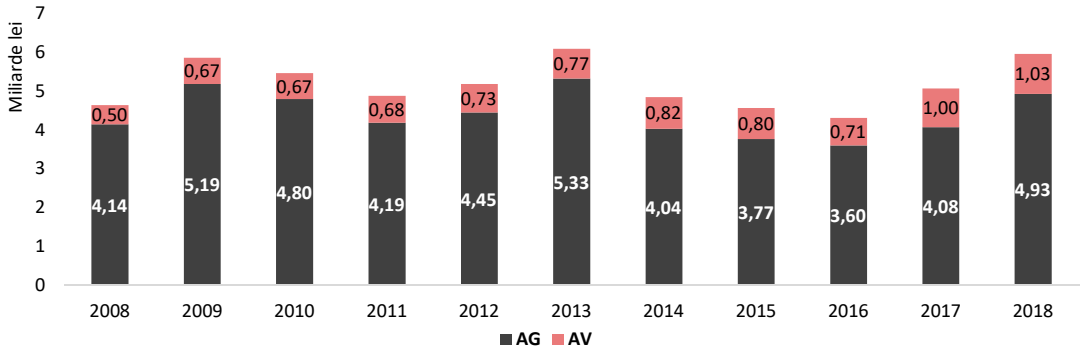
Figura 24 Evoluția volumului de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață în perioada 2008 - 2018



2.3.3. Evoluția indemnizațiilor brute plătite

Volumul total de indemnizații brute plătite a crescut față de anii anteriori, tendința de apreciere accentuându-se în special în perioada 2017 – 2018, odată cu creșterea volumului de prime brute subscrise de societăți și, implicit, a riscurilor preluate de asigurători în această perioadă.

Figura 25 Evoluția volumului de indemnizații brute plătite pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață în perioada 2008 – 2018



O creștere mai accentuată a despăgubirilor plătite se constată pentru activitățile de asigurări generale, ce s-au situat în anul 2018 la o pondere de 61% din volumul total de prime brute subscrise, în timp ce în cazul asigurărilor de viață raportul dintre indemnizațiile brute plătite și primele brute subscrise se situa la un nivel de 49%.

Tabelul 10 Evoluția raportului dintre indemnizațiile brute plătite de societățile de asigurare autorizate și reglementate de ASF și primele brute subsrise de acestea în perioada 2008 - 2018

Indicator	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
IBP/PBS AG	59%	72%	72%	69%	69%	82%	63%	54%	47%	53%	61%
IBP/PBS AV	27%	41%	40%	39%	40%	47%	50%	44%	43%	50%	49%
IBP/PBS total	52%	66%	66%	62%	63%	75%	60%	49%	46%	52%	59%

2.3.4. Concentrarea pe piața asigurărilor din România

Piața asigurărilor din România se caracterizează în general printr-un grad mediu spre ridicat de concentrare, în timp ce, în cazul segmentului de asigurări de viață și cel al asigurărilor auto obligatorii (RCA), se constată un grad ridicat de concentrare. Concentrarea de pe piața asigurărilor se constată atât din punct de vedere al cotelor de piață deținute de asigurători, în funcție de volumul de prime brute subscrise de aceștia, cât și pe clase de asigurare.

Piața asigurărilor rămâne dominată de sectorul asigurărilor auto ce deține o pondere importantă în totalul primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, de circa 72%. Astfel, primele 3 clase din perspectiva volumului de PBS dețin cumulat o pondere de aproximativ 86%, iar celelalte 15 clase de asigurare se situau la un nivel de circa 14%.

Gradul de concentrare a cotelor de piață a crescut semnificativ în ultimii ani în rândul societăților de asigurare, astfel că primele cinci companii au realizat în anul 2018 circa 72,3% din totalul primelor brute subscrise.

Tabelul 11 Cotele de piață ale primelor 10 societăți de asigurare în funcție de volumul primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale

Societate	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CITY INSURANCE	0.4%	1.0%	3.3%	4.1%	4.7%	5.6%	7.5%	10.2%	16.3%	18.5%
OMNIASIG VIG	8.0%	7.9%	7.2%	12.3%	13.6%	13.3%	14.0%	14.0%	13.8%	14.6%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI	16.5%	14.1%	13.3%	12.5%	12.7%	13.8%	13.7%	14.5%	14.2%	14.6%
EUROINS ROMANIA	3.9%	4.5%	4.8%	6.9%	7.8%	7.4%	10.3%	11.2%	14.1%	12.5%
GROUPAMA	6.8%	10.8%	10.7%	11.8%	10.4%	10.3%	10.9%	11.7%	11.6%	12.1%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP	7.7%	6.7%	9.0%	7.9%	7.0%	7.4%	9.2%	12.4%	10.9%	9.1%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE	4.5%	3.3%	3.3%	5.4%	5.5%	6.0%	6.0%	7.4%	7.1%	6.5%
UNIQA	6.9%	6.5%	6.3%	7.8%	8.8%	6.4%	5.2%	6.2%	5.0%	4.4%
GOTHAER	0.2%	0.3%	0.3%	0.6%	1.0%	1.3%	1.2%	1.3%	1.5%	1.9%
PAID	0.0%	0.4%	0.6%	0.4%	0.9%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%

Și pe segmentul asigurărilor de viață gradul de concentrare este ridicat, atât pe clase de asigurare, cât și pe societăți. Astfel, clasele C1 și C3 dețin cumulat o pondere de circa 95% din volumul total de prime brute subscrise pentru întreaga activitatea de asigurări de viață, iar cotele de piață însumate ale primelor 3 societăți (CR3 conform indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței) în funcție de valoarea primelor brute subscrise cumulează o pondere de circa 63%.

Din punct de vedere al evoluției primelor brute subscrise pe clase de asigurări de viață, se observă consolidarea segmentului de asigurări de viață tradiționale, ponderea clasei C1 crescând de la 63% (2009) până la circa 71% (2018), concomitent cu o tendință de scădere a ponderii clasei C3 (asigurări unit-linked) de la 35% până la un nivel de 24%.

Se remarcă, de asemenea, o creștere a interesului consumatorilor pentru asigurările de sănătate asimilabile asigurărilor de viață, clasa A2 înregistrând în anul 2018 o pondere de 5% în totalul primelor brute subscrise pentru asigurările de viață față de anul 2009, când reprezenta doar circa 0,3%.

Tabelul 12 Cotele de piață ale primelor 5 societăți de asigurare în funcție de volumul primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață

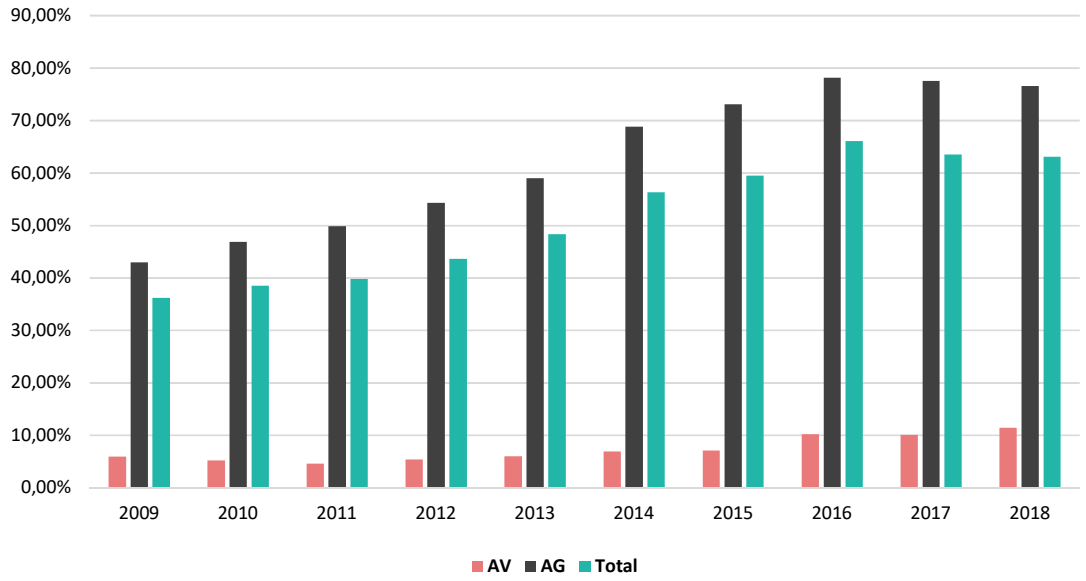
PBS AV	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NN ASIGURARI DE VIATA	32.4%	32.6%	31.9%	30.2%	34.2%	37.5%	35.6%	39.6%	36.6%	36.7%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP	15.7%	18.5%	19.8%	23.6%	13.1%	8.8%	14.8%	14.9%	17.5%	17.4%
BRD ASIGURARI DE VIATA	0.1%	1.1%	2.5%	3.4%	4.3%	4.7%	5.1%	7.1%	6.6%	8.7%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI	5.4%	4.9%	5.0%	5.2%	5.8%	5.9%	5.7%	6.5%	6.7%	6.9%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP	5.5%	5.1%	4.7%	4.7%	5.4%	6.0%	5.8%	7.0%	6.3%	6.4%

2.3.5. Intermediarii

Ponderea primelor intermediate în total prime brute subscrise pentru ambele categorii de activități de asigurare a avut o evoluție relativ staționară pe parcursul ultimilor ani, situându-se în intervalul 63% - 66%.

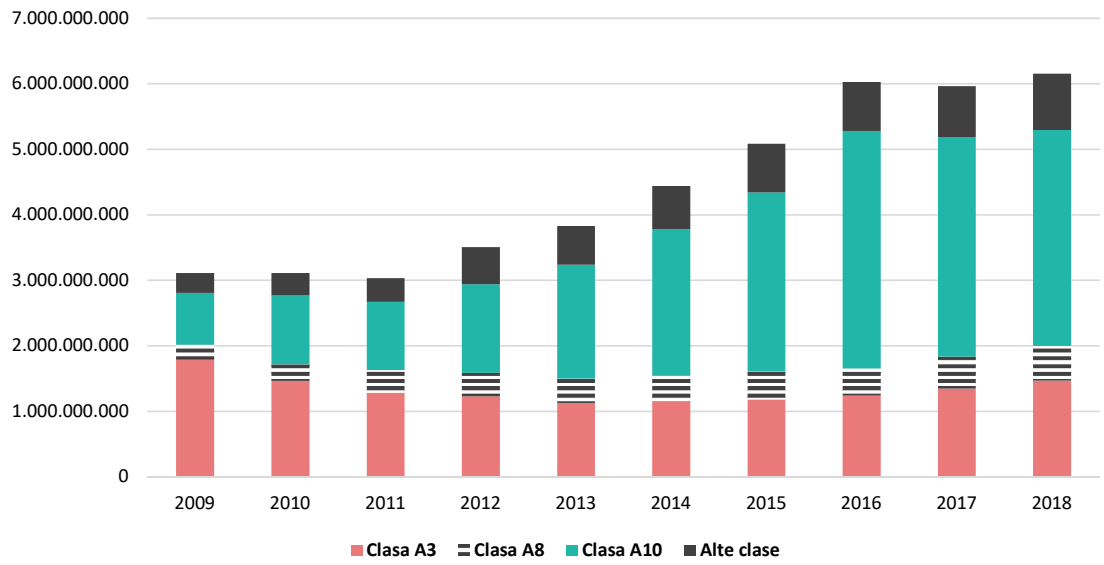
În ceea ce privește intermedierea pe clase de asigurări generale, se remarcă, începând cu anul 2013, o creștere a valorii primelor intermediate pentru clasa A10, ce deține cea mai mare pondere în totalul volumului de prime intermediate pentru activitatea de asigurări generale. În cazul asigurărilor de viață, cea mai mare valoare a primelor intermediate este deținută de clasa C1.

Figura 26 Ponderea primelor intermediate în total prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale și de viață



Nivelul foarte ridicat al intermedierii pe piața asigurărilor generale este atipic pentru piața asigurărilor din Europa și este în mare parte determinat de diversificarea redusă a pieței (ponderea mare a asigurărilor auto și politica de distribuție predominant prin intermediari practicată de principalele companii care activează pe această piață).

Figura 27 Primele intermediate pe clase de asigurări generale (lei)



3. Stabilitatea pieței pensiilor private

Și pe parcursul trimestrului I 2019, piața pensiilor private a rămas cel mai semnificativ segment al pieței financiare nebancare supravegheat de ASF din perspectiva valorii activelor. Astfel, la 31 martie 2019, valoarea totală a activelor sistemului de pensii private a fost de 53,21 miliarde lei, în creștere semnificativă atât comparativ cu trimestrul anterior, cât și cu același trimestru al anului 2018.

Riscurile aferente fondurilor de pensii, atât pentru Pilonul II, cât și pentru Pilonul III se mențin la un nivel foarte redus ca urmare a diversificării și calității plasamentelor deținute de fonduri și a nivelului adecvat de lichiditate.

Tabelul 13 Administratorii și depozitarii fondurilor de pensii private la 31 martie 2019

Administrator	Depozitar	Fond de pensii (PII)	Cotă de piață la 31 martie 2019
NN PENSII SOCIETATE DE ADMINISTRARE A UNUI FOND DE PENSII ADMINISTRAT PRIVAT S.A.	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	Fondul de Pensii Administrat Privat NN	35,60%
ALLIANZ-ȚIRIAC PENSII PRIVATE SOCIETATE DE ADMINISTRARE A FONDURILOR DE PENSII PRIVATE S.A.	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	Fondul de Pensii Administrat Privat AZT VIITORUL TĂU	21,58%
METROPOLITAN LIFE SOCIETATE DE ADMINISTRARE A UNUI FOND DE PENSII ADMINISTRAT PRIVAT S.A.	UNICREDIT BANK S.A.	Fondul de Pensii Administrat Privat METROPOLITAN LIFE	14,22%
AEGON PENSII - SOCIETATE DE ADMINISTRARE A FONDURILOR DE PENSII PRIVATE S.A.	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	Fondul de Pensii Administrat Privat VITAL	9,73%
GENERALI SOCIETATE DE ADMINISTRARE A FONDURILOR DE PENSII PRIVATE S.A.	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	Fondul de Pensii Administrat Privat ARIPI	8,59%
BCR PENSII, SOCIETATE DE ADMINISTRARE A FONDURILOR DE PENSII PRIVATE S.A.	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	Fondul de Pensii Administrat Privat BCR	6,60%
BRD SOCIETATE DE ADMINISTRARE A FONDURILOR DE PENSII PRIVATE S.A.	BANCA COMERCIALĂ ROMÂNĂ SA	Fondul de Pensii Administrat Privat BRD	3,68%

Administrator	Depozitar	Fond de pensii (PIII)	Cotă de piață la 31 martie 2019
NN ASIGURĂRI DE VIAȚĂ S.A.	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	Fondul de Pensii Facultative NN OPTIM	41,42%
BCR PENSII, SOCIETATE DE ADMINISTRARE A FONDURILOR DE PENSII PRIVATE S.A.	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	Fondul de pensii Facultative BCR PLUS	17,93%
NN ASIGURĂRI DE VIAȚĂ S.A.	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	Fondul de Pensii Facultative NN ACTIV	11,26%
ALLIANZ-ȚIRIAC PENSII PRIVATE SOCIETATE DE ADMINISTRARE A FONDURILOR DE PENSII PRIVATE S.A.	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	Fondul de Pensii Facultative AZT MODERATO	11,25%
BRD SOCIETATE DE ADMINISTRARE A FONDURILOR DE PENSII PRIVATE S.A.	BANCA COMERCIALĂ ROMÂNĂ SA	Fondul de Pensii Facultative BRD MEDIO	5,35%
ALLIANZ-ȚIRIAC PENSII PRIVATE SOCIETATE DE ADMINISTRARE A FONDURILOR DE PENSII PRIVATE S.A.	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	Fondul de Pensii Facultative AZT VIVACE	4,28%
S.A.I. RAIFFEISEN ASSET MANAGEMENT S.A.	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	Fondul de Pensii Facultative RAIFFEISEN ACUMULARE	3,96%
CERTINVEST PENSII SOCIETATE DE ADMINISTRARE A FONDURILOR DE PENSII FACULTATIVE S.A.	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	Fondul de Pensii Facultative PENSIA MEA	3,23%
GENERALI SOCIETATE DE ADMINISTRARE A FONDURILOR DE PENSII PRIVATE S.A.	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	Fondul de Pensii Facultative STABIL	0,97%
AEGON PENSII - SOCIETATE DE ADMINISTRARE A FONDURILOR DE PENSII PRIVATE S.A.	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	Fondul de Pensii Facultative AEGON ESENȚIAL	0,35%

Așa cum reiese și din tabelul de mai sus, în prezent, pe piața fondurilor de pensii, serviciile de depozitare a activelor sunt oferite de trei instituții de credit autorizate de BNR: BRD, care deține cea mai ridicată pondere a activelor, de aproximativ 82%, UniCredit-14% și BCR-4%. Așadar, gradul de concentrare se menține ridicat pe acest segment de piață, atât din cauze structurale ce țin de mecanismele de funcționare a sistemului și de caracteristicile acestuia, cât și ca urmare a evoluției sale în timp. Nivelul ridicat de concentrare reprezintă principala preocupare din perspectiva riscurilor operaționale pentru acest segment de piață.

3.1. Structura plasamentelor fondurilor

O caracteristică permanentă de-a lungul timpului a sistemului de pensii private din România a reprezentat-o prudența reflectată în gradul foarte redus de risc al plasamentelor fondurilor. Cea mai mare pondere în portofoliile fondurilor de pensii private a fost în permanență deținută de instrumentele financiare cu venit fix (în special titluri de stat, urmate de obligațiuni supranaționale, municipale și corporative). Nivelul mai ridicat al ratelor de dobândă din România în raport cu statele vest-europene a reprezentat așadar un avantaj important pentru fondurile de pensii locale din perspectiva deținerilor importante de obligațiuni. Chiar dacă în ultimii ani structura plasamentelor a cunoscut o ușoară diversificare, ponderea instrumentelor cu venit fix depășește chiar și în prezent nivelul de 71% din total.

Tabelul 14 Structura activelor fondurilor de pensii (%activ total)

Data	Activ total sistem	Instrumente cu venit fix	Acțiuni	Alte instrumente financiare
12/31/2009	2.590.174.787	82,84%	9,60%	7,56%
12/31/2010	4.662.909.398	80,09%	12,35%	7,55%
12/31/2011	6.857.165.501	75,88%	10,83%	13,29%
12/31/2012	10.242.225.015	82,16%	11,41%	6,43%
12/31/2013	14.759.162.156	72,55%	15,56%	11,89%
12/31/2014	20.168.723.461	73,86%	19,24%	6,89%
12/31/2015	25.940.346.056	72,14%	19,29%	8,57%
12/31/2016	32.987.963.939	70,34%	18,84%	10,82%
12/31/2017	41.549.104.194	67,80%	19,83%	12,37%
12/31/2018	49.601.614.833	71,22%	17,56%	11,22%
3/31/2019	53.218.808.636	71,01%	18,44%	10,55%

Sursa: ASF

În anul 2013, fondurile de pensii private au trecut la evaluarea portofoliilor de obligațiuni prin marcare la piață, renunțând la modelul de evaluare liniară pe baza calculului dobânzii cuvenite și neîncasate încă, ce a fost utilizat în primii 5 ani de funcționare a sistemului. Modificarea a adus un plus de transparență și alinierea la cele mai bune practici în domeniu la nivel european și internațional, iar datorită structurii prudente a plasamentelor, volatilitatea unității de fond nu a sporit semnificativ.

Majoritatea plasamentelor fondurilor de pensii sunt efectuate local și denominate în lei (acțiuni listate la Bursa de Valori București, obligațiuni ale statului român, obligațiuni municipale și corporative locale etc.). De aceea, nivelul în general mai ridicat al randamentelor obligațiunilor denominate în lei comparativ cu cel al instrumentelor similare emise în alte valute, coroborat cu performanța predominant pozitivă a pieței bursiere locale, au condus la obținerea de către fondurile de pensii private a unor randamente consistente și în general superioare inflației.

La nivel agregat de piață, structura plasamentelor fondurilor de pensii administrate privat (Pilonul II) se menține orientată preponderent către titluri de stat (în proporție de peste 61%). Următoarea clasă de active ca importanță în portofoliile fondurilor este reprezentată de investițiile în acțiuni listate cu o pondere de circa 18%. Așadar, din perspectiva investițională principalele tipuri de riscuri la care sunt expuse fondurile de pensii sunt riscul de credit și riscul de piață:

- Riscul de credit este redus datorită calității ridicate a emitenților instrumentelor cu venit fix deținute de fonduri, majoritatea fiind obligațiuni suverane și obligațiuni emise de instituții financiare internaționale. Ponderea depozitelor la instituții de credit și a obligațiunilor corporative (cu rating investițional) este de circa 14%;
- Riscul de piață este compus în principal din riscul de dobândă, riscul de „spread" (riscul ca valoarea plasamentului în obligațiuni să se diminueze în valoare ca urmare a deteriorării percepției pieței asupra calității emitentului), riscul de scădere a prețurilor acțiunilor și riscul valutar. La rândul său, riscul de scădere a prețurilor acțiunilor este compus din riscul sistematic de piață și riscul individual aferent emitenților ale căror acțiuni sunt deținute în portofoliu.

În vreme ce riscul de dobândă și riscul sistematic de piață depind de elemente ale climatului investițional general, la nivel local și internațional, ieșind din sfera de influență a administratorilor fondurilor, componentele privind riscul de spread și riscul individual („idiosincratic") sunt gestionate la un nivel adecvat prin intermediul politicilor de diversificare a portofoliilor aplicate de managerii fondurilor, în conformitate cu legislația aplicabilă și cu bunele practici în domeniu.

La 31 martie 2019, din perspectiva țării de origine a emitenților instrumentelor financiare deținute în portofoliile fondurilor de pensii private (Pilon II+Pilon III), o pondere de circa 88% este aferentă plasamentelor unor emitenți din România.

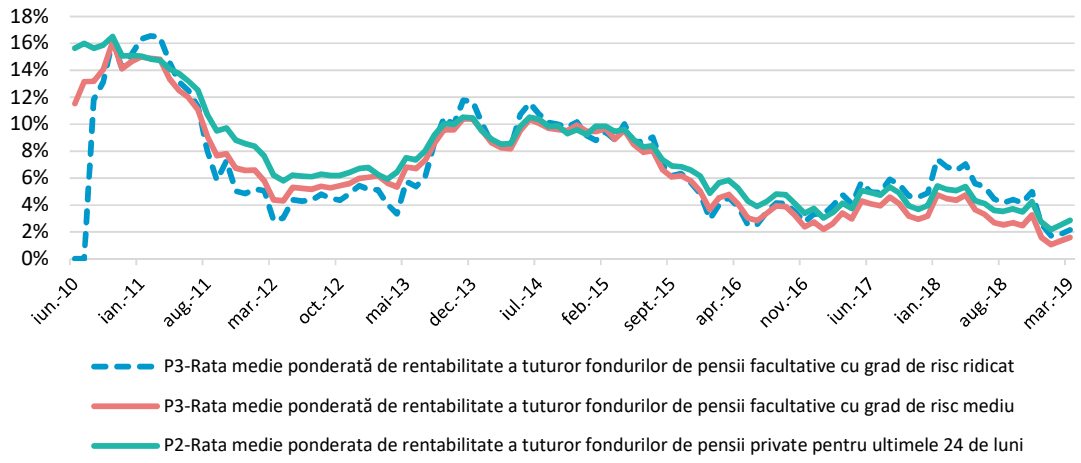
Având în vedere expunerea limitată pe instrumente financiare denominate în valută (din care cea mai mare parte este aferentă unor instrumente denominate în EUR, aproximativ 7%) și politicile active de hedging utilizate de managerii fondurilor, riscul valutar se situează și în trimestrul I 2019 la un nivel foarte redus.

3.2. Randamentele unităţilor de fond

Indicatorul principal de performanță a fondurilor de pensii private (conform legislației în vigoare) este rata medie ponderată de rentabilitate pentru ultimele 24 de luni consecutive. Media acesteia pentru toate fondurile de pensii administrate privat, prezentată în graficul de mai jos, a atins un punct de maxim în octombrie 2010 (16,52%), după care a urmat o tendință descrescătoare aliniată evoluției indicatorilor piețelor financiare locale, până la un nivel minim, de 2,18%, consemnat în luna ianuarie 2019.

O dată cu trecerea la evaluare prin marcare la piață în cursul anului 2013, elementele principale care influențează randamentele (anualizate) ale fondurilor de pensii private sunt evoluțiile prețurilor de piață ale obligațiunilor și acțiunilor.

Figura 28 Evoluția ratelor de rentabilitate a fondurilor de pensii private (%activ total)



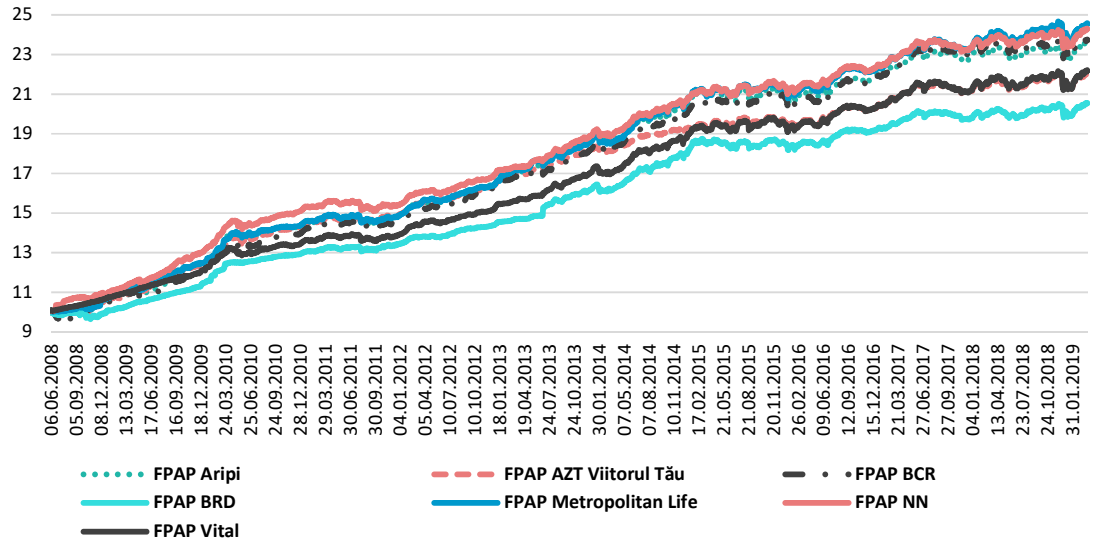
Sursa: ASF

Astfel, chiar dacă o obligațiune are o anumită rată a cuponului fixă și este deținută până la scadență, în plus față de dobânzile încasate periodic de către fond ca urmare a acestei dețineri, valoarea la care obligațiunea respectivă este evaluată în activul fondului fluctuează zilnic în funcție de prețul de piață al acesteia. Această componentă de piață are o influență importantă asupra variației pe termen scurt și mediu a randamentelor fondurilor, similar celei pe care o au prețurile acțiunilor deținute în raport cu dividendele încasate aferent acestora.

De aceea, creșterea recentă a volatilității piețelor financiare are o influență și asupra evoluției valorilor unităților de fond, atenuată însă de trei factori foarte importanți: buna diversificare a portofoliilor de acțiuni și obligațiuni, durata redusă (în medie) a portofoliilor de obligațiuni și fluxul continuu și semnificativ al contribuțiilor nete lunare încasate de fonduri.

Coroborând cele de mai sus cu tendințele recente pe piețele financiare, s-a putut observa în trimestrul I 2019 o creștere a volatilității valorilor unităților de fond pentru fondurile de pensii și o continuare a tendinței de moderare a ratelor anualizate de rentabilitate, care însă s-au menținut pozitive.

Figura 29 Evoluția VUAN-ului fondurilor de pensii din Pilonul II



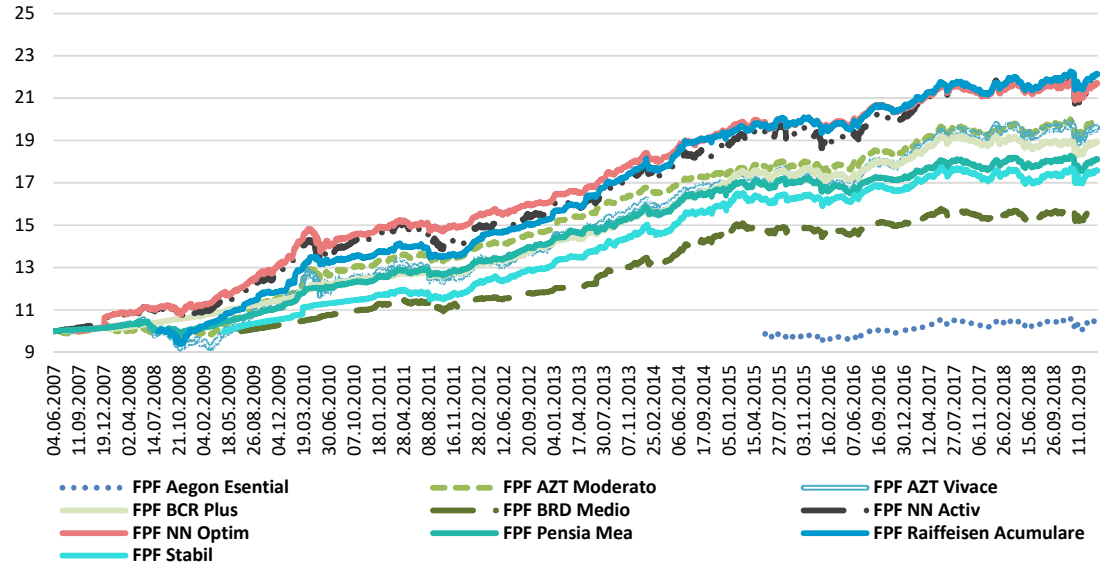
Pe termen lung, aferent întregii perioade de funcționare a fondurilor de pensii private, rentabilitatea anualizată a acestora se menține la nivel ridicat, așa cum rezultă din tabelul prezentat mai jos.

Figura 30 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la 31 martie 2019

FPAP Aripi	FPAP AZT Viitorul Tău	FPAP BCR	FPAP BRD	FPAP Metropolitan Life	FPAP NN	FPAP Vital
8,11%	7,54%	8,14%	6,84%	8,55%	8,44%	7,53%

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.

Figura 31 Evoluția VUAN-ului fondurilor de pensii din Pilonul III



Tabelul 15 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la 31 martie 2019

FPF Aegon Esential	FPF AZT Moderato	FPF AZT Vivace	FPF BCR Plus	FPF BRD Medio	FPF NN Activ	FPF NN Optim	FPF Pensia Mea	FPF Raiffeisen Acumulare	FPF Stabil
1,715%	5,929%	5,845%	5,486%	4,682%	6,637%	6,823%	5,075%	7,615%	5,764%

3.3. Garantarea drepturilor participanților

Sistemul de pensii private din România include multiple mecanisme de protecție a participanților care abordează limitarea riscurilor din diferite perspective: segregarea activelor, limitări prudențiale ale politicii investiționale, rolul important de păstrare în siguranță a activelor și verificare a legalității operațiunilor exercitate de depozitar, supravegherea exercitată de ASF, cerințele prudențiale pentru administratorii fondurilor, existența unui fond de garantare pentru participanți etc.

Dintre acestea, un rol considerabil îl are Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private, care compensează pierderile participanților și/sau beneficiarilor la fondurile de pensii private, atât în perioada de acumulare a contribuțiilor, cât și după deschiderea dreptului la pensie, provenite din incapacitatea administratorilor sau a furnizorilor de pensii de a onora obligațiile asumate și asigură plata drepturilor participanților ori ale beneficiarilor la fondurile de pensii private, în cazul imposibilității asigurării lor de către administratori sau furnizorii de pensii private, după caz.

Compensațiile vor fi plătite numai în condițiile în care administratorii de fonduri și furnizorii de pensii nu vor avea capacitatea de a-și onora obligațiile. Însă, până la utilizarea resurselor Fondului de Garantare, legislația care stă la baza sistemului de pensii private prevede instituirea unor măsuri preventive și anume supravegherea specială, rata minimă de rentabilitate, dar și resurse de compensare a eventualelor pierderi de activ net, precum provizionul tehnic, constituit din resursele proprii ale administratorilor.

Legea nr. 187/2011 și Norma nr. 21/2017, care modifică Norma nr. 2/2013, sunt principalele reglementări care stabilesc regulile de calculare și constituire a necesarului pentru compensarea pierderilor participanților și ale beneficiarilor la fondurile de pensii administrate privat și la fondurile de pensii facultative.

Potrivit legii, fondurile de pensii private nu pot falimenta, doar administratorii lor putând intra în această situație. Însă, datorită separării banilor fondului de cei ai administratorului, fondul nu va fi afectat de un eventual faliment al societății de administrare.

Administratorii au obligația de constituire a provizioanelor tehnice, acel volum adecvat de lichidități, corespunzător angajamentelor financiare asumate, care vor acoperi riscurile biometrice: deces, invaliditate și longevitate și/sau nivelele stabilite ale pensiilor, dacă acestea sunt prevăzute în schemele de pensii administrate privat.

Fondul este destinat acoperirii unor riscuri imprevizibile și care nu sunt acoperite de provizionul tehnic. Orice persoană care întrunește condițiile de eligibilitate specifice poate participa la mai multe fonduri de pensii facultative, atât timp cât contribuțiile lunare însumate nu depășesc 15% din venitul salarial brut. În sistemul Pilonului II se poate contribui la un singur fond de pensii administrat privat.

3.4. Provizioane tehnice și indicatori financiari ai administratorilor

Din arhitectura mecanismelor de protecție a participanților la sistemul de pensii private din România fac parte și cerințele financiare prudențiale 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 principal 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.

Tabelele prezentate mai jos arată evoluția pozitivă în timp a valorii activelor constituite de administratori pentru a acoperi valoarea calculată a provizioanelor tehnice și calitatea ridicată a acestora. Nivelul acestor active este semnificativ mai redus în cazul Pilonului III atât din cauza valorii mai mici a activelor fondurilor, cât și a faptului că numai o parte dintre acestea oferă participanților garanția contribuțiilor nete efectuate.

Tabelul 16 Valoarea activelor care acoperă provizionul tehnic în Pilonul II (lei)

	Dec. 2016	Dec. 2017	Dec. 2018	Mar. 2019
Depozite și conturi curente	33.513.619	47.816.564	86.828.757	101.004.701
Titluri de stat	77.310.015	127.711.851	207.333.695	260.032.765
Total Pilon II	**110.823.634**	**175.528.415**	**294.162.452**	**361.037.466**

Tabelul 17 Valoarea activelor care acoperă provizionul tehnic în Pilonul III (lei)

	Dec. 2016	Dec. 2017	Dec. 2018	Mar. 2019
Depozite și conturi curente	1.081.254	856.658	1.216.837	1.462.772
Titluri de stat	5.055.913	7.678.075	9.079.528	14.078.550
Total Pilon III	**6.137.168**	**8.534.733**	**10.296.366**	**15.541.322**

3.5. Potențiale riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private

Riscurile aferente stabilității și bunei funcționări a fondurilor de pensii se mențin la niveluri foarte scăzute. Mecanismul de funcționare a sistemul de pensii private de tip contribuții definite cu garanții (la nivelul sumei contribuțiilor) exclude din start riscul de solvabilitate care constituie principala preocupare în cazul sistemelor de pensii bazate pe definirea beneficiilor (predominante încă în Europa atât ca număr, cât și ca active).

De asemenea, o serie de alte riscuri relevante pentru acest domeniu (ex. riscul privind o eventuală rată insuficientă de înlocuire a venitului din perioada activă cu cel din pensia privată sau riscul de lichiditate) nu sunt aplicabile deocamdată în cazul sistemului de pensii private din România datorită maturității încă reduse a acestuia și ponderii încă nesemnificative a participanților aflați aproape de momentul pensionării la limită de vârstă.

În contextul în care riscul de credit este diminuat în cazul tuturor fondurilor printr-o calitate ridicată a titlurilor de credit deținute (în principal obligațiuni suverane), riscuri relevante pentru piața pensiilor private din România rămân cele din sfera riscului de piață (privind posibile fluctuații adverse ale prețurilor activelor financiare aflate în portofoliile fondurilor, în prezent fiind gestionat printr-o diversificare adecvată), a riscului de lichiditate a pieței (în principal, valoarea redusă a tranzacțiilor la bursa locală și insuficienta diversificare a categoriilor de emitenți și de instrumente financiare disponibile) și riscului de concentrare a serviciilor de administrare și serviciilor de depozitare a activelor fondurilor. Acesta din urmă reprezintă principala preocupare, fiind atent monitorizat, dar dificil de diminuat, fără a induce alte riscuri, având în vedere cauzele structurale specifice acestei piețe (valabile inclusiv la nivel european).

4. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare

Piața instrumentelor și investițiilor financiare este a doua ca mărime dintre cele supravegheate de ASF, din perspectiva valorii activelor entităților supravegheate, dar totodată și cea mai complexă din perspectiva numărului mare de tipuri de entități ce acționează pe această piață, a mecanismelor foarte diferite de funcționare a acestora, a legislației foarte bogate și variate la nivel european, internațional și, implicit, și la nivel local.

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

- organismele de plasament colectiv[2] (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[3] (OPCVM - de regulă, fonduri deschise de investiții, de diferite tipuri, inclusiv fonduri de piață monetară[4] sau fonduri tranzacționate la bursă[5])
    - fondurile de investiții alternative[6] (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), 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.

Această piață în ansamblul său, dar mai ales componenta de piață bursieră, este extrem de importantă pentru stabilitatea pieței financiare nebancare datorită faptului că majoritatea entităților ce acționează pe celelalte componente ale acestei piețe dețin plasamente în instrumente tranzacționate.

De asemenea, piața bursieră este dinamică și sensibilă la factori externi, reacționând rapid la știri și evenimente economice, sociale, geopolitice locale și internaționale. Piața bursieră este totodată una dintre puținele componente ale sistemului financiar nebancar unde psihologia de grup a participanților poate avea un impact major și determinant asupra evoluției principalelor variabile ale pieței, putând determina tendințe altminteri nejustificate economic sau fundamental, care pot afecta stabilitatea financiară datorită interconectării semnificative cu celelalte segmente ale sistemului.

---

2 „collective investment scheemes - CIS" în literatura de specialitate și legislația europeană
3 „undertakings for collective investment in trasferable securities" - UCITS
4 „money market funds" - MMFs
5 „exchange traded funds" - ETFs
6 „alternative investment funds" - AIF

4.1. Organismele de plasament colectiv

În cadrul acestei componente a pieței de capital, de-a lungul timpului își derulau activitatea următoarele entități autorizate:

Tabelul 18 Numărul de OPC și SAI

Categorie entitate	31.12.2008	31.12.2018	31.03.2019
	Nr. entități	**Nr. entități**	**Nr. entități**
Societăți de administrare a investițiilor	22	18	18
Fonduri deschise de investiții	52	78	79
Fonduri închise de investiții	11	24	24
Societăți de investiții financiare	5	5	5
Fondul Proprietatea	1	1	1
Depozitari	9	4	4

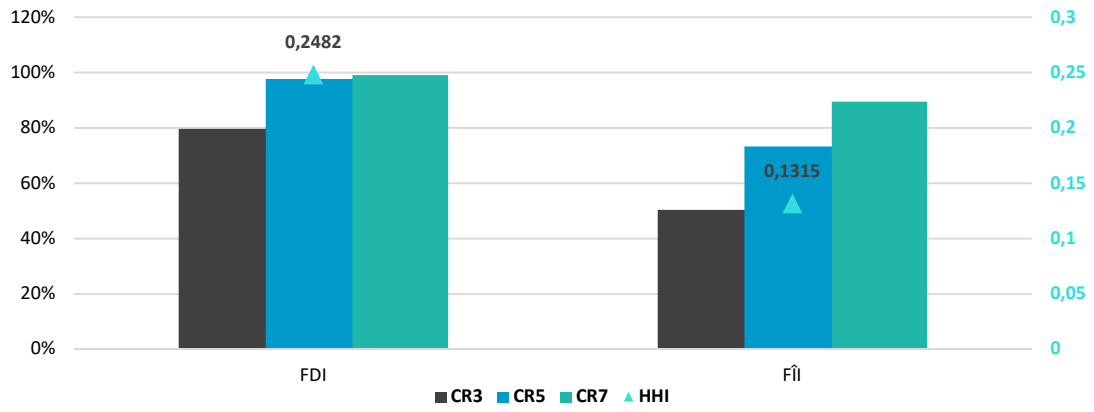
Tabelul 19 Depozitarii activelor OPC

Depozitar	Total active 31.03.2019 (lei)
BRD – Groupe Société Générale SA	25.385.583.671
Banca Comercială Română SA	7.055.264.469
RAIFFEISEN BANK SA	6.937.688.767
UNICREDIT ȚIRIAC BANK SA	216.174.958
TOTAL ACTIVE	**39.594.711.865**

Sursa: ASF

Gradul de concentrare pe piața serviciilor de depozitare a activelor fondurilor de investiții este ridicat, iar în cazul administratorilor fondurilor închise de investiții, gradul de concentrare este mediu. Pentru piața fondurilor deschise de investiții, analizată din perspectiva activelor administrate de SAI-uri, indicele Herfindahl-Hirschman are valoarea de 0,2482, ceea ce arată un grad ridicat de concentrare. Acest lucru este confirmat și de indicatorii CR („concentration rate", de exemplu CR3=gradul de concentrare pentru primele trei SAI-uri, după activul net).

Figura 32 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 31.03.2019)



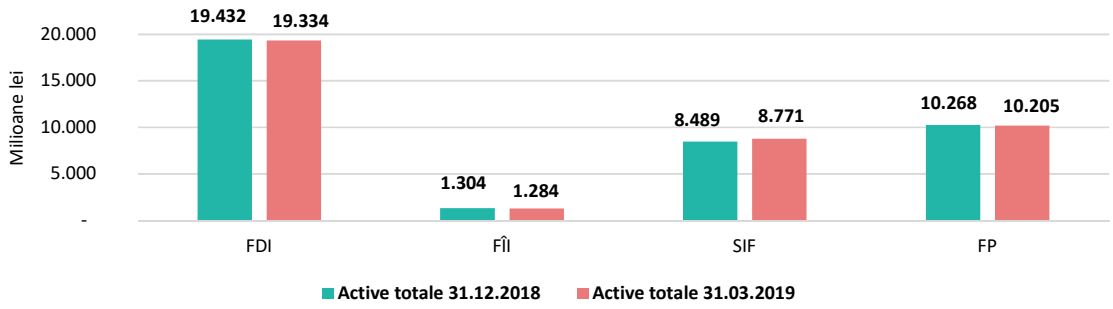
Sursa: ASF

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

Valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România a fost de 39,59 miliarde lei la data de 31 martie 2019, în creștere cu circa 0,26% comparativ cu nivelul consemnat la finele lunii decembrie 2018.

O analiză pe categorii de organisme de plasament colectiv arată că, la finalul trimestrului I 2019, activele totale ale fondurilor deschise de investiții (FDI) s-au majorat cu aproximativ 101 milioane lei față de finele lunii decembrie 2018. Societățile de investiții financiare înregistrează o majorare a activelor totale cu aproximativ 282 milioane lei, adică 3,3%, iar în cazul Fondului Proprietatea s-a constatat o scădere a activului total, ca urmare a desfășurării programelor de răscumpărare și anulare de acțiuni. În cazul FDI și SIF creșterile activelor sunt în parte explicate de evoluția pozitivă a prețurilor acțiunilor listate pe parcursul acestui trimestru.

Figura 33 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC



Sursa: ASF

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

Pe ansamblul pieței, structura consolidată a investițiilor tuturor organismelor de plasament colectiv indică totuși o preferință pentru instrumentele cu venit fix/instrumente ale pieței monetare a căror valoare totală este de circa 19,62 miliarde lei, consemnând o pondere de circa 50% din activul cumulat al OPC. Investițiile în acțiuni la nivelul întregii piețe sunt în valoare de 18,64 miliarde lei, reprezentând aproximativ 47% din activul total al OPC.

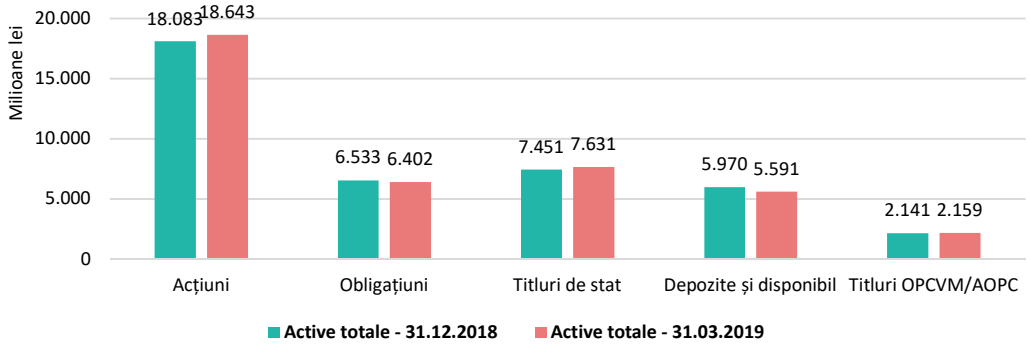
Tabelul 20 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei)

Active totale - 31.03.2019	Fd. deschise	Fd. închise	SIF-uri	FP	TOTAL
Acțiuni	769.635.845	929.387.476	7.269.344.163	9.674.941.761	**18.643.309.245**
Obligațiuni	6.115.929.432	55.508.874	230.518.965	-	**6.401.957.271**
Titluri de stat	7.564.890.140	0	-	66.431.963	**7.631.322.104**
Depozite și disponibil	4.851.556.571	114.498.604	230.434.418	394.951.010	**5.591.440.603**
Titluri OPCVM/AOPC	1.102.045.726	137.538.265	919.897.705	-	**2.159.481.696**
Altele	-1.069.730.632	47.527.977	120.697.158	68.706.444	**-832.799.054**

Sursa: ASF

La 31 martie 2019 față de finalul anului 2018, se constată o majorare a valorii investițiilor făcute în acțiuni (+3,10%), titluri de stat (+2,42%) și a plasamentelor în titluri OPCVM/AOPC (+0,85%), concomitent cu o depreciere a depozitelor și disponibilităților cu 6,34%, respectiv cu 2% în cazul obligațiunilor.

Figura 34 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC



Sursa: ASF

La sfârșitul lunii martie 2019, își desfășurau activitatea 79 de fonduri deschise de investiții, structurate pe cinci categorii: fonduri de acțiuni (19), fonduri de obligațiuni (26), fonduri diversificate (21) și fonduri mixte (13: combinație acțiuni-obligațiuni). Având în vedere numărul ridicat de fonduri de obligațiuni și valoarea activelor nete ale acestora, se constată menținerea preferinței investitorilor și în trimestrul I al anului 2019 pentru strategii investiționale orientate către instrumente cu venit fix și/ sau instrumente ale pieței monetare.

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 21 Structura activelor nete pe categorii de FDI

FDI funcție de politica investițională	Activ net 31.12.2018 (lei)	Activ net 31.03.2019 (lei)
Fonduri de acțiuni	598.334.414	624.819.435
Fonduri diversificate	3.919.533.165	3.936.641.470
Fonduri de obligațiuni	14.224.982.174	14.316.328.097
Fonduri monetare	234.108.591	-
Fonduri mixte	432.323.219	435.744.130
TOTAL	19.409.281.562	19.313.533.132

Cea mai ridicată pondere în activul net cumulat al FDI este deținută de fondurile de obligațiuni, circa 74%. Fondurile diversificate ocupă locul al doilea din punct de vedere al cotei de piață, deținând o pondere de aproximativ 20% în activele nete cumulate ale FDI.

În ceea ce privește structura portofoliilor FDI, aceasta 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 (39,13%), fiind urmate de obligațiunile corporative cotate (27,98%). De asemenea, depozitele bancare dețin în continuare o pondere ridicată în activul total (22,9%).

Având în vedere aceste caracteristici, principalele riscuri la care este expusă piața fondurilor deschise de investiții rămân în continuare riscul de piață, riscul de credit și riscul de concentrare a contrapartidelor. Riscul de credit este gestionat la un nivel redus având în vedere ponderea ridicată a obligațiunilor suverane în portofoliile de instrumente cu venit fix ale fondurilor. Riscul de piață constituie însă o preocupare, normală având în vedere profilul de investitori instituționali al acestor entități, acesta fiind gestionat în principal prin diversificare și prin hedging (în cazul riscului privind evoluția cursului de schimb).

Numărul fondurilor închise de investiții a fost de 24 la data de 31 martie 2019. Din punct de vedere al numărului de fonduri, pe primul loc se situează fondurile diversificate (12).

Numărul total al participanților la fondurile închise de investiții (persoane fizice și persoane juridice) era de 88.859 de investitori la 31 martie 2019, fiind mult mai redus față de cel al participanților la FDI (294.553), ca urmare a faptului că structura portofoliilor FÎI include și instrumente mai puțin lichide ce implică un grad mai mare de risc, deci se adresează investitorilor avizați și presupun posibilități mai restrânse de lichidare a participațiilor. Totodată, reglementarea și supravegherea fondurilor deschise sunt mult mai stricte, ceea ce conferă investitorilor mai multă încredere. O parte dintre fondurile închise sunt, însă, listate la Bursa de Valori București, similar fondurilor deschise de tip ETF, ceea ce echilibrează lichiditatea mai redusă specifică fondurilor închise.

Dintre categoriile de fonduri închise de investiții, fondurile diversificate sunt cele mai bine reprezentate din punct de vedere al valorii activului net (dețin o pondere de aproximativ 49% în activul net cumulat al FÎI), ceea ce arată că interesul investitorilor în fonduri închise pentru această clasă de active este semnificativ. Din punct de vedere al cotei de piață, fondurile diversificate sunt urmate de cele de acțiuni (27,8% din activul net). Astfel, la finalul trimestrul I 2019, circa 77% din totalul activelor nete administrate de FÎI sunt coordonate de fondurile de acțiuni și de cele diversificate. Activul net al fondului închis de obligațiuni, în valoare de 1,20 milioane lei, reprezenta doar 0,1% din activul net cumulat al FÎI.

Din perspectiva structurii plasamentelor FÎI, se constată că acestea sunt orientate cu precădere spre investițiile în acțiuni, ce dețin o pondere de aproximativ 72% din activul total al FÎI, dintre care circa 68% din activul total reprezintă plasamente în acțiuni cotate. De asemenea, se menține preferința mult mai redusă pentru strategiile investiționale orientate către instrumentele cu venit fix. Astfel, investițiile în obligațiuni dețin o pondere de aproximativ 3% din activul total.

La finele trimestrului I 2019 comparativ cu sfârșitul anului 2008, activele nete cumulate ale SIF-urilor au înregistrat o majorare cu circa 45%, iar societățile de investiții financiare care au înregistrat aprecieri ale activului net sunt SIF1, de circa 128%, SIF2, de circa 92%, și SIF5, de circa 70%. Totodată, societățile care au înregistrat diminuări ale activului net au fost SIF3 și SIF4.

Tabelul 22 Evoluția sintetică a celor cinci societăți de investiții financiare

DATA	Indicatori	SIF1 Banat-Crișana	SIF2 Moldova	SIF 3 Transilvania	SIF4 Muntenia	SIF5 Oltenia
31.12.2008	VUAN (lei)	1,843	1,845	1,223	1,721	1,945
	Preț de piață	0,545	0,530	0,272	0,625	0,585
	Discount (%)	70,42%	71,28%	77,75%	63,69%	69,92%
	Activ net (mld. lei)	1,011	0,958	1,335	1,389	1,128
31.03.2019	VUAN (lei)	4,4488	1,8369	0,4795	1,6591	3,3027
	Preț de piață	2,1000	1,2040	0,2485	0,6320	2,0950
	Discount (%)	52,80%	34,45%	48,18%	61,91%	3,57%
	Activ net (mld. lei)	2,302	1,821	1,040	1,339	1,916
	Nr. acțiuni emise	517.371.068	991.113.939	2.162.443.797	807.036.515	580.165.714

Sursa: ASF, BVB, Rapoarte SIF

La finele lunii martie 2019, nivelul cumulat al activelor nete ale SIF a fost de 8,42 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 45% față de valoarea activelor nete înregistrate în anul 2008 (5,82 miliarde lei), fără a lua în calcul dividendele consistente plătite acționarilor pe parcursul acestei perioade.

La sfârșitul lunii martie 2019, investițiile în acțiuni dețin cea mai ridicată pondere în activul total cumulat al SIF-urilor (aproximativ 82,88%), aceasta fiind o caracteristică observată pe termen lung ce se află în concordanță cu profilul investițional al SIF-urilor și Fondului Proprietatea.

Valoarea totală a activelor nete administrate de Fondul Proprietatea era de 10,20 miliarde lei la finalul lunii martie 2019, în scădere cu aproximativ 1% față de luna decembrie 2018. Datorită programelor de răscumpărare derulate, FP deține la diverse momente de timp și acțiuni proprii de care se ține seama în determinarea VUAN-ului. Astfel, la finele lunii martie 2019, VUAN s-a apreciat comparativ cu 31 decembrie 2018, cu toate că tendința activului net a fost una de ușoară scădere.

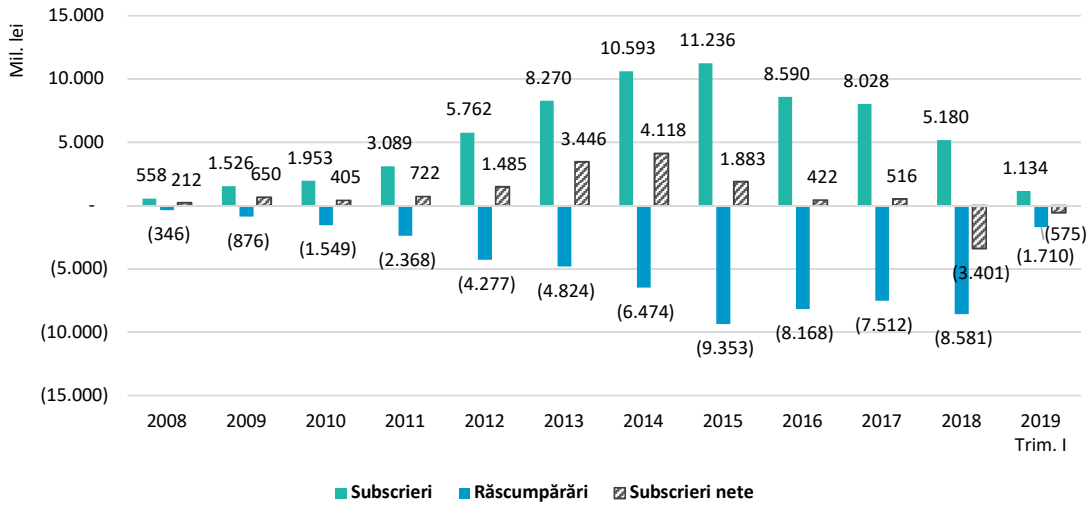
Tabelul 23 Evoluția sintetică a Fondului Proprietatea

Elemente de portofoliu	31.12.2018	31.03.2019
Număr de acțiuni emise	9.101.963.263	9.101.963.266
Activ Net (lei)	10.232.198.304	10.171.031.377
VUAN	1,4095	1,4190
Preț de închidere (lei)	0,8830	0,9150
Discount (%)	37,35%	35,52%

Sursa: Fondul Proprietatea

Graficul privind evoluția subscrierilor nete (bazat pe date publicate de Asociația Administratorilor de Fonduri din România) arată evoluția subscrierilor nete (cumpărări – răscumpărări) ale fondurilor de investiții vândute pe piața locală (atât autorizate în România, cât și străine). Se observă că timp de aproape 9 ani (perioada 2008-2017), climatul local investițional și al piețelor financiare a fost în general favorabil industriei fondurilor, acestea beneficiind anual de intrări nete de capital, chiar și pe parcursul anilor crizei financiare globale și ai crizei datoriilor suverane în Europa. Recent însă, începând cu luna octombrie 2017, poziția ciclică a industriei a devenit nefavorabilă, climatul caracterizat de creșterea dobânzilor (scăderea prețurilor obligațiunilor) și a volatilității piețelor bursiere determinând, până la finele anului 2018, ieșiri nete pentru fondurile de investiții.

Figura 35 Evoluția subscrierilor nete (FDI, FÎI și fonduri străine)



Sursa: AAF

4.2. Piața bursieră

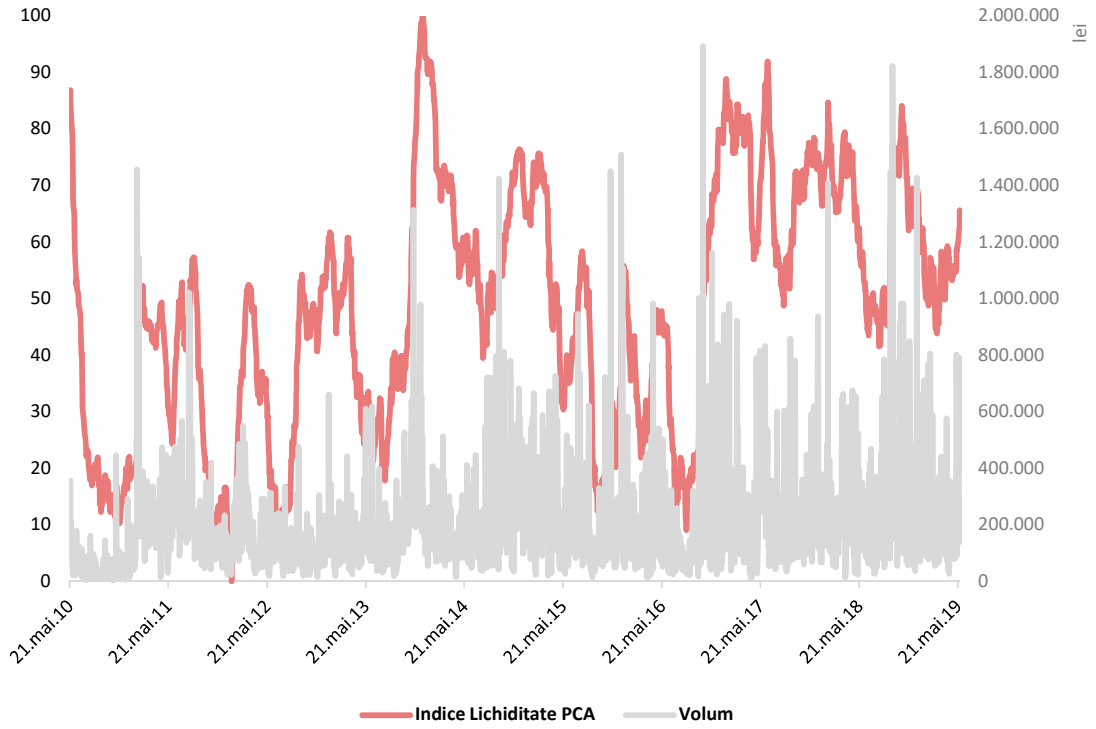
Activitatea de tranzacționare pentru piața principală și SMT[7] a consemnat o scădere a valorii tranzacționate de 24% și a numărului de tranzacții de 19% în trimestrul I 2019 comparativ cu trimestrul I 2018. Impactul major asupra valorii tranzacțiilor a fost cel al scăderii de peste 22% a tranzacțiilor cu acțiuni. Această indică o creștere a riscului de lichiditate pe piață în raport cu perioada anterioară, ceea ce poate constitui o vulnerabilitate în situațiile de volatilitate accentuată.

Tabelul 24 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (BVB și SMT) în trimestrul I 2019, după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument

Tip de instrument	Trimestrul I 2019			Variații trimestrul I 2019 vs. trimestrul I 2018 (%)	
	Nr. Tranzacții	Valoare (lei)	%	Nr. Tranzacții	Valoare
Acțiuni, inclusiv drepturi	144.041	2.765.175.507	96,51%	-17,03%	-22,24%
Alte obligațiuni, inclusiv EUR-BOND	1470	60.707.352	2,12%	177,88%	1266,85%
Produse structurate	12.953	37.457.549	1,31%	-39,25%	-57,22%
Titluri de stat	28	723.564	0,03%	-69,89%	-99,42%
Unități de fond	624	1.211.974	0,04%	-26,59%	-64,49%
Total	**159.116**	**2.865.275.947**	**100,00%**	**-18,98%**	**-24,12%**

Sursa: BVB

Figura 36 Indice compozit de lichiditate zilnică a tranzacțiilor (metoda PCA)



Sursa: ASF

[7] *sistem multilateral de tranzacționare*

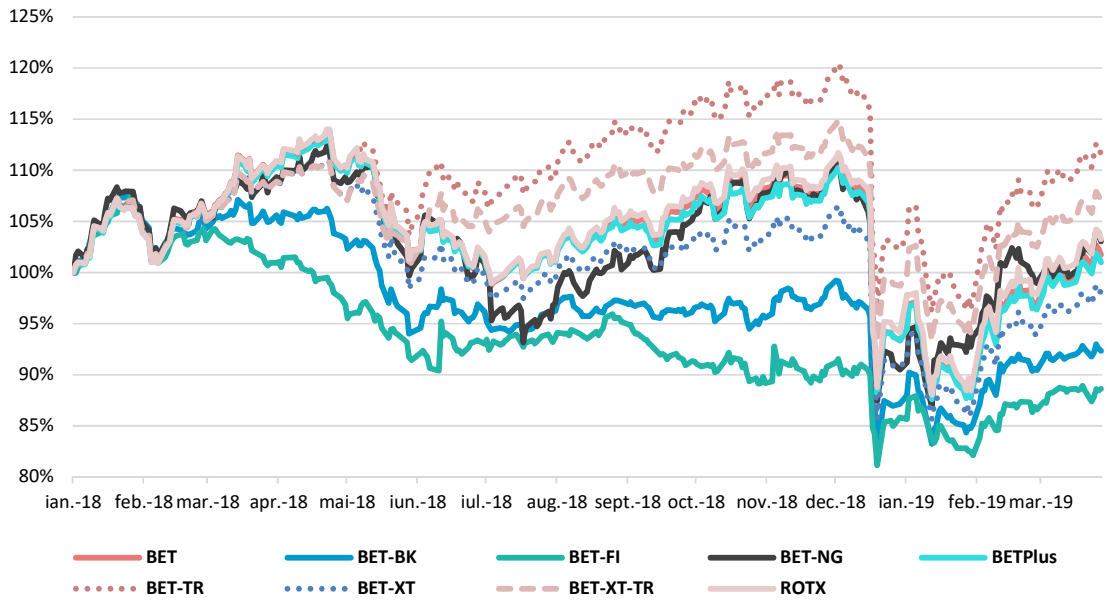
Pentru evidențierea evoluției tranzacțiilor ținând seama de mai multe criterii privind lichiditatea am calculat un indice de lichiditate prin metoda componentelor principale. Acesta este un indicator zilnic compozit construit pe baza a patru indicatori semnificativi pentru lichiditatea indicelui BET-XT: 1) diferența Bid-Ask procentuală în raport cu prețul Mid; 2) volumul de tranzacții; 3) indicatorul Amihud de ilichiditate și 4) rata de lichiditate Hui-Heubel. Cei patru indicatori de lichiditate sunt calculați pentru toate companiile componente ale indicelui BET-XT, iar ulterior, pe baza acestora, este calculat indicele de lichiditate compozit. Indicele este standardizat, astfel încât valoarea de 100 marchează cel mai ridicat nivel, iar valoarea 0 cel mai redus nivel al indicatorului compozit.

În cursul ultimului an calendaristic, după o scădere a lichidității la finalul anului 2017, se observă o creștere în martie 2018, urmată de o perioadă de scădere pe parcursul lunilor mai-iunie și o revenire în ultima parte a lunii iulie. Perioada de stagnare din august a fost urmată de o creștere semnificativă a nivelului general al lichidității în luna septembrie, cu niveluri care au fost ridicate pe tot parcursul lunii octombrie, și scădere până la începutul anului 2019.

Comparativ cu întreaga perioada analizată, indicele compozit relevă condiții mai nefavorabile de lichiditate în anul 2018 comparativ cu maximele perioadei de 11 ani analizată.

La nivelul evoluției indicilor bursieri, piața locală a înregistrat o îmbunătățire remarcabilă în primul trimestru al anului 2019 comparativ cu corecțiile din trimestrul precedent, în contextul în care și valoarea dividendelor aferente anului 2018 se prefigurează a fi una dintre cele mai atractive la nivel european și global.

Figura 37 Evoluția indicilor BVB în perioada 3 ianuarie 2018 – 31 martie 2019 (3 ian. 2018 = 100%)



Sursa: BVB

Primul trimestru al anului 2019 a debutat cu creșteri pentru toți indicii Bursei de Valori București, cea mai ridicată apreciere fiind remarcată în cazul indicelui BET-NG, ce reflectă evoluția companiilor listate la BVB pe piața reglementată care au domeniul de activitate energia și utilitățile aferente. Ceilalți indici au consemnat creșteri de peste 3%.

Piața reglementată BVB

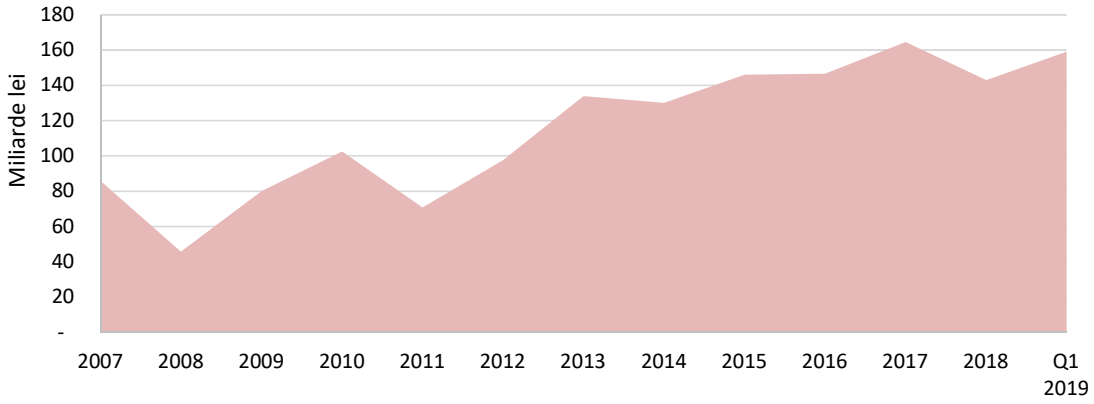
Piața reglementată constituie locul de tranzacționare a titlurilor de capital (acțiuni și drepturi emise de entități din România și din străinătate), titlurilor de credit (obligațiuni corporative, municipale și de stat emise de entități din România și obligațiuni corporative internaționale), titlurilor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

Valoarea tranzacțiilor cu titluri de capital (acțiuni, drepturi și unități de fond) s-a diminuat cu 23% în primele trei luni ale anului 2019, comparativ cu valoarea înregistrată în trimestrul I din anul precedent, în vreme ce valoarea operațiunilor cu titluri de credit (obligațiuni și titluri de stat) a scăzut cu circa 55%.

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, BRD, FP, SNG și SNP, cumulând tranzacții de peste 82% din totalul valorii tranzacționate pe piața principală BVB.

În termeni nominali, evoluția capitalizării bursiere a fost predominant pozitivă pe parcursul perioadei analizate. Așadar, imaginea de ansamblu a perioadei este aceea că, deși piața de capital a cunoscut o dezvoltare în ultimii 11 ani, acesta a fost prea lentă în raport cu potențialul său, cu dimensiunea și structura economiei locale și prin comparație cu regiunea. Capitalizarea bursieră a marcat o ușoară revenire în primul trimestru al anului 2019 comparativ cu finalul anului 2018 care a fost influențat de cadrul politic din România.

Figura 38 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni)



Sursa: BVB

Sistemul multilateral de tranzacționare 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 finalul lunii martie 2019 existau 307 instrumente disponibile pentru tranzacționare pe SMT.

Pe ansamblu, în primele trei luni ale anului 2019, SMT a înregistrat o creștere de circa 71% a valorii tranzacțiilor față de aceeași perioadă a anului precedent, ajungând la nivelul de aproximativ 72 milioane lei. Companiile ale căror acțiuni au fost cel mai des tranzacționate în primul trimestru din anul 2019 au fost SINA, BNET și DBK.

4.3. Intermediarii

La finele lunii martie 2019, pe piața reglementată din cadrul BVB își desfășurau activitatea 29 de intermediari, dintre care 19 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 7 entități autorizate în alte state membre UE. În cadrul sistemului multilateral de tranzacționare, SMT, au activat la finalul lunii martie 2019 un număr total de 22 de intermediari, din care 18 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și o firma de investiții autorizată într-un alt stat membru UE.

Tabelul 25 Intermediari locali pe piața reglementată administrată de BVB și SMT

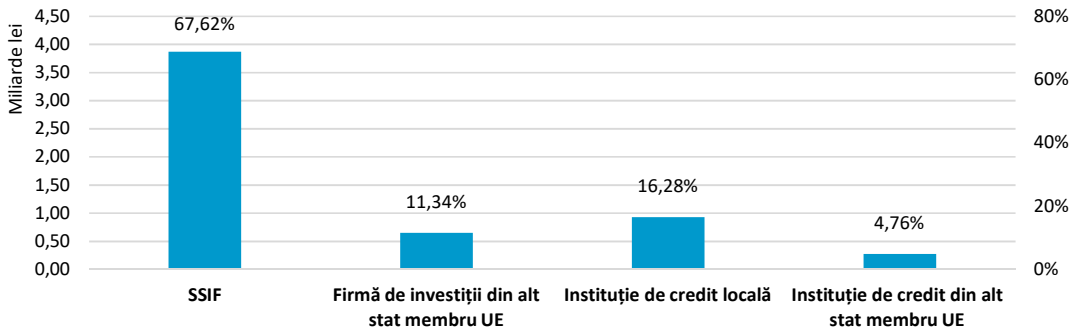
Categorie	Înregistrați în Registrul CNVM în 2008*	BVB-Q1 2019	SMT-Q1 2019
Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF)	72	19	18
Instituții de credit locale	13	3	3
înregistrați în Registrul CNVM (Bursa de Valori București și Bursa Monetar-Financiara și de Mărfuri Sibiu)			

Sursa: BVB, calcule ASF

Printre intermediarii care și-au încetat activitatea în acest răstimp s-au numărat și nume importante cu o cotă semnificativă de piață care au luat decizia strategică de a renunța ca urmare a prognozelor pesimiste privind evoluția viitoare a indicatorilor de activitate. De exemplu, din top 10 intermediari, la finalul anului 2008, o serie de companii cu importante la momentul respectiv nu mai desfășoară activitate la finalul anului 2018: ING BANK N.V. AMSTERDAM - SUCURSALA BUCURESTI, INTERCAPITAL INVEST, UniCredit CAIB SECURITIES ROMANIA etc.

La finalul primului trimestru 2019, cei mai activi intermediari pe pieţele la vedere (reglementată și SMT) au fost Societățile de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), valoarea tranzacționată de acestea fiind de aproximativ 3,87 miliarde lei. Intermediarii locali (SSIF și instituțiile de credit) au realizat aproximativ 84% din valoarea totală a tranzacțiilor. Dintre intermediarii autorizați în alte state membre UE care au efectuat tranzacții pe pieţele la vedere, cele mai active au fost firmele de investiții, acestea cumulând o cotă de piață de circa 11%.

Figura 39 Valoarea tranzacționată pe pieţe la vedere pe categorii de intermediari la 31 martie 2019

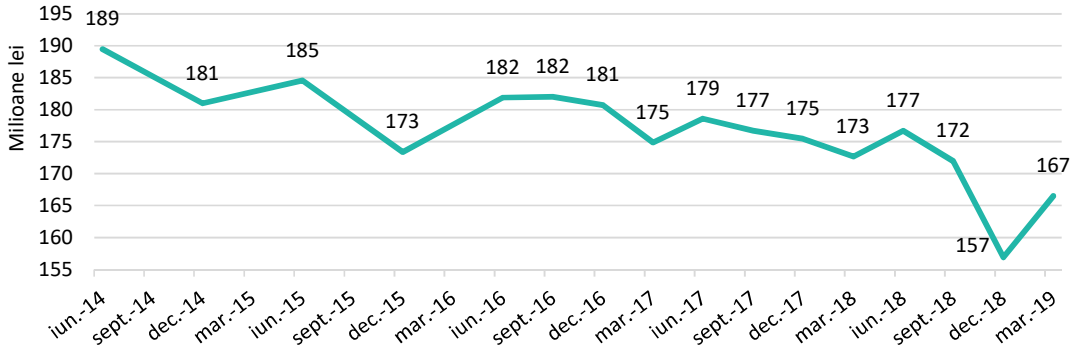


Sursa: BVB, calcule ASF

Primele 10 societăți dețin aproximativ 85% din valoarea totală intermediată în primul trimestru al anului 2019. Dintre acestea, 6 sunt Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), una este instituție de credit locală, 2 sunt firme de investiții autorizate într-un alt stat membru UE și una este instituție de credit din alte state membre UE.

Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF-urilor s-a majorat față de luna decembrie 2018 cu aproximativ 6%, atingând nivelul de 167 milioane lei și inversând temporar tendința pe termen de declin a valorii acestui indicator.

Figura 40 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF



Sursa: ASF

La sfârșitul lunii martie 2019, SSIF aveau în custodie o valoare cumulată a activelor de aproximativ 8,73 miliarde de lei (aproximativ 1,83 miliarde de euro), reprezentând atât disponibilități ale clienților, cât și titluri financiare deținute de aceștia.

Numărul cumulat al conturilor de clienți activi ai SSIF la finalul lunii martie 2019 a fost de 15.726 (un investitor poate avea simultan conturi deschise la mai mulți intermediari). Din graficele prezentate mai jos se observă că valoarea activelor în custodie este în general corelată cu numărul de conturi active.

Figura 41 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii

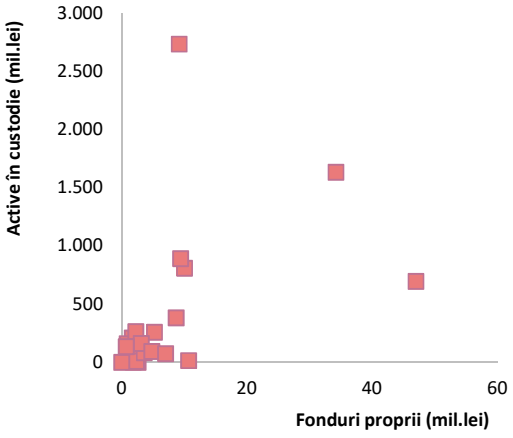
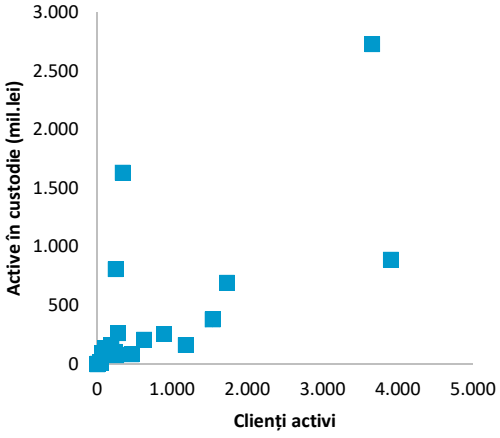


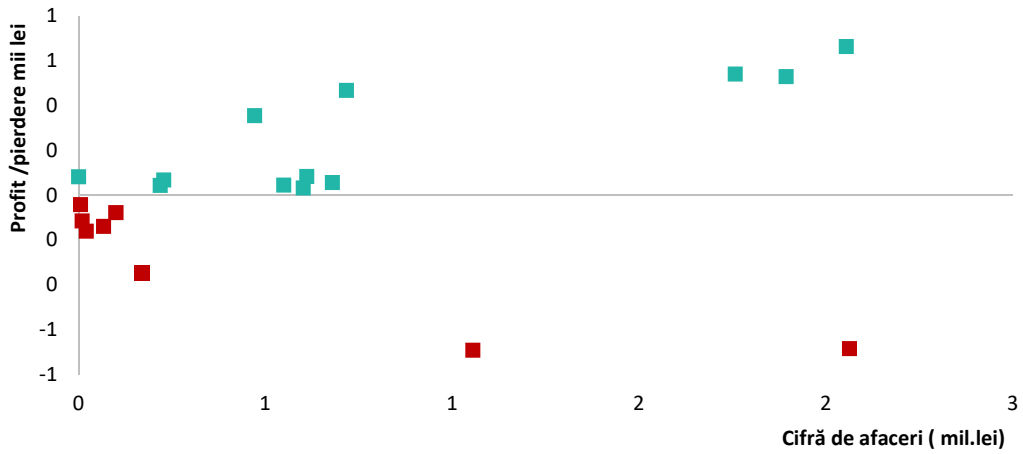
Figura 42 Valoarea activelor în custodie raportată la numărul de conturi active



Sursa: ASF

Un număr de 12 SSIF-uri, dintr-un total de 20, au obținut profit[8] în trimestrul I 2019, valoarea cumulată a profiturilor acestora fiind de circa 2,97 milioane lei. Pierderea cumulată a celor 8 SSIF-uri care au avut rezultate negative a fost de aproximativ 2,26 milioane lei. Aceste valori indică menținerea riscului de profitabilitate, la nivelul întregii piețe, pentru această categorie de entități.

Figura 43 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor



Sursa: ASF

4.4. Activitatea Depozitarului Central

Având în vedere nivelul redus de sofisticare al pieței bursiere locale (absența de la tranzacționare a instrumentelor financiare derivate, ponderea majoră a tranzacțiilor cu acțiuni în valoarea totală tranzacționată), în afara operatorului de piață (Bursa de Valori București), cea mai importantă instituție de infrastructură a pieței este Depozitarul Central. Acesta îndeplinește multiple roluri, dintre care cele mai vizibile și mai importante sunt acelea de evidență a deținerilor și de asigurare a finalizării proceselor de compensare și decontare.

Pe parcursul timpului, activitatea acestei instituții a fost conectată la cele mai noi practici în domeniu la nivel european (ex. situarea în primul eșalon al depozitarilor naționali care au adoptat sistemul Target 2 Securities), dovedind totodată robustețe și soliditate (incidență redusă a evenimentelor de decontare eșuată).

Tabelul 26 Sinteză activitate de compensare decontare locală netă în monedă națională

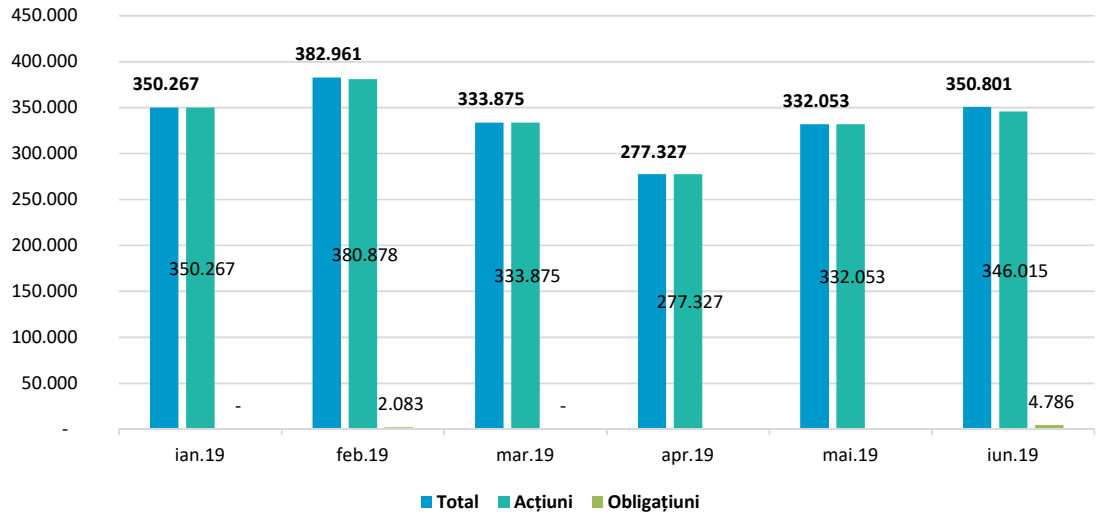
An	Numărul tranzacțiilor decontate	Valoarea tranzacțiilor decontate (mii lei) VTD	Valoarea tranzacțiilor după compensare (mii lei) VTC	Gradul de compensare (%) =100x(1-VTC/VTD)
2019	248.970	10.123.110,33	1.763.965,97	82,57%
2018	669.299	28.269.201,66	4.177.188,24	85,22%
2017	1.045.162	31.942.174,32	5.317.097,26	83,35%
2016	1.015.204	24.822.286,01	4.250.144,82	82,88%
2015	1.095.125	26.497.347,64	5.370.408,35	79,73%

[8] Rezultatele prezentate sunt conform balanțelor contabile preliminare aferente lunii martie 2019, rezultatele financiare auditate nefiind disponibile la data realizării raportului.

An	Numărul tranzacțiilor decontate	Valoarea tranzacțiilor decontate (mii lei) VTD	Valoarea tranzacțiilor după compensare (mii lei) VTC	Gradul de compensare (%) =100x(1-VTC/VTD)
2014	1.070.648	18.605.874,87	7.065.873,51	62,02%
2013	902.016	13.787.999,97	6.408.785,38	53,52%
2012	936.613	9.762.948,10	3.308.301,18	66,11%
2011	1.123.195	11.563.021,96	4.370.001,03	62,21%
2010	1.114.257	8.728.071,33	2.032.601,00	76,71%
2009	1.506.052	6.973.808,87	1.712.406,17	75,45%
2008	1.719.301	8.818.206,30	2.238.866,21	74,61%

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

Figura 44 Valoare tranzacții, decontare brută (mii lei) pentru anul 2019



Sursa: Depozitarul central

Deși Depozitarul Central decontează (în anumite condiții) inclusiv tranzacții realizate în afara pieței bursiere, totuși, acestea din urmă au o pondere foarte redusă în activitatea sa.

4.5. Schema de garantare pentru investitori

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

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

Prejudiciile provocate de societățile de investiții cărora le-a fost retrasă autorizația de funcționare, respectiv Eurosavam și Harinvest (2014) și SSIF Mobinvest SA (2017) au fost preluate de Fondul de Compensare a Investitorilor care a efectuat plăți în limita plafonului legal.

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

4.6. Potenţiale riscuri şi vulnerabilităţi pe piaţa de capital

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

Astfel, pentru piața organismelor de plasament colectiv cele mai relevante sunt riscurile investiționale, riscul de credit și riscul de lichiditate. În prezent, acestea sunt gestionate în general adecvat la nivelul întregii piețe, prin diversificare și prin respectarea politicilor de investiții asumate prin prospectele fondurilor. Complexitatea redusă a pieței face ca deocamdată aceste riscuri să nu fie amplificate prin utilizarea levierului financiar, instrumentele financiare complexe (ex. derivate, structurate, obligațiuni rezultate din securitizare etc.) neavând o pondere semnificativă în activele totale. Remarcăm însă un nivel ridicat al concentrării serviciilor de depozitare, din aceleași cauze structurale ca și în situația fondurilor de pensii. Piața organismelor de plasament colectiv traversează o etapă de consolidare, ce urmează unei perioade de mai multe trimestre de ieșiri nete de capital determinate de cauze ciclice (ca urmare a trendului de creștere a dobânzilor pe piața locală începând cu a doua jumătate a anului 2017).

Pentru cea de-a doua componentă a pieței de capital, piața bursieră locală, sunt relevante riscul de piață și riscul de lichiditate. Din această perspectivă, perioada analizată s-a caracterizat printr-un nivel mediu al volatilității prețurilor acțiunilor și o valoare medie zilnică redusă a tranzacțiilor, comparativ cu valorile observate în ultimii ani, ceea ce este indicativ pentru nivelul acestor riscuri. Tot aferent pieței bursiere, riscul de profitabilitate al unei categorii de intermediari pe această piață (este vorba despre societățile locale de servicii de intermediere financiară – SSIF-uri) se menține de o lungă perioadă de timp la un nivel ridicat, ceea ce a contribuit în perioada anterioară la ieșirea ordonată din piață a unor entități și la creșterea gradului de concentrare. Profitabilitatea redusă nu a avut deocamdată repercusiuni asupra riscului de solvabilitate pentru aceste entități, nivelul capitalizării fiind confortabil.

Din perspectiva bursei locale, pe ansamblu, cel mai important risc este acela al rămânerii 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).

5. Stabilitatea pieței asigurărilor

Pe parcursul trimestrului I 2019, piața asigurărilor nu a cunoscut fluctuații semnificative ale parametrilor ce vizează stabilitatea financiară și evoluția riscurilor specifice. S-a putut observa o tendință de creștere a pieței din perspectiva primelor brute subscrise, pentru majoritatea claselor principale de activitate, iar pe ansamblu, structura pieței a rămas dominată categoric de asigurările generale și, în special, de asigurările auto. Gradul de concentrare (pe clase de asigurare, dar și pentru societățile de asigurare) și gradul de intermediere au rămas la niveluri ridicate. De asemenea, la nivelul pieței, rata combinată (indicator al costurilor și al riscului privind profitabilitatea) s-a menținut la nivel ridicat, dar nu a afectat nivelurile solvabilității și lichidității care se mențin în continuare într-o zonă confortabilă în raport cu cerințele legale.

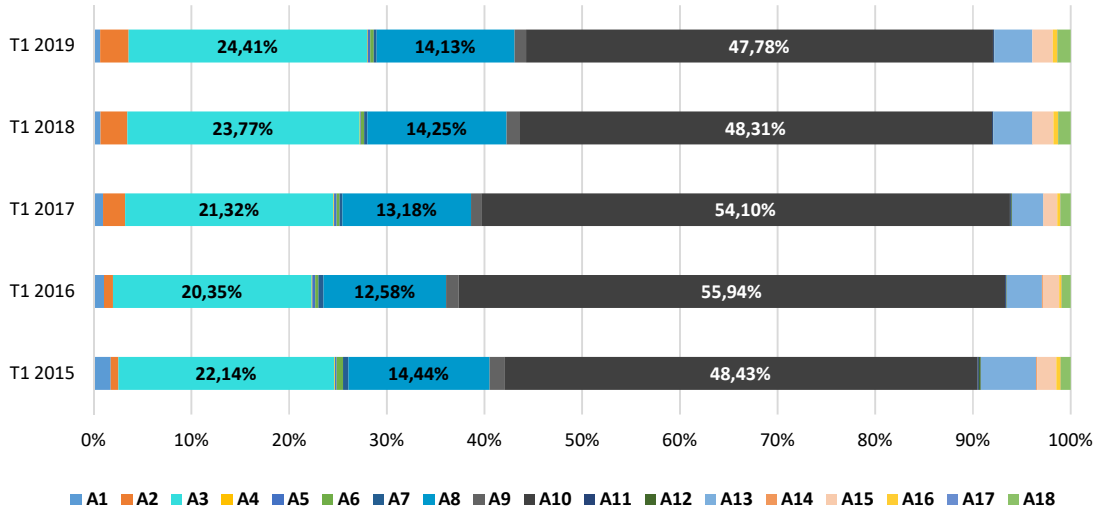
5.1. Grad de diversificare a pieței

Piața asigurărilor din România a avut o evoluție pozitivă în trimestrul I 2019, cu o creștere de 7,4% a primelor brute subscrise pentru ambele categorii de asigurări, generale și de viață, comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. Volumul de prime brute subscrise s-a situat la 31 martie 2019 la 2,71 miliarde lei, dintre care 79% (aproximativ 2,14 miliarde lei) reprezintă prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale.

Spre deosebire de piața europeană de asigurări, în care segmentul asigurărilor de viață este mai bine reprezentat, în România, acesta deține în continuare o pondere de doar 21% din primele brute subscrise, piața fiind dominată de asigurările generale, respectiv cele auto.

Cu toate acestea, se remarcă tendința de consolidare a segmentului de asigurări de viață ce a înregistrat o creștere semnificativă și pe parcursul trimestrului I 2019 (8,75% față de aceeași perioadă a anului anterior), iar comparativ cu perioada 2014 – 2016 se observă creșterea ponderii asigurărilor de viață în volumul total de prime brute subscrise.

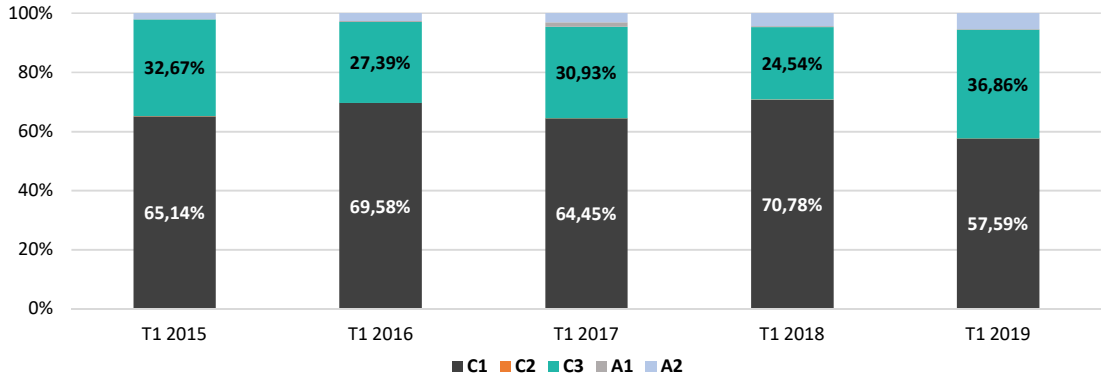
Figura 45 *Ponderea primelor brute subscrise în funcție de clasele de asigurări în total prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale*



Pe clase de asigurări generale se constată concentrarea activității de asigurare din România, ca urmare a faptului că se menține un interes crescut pentru asigurările auto (clasele A3 și A10) și în trimestrul I 2019. Comparativ cu trimestrul I 2016, când ponderea segmentului de asigurări auto deținea cea mai mare valoare din perioada analizată, se observă o scădere ușoară a acestei ponderi pe parcursul ultimilor doi ani (trimestrul I 2018 – 2019).

O altă schimbare a tendințelor pe piața asigurărilor se constată prin creșterea ponderii asigurărilor de sănătate atât în ceea ce privește volumul de prime brute subscrise pentru asigurările generale, cât și pentru asigurările de viață, ceea ce arată o creștere a gradului de diversificare pe piața asigurărilor din România.

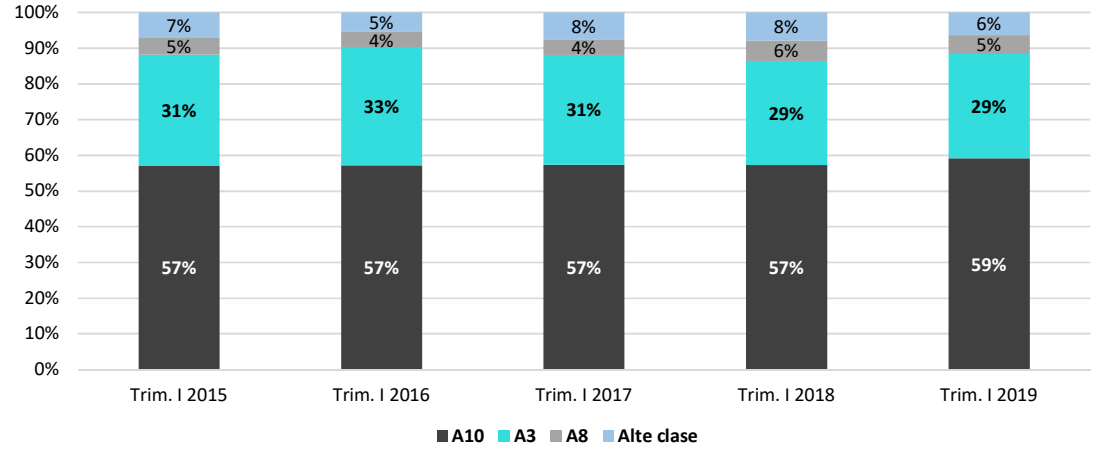
Figura 46 Ponderea primelor brute subscrise în funcție de clasele de asigurări în total prime brute subscrise (AV)



5.2. Daunalitate

În trimestrul I 2019, s-a constatat o creștere a indemnizațiilor brute plătite (excluzând maturități și răscumpărări parțiale și totale) de societățile de asigurare autorizate și reglementate de ASF, până la valoarea de 1,39 miliarde lei, din care 96% sunt aferente contractelor de asigurări generale (în creștere cu 13% față de trimestrul I 2018), restul de circa 4% reprezentând indemnizații brute aferente asigurărilor de viață (al căror ritm de creștere a fost ceva mai redus, de numai 8% comparativ cu T1 2018).

Figura 47 *Dinamica structurii pe clase a indemnizațiilor brute plătite (AG)*



Indemnizațiilor brute aferente asigurărilor de viață li se adaugă maturități, răscumpărări parțiale și totale, toate cumulate fiind în sumă de 173,75 milioane lei, valoare în creștere comparativ cu cea înregistrată în aceeași perioadă a anului precedent (152,65 milioane lei).

5.3. Rezerve tehnice

Rezervele tehnice constituite de asigurătorii locali au crescut în trimestrul I 2019, în principal ca efect al tendinței pozitive a subscrierilor. La finalul lunii martie 2019 societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare totală de 17,08 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 4% față de sfârșitul anului 2018 (16,44 miliarde lei), repartizate pe cele două categorii de asigurare după cum urmează:

- rezervele tehnice brute constituite pentru asigurările generale au înregistrat un volum de 9,54 miliarde lei, reprezentând 56% din totalul rezervelor tehnice. În structura acestora continuă să domine rezervele de prime (39,02%) și rezervele de daune avizate (41,89%), urmate de rezervele de daune neavizate brute (15,09%).
- pentru asigurări de viață, societățile au constituit rezerve în valoare de 7,54 miliarde lei, nivel aferent unei ponderi de 44% din totalul rezervelor tehnice. Dintre acestea, rezervele tehnice aferente clasei C1 Asigurări de viață, anuități și asigurări de viată suplimentare și cele aferente clasei C3 Asigurări de viață și anuități, legate de fonduri de investiții reprezintă împreună aproximativ 99,17% din total.

Tabelul 27 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurările generale la 31.03.2019

	31.03.2019	Pondere în total	A10	A3	A8	Pondere clase semnificative
	lei	**(%)**	**lei**	**Lei**	**lei**	**(%)**
Rezerva de prime	3.722.216.788	39,02%	1.419.529.807	1.091.285.007	567.596.533	**82,70%**
Rezerva de daune avizate	3.995.722.739	41,89%	2.517.065.349	536.663.389	370.553.809	**85,70%**
Rezerva de daune neavizate	1.439.069.660	15,09%	1.211.775.102	66.590.300	60.626.584	**93,05%**
Alte rezerve tehnice	381.474.906	4,00%	44.932.263	98.279.404	170.411.447	**82,21%**
Total rezerve	**9.538.484.093**	**100,00%**	**5.193.302.521**	**1.792.818.100**	**1.169.188.373**	**85,50%**

Tabelul 28 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurările de viață la 31.03.2019

	31.03.2019 (lei)	Pondere în total **(%)**
Rezerva de prime	562.408.393	7,46%
Rezerva matematică	6.623.699.862	87,89%
Rezerva de beneficii și risturnuri	115.806.263	1,54%
Alte rezerve tehnice	234.662.487	3,11%
Total rezerve tehnice aferente asigurărilor de viață	**7.536.577.005**	**100,00%**

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

5.4. Reasigurare

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

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

La finalul lunii martie 2019, aproximativ 39,76% din primele brute subscrise au fost cedate în reasigurare, nivelul fiind în creștere comparativ cu aceeași perioadă a anului 2018 (38,53%) ceea ce indică menținerea unui nivel relativ similar al politicilor de reasigurare din partea companiilor locale.

Tabelul 29 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2015 - 2019 pentru AG

Perioada	PBS (lei)	Prime nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare (%)
T1 2015	1.815.170.223	1.257.509.794	69,28%	30,72%
T1 2016	1.994.919.318	1.327.250.434	66,53%	33,47%
T1 2017	2.026.500.417	1.211.618.154	59,79%	40,21%
T1 2018	1.998.853.690	1.228.698.645	61,47%	38,53%
T1 2019	2.139.759.025	1.289.015.061	60,24%	39,76%

Ca efect al protecției de care au beneficiat prin tratatele de reasigurare, un procent similar din totalul indemnizațiilor brute plătite, de aproximativ 41% au fost recuperate de companiile locale de la reasiguratori în cursul trimestrului I 2019.

Tabelul 30 Evoluția IBP și a IBP nete de reasigurare aferente perioadei 2015 - 2019 pentru AG

Perioada	**IBP (lei)**	**Indemnizații nete de reasigurare (lei)**	**Gradul de reținere**	**Gradul de cedare în reasigurare**
T12015	1.044.934.928	737.261.798	70,56%	29,44%
T12016	913.803.942	696.985.975	76,27%	23,73%
T12017	963.487.367	615.414.887	63,87%	36,13%
T12018	1.188.535.076	724.762.662	60,98%	39,02%
T12019	1.343.017.736	794.264.289	59,14%	40,86%

Totodată, din rezervele tehnice brute existente la finele lunii martie 2019, circa 41% erau aferente cedărilor în reasigurare.

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

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

Tabelul 31 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2015 - 2019 pentru AV

Perioada	Prime brute subscrise (lei)	Prime nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare
T1 2015	354.348.685	340.264.936	96,03%	3,97%
T1 2016	375.356.948	362.908.342	96,68%	3,32%
T1 2017	538.418.812	518.524.542	96,31%	3,69%
T1 2018	528.917.936	502.910.987	95,08%	4,92%
T1 2019	575.205.274	541.577.893	94,15%	5,85%

Tabelul 32 Evoluția IBP și a IBP nete de reasigurare aferente perioadei 2015 - 2019 pentru AV

Perioada	IBP (lei)	Indemnizații nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare
T1 2015	36.620.702	31.684.762	86,52%	13,48%
T1 2016	37.288.802	33.163.748	88,94%	11,06%
T1 2017	40.702.889	36.727.070	90,23%	9,77%
T1 2018	46.584.632	38.175.479	81,95%	18,05%
T1 2019	50.433.218	45.217.902	89,66%	10,34%

5.5. Lichiditatea societăţilor de asigurare

Raţiunea existenţei unor cerinţe prudenţiale privind lichiditatea pentru asigurători este aceea că aceştia trebuie să poată mobiliza în timp util resursele financiare necesare plăţii despăgubirilor, pentru care în general există termene maximale (relativ scurte) obligatorii conform legislaţiei aplicabile.

Coeficientul de lichiditate se determină ca raportul dintre activele lichide prevăzute de norme și obligațiile pe termen scurt ale asigurătorilor față de asigurați. Potrivit cerințelor de prudențialitate, valoarea acestuia trebuie să fie supraunitară. În mod tradițional, lichiditatea este mult mai ridicată pentru activitățile de asigurare de viață unde riscurile sunt mai ușor de modelat și cunosc mai puține schimbări structurale în timp (valorile tabelelor de mortalitate sunt în general stabile pe termen scurt și mediu iar modificările pe termen lung sunt graduale). De aceea, în general, este puțin probabil pentru companiile de asigurare de viață cu un nivel adecvat al rezervelor și solvabilității să întâmpine probleme în ceea ce privește lichiditatea.

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

Graficele de mai jos evidențiază distribuția valorilor coeficienților de lichiditate la nivelul trimestrului I aferent perioadei 2018 - 2019 în cadrul companiilor prezente pe piață, care arată nivelul adecvat de lichiditate conform cerințelor legale și bunelor practici.

Se observă, însă, o ușoară scădere a medianei coeficientului de lichiditate în cazul ambelor activități de asigurare la 31 martie 2019 comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent. Cu toate acestea, coeficientul de lichiditate rămâne și în această perioadă supraunitar în cazul tuturor societăților și pentru ambele segmente de asigurare (generale și de viață).

Figura 48 *Distribuția coeficientului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale*

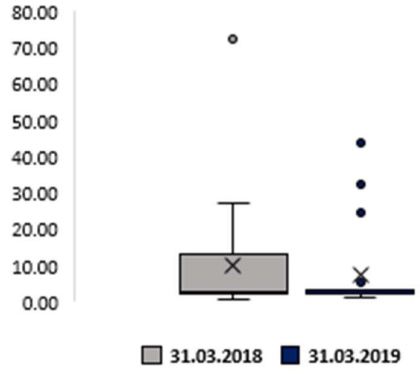
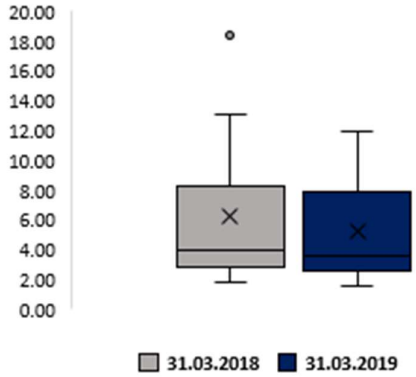


Figura 49 *Distribuția coeficientului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață*



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

Tabelul 33 Coeficientul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 31 martie 2019

	Titluri de stat (mil. lei)	Obligațiuni municipale (mil. lei)	Valori mobiliare tranzacționate (mil. lei)	Depozite (mil. lei)	Cont curent și Casierie (mil. lei)	Obligații pe termen scurt (mil. lei)	Coeficient de lichiditate
AG	4.844	35	336	541	758	2.922	2,23
AV	3.599	61	1.309	208	167	1.197	4,47

5.6. Solvabilitatea societăților de asigurare

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

Fiind un regim prudențial bazat pe riscuri, Solvabilitate II utilizează modele specifice de evaluare a activelor, obligațiilor și necesarului de capital pentru activitățile de asigurare. Prin aplicarea acestora rezultă diferențe semnificative comparativ cu valorile calculate conform reglementărilor statutare, în special în ceea ce privește rezervele tehnice și cerințele financiare prudențiale (necesarul de capital).

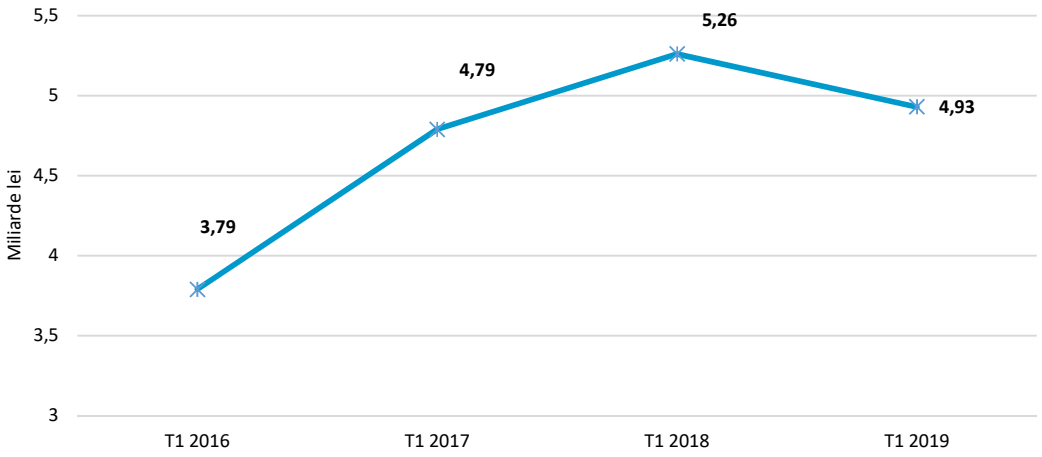
În ceea ce privește solvabilitatea societăților de asigurare, se observă diferențe semnificative între fondurile proprii și cerințele de capital calculate în funcție de cele două regimuri de supraveghere. Începând cu anul 2016, trecerea la noul regim de supraveghere, Solvabilitate II, a însemnat o creștere a cerințelor de capital ale societăților de asigurare, ca urmare a luării în considerare în calculul necesarului de capital a tuturor riscurilor la care sunt expuse societățile. Am asistat în acest fel la o dublare a cerințelor de capital în anul 2016 (primul an de aplicare a regimului Solvabilitate II) comparativ cu 2015 și o creștere semnificativă a fondurilor proprii eligibile să acopere cerințele de capital.

Constituirea de fonduri proprii eligibile să acopere cerințele de capital conform prevederilor legale aplicabile (noul regim Solvabilitate II) reprezintă un mecanism important de management al riscurilor ce contribuie la asigurarea soliditățiifinanciare a societăților de asigurare și implicit la stabilitatea financiară a pieței asigurărilor.

Deși rata de solvabilitate calculată la nivelul pieței pentru anul 2016 s-a aflat la un nivel inferior ratei aferentă lui 2015 (calculată după regimul Solvabilitate I), trecerea la noul regim a însemnat o îmbunătățire consistentă în termeni de solvabilitate a societăților de asigurare prin prisma faptului că societățile sunt mai bine capitalizate și mai capabile să facă față materializării mai multor categorii de riscuri.

La finalul trimestrului I 2019, atât valoarea activelor, cât și cea a obligațiilor societăților de asigurare (măsurate conform principiilor regimului Solvabilitate II) au înregistrat creșteri comparativ cu valorile înregistrate în aceeași perioadă a ultimilor trei ani. Activele totale au crescut cu 4,5%, iar datoriile totale ale societăților de asigurare au crescut cu 8,2% în trimestrul I 2019 comparativ cu valoarea înregistrată în trimestrul I din anul anterior.

Figura 50 Evoluția excedentelor activelor față de datorii ale societăților de asigurare

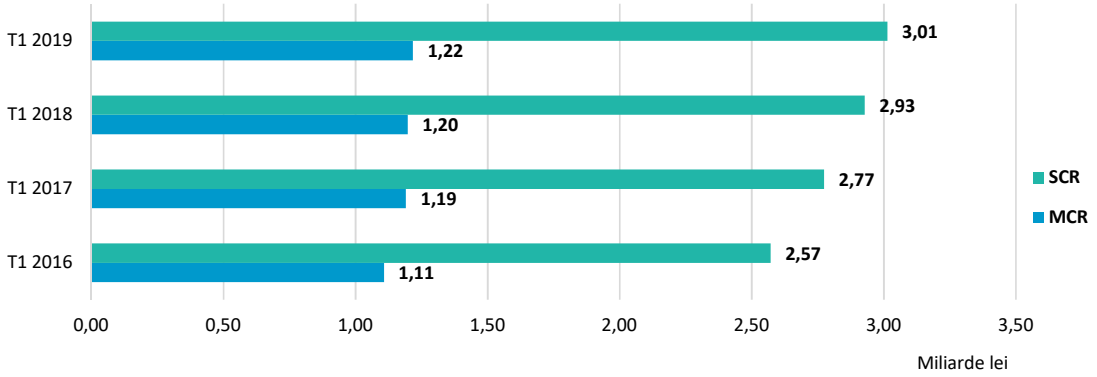


Excedentul activelor față de datorii a fost de 4,93 miliarde lei la 31.03.2019, în scădere față de 5,26 miliarde lei, valoare înregistrată la 31.03.2018, însă valoarea se situează peste nivelul înregistrat în trimestrul I aferent perioadei 2016 – 2017 (primii 2 ani de aplicare a regimului Solvabilitate II).

Cerințele de capital de solvabilitate (SCR) calculate conform regimului Solvabilitate II au variat în trimestrul I aferent perioadei 2016 – 2019 între 2,6 miliarde lei și 3 miliarde lei, crescând pe parcursul timpului ca urmare a riscurilor la care sunt expuse societățile de asigurare. O analiză comparativă între situația consemnată la 31.03.2019 și cea existentă la 31.03.2018 indică o ușoară creștere a cerinței de capital de solvabilitate (SCR) de aproximativ 2,96%, similar în cazul cerinței de capital minim (MCR), ce a crescut cu circa 1,71%.

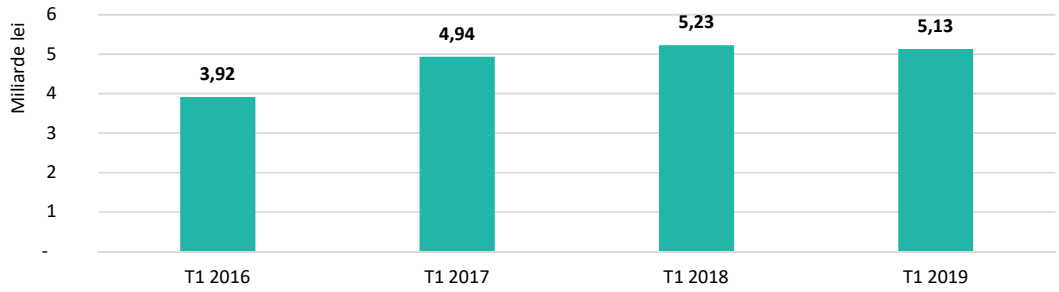
Cu toate acestea, se constată că la nivelul pieței asigurărilor excedentele activelor față de datorii (capitalurile proprii ale societăților de asigurare) au avut, începând încă din primul an de aplicare a regimului, valori de natură să acopere necesarul de capital calculat conform Solvabilitate II,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

Figura 51 Evoluția cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței de capital minim (MCR)



Valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital de solvabilitate se afla la 31.03.2019 la nivelul de 5,13 miliarde lei, în ușoară scădere, cu 2%, comparativ cu valoarea înregistrată la 31.03.2018 și mai mare cu 31% față de 31.03.2016.

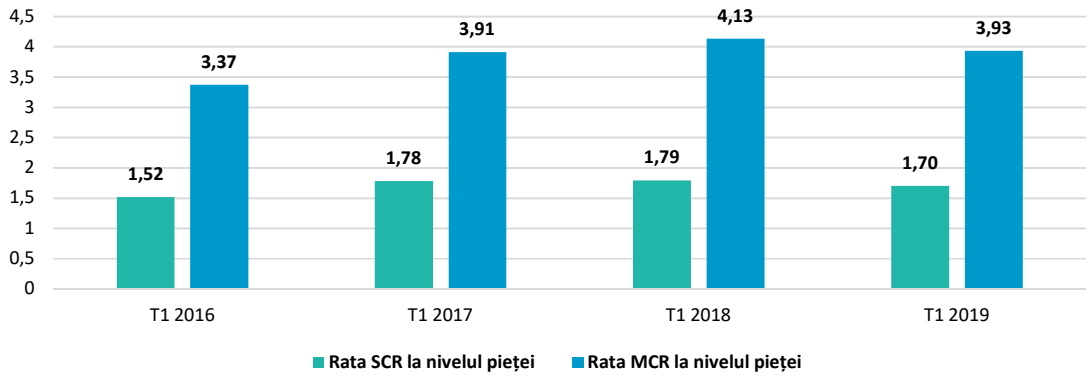
Figura 52 Evoluția fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital de solvabilitate



Valoarea agregată a fondurilor proprii eligibile să acopere SCR este formată prin însumarea fondurilor proprii ale societății clasificate pe cele 3 ranguri definite de regimul Solvabilitate 2 în funcție de criterii de calitate.

La nivelul întregii piețe, ratele SCR și MCR au fost supraunitare atât la 31.03.2019, cât și în anii 2016, 2017 și 2018. Comparativ cu anul anterior, la 31 martie 2019, atât rata SCR la nivelul pieței, cât și rata MCR la nivelul întregii piețe au înregistrat scăderi de aproximativ 5%, așa cum rezultă din figura următoare.

Figura 53 Ratele SCR și MCR la nivelul pieței



5.7. Profitabilitate și costuri

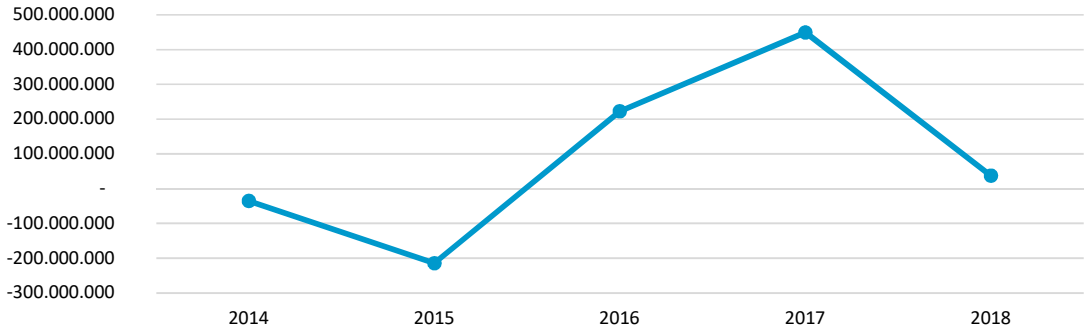
La nivelul întregii piețe de asigurări, rezultatul net al activității din anul 2018 a fost unul pozitiv, profitul net total având valoarea de 37.517.938 lei. Acesta este compus din valoarea profitului net, cumulat la nivelul întregii piețe de 386.149.077 lei (în scădere cu 23% față de anul 2017) și diminuat cu pierderea netă, cumulată la nivelul întregii piețe, care a fost în valoare de 348.631.139 lei (în creștere cu 296.616.923 lei față de anul 2017).

Tabelul 34 Rezultatul financiar net, la nivelul întregii piețe, în perioada 2014 - 2018

Perioada	Rezultat net financiar (lei)	Modificare nominală (lei) față de perioada precedentă	Ritm de modificare (%) față de perioada precedentă
2014	-35.543.431	-	0%
2015	-214.521.315	-178.977.884	504%
2016	222.779.297	437.300.612	-204%
2017	449.574.739	226.795.442	102%
2018	37.517.938	-412.056.801	-92%

Se constată, așadar, o diminuare la nivelul pieței a indicatorilor de profitabilitate raportați de asigurători, în contextul creșterii în anul 2018 a indemnizațiilor brute plătite aferente daunelor avizate și a stagnării primelor brute subscrise.

Tabelul 35 Rezultatul financiar net, la nivelul întregii piețe, în perioada 2014 – 2018

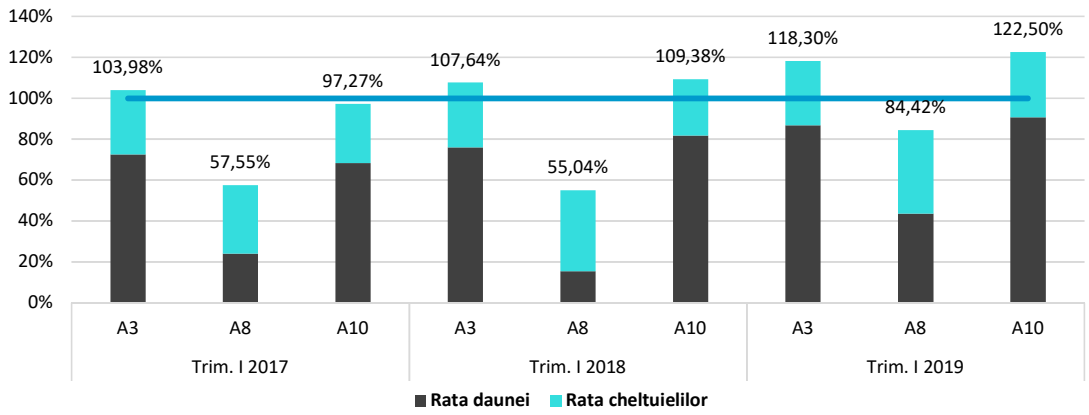


Rata combinată a daunei este un alt indicator important al profitabilității societăților de asigurare, din perspectiva costurilor totale pe care acestea le au pentru administrarea polițelor (costuri aferente daunelor + cheltuieli de distribuție și administrative). O rată combinată a daunei supraunitară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

Rata combinată a daunei calculată pe date cumulate pentru toate clasele de asigurări generale s-a situat în trimestrul I 2019 la o valoare de 110,6%, în creștere comparativ cu indicatorul aferent aceleiași perioade din anul precedent ce înregistra o valoare ușor sub nivelul de 100% (99%). Așadar, și din perspectiva acestui indicator se constată o deteriorare a situației profitabilității la nivelul pieței locale de asigurări.

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

Figura 54 Evoluția ratei daunei și a ratei combinate a daunei pentru principalele clase de asigurări generale în trimestrul I aferent perioadei 2017 – 2019



În trimestrul I 2019, se observă o creștere a ratei combinate a daunei pentru asigurările auto (clasa A3 și A10) comparativ cu perioada similară a anului anterior. Toate cele 14 societăți de asigurare care practică asigurări CASCO au înregistrat în Q1 2019 o rată combinată a daunei mai mare de 100%, cea mai mică valoare fiind de 102%, în timp ce nivelul maxim atins s-a situat la 199%. Comparativ cu perioada similară a anului anterior, se observă creșterea medianei ratei combinate a daunei, astfel că 7 dintre cele 14 societăți dețin o rată combinată sub valoarea medianei de 133%.

În trimestrul I 2019, rata combinată a daunei pentru clasa A10 a crescut comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior atât la nivel cumulat, pe total piață, cât și la nivel individual pentru aproximativ toate societățile de asigurare cu o singură excepție. Toate societățile (dintre cele care practică și RCA) au înregistrat rate combinate ale daunei pentru clasa A10 supraunitare la 31 martie 2019. 5 dintre cele 10 societăți de asigurare care practică asigurări din clasa A10 au înregistrat rate combinate sub valoarea medianei (126%).

5.8. Garantarea drepturilor asiguraților

În vederea protejării sistemului de asigurări de consecințele insolvenței unor asigurători, ASF are la dispoziție o serie de instrumente macroprudențiale, printre care și Fondul de Garantare a Asiguraților. Fondul efectuează plăți de indemnizații/despăgubiri rezultate din contractele de asigurare facultative și obligatorii, în condițiile legii, în cazul falimentului unui asigurător, cu respectarea plafonului de garantare prevăzut de lege de 450.000 lei pe un creditor de asigurare al asigurătorului în faliment.

Astfel, daunele aferente portofoliilor de asigurări ale societăților cărora le-a fost retrasă autorizația de funcționare, Astra (în anul 2015), Carpatica și Forte (în anul 2016), au fost preluate de Fondul de Garantare a Asiguraților care efectuează plăți în limita plafonului legal.

Fondul poate desfășura și activitatea de administrator special în procedura de redresare financiară a asigurătorilor și de lichidator în procedura de lichidare voluntară a asigurătorilor.

Asigurătorii autorizați de Autoritatea de Supraveghere Financiară, inclusiv sucursalele acestora care își desfășoară activitatea pe teritoriul altui stat membru al Uniunii Europene, sunt obligați să contribuie la Fond în condițiile Legii nr. 213/2015.

5.9. Intermediari pe piața asigurărilor

La sfârșitul trimestrului I al anului 2019, 340 de companii de brokeraj figurau înregistrate în evidențele Autorității de Supraveghere Financiară, în scădere (de la 369 de brokeri) față de aceeași perioadă a anului precedent, din care 296 erau societăți active (față de 304).

Valoarea primelor intermediate de companiile de brokeraj s-a situat în trimestrul I 2019 la o valoare de 1,67 miliarde lei, în creștere cu 8,4% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2018. Creșterea a avut loc pe fondul aprecierii volumului de prime intermediate atât pentru activitatea de asigurări generale (+8,47%), cât și pentru segmentul asigurărilor de viață (+6,37%).

Tabelul 36 Evoluția gradului de intermediere

Perioada	Prime intermediate (lei)			Grad de intermediere (%)		
	Total din care:	**AG**	**AV**	**Total**	**AG**	**AV**
T1 2015	1.287.316.779	1.255.418.013	31.898.766	59,34	69,16	9,00
T1 2016	1.539.935.313	1.501.201.350	38.733.963	64,97	75,25	10,32
T1 2017	1.616.686.717	1.571.258.919	45.427.798	63,03	77,53	8,31
T1 2018	1.540.926.092	1.489.840.139	51.085.952	60,96	74,53	9,66
T1 2019	1.670.365.009	1.616.025.901	54.339.108	61,52	75,52	9,45

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

Ca efect al creșterii gradului de intermediere și a primelor brute subscrise, veniturile din activitatea de intermediere obținute de brokerii de asigurare în primul trimestru al anului 2019 au înregistrat o creștere procentuală de 15,93% față de aceeași perioadă a anului 2018.

Tabelul 37 Venituri din activitatea de intermediere (lei)

Trim. I 2017	Trim. I 2018	Trim. I 2019
230.503.585	254.669.849	295.255.037

Ponderea veniturilor din activitatea de intermediere în volumul de prime intermediate la nivelul pieței de brokeraj a fost de 17,68% (comision mediu), pe segmentul asigurărilor generale acesta fiind de 16,62%. Comparând cu aceeași perioadă de referință din anul 2018, constatăm o creștere a comisioanelor în piață de peste 1 punct procentual, respectiv de la 16,53%.

5.10. Potențiale riscuri și vulnerabilități pe piața asigurărilor

Gradul ridicat de concentrare pe piața asigurărilor reprezintă 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), cât și în ceea ce privește activitatea de asigurări de viață.

Dependența pieței locale de asigurările auto a adus pierderi societăților de asigurare de-a lungul timpului. Se constată înregistrarea unor rate combinate ale daunei supraunitare pentru clasele A10 (RCA și CMR) și A3 (CASCO) în trimestrul I aferent perioadei 2018 – 2019, ceea ce indică pierderi pentru

unele societăți pe aceste categorii de asigurări. De asemenea, indemnizațiile brute plătite pentru aceste clase de asigurare au o valoare de 1,19 miliarde lei în trimestrul I 2019, reprezentând 88% din totalul indemnizațiilor brute plătite pentru asigurările generale, respectiv 76% din volumul total de indemnizații brute plătite la nivelul întregii piețe. Despăgubirile brute plătite pentru clasele de asigurare auto au o valoare ridicată și ca pondere în totalul primelor brute subscrise pentru aceste asigurări, adică reprezintă cumulat circa 77% din primele brute subscrise pentru cele două categorii de asigurări (clasele A10 și A3).

În acest sens, în vederea diminuării dependenței pieței asigurărilor de asigurările auto, ASF a derulat o serie de programe de educație financiară în scopul diversificării interesului consumatorilor români pentru o varietate mai largă de produse și servicii de asigurare. Programele de educație financiară au vizat creșterea gradului de incluziune financiară, o mai bună înțelegere de către consumatori a produselor de asigurare existente pe piață, precum și creșterea încrederii consumatorilor.

Pentru diversificarea pieței asigurărilor și dezvoltarea și a altor segmente de asigurare în vederea reducerii dependenței pieței de asigurările auto, la nivelul ASF au fost, de asemenea, constituite grupuri de lucru ce vizează dezvoltarea piețelor asigurărilor agricole și de sănătate.

Pentru asigurările de sănătate au fost propuse o serie de măsuri începând cu anul 2016 (inclusiv clarificări tehnice privind aplicarea deductibilităților fiscale pentru polițele de asigurări private de sănătate). Astfel că o analiză mai detaliată a evoluției acestei piețe arată o creștere a volumului de prime brute subscrise pentru asigurările de sănătate de la o pondere de 0,75% în trimestrul I 2015 până la o pondere de 2,92% în trimestrul I 2019 pentru asigurările de sănătate asimilabile asigurărilor generale în totalul primelor brute subscrise pentru întreaga activitatea de asigurări generale, respectiv de la 2% în trimestrul I 2015 până la 5,3% în trimestrul I 2019 pentru cele asimilabile asigurărilor de viață în total prime brute subscrise la nivelul pieței de asigurări de viață.

Din această perspectivă, se remarcă o tendință de diversificare a interesului consumatorilor pentru produse de asigurări de sănătate, ceea ce conduce implicit la dezvoltarea acestor segmente de asigurare. Pe termen lung, dezvoltarea pieței asigurărilor de sănătate poate determina îmbunătățirea profitabilității societăților de asigurare prin reducerea dependenței de asigurările ce aduc pierderi mai mari, ceea ce conduce la asigurarea stabilității financiare a întregii piețe a asigurărilor din România.

6. Interconectarea pieţelor financiare nebancare

Legăturile existente în mod natural între diferitele segmente ale sectorului financiar, precum și conexiunile dintre acestea și economia locală sau mediul economic și financiar extern au devenit tot mai puternice și mai complexe în ultimele decade, o dată cu accelerarea globalizării și dezvoltarea tehnologică. Dincolo de beneficii, creșterea interconectării favorizează transmiterea riscurilor prin contagiune de la o componentă la alta a sectorului financiar și a economiei, ceea ce reprezintă una din vulnerabilitățile semnificative evidențiată de criza financiară globală.

Deși piața financiară locală nu are același nivel de sofisticare și anvergura pieţelor dezvoltate, nivelul de interconectare este ridicat, ceea ce face necesară monitorizarea permanentă a tuturor posibilelor canale de transmitere a riscurilor între sectoare.

6.1. Caracteristicile pieţelor financiare nebancare din perspectiva riscului de interconectare

Toate cele trei sectoare de activitate ale ASF sunt aproximativ în egală măsură susceptibile de a recepta șocuri provenind din afara lor, care ar putea avea consecințe semnificative asupra dimensiunii, funcționării și performanțelor acestora.

Datorită structurii și mecanismelor specifice de funcționare aferente entităților financiare nebancare, unele sectoare sunt mai susceptibile de a amplifica și transmite mai departe șocurile venite din afara lor, către ale părți ale sistemului financiar (ex. bursele de acțiuni, piețele de obligațiuni suverane, piețele de instrumente financiare derivate, fondurile deschise de investiții etc), în vreme ce altele (atunci când funcționează adecvat și nu sunt afectate de vulnerabilități) acționează cel mai adesea ca stabilizatori ce amortizează sau chiar absorb șocurile primite protejând astfel restul sistemului financiar (ex. mai ales companiile de asigurări de viață, dar și companiile de asigurări generale, fondurile de pensii etc.)

Entități	Dimensiune	Interconectare	Substituibilitate	Complexitate	Leverage
Fonduri de pensii	**X** *(active tot.)*				
Societăți de asigurare	**X** *(prime subs.)*	**X**	**X**		
Fonduri de investiții	**X** *(active tot.)*	**X**			
Piețe reglementate, sisteme de tranzacționare, compensare, decontare		**X**	**X**		
Intermediari pe piața de capital		**X**			

Organismele internaționale cu rol în asigurarea stabilității financiare menționate anterior au reliefat criteriile principale pentru a analiza stabilitatea financiara a unei societăți și pentru a încadra o instituție financiara ca fiind de importanță sistemică:

- Dimensiune;
- Grad de interconectare;
- Complexitate;
- Substituibilitatea funcțiilor;
- Utilizarea efectului de levier financiar („leverage”);
- Impactul asupra lichidității sistemice
- Posibilul impact sistemic al riscului reputațional

Riscul de interconectare apare ca urmare a legăturii dintre o instituție financiara/linie de afaceri și sistemul financiar și se refera la măsura în care serviciile/produse oferite sunt afectate de mediul de afaceri și reciproc.

Firmele de asigurări sunt mai puțin interconectate cu alte firme de asigurări decât se întâmplă de regulă în cazul băncilor. Totuși, firmele de asigurări pot fi conectate direct cu băncile prin intermediul conglomeratelor financiare – este o legătura directa financiară, reputațională și operațională. De asemenea, firmele de asigurări sunt conectate cu sistemul financiar și datorita poziției lor pe piața de instrumente financiare derivate pentru ca firmele de asigurări de viață folosesc swap pe rata dobânzii pentru a-si administra nepotrivirile de durata dintre active și pasive. Vânzarea de contracte CDS (activitate complexă netradiționala) crește interconectarea cu sistemul financiar (vezi cazul AIG), situație care însă nu este specifică sistemului de asigurări din România.

În cazul în care există nepotriviri între duratele activelor și obligațiilor din asigurare, atunci compania de asigurări va fi vulnerabilă la schimbarea ratelor dobânzilor, de regulă asigurătorii care subscriu asigurări de viață având obligații pe termen lung față de asigurați, dar nereușind să găsească investiții în active cu maturități la fel de lungi.

Activitatea de cedare în reasigurare contribuie la riscul sistemic și creste vulnerabilitatea unui asigurator daca contrapartea înregistrează pierderi (ca efect al materializării riscului de credit în relația cu reasigurătorul). În plus, pentru că și reasiguratori cedează la rândul lor polițe, în reasigurare se poate genera o spirală de retrocedare. Dacă sistemul de reasigurare este robust, atunci spirala de retrocedare nu va apărea, mai ales dacă riscurile sunt mutualizate de către reasiguratori.

Riscul de substituibilitate se refera la faptul ca nu exista alternative pe piața la un serviciu/produs oferit de companie. IAIS (2012a) arată că în industria asigurărilor există un grad înalt de substituibilitate și prin urmare este un factor mai puțin important pentru evaluarea riscului sistemic.

Societățile de asigurare sunt analizate din perspectiva criteriului de substituibilitate prin indicatori referitori la volumul de prime brute subscrise pe fiecare categorie de clasă de asigurare, numărul societăților de asigurare care au subscris prime pe clase de asigurare și riscul de concentrare calculat pentru activitatea de asigurări generale, asigurări de viață și RCA.

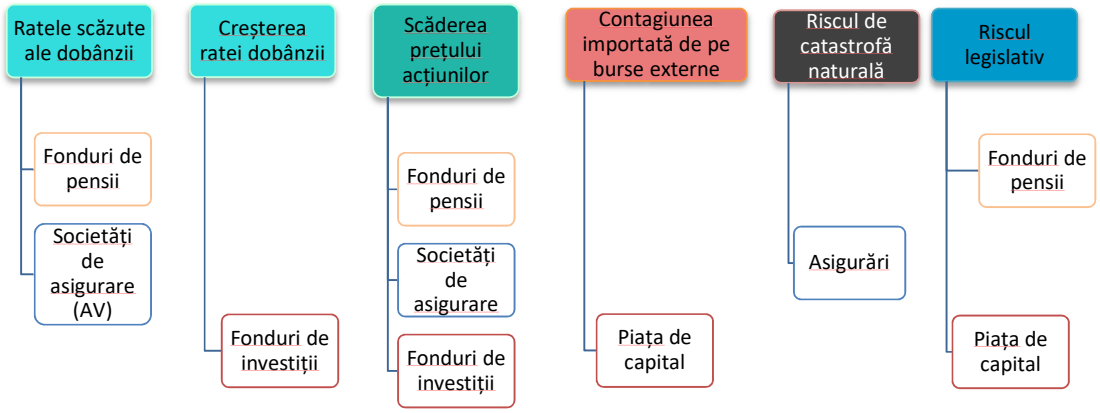
Factori declanşatori din afara entităţilor nebancare supravegheate de ASF

Companiile de asigurări îndeplinesc funcții economice importante și sunt jucători mari de pe piețele financiare. Acestea permit agenților economici să-și diversifice riscul nesistematic, furnizând astfel premisele necesare pentru dezvoltarea activității antreprenoriale. Totodată firmele de asigurări sunt o sursă majoră de **capital de risc pe termen lung** pentru economia reală dat fiind că sunt printre cei mai mari investitori instituționali. Capacitatea asigurătorilor de a-și îndeplini funcția de absorbție a riscurilor (a efectelor acestora) depinde foarte mult de lipsa unor vulnerabilități interne, de gradul de capitalizare, de nivelul de adecvare al rezervelor de nivelul de lichiditate, de nivelul de profitabilitate al acestora etc.

Similar asigurătorilor de viață, **fondurile de pensii sunt investitori instituționali pe termen lung**, ceea ce îi situează pe poziția de amortizor de volatilitate și furnizor de lichiditate sistemică. Această situație se regăsește și în cazul fondurilor de pensii din România, aflate încă în etapa de acumulare și de creștere, mai ales datorită mecanismului de tip „contribuții definite” după care acestea funcționează.

De cealaltă parte, piața bursieră încă insuficient dezvoltată din România poate constitui un potențial factor de amplificare a șocurilor primite prin contagiune dinspre bursele externe. Aceeași situație se poate constata și în cazul OPC, susceptibile în special de a constitui canal de transmitere și factor de amplificare în cazul unei potențiale crize de lichiditate.

Entitățile care au obligații definite (risc de solvabilitate) sunt mai susceptibile să genereze și să transmită riscuri sistemice. În această categorie, în România se regăsesc predominant societățile de asigurare.
În cazul fondurilor de pensii acest risc este foarte mult diminuat ca urmare a mecanismului de funcționare de tip „contribuții definite". Similar, în cazul piețelor bursiere și al OPC, pentru că nu există obligații definite, riscurile ce pot fi generate nu provin din perspectiva solvabilității ci a lichidității.



Riscul sistemic

Riscul sistemic este adesea analizat din doua perspective: ca efect asupra economiei (măsurat cel mai adesea ca efect asupra PIB) și, respectiv ca efect asupra intermedierii financiare. Stabilitatea financiară este în sens larg definită ca reprezentând abilitatea sistemului financiar de a aloca eficient resurse, de a evalua și administra factorii de risc și de absorbi șocurile.

Potrivit analizelor forurilor internaționale cu rol în analiza și monitorizarea riscurilor sistemice (Financial Stability Board, European Systemic Risk Board, Basel Committee on Banking Supervision, International Association of Insurance Supervisors, Fondul Monetar Internațional etc) au fost identificate o serie de criterii pentru identificarea și clasificarea riscurilor sistemice:

Criterii pentru clasificarea riscului sistemic în funcție de tipul de risc care cauzează dificultăți sistemului financiar

- Riscul de insolvență
- Riscul de lichiditate
- Riscul generat de inconsistențe între maturitățile activelor și pasivelor
- Risc de acumulare/concentrare
- Risc de contagiune
- Riscul de corelație cu activitatea altor participanți la piața

Riscul de acumulare/concentrare apare atunci când un **șoc extern** are un impact negativ asupra a mai multor instituții financiare și pe cale de consecință acestea nu mai pot oferi unele servicii financiare/produse.

Riscul de contagiune

Riscul de contagiune se manifestă ca un efect de domino, cauzat de o instituție financiară și de **dependențele/interconectarea** acesteia cu alte instituții financiare. Neîndeplinirea obligațiilor financiare creează dificultăți contrapărților. Contagiunea se poate manifesta direct sau indirect (efect de reputație). Analiza riscului de contagiune trebuie să ia în calcul și viteza de răspândire a contagiunii. În cazul în care contagiunea se răspândește încet, atunci autoritățile de reglementare au timp pentru a limita daunele. Riscul de piața, de credit sau de lichiditate nu creează risc sistemic în măsura în care afectează doar câteva instituții financiare.

Dimensiunea unei instituții financiare nu creează risc sistemic și nu slăbește stabilitatea sistemului financiar dacă instituția este diversificată (Adrian and Brunnermeier, 2011; Kessler, 2013).

Riscul de contagiune apare ca urmare a legăturii dintre o instituție financiară/linie de afaceri și sistemul financiar și se referă la măsura în care serviciile/produse oferite sunt afectate de mediul de afaceri și reciproc. În literatura de specialitate au fost propuse diferite metode de estimare a acestuia.

Riscul de contagiune pentru activitatea de asigurare este dat de:

- interconectare cu alte instituții financiare
- activități de reasigurare
- investiții
- regrese (RCA)
- asigurări de garanții pentru credite.

Companiile de asigurări au expuneri directe la alți asigurători, bănci și alte instituții financiare, prin deținerile de datorii, capitaluri proprii și alte instrumente financiare. Aceste expuneri pot provoca contagiune directă și conduc la răspândirea riscurilor sistemice.

Interconectare cu alte instituții financiare

Evaluarea riscurilor sistemice ale activității de asigurare în funcție de interconectarea cu piața financiară

	Contribuția la riscul sistemic	**Rezultate empirice**
Activitatea de subscriere (activitatea de asigurare tradițională)	Foarte scăzută	Dependența dintre sectorul viață, non-viață și sectorul bancar este scăzută . Relația dintre companiile de reasigurare și asiguratori este ierarhică (Zufferey, 2000; IAIS 2011; Kessler, 2013). Dificultățile întâmpinate în sectorul de asigurări nu afectează economia (Cummins și Weiss, 2013). Intrarea în faliment a companiilor de asigurări nu conduce la creșterea riscului de piața (Park și Xie, 2011)
Activitatea de finanțare (activitatea de asigurare tradițională)	Foarte scăzută	Daunele interzic vânzarea rapida a activelor în cazul unui faliment (Kessler 2013) Deținerea ridicata de acțiuni în cazul companiilor de asigurări de non-viată; companiile de asigurări de viată sunt mai vulnerabile la șocurile de pe piețele de acțiuni datorita efectului de levier (Chen at al, 2013b) Crizele financiare nu au perturbat activitatea de asigurare/reasigurare atât pentru viață cât și pentru non-viata (Berry-Stolzle et al.,2012) Scăderea prelungita a lichidității în timpul unei crize financiare poate avea un impact sau crea vulnerabilități pentru firmele de asigurări (Baranoff, 2012)

Firmele de asigurări sunt conectate cu sistemul financiar și datorită poziției lor pe piața de instrumente financiare derivate, pentru că firmele de asigurări de viață folosesc swap pe rata dobânzii pentru a-și administra nepotrivirile de durată dintre active și pasive. Vânzarea de contracte CDS (activitate complexă netradiționala) crește interconectarea cu sistemul financiar (vezi cazul AIG), situație care nespecifică sistemului de asigurări din România.

Interconectare: factorii macroeconomici şi riscul de interconectare pentru societăţile de asigurare

Deteriorarea **mediului macroeconomic** creează condițiile pentru creșterea riscului de interconectare dintre piața de capital și societățile de asigurare. Un mediu caracterizat de inflație scăzută și creștere economică sub potențial generează pierderi pentru asiguratorii de viață, fondurile de pensii, sectorul bancar și piața de capital.

Firmele de asigurări, în special cele care își desfășoară activitatea în domeniul asigurărilor de viată, și fondurile de pensii au în componența portofoliului lor investițional preponderent titluri de stat și obligațiuni corporative, instrumente ce sunt sensibile la schimbarea ratei dobânzii. Acest lucru arată conexiunea dintre piețele financiare non-bancare, politică monetară și piața de capital. Valoarea activelor și a pasivelor asiguratorilor variază în funcție de **fluctuațiile ratei dobânzii.**

Asiguratorii de viață și fondurile de pensii sunt în general investitori pe termen lung în economie. În consecință, acest tip de investitori dețin obligațiuni pe termen lung, care pot fi confruntați cu un preț de piață mai redus (scăderea activelor) în cazul creșterii ratei dobânzii. În ceea ce privește pasivele, **creșterea ratei dobânzii** poate conduce către o scădere a rezervelor tehnice deoarece obligațiile către persoanele asigurate scad, în timp ce numărul polițelor răscumpărate poate crește. Pe de alta parte, scăderea ratei dobânzii și un mediu în care nivelul acesteia rămâne scăzut pentru o perioadă îndelungata poate duce la erodarea profitabilității societăților de asigurări și a fondurilor de pensii în special a celor cu investiții pe termen lung).

Mai mult, asiguratorii pot fi vulnerabili în cazul unei **reevaluări bruște a primelor de risc** și al sporirii spread-urilor de credit. În cazul în care creșterea randamentelor este determinată, în primul rând, de creșterea ratelor dobânzilor la risc, pierderile din partea activelor sunt cel mai probabil compensate de scăderea valorii pasivelor, în funcție de neconcordanțele scadențelor, tipurile de contracte garantate și acoperirea riscurilor individuale. În cazul unor *duration gap* negative intre active și pasive, acest lucru ar îmbunătăți poziția financiară a companiei.

Cu toate acestea, în cazul în care creșterea randamentelor se datorează în primul rând **sporirii spread-urilor de credit**, asigurătorii și fondurile de pensii ar suferi pierderi imediate în portofoliile de investiții cu venit fix, care pot fi compensate doar parțial printr-o valoare mai mică a pasivelor. Prin urmare, pierderile din partea activelor nu pot fi compensate integral prin pasive mai mici în acest caz, ducând la o deteriorare a situației financiare pe termen scurt.

Astfel, în cazul în care există nepotriviri între **duratele activelor și obligațiilor din asigurare**, atunci compania de asigurări va fi vulnerabilă la schimbarea ratelor dobânzilor, de regulă asigurătorii care subscriu asigurări de viață având obligații pe termen lung față de asigurați, dar nereușind să găsească investiții în active cu maturități la fel de lungi.

Acatrinei[9] (2017) analizează transmisia șocurilor macroeconomice asupra portofoliilor asiguratorilor din Europa și arată că creșterea riscului macroeconomic în Europa poate conduce la un șoc comun asupra societăților de asigurări dat fiind că portofoliile societăților de asigurări sunt alcătuite în principal din obligațiuni. Șocurile macroeconomice au un impact diferit asupra obligațiunilor în funcție de maturitatea lor. Societățile de asigurări de viață sunt mai afectate de ratele dobânzilor scăzute deoarece durata pasivelor pe termen lung crește mai mult decât cea a activelor pe termen scurt.

Modelul de afaceri a industriei asigurărilor este bazat pe mutualizarea riscurilor prin agregarea de riscuri idiosincratice care nu sunt corelate. În măsura în care mărimea unei instituții financiare nu este rezultatul concentrării unui risc specific, mărimea nu conduce la creșterea potențialului pentru riscul sistemic (IAIS, 2011 și 2012a).

6.2. Riscurile sistemice și interconectarea la nivelul societăților de asigurări

Factorii declanșatori pentru societățile de asigurări sunt prezentați schematic în tabelul de mai jos:

<table>
<tr><th>Evenimentul declanșator</th><th>Profilul de risc al companiei</th><th>Riscurile sistemice potențiale</th><th>Canalele principale de transmisie</th></tr>
<tr><td rowspan="4">• Factori macroeconomici
-Șomajul
-Inflația
-Bule speculative (ex. imobiliare)
-Altele
• Factori financiari
- Mișcările randamentelor
-Prețurile de piață (acțiuni, instrumente cu venit fix, etc)
-Starea sistemului bancar
-Inovația financiară
-Altele
• Factori non-financiari
-Schimbările demografice (mortalitate/longevitate)
-Schimbările legislative
-Schimbările politice
-Schimbările tehnologice</td><td rowspan="4">• Riscul de piață
- Rata dobânzii
- Acțiuni
- Proprietăți
-Etc.
• Riscuri de sănătate
- Mortalitate
- Longevitate
-Renunțare anticipată la poliță
-etc.
•Riscuri de faliment
•Riscuri de viață
- Rezerve tehnice
-Mortalitate
-Longevitate
-Renunțare anticipată la poliță
-Catastrofe
-Etc.
•Riscuri generale</td><td colspan="2">Surse bazate pe entitate -Surse directe
➢ Deteriorarea poziției de solvabilitate care conduce la:
a) Falimentul societăților de asigurări globale de importanță sistemică (G-SII) și a societăților de asigurări naționale de importanță sistemică (D-SII)
b) Falimentele colective ale instituțiilor importante nesistemice ca rezultat al expunerilor la șocurile comune</td></tr>
<tr><td>- Mărimea
-Activitățile globale
-Expunerea contra-părții
-Expunerea macroeconomică
-Substitutabilitatea</td><td>- Canalul de expunere
-Lipsa ofertei de anumite produse
-Așteptările și asimetria informațiilor
- Lichidarea activelor</td></tr>
<tr><td colspan="2">Surse bazate pe activități - Surse indirecte(i)
➢ Implicarea în anumite activități sau produse cu un potențial mai mare de risc sistemic
➢ Potențiale interconectări periculoase</td></tr>
<tr><td>-Tranzacțiile cu derivate (non-hedging)
-Garanțiile financiare (inclusiv monolinii)</td><td>- Canalul de expunere
-Canalul de lichidare a activelor</td></tr>
</table>

[9] EIOPA, Raportul de stabilitate financiară, decembrie 2017 https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/Financial_Stability_Report_December2017_7%20Macroeconomic%20fundamentals%20and%20latent%20factor%20of%20the%20EU%20yield%20curve.pdf

Evenimentul declanșator	Profilul de risc al companiei	Riscurile sistemice potențiale	Canalele principale de transmisie
-Comportamentul consumatorului/deținătorului de poliță (renunțări în masă, etc) - Atacuri cibernetice - Altele	-Rezervele de primă - Renunțare anticipată la poliță -Catastrofe •**Riscul operațional** (inclusiv frauda) •**Riscul de model**	-Împrumutul activelor (ex. împrumutul de valori mobiliare) și activitățile de management -Împrumutul direct -Produse cu renunțare anticipată care prezintă transformări de maturitate - Produse garantate -Anuități variabile	-Canale cu activități similare băncilor (transformarea maturității și efectul de levier)
		Surse bazate pe comportamente -Surse indirecte (ii) ➢ Comportamentul colectiv al societăților de asigurări care poate exacerba mișcările de preț ale pieței (ex. fire sale sau comportament haotic) ➢ Riscul excesiv asumat de societățile de asigurări ➢ Concentrările excesive ➢	
		- Concentrarea în anumite clase de active și expuneri comune pe partea activelor -Asumarea excesivă a riscurilor -Vânarea randamentelor -Prea mari pentru a falimenta/probleme de hazard moral -Competiție ridicată care să conducă la rezerve tehnice insuficiente sau prime	- Canalul de expunere -Canalul de lichidare a activelor.

Sursa: Systemic risk and macroprudential policy în insurance (EIOPA, 2017)

Interconectare: societăți de asigurare - societăți de asigurare

Alves et al[10] (2015) au analizat cele mai mari 29 de grupuri de asigurări europene și contrapărțile lor financiare și s-a concentrat asupra **legăturilor directe între asigurători și bănci din UE**. Asiguratorii incluși în această analiză reprezintă 5.000 miliarde de euro de active, mai mult de 60% din totalul pieței de asigurări a UE. Mai exact, fiecare grup de asigurare a transmis top zece expuneri (la sfârșitul anului 2013) față de bănci (datorii, capitaluri proprii și depozite), asigurători (datorii și capitaluri proprii) și intermediari financiari (derivate, repos și pozițiile de creditare de garanții). Datele sectoriale arată că **cel puțin 20% din activele companiilor de asigurări sunt investiții în bănci**. Ca urmare, asigurătorii sunt o sursă importantă de finanțare pentru bănci. În analiză s-au luat în considerare primele zece expuneri a celor 29 de asigurători pentru fiecare instrument. Ele reprezintă aproximativ 10% din totalul activelor, ceea ce indică un nivel scăzut de concentrare. Mai mult de jumătate din expunerile raportate rezultă din investiții în obligațiuni emise de bănci. **Rețeaua de grupuri de asigurări, bănci și**

[10] Alves, Ivan, et al. Network analysis of the EU insurance sector. No. 07. European Systemic Risk Board, 2015

alte instituții financiare afișează o interconectivitate scăzută în ansamblu, de exemplu, în comparație cu interacțiunile dintre cele mai mari bănci numai din UE. Densitatea rețelei este relativ scăzută și arată că **evenimentele de credit/ finanțare nu se răspândesc cu ușurință prin contagiune directă**. Evenimentele nefavorabile în rețea conduc la efecte de contagiune directă doar limitată.

Pozițiile de solvabilitate ale asiguratorilor sunt suficient de mari și concentrația expunerilor lor este suficient de scăzută pentru a evita contagiunea directă cauzată de un falimentul uneia dintre contrapărțile lor, ceea ce ar putea conduce în cele din urmă la propriul lor faliment. Acest lucru este valabil și pentru evenimentele nefavorabile simultane la primii zece partenerii bancare ai lor, cu excepția a două grupuri de asigurare.

Heam[11] (2014) a utilizat un set de expuneri bilaterale între 21 de instituții financiare franceze, și a comparat mai multe strategii de măsurare a interconectării din diferite puncte de vedere: substituibilitatea, integrarea, distanța nucleu-periferie, importanța sistemică și fragilitatea sistemică.

Firmele de asigurări sunt **mai puțin interconectate cu alte firme de asigurări** decât se întâmplă de regulă în cazul băncilor. Totuși, firmele de asigurări pot fi conectate direct cu băncile prin intermediul conglomeratelor financiare – este o legătură directă financiară, reputațională și operațională.

În acest sens, EIOPA a publicat un set de recomandări[12] ca urmare a testului de stres din 2018 privind consolidarea, cooperarea și schimbul de informații alte autorităților care supraveghează societățile de asigurări cu alte autorități relevante, cum ar fi BCE / SSM sau alte autorități naționale, cu privire la rezultatele testelor de stres ale asigurătorilor afectați care fac parte dintr-un conglomerat financiar. Expunerile intra-grup între asiguratori și bănci ar putea crea vulnerabilități pentru stabilitatea financiară în cazul în care există o concentrare ridicată a activelor în cadrul aceluiași grup. Mai mult, asiguratorii, cât și băncile investesc în capitalurile proprii, atât ca participații strategice, cât și ca investiții propriu-zise.

Interconectare: cedarea în reasigurare

Activitatea de cedare în reasigurare contribuie la riscul sistemic și creste vulnerabilitatea unui asigurator în situația în care contrapartea înregistrează pierderi (ca efect al materializării riscului de credit în relația cu reasigurătorul). În plus, pentru că și reasiguratori cedează la rândul lor polițe în reasigurare, se poate genera o spirală de retrocedare. Daca sistemul de reasigurare este robust atunci spirala de retrocedare nu va apărea, mai ales dacă riscurile sunt mutualizate de către reasiguratori.

Din perspectiva **investițiilor deținute de societățile de asigurare** (predominant instrumente cu venit fix, în special titluri de stat și obligațiuni corporative), se creează o interconectare cu sistemul bancar și piețele pe care se tranzacționează activele respective. Interconectarea dintre asiguratori și bănci ar putea să intensifice contagiunea în cadrul sistemului financiar prin expuneri la aceleași tipuri de risc. De exemplu, o **reevaluare bruscă a primelor de risc** poate afecta atât direct, cât și indirect asiguratorii prin expunerea la sectorul bancar. Un alt canal de transmitere a riscurilor ar putea fi prin diferite tipuri

[11] EIOPA, Raportul de stabilitate financiară, decembrie 2014
https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/How%20to%20Measure%20Interconnectedness_Dec_2104.pdf

[12] EIOPA's Insurance Stress Test 2018 Recommendations,
https://eiopa.europa.eu/Publications/Surveys/EIOPA-BoS-19-144_%202018StressTestRecommendations.pdf

de instrumente bancare grupate împreună și creditate de investitori instituționali, cum ar fi asigurătorii și fondurile de pensii.

Analiza dimensiunii și structurii activelor poate evidenția relevanța sistemică a societății din perspectiva interconectării cu piețele financiare sau cu sistemul bancar.

Totodată, **asigurările de garanții și asigurările de credite** sporesc vulnerabilitatea asiguratorilor față de riscul macroeconomic și riscul de credit.

Un indicator important pentru măsurarea riscului de rată a dobânzii al asigurătorilor este **diferența de durată** (*duration gap*), care este diferența dintre sensibilitatea ratei dobânzii dintre active și pasive. Cu cât este mai mare decalajul (negativ), cu atât riscurile sunt mai mari atunci când ratele dobânzilor scad, deoarece valoarea pasivelor (datoriilor) crește mai puternic decât valoarea activelor, deoarece pasivele au o durata mai mare deci sunt mai sensibile la modificarea ratei dobânzii. Pentru ca valoarea pasivelor creste, și vor trebui să plătească mai mult decât ce obțin din investiții, scăderea ratei dobânzii nu este benefică pentru asigurătorii de viață[13].

Interconectare: riscuri transfrontaliere

Expunerile transfrontaliere ar putea contribui la diversificarea riscurilor, dar și la creșterea interconectării și a posibilelor transferuri de risc între societățile de asigurări. Companiile de asigurare autorizate într-o țară din SEE pot desfășura activități de asigurare într-o altă țară din SEE ("țara gazdă") prin intermediul Freedom of Establishment (FoE) sau via Freedom of Services (FoS). FoE necesită înființarea unei sucursale, în timp ce FoS se poate face fără prezența fizică în țara gazdă. În cazul sucursalelor, capitalul și lichiditatea ar putea fi mutate fără constrângeri semnificative față de cazul filialelor. Gradul de afaceri transfrontalier variază semnificativ între țările SEE, în timp ce volumul afacerilor transfrontaliere și interconectarea dintre țări depinde nu numai de linia de afaceri, ci și de specificul regional. Activitatea transfrontalieră a asigurătorilor variază, de asemenea, și în funcție de liniile de activitate.

Interconectare: posibile efecte în cazul unui scenariu BREXIT fără acord

În data de 29 martie 2017, Marea Britanie a notificat Consiliul European asupra intenției de a se retrage din UE (Brexit). Retragerea va avea loc în data intrării în vigoare a Acordului de retragere sau, dacă nu, în doi ani de la notificare, în 30 martie 2019. Există negocieri continue între UE și Marea Britanie cu privire la Acordul de retragere, inclusiv o perioadă de tranziție până în 2020. Rezultatul negocierilor politice este incert la acest moment. În absența unui acord între Marea Britanie și UE, retragerea Marii Britanii din UE prezintă riscuri potențiale severe pentru sectorul european de asigurări:

1) Societățile de asigurări din Marea Britanie nu vor fi autorizate să încheie contracte de asigurări transfrontaliere între Marea Britanie și SEE
2) Pozițiile de solvabilitate ale societăților de asigurări din SEE pot fi afectate ca o consecință a transformării Marii Britanii în țară terță, conform Solvency II.

[13] https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Discussion_Paper_1/2017/2017_05_15_dkp_10.pdf?__blob=publicationFile

Prin intermediul unei Opinii publicate în decembrie 2017, EIOPA a solicitat societăților de asigurări și supraveghetorilor naționali să întocmească planuri de urgență și să întreprindă pașii necesari pentru a asigura continuitatea serviciilor contractelor de asigurări transfrontaliere, chiar și în cazul unui Brexit fără un Acord de retragere (hard Brexit). EIOPA monitorizează atent planurile de urgență ale societăților de asigurări, în particular ale societăților de asigurări din Marea Britanie cu afaceri transfrontaliere în SEE și, până în prezent, societățile de asigurări cu cele mai mari afaceri transfrontaliere au demarat acțiuni și implementează măsuri de urgență. Oricum, pentru un număr mic de afaceri transfrontaliere din SEE (reprezentând doar 0,16% din pasivele totale de asigurări din SEE), nu există în acest moment sau sunt insuficiente planurile de urgență pentru a asigura continuitatea serviciilor în cazul unui Brexit hard.

EIOPA continuă să solicite asumarea de măsuri de către societățile de asigurări pentru a asigura continuitatea serviciilor societăților de asigurări transfrontaliere și colaborează strâns cu autoritățile naționale competent pentru a aborda riscurile reziduale.

Deși potențialele întreruperi ale continuității serviciilor pentru contractele transfrontaliere ar putea afecta semnificativ deținătorii de polițe și societățile de asigurări, EIOPA apreciază că acestea nu generează momentan riscuri de stabilitate financiară ca urmare a naturii și mărimii afacerilor implicate.

Mai mult, EIOPA a solicitat societăților de asigurări prin Opinia publicată în mai 2018 să ia în considerare posibilitatea ca Marea Britanie să devină țară terță atunci când administrează riscurile. În particular, transformarea Marii Britanii în țară terță și părăsirea Pieței Interne pot afecta stabilirea rezervelor tehnice, a fondurilor proprii și a cerințelor de capital ale societăților de (re) asigurare din UE, deoarece, spre exemplu, tehnicile de reducere a riscurilor ale contrapărților din Marea Britanie nu vor fi recunoscute conform Solvency II. Impactul general asupra poziției Solvency depinde de situația specifică a societăților de asigurări deoarece nu toate schimbările pot fi relevante pentru fiecare societate de (re) asigurare.

EIOPA va continua să monitorizeze și să evalueze riscurile potențiale pentru stabilitatea financiară generate de Brexit pe măsură ce se apropie data retragerii și va colabora cu supraveghetorii naționali pentru a asigura existența planurilor de urgență adecvate.

Sursa: EIOPA, Financial Stability Report (dec. 2018)

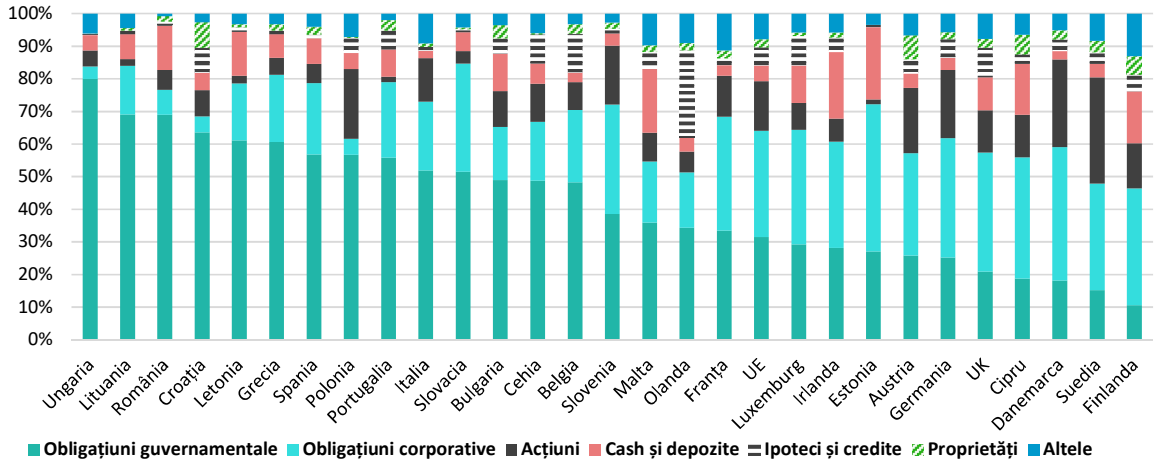
Interconectare: structura plasamentelor societăţilor de asigurări la nivel european

La nivelul Uniunii Europene, aproximativ două treimi din activele companiilor de asigurări erau plasate la sfârșitul anului 2018 în obligațiuni (corporative și guvernamentale) care aduc un venit fix, dar a căror valoare ar putea scădea din cauza majorării bruște a primei de risc asociate emitenților. Înrăutățirea perspectivei asupra riscului acestora va reduce valoarea activelor deținute de către instituțiile financiare cu expunere față de acestea, afectând negativ gradul de profitabilitate. Modelele de investiții ale companiilor de asigurări sunt diferite între economiile dezvoltate, respectiv cele emergente ale Uniunii Europene. În general, țările din Europa Centrală și de Est (mai puțin Estonia, care are cea mai redusă datorie publică din UE) se caracterizează prin plasamente de peste 60% din total în obligațiuni guvernamentale, în timp ce în economiile din centrul și nordul UE există o preferință mai mare către finanțarea economiei reale prin investiții în obligațiuni corporative, respectiv în acțiuni. De altfel, societățile de asigurări din economiile dezvoltate din UE, unde două treimi din primele brute subscrise sunt în sectorul asigurărilor de viață, tind să-și diversifice plasamentele de investiții în căutarea unor randamente superioare în contextul unui mediu macroeconomic caracterizat prin dobânzi bancare și randamente ale obligațiunilor guvernamentale foarte reduse. În schimb, în economiile din ECE sectorul de asigurări generale este mai dezvoltat comparativ cu sectorul de asigurări de viață, iar senzitivitatea la rata dobânzii este mai redusă – sunt preferate investițiile în active mai lichide pentru a face față unor obligații pe termene mult mai scurte.

Majoritatea plasamentelor companiilor de asigurări sunt realizate pe piețele locale, ceea ce reduce riscul de contagiune generat de creșterea primei de risc, respectiv de reducerea cotației acțiunilor pe alte piețe.

Diferențe semnificative sunt și în privința expunerii față de bănci a companiilor europene de asigurări, sub forma plasamentelor în depozite bancare și a investițiilor în titluri financiare emise/gestionate de către entități bancare. Astfel, 13 economii ale UE se caracterizează printr-o expunere față de bănci de peste 20% (în plasamentele totale), cu cele mai ridicate niveluri în Estonia (39,3%), Cipru (33%) și Suedia (27,8%), iar restul prin niveluri sub respectivul prag, Ungaria, Croația, Belgia și UK având expuneri mai mici de 10%.

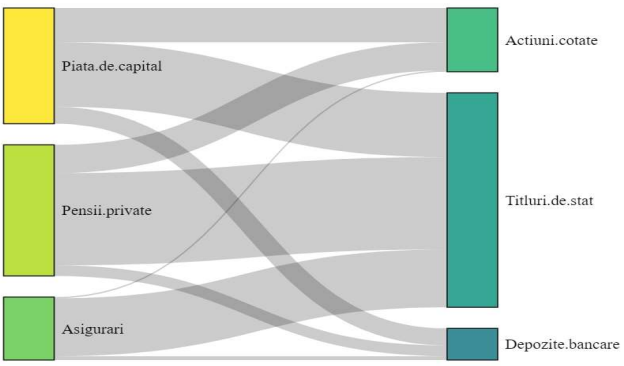
Figura 55 Structura plasamentelor activelor firmelor de asigurări din țările UE



6.3. Rețeaua expunerilor bilanțiere inter-sectoriale

Una din metodele deja tradiționale utilizate pentru monitorizarea nivelului de interconectare dintre piețe este analiza expunerilor bilanțiere între sectoare sau între entități individuale. În particular pentru entitățile ce activează pe piețele financiare nebancare, în cea mai mare parte investitori instituționali, este relevantă expunerea față de câteva clase principale de active și piețele pe care acestea se tranzacționează.

Figura 56 Rețeaua expunerilor entităților din piețele financiare nebancare pe tipuri de active



OPCVM (piața de capital) dețin o pondere de 26% investită în acțiuni cotate, pensiile private (PII) 22%, în timp ce sectorul de asigurări a investit foarte puțin pe piața de capital.

Expunerile pe tipuri de active	Acțiuni cotate	Instrumente cu venit fix	Depozite bancare
Piața de capital	26,41%	49,56%	13,18%
Pensii private (PII)	21,75%	71,01%	8,22%
Asigurări	0,95%	44,59%	2,97%

Specificul activității asigurătorilor, fondurilor de investiții și de pensii face ca activele financiare deținute să aibă un rol extrem de important pentru capacitatea acestora de a-și respecta obligațiile asumate față de asigurați/investitori/participanți. Totodată, un șoc resimțit de unul dintre emitenții de astfel de instrumente sau de una dintre piețele pe care acestea se tranzacționează, cu pondere semnificativă în activele agregate la nivelul unuia dintre sectoarele financiare nebancare supravegheate de ASF, ar putea avea implicit efect asupra performanței sau stabilității sectorului respectiv.

Rețeaua de expuneri prezentată mai sus arată că în cazul tuturor celor trei sectoare financiare nebancare supravegheate de ASF, principala expunere la risc este față de statul român, prin intermediul obligațiunilor suverane deținute în portofoliu. În comparație cu aceasta, nivelul de interconectare cu piețele bursiere are o amploare medie spre redusă, în vreme ce interconectarea cu sistemul bancar (privită exclusiv din perspectiva activelor bilanțiere) este foarte redusă.

6.4. Matricea corelațiilor între evoluțiile piețelor bursiere

Având în vedere expunerile importante față de acțiuni listate pe care le au fondurile de investiții și de pensii (și într-o manieră foarte redusă companiile de asigurare), este important de analizat intensitatea corelațiilor dintre bursa locală și indicii piețelor globale, pentru a determina în ce măsură eventualele șocuri manifestate inițial pe plan extern se vor transmite și asupra pieței locale, afectând inclusiv performanța acestor entități.

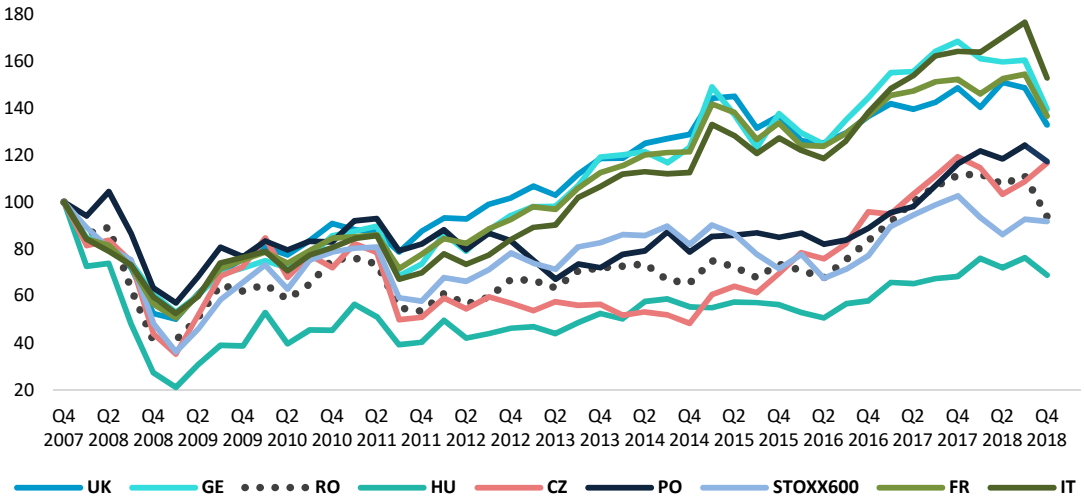
Tabelul 38 Valori coeficienți de corelație între randamentele indicilor bursieri (ian. 2008 – mar. 2019)

	Cehia	Franța	Germania	Ungaria	Italia	Polonia	România	Stoxx600	UK
Cehia	1.00								
Franța	0.76	1.00							
Germania	0.71	0.93	1.00						
Ungaria	0.80	0.77	0.68	1.00					
Italia	0.76	0.95	0.92	0.75	1.00				
Polonia	0.76	0.71	0.61	0.81	0.70	1.00			
România	0.75	0.86	0.83	0.78	0.86	0.77	1.00		
Stoxx600	0.82	0.81	0.75	0.77	0.83	0.75	0.76	1.00	
UK	0.70	0.96	0.84	0.75	0.84	0.67	0.82	0.74	1.00

Corelațiile dintre randamentele indicilor pieței de capital arată că în ultimii 10 ani, piețele de capital dezvoltate s-au dezvoltat în interdependență, în timp ce piețele financiare din țările din Europa Centrala și de Est în general au avut un parcurs pozitiv, dar au fost și receptori ai unor efecte de contagiune, directe sau indirecte, ca urmare a schimburilor comerciale și a creșterii interconectării piețelor financiare europene. Decuplarea s-a produs după perioada crizei datoriilor suverane, când Marea Britanie, Germania, Franța și Italia au început să consemneze creșteri ale indicilor bursieri mai

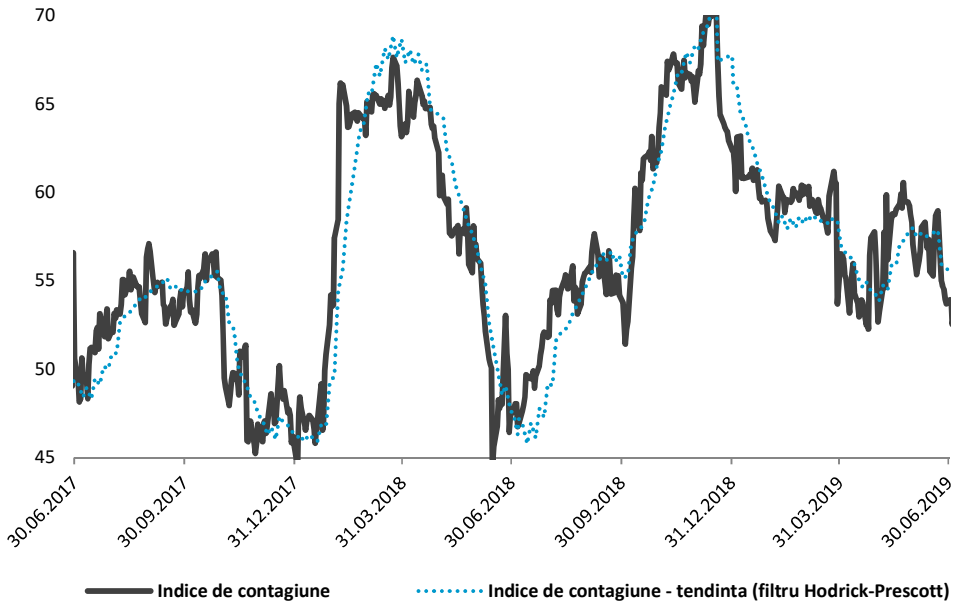
ample prin comparație cu cele observate pe piețele financiare din Europa Centrală și de Est. Aceste tendințe sunt evidențiate de graficul de mai jos.

Figura 57 Evoluția indicilor europeni (dec. 2017=100; denominate în euro)



Analiza contagiunii indică faptul că piața de capital din România este sensibilă la factorii de risc care influențează piațele de capital învecinate (Polonia, Austria și Ungaria). Contagiunea este definită de Fondul Monetar Internațional ca impactul modificărilor în prețul activelor dintr-o regiune (bursă) asupra prețurilor din altă regiune (bursă). Nivelul contagiunii dintre piețele europene a cunoscut oscilații semnificative pe parcursul ultimilor ani, cu intensificări tranzitorii de mare amploare intercalate cu lungi perioade de acalmie. Primul trimestru al anului 2019 a fost în general caracterizat de o perioadă de diminuare a tensiunilor și implicit a efectelor de contagiune între piețele de acțiuni.

Figura 58 Indicele de contagiune



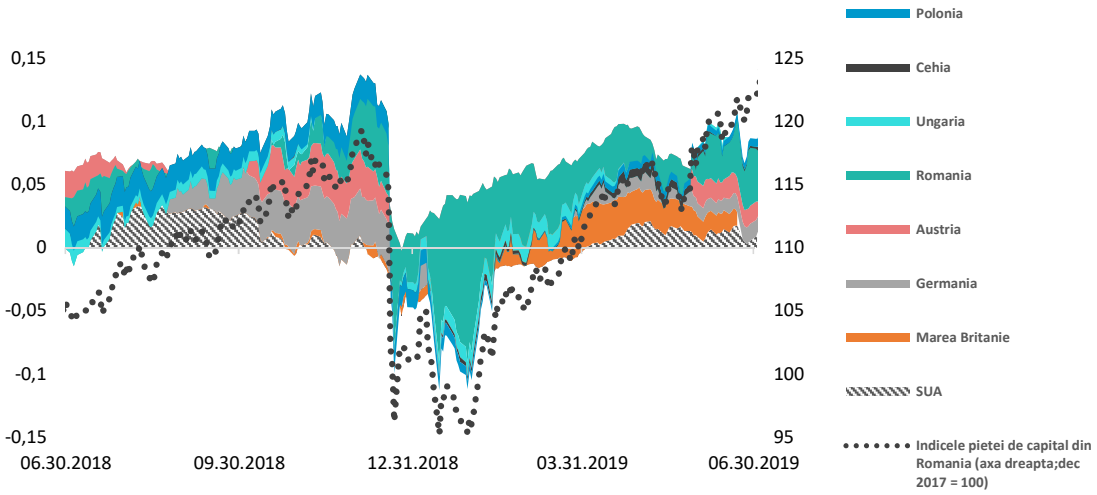
Spre deosebire de indicele de contagiune, descompunerea istorică a șocurilor arată cât de mult a fost influențată o bursă în evoluția trecută de alte burse. Descompunerea istorică a șocurilor primite de indicele pieței de acțiuni din România (indice calculat de Datastream similar indicelui BET-C) indică faptul că, în prezent, bursa locală este în principal expusă șocurilor interne pe fondul modificărilor legislative benefice pentru piața de capital, în timp ce din punct de vedere extern, măsurile luate de administrația Trump influențează piețele europene și într-o măsură mai mică incertitudinile legate de Brexit. Analiza descompunerii istorice confirmă rezultatele analizei fundamentale, care sugerează că indicele pieței de capital din România a crescut și tinde să își mențină creșterea peste nivelul de echilibru.

	SUA	Marea Britanie	Germania	Austria	România	Ungaria	Cehia	Polonia	Contagiune primita(CP)	Contributie neta (CP-CT)
SUA	48.3	16	16.5	9.2	1.7	2.9	1.4	3.8	51.5	7.6
Marea Britanie	12	31.6	18.7	15	3.6	6.3	3.9	8.9	68.4	-10.7
Germania	10.3	17	28.9	17.1	4	8.1	4.3	10.2	71	-23.4
Austria	7.3	14.4	18.3	30.1	5	8.8	5.3	10.7	69.8	-14.8
România	5	6.7	8.5	9.9	51.9	6	4.5	7.5	48.1	19.9
Ungaria	2.9	8	11.3	11.7	4.4	40.2	7.5	14	59.8	5.9
Cehia	2.4	6.7	8.2	9	4.4	9.4	50.2	9.7	49.8	16
Polonia	4	10.3	12.9	12.7	5.1	12.4	6.9	35.8	64.3	-0.5
Contagiune transmisa (CT)	43.9	79.1	94.4	84.6	28.2	53.9	33.8	64.8		

Contagiunea indică sensibilitatea față de modificările în randamentele celorlalte țări studiate și reflectă astfel gradul de integrare pe termen lung, dar și sensibilitatea pe termen scurt față de mișcările celorlalte piețe de capital.

În 2018, România a primit cea mai puțină contagiune dintre țările studiate, la polul opus situându-se Marea Britanie. Un nivel redus de contagiune primită indică un grad mai redus de sensibilitate față de mișcările pe termen scurt ale celorlalte burse. Contagiunea transmisă este un indicator al importanței bursei pentru celelalte burse. Germania, Austria și Marea Britanie sunt economiile capabile să influențeze celelalte burse studiate; România înregistrează cel mai mic scor. Contribuția netă este diferența dintre contagiunea primită și contagiunea transmisă. În medie, România a primit cea mai multă contagiune de la Austria (9,9%), Germania (8,5%) și Polonia (7,5%). În ceea ce privește contribuția netă, România este țară care primește net cea mai multă contagiune. În randamente, nu se bucură nici de avantajele pe termen scurt (nu reacționează rapid la modificările de pe piețele externe de capital) și nici de cele pe termen lung (nu influențează celelalte piețe).

Figura 59 Influența burselor externe asupra randamentelor pieței de acțiuni domestice (descompunerea istorică a șocurilor primite - model VAR



6.5. Indicele compozit de dinamică a pieţelor financiare nebancare

Mecanismele de funcționare ale entităților autorizate pe piața financiară nebancară locală și componenta de investitori instituționali ce le caracterizează, împreună cu existența unor expuneri reciproce dintre cele trei sectoare, facilitată de instrumente financiare, determină existența unor factori comuni de risc care le influențează dinamica.

Deși un eventual șoc financiar poate afecta toate cele trei sectoare în același timp, impactul acestuia poate fi măsurat cu frecvență diferită și în funcție de un anumit decalaj. De exemplu, o parte dintre datele de supraveghere pentru piețele de capital și fondurile de pensii sunt disponibile zilnic, săptămânal sau lunar, de regulă cu un decalaj minim de o perioadă, iar pentru sectorul de asigurări datele sunt disponibile în general doar trimestrial, cu un decalaj de două luni (similar PIB). Pentru demersul de cercetare, dar și cel de supraveghere, prezintă interes răspunsul la următoarea întrebare: în scenariul în care un eveniment financiar neașteptat conduce la o scădere rapidă a piețelor financiare sau o schimbare a așteptărilor macroeconomice sau a prognozelor macroeconomice pe termen scurt/mediu, atunci care este impactul asupra intermedierii financiare nebancare? Intenționăm să cuantificăm impactul asupra intermedierii financiare nebancare cu ajutorul unui indicator macrofinanciar cu frecvență mixtă.

Un indicator de frecvență mixtă[14] este proiectat astfel încât să integreze și să extragă informații din seriile de timp disponibile la diferite perioade: zilnice, lunare, trimestriale etc., și pentru a furniza un semnal de tendință clar pentru date eterogene a căror tendință nu este clară. Indicatorul trebuie să

[14] Pentru proiectarea unui indicator de frecvență mixtă am urmat metodologia propusă de Brave and Butters (2019), care este o extensie a modelului factorial dinamic care încorporează acumulatorul propus de Mariano și Murasawa (2003). Faza post-producție a indicatorului, care contabilizează corelarea serială, calibrarea indicatorului, calcularea erorii de prognoză nu este prezentată.

fie suficient de sensibil pentru a detecta impactul vulnerabilității unui sector asupra intermedierii nebancare luate în ansamblu.

Șocurile de pe piețele financiare, precum și evenimentele care pot conduce la schimbări rapide a mediului macroeconomic pot influența semnificativ intermedierea financiară atât prin contagiune, cât și prin creșterea stresului asupra portofoliului de investitori instituționali. Orice instituție are sau ar trebui să dețină un indicator sau un set de indicatori pentru monitorizarea factorilor de risc. Fluctuația pe termen scurt a unui anumit risc (ex: riscul de schimb), poate fi disponibilă la o frecvență zilnică și această informație poate fi inclusă în indicatorul de frecvență mixtă. Prin urmare, prin includerea volatilității cursului de schimb, indicatorul este conceput să reacționeze și să fie mai sensibil la evenimentele zilnice.

Pe de altă parte, dacă indicatorul este conceput pentru a monitoriza stabilitatea financiară a intermedierii financiare nebancare, vom avea nevoie și de date cu frecvență mai mică, cum ar fi datele macroeconomice trimestriale care conțin informații despre structura economiei în ansamblu. Deoarece scopul indicatorului este de a oferi o imagine de ansamblu asupra stabilității financiare, indicatorul nu poate fi nici prea sensibil, deoarece obiectivul nostru este de a construi un indicator de stabilitate financiară care să ofere un semnal de avertizare timpurie.

În funcție de sfera de cuprindere a indicatorului, putem include date care pot informa despre tendințele în schimbare ale economiei europene, mai ales dacă presupunem că există efecte de contagiune din partea economiei europene.

Pentru a răspunde acestor provocări am elaborat un indicator care include și dinamica piețelor de capital, a asigurărilor și a fondurilor de pensii private între anii 2009 și 2019.

Indicatorul mixt propus aici folosește următoarele date:

- pentru piața de capital au fost utilizate date privind rentabilitatea lunară a indicelui prețurilor financiare furnizate de Thomson Reuters. Am ales un indice pentru sectorul financiar al pieței de capital din România pentru a avea un semnal mai clar al dinamicii dezvoltatorii pieței financiare din România.
- pentru sectorul de pensii private am calculat randamentul lunar al pensiei private pentru toate fondurile de pensii din PII și capitalizarea bursieră. Datele sunt disponibile pe website-ul Autorității de Supraveghere Financiară din România.
- pentru datele sectorului de asigurări, am selectat indicatorul de daunalitate care reprezintă raportul între pierderile totale (plătite și rezervate) în creanțe plus cheltuielile de ajustare împărțite la totalul primelor încasate. Datele de asigurare sunt trimestriale și ar trebui să informeze dacă există o pierdere generalizată a societăților de asigurări.

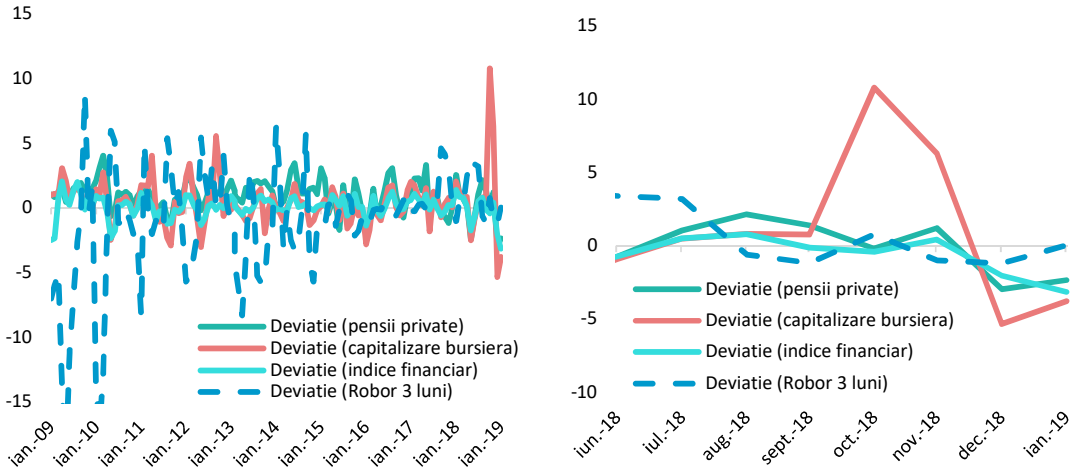
Tabelul 39 Matricea de corelație (serii din activitatea de asigurare)

	AG-PBS	AV-PBS	IBS	Rata daunei	Rezerve
AG-PBS	1				
AV-PBS	0.578	1			
IBS	0.242	0.219	1		
Rata daunei	-0.498	-0.250	-0.103	1	
Rezerve	0.798	0.603	0.083	-0.476	1

Legenda: IBS (indemnizații brute), AG-PBS (prime brute subscrise – asigurări generale), AV-PBS (prime brute subscrise – asigurări de viață)

Datele lunare (pensii, piața de capital și rata dobânzii) sunt exprimate ca deviații de la trend, unde trendul este media mobilă la 3 luni (filtru linear), pentru a fi mai ușor de văzut unde apar modificările și care este distanța de la tendință.

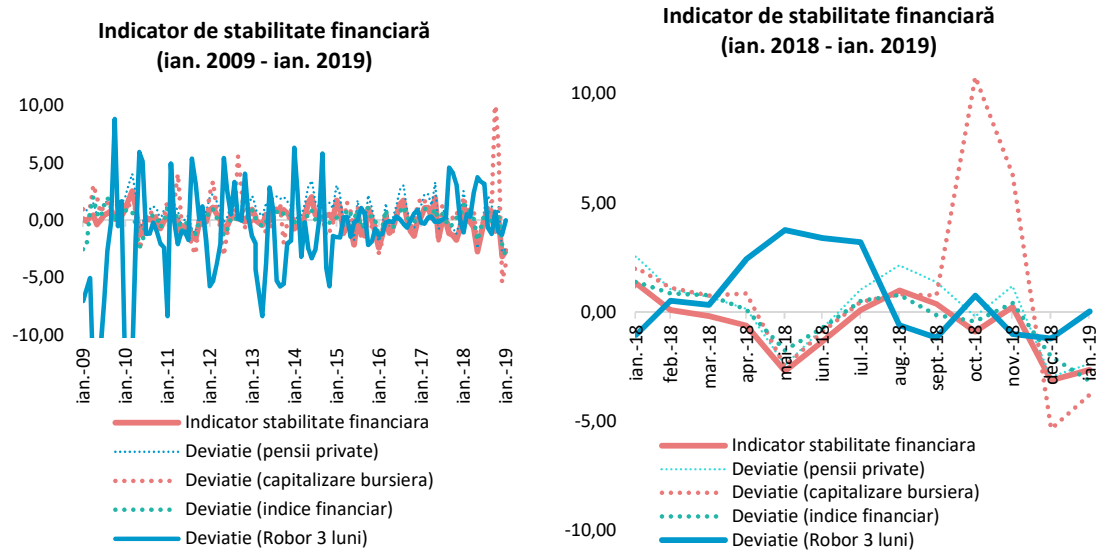
Figura 60 Deviații de la tendință ale indicatorilor sectoriali



Rezultatele arată că indicatorul este capabil să surprindă câteva evenimente importante de tensiune la adresa stabilității financiare, ultimul episod fiind înregistrat în decembrie 2018.

Indicatorul de stabilitate financiară a fost estimat la o frecvență lunară și este util pentru studierea evoluției actuale a intermedierii financiare nebancare prin luarea în considerare a dependenței dintre cele trei sectoare.

Figura 61 Indicatori de stabilitate financiară



Indicatorul trimestrial calculat ca un proxy pentru rata daunalității arată că activitatea companiilor de asigurare nu este sensibilă la șocurile de pe piața de capital. Explicația este dată de structura portofoliilor și a activității specifice de asigurare. În ceea ce privește dinamica indicatorului lunar care este un proxy pentru intermedierea nebancară, se poate observa o dinamică crescută în ultimul an, dar fără a indica existența unor vulnerabilități structurale crescute la nivelul intermedierii nebancare.

7. Stabilitatea financiară și politicile macroprudențiale

În special după criza financiară globală, comunitatea internațională a autorităților cu rol în asigurarea stabilității sistemului financiar a început un lung și dificil efort de identificare, elaborare, calibrare și aplicare a unor politici care să îmbunătățească reziliența acestuia față de potențialele șocuri interne (ex. eșecul unor companii financiare, creșteri de costuri, modificări tehnologice) sau externe (ex. recesiuni economice, evenimente geo-politice).

Până în urmă cu câțiva ani, acțiunile au fost focalizate către instrumentele și politicile macroprudențiale destinate sectorului bancar, având în vedere rolul și locul acestuia în relație cu buna funcționare a economiei reale. În ultimii ani însă, a crescut preocuparea față de riscurile și vulnerabilitățile generate sau transmise din interiorul piețelor financiare nebancare, odată cu creșterea contribuției acestora la intermedierea financiară. Rezultatele obținute până în prezent diferă ca diversitate și grad de acoperire între componentele sistemului financiar nebancar. Avansul cel mai important a fost realizat în zona asigurărilor, fondurilor de investiții și contrapărților centrale.

Abordarea este însă neuniformă: de exemplu, se realizează teste de stres centralizate la nivel european pentru piața asigurărilor, piața fondurilor de pensii ocupaționale și contrapărțile centrale, dar nu încă și pentru fondurile de investiții; piața asigurărilor beneficiază de un cadru macroprudențial inclus în regimul prudențial Solvabilitate II aplicabil în toate statele membre de la 1 ianuarie 2016, dar pentru fondurile de investiții și de pensii o astfel de abordare armonizată la nivel european bazată pe instrumente concrete de contracarare a vulnerabilităților nu este încă dezvoltată.

7.1. Măsuri privind sectorul financiar nebancar în contextul aderării la zona euro

Pentru România, aderarea la zona euro constituie un deziderat și un obiectiv pe termen mediu stabilit la nivel instituțional. Aceasta nu se poate realiza decât cu o consolidare anterioară a multor segmente ale economiei și sistemului financiar, pe baza unui plan de măsuri și a unui calendar, ce au fost stabilite în cadrul unui plan național avizat la cel mai înalt nivel de către toate părțile implicate (Guvern, BNR, ASF, societate civilă, partide politice, sindicate și patronate, mediu academic și universitar etc.).

Piața locală de asigurări reprezintă un segment important al pieței financiare nebancare și are un impact semnificativ asupra populației și operatorilor economici atât din perspectiva numărului de asigurați și de contracte de asigurare încheiate anual, cât și din perspectiva rolului pe care asigurările îl au în gestionarea riscurilor și derularea operațiunilor economice, chiar dacă are o anvergură redusă din perspectiva ponderii în PIB a activelor. Din punct de vedere instituțional, al reglementărilor, supravegherii prudențiale și regulilor de conduită față de consumatori, piața asigurărilor din România este aproape în totalitate convergentă cu cerințele și practicile prezente la nivel european. România aplică începând cu 1 ianuarie 2016 regimul unic la nivel european de supraveghere prudențială a asigurătorilor, conform Directivei Solvabilitate II, iar din 1 octombrie 2018 regulile privind protecția drepturilor asiguraților sunt armonizate cu prevederile Directivei privind Distribuția în Asigurări.

Statisticile arată că nivelul de solvabilitate și comportamentul investițional al asigurătorilor din România nu diferă semnificativ de cele pe care le regăsim în majoritatea celorlalte state europene. De asemenea, nivelul, gradul de adecvare și calitatea (structura) fondurilor proprii ale asigurătorilor locali îndeplinesc cerințele europene și sunt similare celor existente pe alte piețe de asigurări din UE.

Spre deosebire de piața europeană de asigurări, care este dominată de segmentul asigurărilor de viață, în România, acesta reprezintă doar aproximativ 21% din primele brute subscrise, piața fiind dominată de asigurările generale, în special cele auto. Cota activității de asigurări de viață în totalul sectorului de asigurări din România s-a păstrat la acest nivel o perioadă foarte îndelungată de timp, aparent nefiind influențată de creșterea economică sau a veniturilor populației. Din această perspectivă, deocamdată, nu se observă un proces semnificativ de convergență, piața locală nereușind să depășească, în cei mai favorabili ani, o pondere de 23% a asigurărilor de viață în totalul primelor brute subscrise, situație cauzată probabil de diferențe structurale generate de factori cu persistență în timp (ex. gradul de informare al consumatorilor, nivelul de cultură financiară, decalaje privind nivelul venitului disponibil etc.).

Dacă din perspectiva structurii și importanței în economie, piața românească a asigurărilor nu evidențiază deocamdată un proces de convergență cu piața europeană, în ceea ce privește indicatorii prudențiali, ultimii ani au consemnat o foarte importantă îmbunătățire a situației, ulterior eforturilor instituționale de consolidare a pieței. Decalajul mare față de media europeană are și cauze structurale, exogene sectorului asigurărilor și se poate diminua pe termen mediu, ținând cont de faptul că piața asigurărilor are un potențial foarte mare de dezvoltare.

Dintre cele două segmente ale pieței de capital, în ultimii ani, dezvoltarea cea mai accelerată a avut-o piața organismelor de plasament colectiv, care s-a bucurat de o creștere importantă a activelor administrate. Totuși, piața este încă dominată de fondurile de instrumente cu venit fix, lipsindu-i gradul de sofisticare și diversitatea de produse de acumulare și investire întâlnite pe piețele vest europene. Celălalt segment al pieței de capital, piața bursieră, a cunoscut un declin important în timpul crizei financiare globale (atât ca valoare tranzacționată, cât și ca nivel al indicilor de acțiuni) pe care încă nu a reușit să-l depășească de o manieră consistentă (așa cum s-a întâmplat în alte state).

Mai mult decât atât, piața la termen a contractelor financiare derivate s-a diminuat gradual până la încetarea totală a tranzacțiilor în anul 2017. Deși există proiecte pentru repornirea acesteia, ele sunt într-o mare măsură dependente de înființarea unei contrapărți centrale locale (eventual cu rol regional), iar industria nu a reușit, deocamdată, să convingă suficienți investitori de viabilitatea unei astfel de investiții. Ca urmare, în prezent, piața este concentrată în cea mai mare parte pe tranzacții cu acțiuni, iar valorile tranzacționate încă stagnează sub nivelurile din 2007-2008, în pofida unor listări importante de companii în ultimii doi ani.

Sectorul asigurărilor și cel al pieței de capital sunt, aproape în totalitate, convergente cu piața europeană în ce privește cadrul instituțional și de reglementare, supravegherea prudențială și regulile de conduită. Acestea au însă o anvergură redusă comparativ cu dimensiunea și complexitatea celor din zona euro și, pe cale de consecință, un potențial foarte mare de dezvoltare care se poate manifesta în condițiile în care România va adera la ZE. În ce privește piața bursieră locală, pentru recuperarea decalajului în raport cu media europeană, din perspectiva dimensiunii și structurii tranzacțiilor bursiere, este necesară continuarea efortului de listare de noi companii, de stimulare a dezvoltării pieței obligațiunilor, precum și repornirea pieței instrumentelor financiare derivate.

Sistemul de pensii din România are o serie de particularități importante ce nu se regăsesc în cadrul sistemelor de pensii din țări dezvoltate ale UE, fiind de tip contribuții definite, însă cu garantarea contribuțiilor nete. Acest tip de sistem funcționează structural diferit de sistemele de pensii cu beneficii definite existente în majoritatea țărilor din zona euro, dar și de sistemele de tip contribuții definite pure (care nu au nici o formă de garantare a beneficiilor).

Fondurile de pensii private au devenit acționari importanți în cele mai lichide companii listate pe BVB și au arătat disponibilitatea de a subscrie în ofertele publice inițiale realizate până în acum. Prin prezența continuă pe piața de capital, asigură o sursă alternativă de finanțare față de sistemul bancar pentru companiile care optează să devină publice, încurajând astfel dezvoltarea pieței bursiere locale. În acest context, importanța fondurilor de pensii private pentru stabilitatea financiară este foarte ridicată.

Diversitatea de abordări în ceea ce privește tipurile de sisteme de pensii practicate în statele UE face dificilă o analiză a convergenței din acest punct de vedere. Statisticile subliniază contribuția pozitivă a sistemului de pensii private (piloanele II și III) la nivelul economiei și societății prin rolul lor de acumulare de resurse pentru susținerea consumului ulterior pensionării. Chiar dacă o analiză în sensul clasic a convergenței cu sistemele de pensii private existente în țările europene dezvoltate nu este posibilă, sistemul de pensii private din România prezintă un grad semnificativ de integrare în sistemul financiar european.

Sporirea convergenței la nivel european a sistemelor naționale de pensii private ar putea veni o dată cu implementarea produsului pan-european de pensii private, aflat încă în stadiu de proiect, dacă acesta va atrage interesul potențialilor participanți (fiind un produs facultativ).

Mai jos sunt prezentate principalele măsuri și acțiuni strategice asumate în cadrul planului național pentru piețele financiare nebancare din perspectiva adoptării euro.

Măsuri propuse din perspectiva adoptării euro	**Motivație**	**Perioada necesară pentru implementare**
Îmbunătățirea funcționării Bursei de Valori București şi trecerea ei de la stadiul de piață de frontieră la stadiul de piață emergentă	Având în vedere dimensiunea redusă a pieței de capital, Guvernul va promova: listare de noi companii; stimularea pieței obligațiunilor	2019
Continuarea măsurilor pentru dezvoltarea pieței bursiere în vederea îndeplinirii criteriilor pentru dobândirea statutului de piața de capital emergentă: Alinierea deplină a practicilor de piață la cerințele calitative ale MSCI și FTSE privind accesul investitorilor pe piața de capital și transparența; Revizuirea sistemului de impozitare a câștigului din transferul titlurilor de valoare tranzacționate pe piața reglementată; Susținerea demersurilor de înființare a unei contrapărți centrale locale prin: Participare la realizarea studiului de fezabilitate; Recalibrarea taxelor și tarifelor aplicabile tranzacțiilor decontate prin CCP; Emiterea reglementarilor ASF necesare privind activitatea CCP; Clarificări legislative și privind impozitarea referitor la împrumuturile de valori mobiliare și mecanismele de gestionare a garanțiilor (SLB); Soluționarea situației secțiunii I a Depozitarului Central (aproape 9 milioane de conturi latente).	Piața bursieră din România are o capitalizare redusă raportată la PIB în comparație cu alte piețe europene sau din vecinătate, precum și o lichiditate scăzută a tranzacțiilor. De aceea, contribuția sa la finanțarea economiei este foarte redusă, atât în comparație cu sistemul bancar local, cât și cu situația întâlnită în alte țări europene. În vederea îmbunătățirii accesului la finanțare pentru companiile locale, este necesară dezvoltarea bursei, atât prin prisma creșterii capitalizării și lichidității bursei cât și prin prisma diversificării gamei de produse tranzacționate. Din această perspectivă, este foarte importantă atingerea obiectivului de dobândire a statutului de piață de capital emergentă acordat de agențiile internaționale de rating FTSE și MSCI. Unul dintre scopurile pentru care piața de capital din România are nevoie să obțină acest statut este diversificarea bazei investitorilor. ASF a întreprins reforme instituționale și de reglementare cuprinzătoare, simplificând și modernizând cadrul de reglementare, armonizându-l cu standardele piețelor de capital dezvoltate din UE și îmbunătățind angajamentul și comunicarea cu piața. Astfel, cele mai multe dintre criteriile calitative sunt în prezent îndeplinite, dar este necesară	2019-2020 2019-2020 înainte de ERM II 2019-2020 înainte de ERM II înainte de ERM II

Măsuri propuse din perspectiva adoptării euro	Motivație	Perioada necesară pentru implementare
	continuarea demersurilor până la alinierea completă față de cerințele MSCI și FTSE. Inițiativele de creștere a lichidității - o provocare rămasă pentru piața locală de capital - și introducerea de noi produse sunt în desfășurare și vor necesita soluții la nivel de piață. Relansarea pieței instrumentelor derivate va necesita acorduri cu o contraparte centrală (CCP). Dezvoltarea împrumuturilor de titluri de valoare (SLB) ar putea contribui semnificativ la creșterea lichidității bursei, dar necesită clarificarea codului fiscal cu privire la impozitul pe câștigurile de capital asupra persoanelor juridice și mecanismele stabilite pentru gestionarea garanțiilor. Rezoluția celor aproape nouă milioane de conturi latente la Depozitarul Central în secțiunea I (rezultate din acțiunile emise în timpul privatizării în masă) ar putea crește volumul de acțiuni disponibile la tranzacționare și implicit lichiditatea pieței.	
Stimularea dezvoltării segmentului fondurilor de investiții: Promovarea proiectului legislativ privind fondurile de investiții alternative; Revizuirea cotei de impozitare a câștigului din transferul unităților deținute la fonduri care investesc preponderent în titluri de stat.	Organismele de plasament colectiv reprezintă una dintre categoriile importante de investitori instituționali locali, cu contribuții semnificative la finanțarea datoriei publice și a companiilor private. Evoluția pe termen lung a acestui sector a fost favorabilă, dar valoarea activelor fondurilor de investiții alternative este încă redusă comparativ cu alte state. În vreme ce organismele de plasament colectiv în valori mobiliare au o dimensiune semnificativă, comparabilă cu cea a fondurilor de pensii, fondurile de investiții alternative sunt încă la un nivel redus de dezvoltare. Proiectul legislativ privind funcționarea fondurilor de investiții alternative clarifică mecanismele de funcționare ale acestora și deschide posibilitatea apariției unor noi tipuri de fonduri.	2019-2020 2019-2020
Revizuirea unor constrângeri legislative privind piața obligațiunilor neguvernamentale: cerința existenței unei hotărâri a adunării generale extraordinare pentru a se putea emite obligațiuni corporative; armonizarea nivelului de impozitare a dobânzilor între diferite tipuri de instrumente financiare cu venit fix; cerințele de rating pentru obligațiunile corporative în care pot investi fondurile de pensii.	Pentru companii, finanțarea prin emitere de obligațiuni este adesea preferată în raport cu emiterea de noi acțiuni deoarece nu afectează controlul acționarilor asupra conducerii și strategiei companiei. În România, valoarea cumulată a ofertelor de obligațiuni corporative listate la bursă este încă foarte redusă, determinând și o lichiditate scăzută a tranzacțiilor cu astfel de instrumente. Pentru dezvoltarea acestei piețe trebuie abordate o serie de constrângeri existente: cerința de a organiza o adunare generală extraordinară pentru emiterea de obligațiuni corporative în conformitate cu legea societăților comerciale, un regim de impozitare inegală între emisiunea de obligațiuni corporative și plățile aferente dobânzilor la împrumuturi bancare și cerința ca obligațiunile corporative să aibă un rating de grad investițional sau unul cu un grad mai jos pentru investitorii de tipul fondurilor de pensii.	înainte de ERM II
Restructurarea mecanismului de funcționare a Fondului de Compensare a Investitorilor în vederea creșterii capacității operaționale și solidității financiare a	Creșterea încrederii participanților pe piața de capital constituie un factor important pentru o dezvoltare sustenabilă a acestei subcomponente a sistemului financiar. La aceasta, o contribuție	2018-2019

Măsuri propuse din perspectiva adoptării euro	Motivație	Perioada necesară pentru implementare
acestuia și întăririi cadrului de rezoluție pentru firmele de investiții	semnificativă o are existența unui nivel adecvat și eficient de protecție în cazul eșecului unui intermediar.	
Consolidarea capacității ASF de supraveghere bazată pe riscuri a entităților active pe piața de capital prin implementarea cadrului de supraveghere dezvoltat cu asistența Băncii Mondiale	Cadrul legislativ din România aplicabil pieței de capital este în prezent aliniat cu legislația europeană. Din perspectiva supravegherii, ASF se află în etape avansate ale procesului de tranziție de la supravegherea bazată pe conformitate către cele mai bune practici privind supravegherea bazată pe riscuri aplicate în statele europene avansate și recomandate de Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe.	2019-2020
Implicarea activă a statului în piața de capital și aplicarea celor mai bune practici privind guvernanța corporativă pentru întreprinderile de stat	Inițiativele publice actuale privind listarea companiilor la care statul deține pachete de acțiuni sunt prea fragmentate și inconsecvente, cu coordonare și monitorizare suboptimală. Nu există o strategie clară care să cuprindă toate instituțiile și inițiativele statului. Aceste listări, dacă s-ar realiza, ar contribui semnificativ la dezvoltarea pieței de capital și la atingerea obiectivului privind dobândirea statutului de piață de capital emergentă. Totodată, listările are avea efecte benefice din perspectiva transparenței, guvernanței, accesului la finanțare și eficienței pentru companiile respective și implicit pentru stat.	înainte de adoptarea monedei euro
Revizuirea noului cadru de reglementare pentru asigurarea de răspundere civilă auto (Legea 132/2017 și reglementările ASF incidente) împreună cu toate părțile interesate (asiguratori, asigurați, unități reparatoare, instituții implicate) și ajustarea acestuia, dacă este necesar. Identificarea de măsuri pentru reducerea gradului de concentrare a pieței RCA.	Asigurările auto și în special asigurările obligatorii RCA au ponderea cea mai importantă în primele brute subscrise de către asigurători pe teritoriul României. Acest segment al pieței asigurărilor s-a confruntat în trecut cu o serie de disfuncționalități dar s-a stabilizat pe parcursul anului 2017. În continuare sunt necesare măsuri pentru consolidarea pieței asigurărilor RCA și asigurarea unei creșteri pe baze sustenabile, inclusiv prin îmbunătățirea gradului de cuprindere în asigurare, îmbunătățirea conduitei și a guvernanței, reducerea impactului practicilor incorecte. Aceste acțiuni vor ține seama inclusiv de discuțiile la nivel european privind revizuirea Directivei RCA.	2018-2019
Revizuirea cadrului de reglementare a insolvenței asigurătorilor (Legea nr. 85/2006 a insolvenței, Legea nr. 503/2004 privind redresarea financiara și falimentul societăților de asigurare, Legea nr. 246/2015 privind redresarea și rezoluția asiguratorilor, Legea nr. 213/2015 privind Fondul de Garantare a Asiguraților)	În contextul în care piața asigurărilor s-a confruntat în anii 2015 și 2016 cu falimentele a doi asigurători importanți, cadrul de reglementare privind redresarea, rezoluția și falimentul asigurătorilor precum și de funcționare a Fondului de Garantare a Asiguraților au fost consolidate însă necesită să fie actualizate în perioada următoare în funcție de modificările aflate în discuție la legea insolvenței. Aceste mecanisme sunt de o importanță deosebită pentru protecția asiguraților și pentru consolidarea încrederii acestora în mecanismele de asigurare, constituind o premisă importantă pentru dezvoltarea viitoare a pieței.	2018-2019
Elaborarea și aplicarea unor strategii punctuale, în cadrul unor grupuri de lucru care includ toate părțile implicate, pentru stimularea unor anumite segmente ale pieței asigurărilor, în vederea reducerii ponderii asigurărilor auto și diversificării	Având în vedere gradul de penetrare scăzut a asigurărilor - altele decât RCA - sunt necesare eforturi pentru dezvoltarea altor linii de asigurare, cum ar fi asigurarea proprietarilor de locuințe și asigurarea de viață.	înainte de adoptarea monedei euro

Măsuri propuse din perspectiva adoptării euro	Motivație	Perioada necesară pentru implementare
sustenabile a portofoliilor asigurătorilor. Astfel de strategii vizează: asigurările de viață; asigurărilor agricole; asigurările de sănătate; sporirea respectării de către proprietarii de locuințe a asigurărilor de catastrofă obligatorii.	Cu o rata actuală de penetrare estimată la 20%, asigurarea obligatorie de catastrofă a proprietarilor de locuințe nu reușește să stabilească plasa de siguranță planificată inițial, continuând să expună Guvernul la o răspundere contingentă considerabilă în cazul unui cutremur major. Un grad de cuprindere în asigurare mai ridicat ar spori, de asemenea, eficiența operațională și diversificarea bazei de asigurare pentru dezastre naturale a PAID. Totodată, dinamica recentă a asigurării de viață și de sănătate indică nevoi nesatisfăcute și cereri care ar putea fi abordate cu produse și procese mai potrivite. Grupurile de lucru pentru a aborda această oportunitate au fost deja inițiate. Mai multe eforturi dedicate - cu reprezentanții aleși în mod corespunzător ai tuturor părților interesate relevante și cu obiective disciplinate de ieșire - vor permite mai multor români să utilizeze o asigurare mai potrivită nevoilor lor.	
Consolidarea capacității ASF de supraveghere bazată pe riscuri a entităților pieței asigurărilor prin implementarea cadrului de supraveghere dezvoltat cu asistența Autorității Europene pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale	Cadrul legislativ din România aplicabil pieței asigurărilor este în prezent aliniat cu legislația europeană. Din perspectiva supravegherii, ASF se află în etape avansate ale procesului de tranziție de la supravegherea bazată pe conformitate către cele mai bune practici privind supravegherea bazată pe riscuri aplicate în statele europene avansate și recomandate de Autoritatea Europeană pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale	2019-2020
Promovarea unor reglementări care să vizeze, simultan, atât creșterea eficienței funcționării sistemului, cât și protecția participanților. Actualizarea, monitorizarea și adaptarea continuă a politicilor de investiții ale fondurilor de pensii la condițiile din piață.	Evoluția fondurilor de pensii administrate privat, atât din Pilonul II cât și din Pilonul III, a fost favorabilă pe întreaga perioada de la lansare și până în prezent. Datorită prevederilor legislative prudente și mecanismelor adecvate de funcționare, sistemul a cunoscut o dezvoltare permanentă în condiții de soliditate financiară și siguranță pentru participanți. Având în vedere tendințele ultimilor ani pe pieţele financiare și perspectivele pe termen mediu (nivelul redus al randamentelor instrumentelor cu venit fix, volatilitatea prețurilor bursiere ale activelor, evoluția inflației etc), trebuie menținut efortul de creștere a eficienței fondurilor de pensii și de adaptare a politicilor de investiții la condițiile de piață, menținând un grad foarte ridicat de protecție pentru participanți. Astfel, fondurile de pensii ar trebui dezvoltate în continuare, iar constrângerile privind regimul lor de investiții revizuite periodic. După 10 ani de existență, fondurile de pensii din Pilonul 2 încep să se maturizeze iar în acest context este necesar ca ASF să ia în considerare dezvoltarea unei abordări strategice pentru dezvoltarea ulterioară a sectorului.	înainte de adoptarea monedei euro
Introducerea sistemului de pensii ocupaționale	Sistemul pensiilor ocupaționale este întâlnit preponderent în țările europene dezvoltate, chiar dacă pe lângă avantajele privind predictibilitatea nivelului venitului la momentul pensionării și	înainte de adoptarea monedei euro

Măsuri propuse din perspectiva adoptării euro	Motivație	Perioada necesară pentru implementare
	implicării angajatorilor (implicit avantaje din punct de vedere fiscal) comportă și o serie de dezavantaje în ceea ce privește solvabilitatea și gradul de finanțare mai ales în condițiile actuale de dobânzi scăzute. Acest sistem nu este deocamdată prezent în România și ar putea reprezenta un instrument complementar la cele existente deja, care ar putea fi atractiv pentru anumite categorii de salariați datorită flexibilității mai mari și a faptului că și angajatorii contribuie la finanțarea fondului de pensii. Totodată, introducerea pensiilor ocupaționale în complementaritate cu cele publice și cele administrate privat deja existente ar contribui la creșterea gradului de convergență a sistemului local de pensii cu cele existente la nivel european.	
Introducerea Produsului Paneuropean de Pensii	Produsul Paneuropean de Pensii reprezintă un proiect la nivel european ce se află încă în stadiul de discuții între statele membre și forurile europene implicate. Acest nou produs de pensie privată este menit să constituie o alternativă complementară la sistemele de pensii private care deja funcționează în statele membre, având avantajul că va oferi un mecanism similar de acumulare în vederea pensionării pentru toți cetățenii europeni. Totodată proiectul este menit să sporească nivelul de convergență al sistemelor de pensii private din țările membre, operaționalizarea sa urmând să fie obligatorie.	Atunci când legislația europeană aplicabilă va fi finalizată și va intra în vigoare
Finalizarea legislației privind plata pensiilor	În prezent, în România, nu există o lege de plată a pensiilor sub formă de anuități pe termen lung, așa cum se întâmplă în majoritatea statelor europene. Pe măsură ce ponderea participanților la fondurile de pensii private care au vârste apropiate celei de pensionare va crește în următorii ani, funcționarea unui astfel de mecanism devine absolut necesară. În absența sa, participanții la sistemul de pensii private aflați la momentul pensionării nu vor putea beneficia de venituri lunare ci vor primi întreaga sumă acumulată pe parcursul perioadei de cotizare (sau o eșalonare a acesteia pe termen foarte scurt) ceea ce comportă riscuri și costuri fiscale mai mari.	înainte de adoptarea monedei euro
Sporirea gradului de includere financiară și alfabetizare financiară	Unele studii arată că doar circa 22% dintre adulții din România sunt educați din punct de vedere financiar, ponderea fiind una dintre cele mai mici la nivel european. Asociațiile profesionale ale entităților de pe piața financiară consideră că analfabetismul financiar este al doilea factor ca importanță ce afectează intermedierea financiară. Mai mult, 48% dintre adulți nu au încredere în sistemul financiar, procent care este unul dintre cele mai ridicate din regiune. Încrederea față de sistemul financiar a scăzut dramatic în timpul crizei financiare și nu a revenit încă pe deplin. În ultimii ani agenda de educație financiară a fost promovată intens de BNR, ASF, asociații patronale și	înainte de adoptarea monedei euro

Măsuri propuse din perspectiva adoptării euro	Motivație	Perioada necesară pentru implementare
	profesionale pe piața financiară și alte instituții locale, dar efortul trebuie susținut în continuare.	
Îmbunătățirea cadrului existent pentru protecția consumatorilor de servicii financiare ne-bancare	Consolidarea cadrului de protecție a consumatorilor ar contribui la reducerea neîncrederii în instituțiile financiare. România a transpus Directiva UE 2013/11 privind soluționarea alternativă a litigiilor în materie de consum prin Ordonanța de Guvern 38/2015. Directiva prevede standarde minime, dar statele membre pot merge dincolo de acestea. Mecanismul alternativ de soluționare a litigiilor pentru instituțiile nebancare (SAL-FIN) este funcțional în prezent. De asemenea, ASF este puternic implicată în mecanisme și activități privind protecția asiguraților, a investitorilor pe piața de capital și a participanților la fondurile de pensii administrate privat.	înainte de adoptarea monedei euro

7.2. Instrumente macroprudențiale implementate de către ASF

Comitetul Național pentru Supravegherea Macroprudențială a emis un număr total de 18 recomandări. Autoritatea de Supraveghere Financiară a fost responsabilă de modul de implementare a recomandărilor detaliate mai jos.

Recomandarea CNSM nr. 3/14.06.2017 privind îmbunătățirea informațiilor statistice necesare analizelor privind piața imobiliară

BNR a implementat recomandarea CNSM nr.3/2017 prin elaborarea și derularea unui chestionar privind piețele imobiliare și comerciale din România, definit în conformitate cu indicatorii menționați în Recomandarea CERS 14/2016.

Chestionarul a fost transmis către:

(1) instituțiile de credit din România care dețin un rol important pentru sectorul imobiliar, atât prin finanțarea dezvoltării sau achizițiilor de proprietăți imobiliare, cât și în calitate de dezvoltator prin intermediul entităților din cadrul grupului.

(2) companii nefinanciare care participă în mod direct (prin dezvoltarea de proprietăți imobiliare) sau indirect (prin investiții în firme din sectorul imobiliar, prin asigurarea de finanțare acestora sau prin intermedierea tranzacțiilor imobiliare) la activitatea pieței imobiliare din România. Chestionarul a fost transmis către un număr de 77 de companii.

(3) societățile de asigurare, fondurile de pensii și de investiții prin intermediul ASF.

Rezultatele chestionarului au fost publicate în ediția din iunie 2018 a Raportului asupra stabilității financiare, publicat pe website-ul BNR: RSF 2018

Recomandarea CNSM nr. R/4/2018 privind implementarea instrumentelor macroprudenţiale pentru îndeplinirea obiectivelor intermediare cuprinse în Cadrul de ansamblu privind strategia politicii macroprudențiale a Comitetului Național pentru Supravegherea Macroprudențială

ASF realizează analize periodice privind riscurile și vulnerabilitățile identificate la nivelul celor 3 piețe financiare nebancare supravegheate, precum și oportunitatea implementării instrumentelor macroprudențiale existente.

În urma analizelor realizate de către ASF referitoare la societățile de servicii de investiții financiare (SSIF), a fost activat amortizorul de conservare a capitalului în 4 rate anuale egale de 0,625% din valoarea totală a expunerilor ponderate la risc, implementate în perioada 1 ianuarie 2016 – 1 ianuarie 2019:

• De la 1 ianuarie 2016 – 0,625%

• De la 1 ianuarie 2017 – 1,25%

• De la 1 ianuarie 2018 – 1,875%

• De la 1 ianuarie 2019 – 2,5%

În ceea ce privește amortizorul anticiclic de capital și amortizorul de capital pentru riscul sistemic, ASF a stabilit, în urma analizelor proprii și a informațiilor rezultate din participarea la activitatea CNSF (anterior) și CNSM, că până în prezent nu există condiții care să impună constituirea unei nivel mai mare de 0% pentru acest amortizor în cazul societăților de intermediere de servicii financiare (SSIF).

În cazul societăților de asigurare, în perioada 2017 – 2018, ASF a implementat următoarele instrumente macroprudențiale:

- indicele de lichiditate al societăților de asigurare: monitorizarea și analiza cu frecvență cel puțin trimestrială a coeficientului de lichiditate aferent societăților de asigurare;
- planul de redresare: În prima parte a anului 2017, o societate se afla în procedură de redresare financiară pe bază de plan. În iulie 2017, Consiliul ASF a dispus închiderea procedurii de redresare financiară a societății respective, în conformitate cu prevederile art.20 lit. a) din Legea 503/2004 privind redresarea financiară, falimentul, dizolvarea și lichidarea voluntară în activitatea de asigurări. În anul 2018, nicio societate de asigurare nu se află în procedură de redresare pe bază de plan.
- Fondul de Garantare al Asiguraților a efectuat plăți pe parcursul anului 2017 pentru 3 societăți de asigurare aflate în insolvență/faliment (Astra, Carpatica și Forte). Pe parcursul anului 2018, acestora li s-au adăugat plăți efectuate pentru Grup AS și Metropol. În toate aceste cazuri, Fondul efectuează plăți de indemnizații/despăgubiri rezultate din contractele de asigurare facultative și obligatorii, în condițiile legii, cu respectarea plafonului de garantare prevăzut de lege de 450.000 lei pe un creditor de asigurare al asigurătorului în faliment.

În cazul pieței pensiilor private, ASF a menținut în perioada 2017 – 2018 instrumentul macroprudențial referitor la restricțiile privind expunerile semnificative reglementate prin Legea 411/2004 privind fondurile de pensii administrate privat, Legea 204/2006 privind pensiile facultative, Norma 11/2011 privind investirea și evaluarea activelor fondurilor de pensii private.

În cazul administratorilor fondurilor de pensii private, pentru a evita concentrarea pe un număr redus de emitenți, s-a impus limitarea expunerii față de un emitent la 5% din activul net, iar expunerea față de un grup de emitenți și persoanele afiliate acestora nu poate depăși 10% din activele fondului de pensii private.

Pentru toate entitățile supravegheate ASF aplică cerințe privind siguranța sistemelor IT. Acestea au fost implementate prin Norma 6/2016, conform căreia entitățile financiare nebancare supravegheate transmit anual la ASF autoevaluări ale riscurilor IT precum și rapoarte de audit IT (a căror frecvență diferă în funcție de clasa de risc în care este încadrată fiecare entitate). În urma analizei informațiilor colectate, ASF a îmbunătățit cerințele privind securitatea sistemelor IT prin emiterea Normei 4/2018, care introduce suplimentar cerința de efectuare periodică de teste de penetrare și exerciții de scanare a vulnerabilităților.

Listă figuri

Figura 1 Contribuția categoriilor de utilizări la creșterea PIB în primul trimestru 2016-2019 12
Figura 2 Evoluția contului curent pe componente (mld. euro) 14
Figura 3 Evoluția ratei anuale a inflației 16
Figura 4 Evoluția volatilității pe pieţele de acțiuni, obligațiuni și mărfuri 18
Figura 5 Evoluția volatilității bursiere în România și țările din regiune 18
Figura 6 Evoluția indicilor sectorului bancar și sectorului de asigurări la nivel european (1 ian 2018 = 100) 19
Figura 7 Evoluția randamentelor obligațiunilor suverane cu maturitatea de 10 ani denominate în moneda națională 20
Figura 8 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 31 martie 2019 21
Figura 9 Evoluția sistemului financiar nebancar (% PIB) 27
Figura 10 Ponderea activelor pieţelor financiare nebancare (altele decât IFN) 28
Figura 11 Activele sistemului de pensii private 29
Figura 12 Valoarea anuală a contribuțiilor în Pilonul II (mil. lei) 29
Figura 13 Evoluția contribuției medii lunare (lei/participant cu contribuții) 30
Figura 14 Valoarea anuală a contribuțiilor în Pilonul III (mil. lei) 30
Figura 15 Evoluția activelor fondurilor de pensii administrate privat 2008 - martie 2019 (milioane lei) 31
Figura 16 Evoluția activelor fondurilor de pensii facultative 2008 - martie 2019 (milioane lei) 32
Figura 17 Evoluția indicilor Bursei de Valori București 2008-2018 (Q1 2008 =100) 33
Figura 18 Evoluția comparativă a indicilor BET și BET-FI 34
Figura 19 Capitalizare bursieră în PIB (%) 35
Figura 20 Evoluția anuală a valorii tranzacțiilor cu titluri de capital la BVB 35
Figura 21 Evoluția volumului total de prime brute subscrise (asigurări generale și de viață) în perioada 2008 - 2018 38
Figura 22 Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB 38
Figura 23 Evoluția volumului de prime brute subscrise (2008=100%) 39
Figura 24 Evoluția volumului de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață în perioada 2008 - 2018 39
Figura 25 Evoluția volumului de indemnizații brute plătite pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață în perioada 2008 – 2018 40
Figura 26 Ponderea primelor intermediate în total prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale și de viață 42
Figura 27 Primele intermediate pe clase de asigurări generale (lei) 42
Figura 28 Evoluția ratelor de rentabilitate a fondurilor de pensii private (%activ total) 46
Figura 29 Evoluția VUAN-ului fondurilor de pensii din Pilonul II 46
Figura 30 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la 31 martie 2019 47
Figura 31 Evoluția VUAN-ului fondurilor de pensii din Pilonul III 47
Figura 32 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 31.03.2019) 51
Figura 33 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC 52
Figura 34 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC 53
Figura 35 Evoluția subscrierilor nete (FDI, FÎI și fonduri străine) 55
Figura 36 Indice compozit de lichiditate zilnică a tranzacțiilor (metoda PCA) 56
Figura 37 Evoluția indicilor BVB în perioada 3 ianuarie 2018 – 31 martie 2019 (3 ian. 2018 = 100%) 57
Figura 38 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni) 58
Figura 39 Valoarea tranzacționată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 31 martie 2019 59
Figura 40 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF 60

Figura 41 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii 60
Figura 42 Valoarea activelor în custodie raportată la numărul de conturi active 60
Figura 43 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor 61
Figura 44 Valoare tranzacții, decontare brută (mii lei) pentru anul 2019 62
Figura 44 Ponderea primelor brute subscrise în funcție de clasele de asigurări în total prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale 64
Figura 45 Ponderea primelor brute subscrise în funcție de clasele de asigurări în total prime brute subscrise (AV) 65
Figura 46 Dinamica structurii pe clase a indemnizațiilor brute plătite (AG) 65
Figura 47 Distribuția coeficientului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale 69
Figura 48 Distribuția coeficientului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață 69
Figura 49 Evoluția excedentelor activelor față de datorii ale societăților de asigurare 70
Figura 50 Evoluția cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței de capital minim (MCR) 71
Figura 51 Evoluția fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital de solvabilitate 71
Figura 52 Ratele SCR și MCR la nivelul pieței 71
Figura 53 Evoluția ratei daunei și a ratei combinate a daunei pentru principalele clase de asigurări generale în trimestrul I aferent perioadei 2017 – 2019 73
Figura 54 Structura plasamentelor activelor firmelor de asigurări din țările UE 86
Figura 55 Rețeaua expunerilor entităților din piețele financiare nebancare pe tipuri de active 86
Figura 56 Evoluția indicilor europeni (dec. 2017=100; denominate în euro) 88
Figura 57 Indicele de contagiune 88
Figura 58 Influența burselor externe asupra randamentelor pieței de acțiuni domestice (descompunerea istorică a șocurilor primite - model VAR 90
Figura 59 Deviații de la tendință ale indicatorilor sectoriali 92
Figura 60 Indicatori de stabilitate financiară 92

Listă tabele

Tabelul 1 Evoluția și prognoza PIB în UE în perioada 2017 – 2020 9
Tabelul 2 Dinamica PIB pe componente principale (serii brute) 12
Tabelul 3 Situația deficitelor și a gradului de îndatorare 14
Tabelul 4 Randamentele burselor de acțiuni la 31 martie 2019 19
Tabelul 5 Tabloul de riscuri EIOPA pentru Trimestrul I 2019 22
Tabelul 6 Tendințe și riscuri identificate de ESMA pentru trimestrul I 2019 23
Tabelul 7 Variația anuală a indicilor bursieri locali vs. variația Indicelui Prețurilor de Consum 33
Tabelul 8 Valoarea tranzacționată segment principal (acțiuni + unități de fond) 36
Tabelul 9 Evoluția ponderii activității de asigurare din perspectiva volumului de prime brute subscrise în perioada 2008 – 2018 pe categorii de activități 38
Tabelul 10 Evoluția raportului dintre indemnizațiile brute plătite de societățile de asigurare autorizate și reglementate de ASF și primele brute subsrise de acestea în perioada 2008 - 2018 40
Tabelul 11 Cotele de piață ale primelor 10 societăți de asigurare în funcție de volumul primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale 41
Tabelul 12 Cotele de piață ale primelor 5 societăți de asigurare în funcție de volumul primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață 41
Tabelul 13 Administratorii și depozitarii fondurilor de pensii private la 31 martie 2019 43
Tabelul 14 Structura activelor fondurilor de pensii (%activ total) 44
Tabelul 15 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la 31 martie 2019 47
Tabelul 16 Valoarea activelor care acoperă provizionul tehnic în Pilonul II (lei) 49
Tabelul 17 Valoarea activelor care acoperă provizionul tehnic în Pilonul III (lei) 49
Tabelul 18 Numărul de OPC și SAI 51
Tabelul 19 Depozitarii activelor OPC 51
Tabelul 20 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei) 52
Tabelul 21 Structura activelor nete pe categorii de FDI 53
Tabelul 22 Evoluția sintetică a celor cinci societăți de investiții financiare 54
Tabelul 23 Evoluția sintetică a Fondului Proprietatea 55
Tabelul 24 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (BVB și SMT) în trimestrul I 2019, după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument 56
Tabelul 25 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB și SMT 59
Tabelul 26 Sinteză activitate de compensare decontare locală netă în monedă națională 61
Tabelul 27 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurările generale la 31.03.2019 66
Tabelul 28 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurările de viață la 31.03.2019 66
Tabelul 29 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2015 - 2019 pentru AG 67
Tabelul 30 Evoluția IBP și a IBP nete de reasigurare aferente perioadei 2015 - 2019 pentru AG 67
Tabelul 31 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2015 - 2019 pentru AV 68
Tabelul 32 Evoluția IBP și a IBP nete de reasigurare aferente perioadei 2015 - 2019 pentru AV 68
Tabelul 33 Coeficientul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 31 martie 2019 69
Tabelul 34 Rezultatul financiar net, la nivelul întregii piețe, în perioada 2014 - 2018 72
Tabelul 35 Rezultatul financiar net, la nivelul întregii piețe, în perioada 2014 – 2018 72
Tabelul 36 Evoluția gradului de intermediere 74
Tabelul 37 Venituri din activitatea de intermediere (lei) 74
Tabelul 38 Valori coeficienți de corelație între randamentele indicilor bursieri (ian. 2008 – mar. 2019) 87
Tabelul 39 Matricea de corelație (serii din activitatea de asigurare) 91

Listă abrevieri

BCE	Banca Centrală Europeană
CCAES	Comitetul Comun al Autorităților Europene de Supraveghere
CCP	Contraparte Centrală
CDS	Credit Default Swap
CE	Comisia Europeană
CERS	Comitetul European pentru Risc Sistemic
CFD	Contractele de diferențe (*Contract for difference*)
CIF	Cost, Asigurare, Navlu (*Cost, Insurance, Freight*)
CNVM	Comisia Națională a Valorilor Mobiliare
CNSP	Comisia Națională de Strategie și Prognoză
EBA	Autoritatea Bancară Europeană
EFAMA	Asociația Administratorilor de Fonduri din Europa
EIOPA	Autoritatea Europeană pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale
ESA	Sistemul European de Conturi (*European System of Accounts*)
ESMA	Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe
ESTER	Rata dobânzii de referinţă la operaţiunile overnight în euro (*Euro Short Term Rate*)
ETF	*Exchange-Traded Funds*
FCA	Autoritatea de Conduită Financiară (*Financial Conduct Authority*)
FCI	Fondul de compensare a investitorilor
FDI	Fonduri deschide de investiții
FED	Rezerva Federală (*The Federal Reserve*)
FIA	Fond de investiții alternative
FOB	Liber la bord (*Free on Board*)
FoE	*Freedom of Establishment*
FoS	*Freedom of Services*
IBOR	Rata dobânzii interbancare (*Interbank Offered Rate*)
MCR	Cerința de capital minim
MiFID	Directiva privind Piețele de Instrumente Financiare (*Markets in Financial Instruments Directive*)
MiFIR	Regulamentul privind Piețele Europene pentru Instrumentele Financiare (*Markets in Financial Instruments Regulation*)
OECD	Organizaţia pentru Cooperare şi Dezvoltare Economică (*The Organisation for Economic Co-operation and Development*)
OPCVM	Organisme de Plasament Colectiv în Valori Mobiliare
PBS	Primele brute subscrise
PIB	Produsul Intern Brut
SCR	Cerința de capital de solvabilitate (*Solvency Capital Requirement*)
SESF	Sistemul European de Supraveghere Financiară
SSIF	Societate de servicii de intermediere financiară
STM	Sistem multilateral de tranzacționare
VUAN	Valoarea unitară a activului net
YCU	*Yield curve up*
YCD	*Yield curve down*