



RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIEȚELOR FINANCIARE NEBANCARE

1/2023

www.asfromania.ro

**RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIEȚELOR
FINANCIARE NEBANCARE
1/2023**

Cuprins

Introducere	1
1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional	6
1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale	6
1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale	9
2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebancale	15
2.1. Stabilitatea financiară pe piețele financiare din UE	15
2.2. Piețele europene de capital	20
2.3. Piața asigurărilor și a pensiilor ocupaționale din UE	23
2.4. Riscuri și vulnerabilități la nivel național din perspectiva stabilității financiare.....	28
3. Interconectarea piețelor financiare nebancale	30
3.1. Nivelul de stres în sistemul financiar	32
3.2. Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa	37
3.3. Dinamica pe termen scurt și pe termen lung a pieței de capital din România.....	40
4. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare	43
4.1. Evoluția indicilor bursieri	44
4.2. Analiza evoluției riscului sistemic pentru companiile incluse în indicii BET și BET NG	45
4.3. Analiza fenomenului de formare de bule speculative pentru companiile incluse în indicele BET	79
4.4. Metode de evaluare a performanței ajustate la risc pentru fondurile de investiții.....	85
5. Stabilitatea pieței asigurărilor	87
5.1. Piața asigurărilor în context european.....	88
5.2. Entități relevante sistemic	94
5.3. Solvabilitatea pieței asigurărilor	97
5.4. Lichiditatea pieței asigurărilor	108
5.5. Profitabilitatea societăților de asigurare.....	114
5.6. Riscuri și vulnerabilități ale sistemului de asigurări din România.....	116
6. Stabilitatea pieței pensiilor private	124
6.1. Piața pensiilor private în context european	125
6.2. Entități relevante sistemic	129
6.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România.....	130
6.4. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private	141
7. Finanțe sustenabile	148
7.1. Deficitul de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale	148
7.2. Pierderile generate de catastrofele naturale în semestrul I 2023	151
7.3. Cauzele deficitului de protecție a asigurărilor pentru catastrofe naturale și potențiale soluții de diminuare.....	152
7.4. Respectarea cerințelor privind sustenabilitatea de către entitățile pieței financiare nebancale din România	153
Listă tabele	159
Listă grafice.....	161
Bibliografie	164

Introducere

Anul 2022 a constituit o provocare la nivel global pe fondul tranziției de la un regim cu inflație scăzută la unul cu inflație ridicată. În contextul unei creșteri economice reduse, caracterizat prin rate ridicate și persistente ale inflației, economia globală se confruntă cu riscul de stagflație. În anii 1970 economia mondială a cunoscut stagflația, ca urmare a renunțării la un regim de inflație scăzută. Diferența față de situația din anii '70 constă în faptul că nivelul datoriilor private și publice este foarte ridicat, pe fondul unor rate ale dobânzii scăzute din punct de vedere istoric. Gradul ridicat de îndatorare are potențialul de a fragiliza economiile. Coroborat cu o continuă înăsprită a politicii monetare, riscul unei recesiuni la scară globală este ridicat. Încetinirea economică poate determina o creștere și mai accentuată a deficitului din sectorul public.

Inflația, considerată inițial un fenomen tranzitoriu, s-a dovedit a fi în primul rând persistentă și dificil de redus, chiar dacă ratele dobânzii de politică monetară a fost majorate și este posibil să mai fie majorate până la sfârșitul anului 2023. Persistența inflației poate fi explicată de revenirea puternică a cererii agregate, ca urmare a măsurilor economice și fiscal-bugetare implementate în timpul pandemiei, care, combinate cu creșterea cheltuielilor gospodăriilor, au condus la impulsivitatea cererii de bunuri și servicii.

Ratele inflației sunt ridicate din punct de vedere istoric, dar au scăzut recent. Costul vieții în zona euro a crescut cu 10% în termeni anuali în trimestrul IV 2022, ceea ce reprezintă o creștere mult mai mare decât în anii precedenți și cu mult peste ținta Băncii Centrale Europene de 2%. Proiecția BCE din martie privind inflația pentru 2023 este de 5,3%, cu o scădere prognozată la 2,9% în 2024 și la 2,1% în 2025. Deși această proiecție este mai mică decât cele anterioare, ea rămâne la niveluri ridicate. Perspectivele economice mondiale ale FMI actualizate în iulie 2023 prognozează o rată a inflației în zona euro de 5,2% în 2023 și de 2,8% în 2024.

Riscul de inflație rămâne ridicat. Indicatorii de piață arată că așteptările inflaționiste persistă peste 2%. Există o dinamică diferită între inflația globală și inflația de bază, iar scăderea prețurilor la energie a eliminat presiunea din cifra globală. Cu toate acestea, excluzând energia, prețurile au continuat să crească și se situează cu mult peste nivelul țintă. În special, prețurile produselor alimentare au crescut și există o persistență a inflației serviciilor, care se preconizează că va rămâne ridicată pe tot parcursul anului 2023. Creșterea salariilor și extinderea marjelor de profit ar putea contribui la menținerea inflației de bază la un nivel ridicat. Există și factori structurali pentru persistența inflației induse de deglobalizare care acționează prin redirecționarea lanțurilor de aprovizionare și reducerea comerțului internațional ca urmare a creșterii tensiunilor geopolitice. Cu toate că scăderea prețurilor la energie contribuie în mod semnificativ la o scădere a inflației globale, prețurile ridicate și volatile ale materiilor prime reprezintă în continuare riscuri semnificative pentru economia mondială.

Proiecțiile Băncii Centrale Europene publicate în iunie 2023 prevăd o creștere a PIB-ului de 0,9% în 2023 și 1,5% în 2024. Perspectivele pozitive reflectă eliminarea treptată a blocajelor și

șocurilor legate de aprovizionare, îmbunătățirea încrederii și atenuarea incertitudinii legate de viitoarele facturi la energie.

Perspectivile economice mondiale ale FMI actualizate în iulie 2023 prevăd o creștere a zonei euro de 0,9% pentru 2023 și de 1,5% pentru 2024, în ușoară creștere față de prognoza din aprilie 2023.

Piața muncii și-a menținut evoluția pozitivă. În zona euro, rata șomajului se situează la minime pe termen lung. Deși ratele scăzute ale șomajului sunt, în general, un indiciu al puterii economice, piețele restrânse ale forței de muncă pot contribui la o creștere economică mai lentă și la inflație din cauza presiunilor salariale. Se preconizează că șomajul în zona euro va fi 6,8% pentru 2023, respectiv 6,7% pentru 2024, pe baza proiecției BCE din luna martie 2023. Previziunile economice ale Comisiei din primăvara anului 2023 estimează că șomajul în UE va fi ușor mai ridicat decât cele mai recente observații, situându-se la 6,2% pentru 2023 și la 6,1% pentru 2024.

Economiile europene s-au confruntat în primul semestru din 2023 cu o creștere rapidă a ratelor dobânzilor, cu scăderea salariilor reale, precum și cu o inflație persistentă. Ratele de creștere trimestriale au fost în jur de zero în T4 2022 și T1 2023, dar până la momentul actual Uniunea Europeană a evitat la limită o recesiune. Deși sentimentul economic a fost volatil pe parcursul anului 2022, indicatorul a înregistrat o îmbunătățire începând cu luna noiembrie.

Randamentele obligațiunilor suverane au crescut brusc în 2022, pe măsură ce politica monetară s-a înăsprit. În primul semestru din 2023, randamentele suverane s-au situat la cel mai ridicat nivel din ultimii ani. După o lungă perioadă de politici acomodative, băncile centrale au schimbat cursul. În iulie 2022, BCE a majorat ratele dobânzilor cheie pentru prima dată în ultimul deceniu. Până în prezent, BCE a luat mai multe măsuri de politică monetară, iar până în iulie 2023 rata dobânzii cheie a crescut de la 0% la 4,25%. Mai recent, creșterea randamentelor suverane s-a oprit și s-a inversat parțial într-o perioadă de volatilitate ridicată a randamentelor, ca urmare a turbulențelor din sectorul bancar. În scurta perioadă cuprinsă între 9 și 17 martie, randamentul obligațiunilor suverane germane pe zece ani a scăzut de la 2,6% la 2,1%. Acest lucru reflectă incertitudinea sporită cu privire la evoluțiile viitoare ale pieței financiare și la traiectoria politicii monetare.

Creșterea bruscă și semnificativă a ratelor dobânzilor a generat provocări pentru instituțiile financiare. Băncile centrale din Statele Unite și din Regatul Unit au intervenit pentru a preveni contagiunea de la turbulențele de pe piață declanșate de creșterea randamentelor. Marjele obligațiunilor corporative în raport cu obligațiunile suverane au crescut în 2022 și din nou în martie 2023, în timpul tensiunilor financiare. Pe fondul unei incertitudini macroeconomice ridicate, marjele de profit ale companiilor au crescut în prima jumătate a anului 2022. Apoi, acestea au scăzut din nou în mod semnificativ, înainte de a crește brusc în timpul turbulențelor din martie 2023. Vulnerabilitățile corporative reprezintă un motiv de îngrijorare în unele părți ale piețelor. Înăsprirea politicii monetare va afecta, de asemenea, spread-urile corporative în 2023. În trecut, achizițiile de obligațiuni de către băncile centrale au dus, în parte, la o penurie de obligațiuni și la o deviere a prețurilor obligațiunilor față de fundamentele economice ale acestora. Odată cu înăsprirea cantitativă, acest lucru se inversează: o ofertă netă crescută de obligațiuni poate duce la creșterea marjelor de profit ale companiilor și mai multă volatilitate, ceea ce, la rândul său, poate reduce oferta de credite.

Piețele de acțiuni din Europa au avut un start impresionant în 2023, după o performanță slabă în 2022. În 2023, acțiunile europene au avut o performanță mai bună decât cele americane. Cu toate acestea, aprecierile de preț ale acțiunilor par optimiste și nu sunt pe deplin sustenabile, având în vedere imaginea de ansamblu. Acestea se datorează în principal evaluărilor mai mari, nu câștigurilor mai mari. Având în vedere mediul economic actual, este dificil să se argumenteze în mod convingător că aceste evaluări sunt sustenabile în viitor.

Evoluțiile nefavorabile și gradul ridicat de incertitudine au condus la o creștere a volatilității pe piețele financiare. În martie 2023, volatilitatea a crescut în timpul apariției tensiunilor de pe piețele financiare, în special în cazul acțiunilor bancare. Acest lucru reflectă incertitudinea ridicată, iar piețele sunt în alertă maximă și sunt atente la orice știre sau eveniment negativ. Acest lucru ilustrează fragilitatea piețelor și viteza de contagiune. Cu toate acestea, volatilitatea pieței este mai mică decât în timpul unor evenimente de stres anterioare, cum ar fi pandemia COVID-19.

Comitetul European pentru Riscuri Sistemice (CERS) a emis în trimestrul al III-lea 2022 primul avertisment general de acest tip, în care a afirmat că probabilitatea de materializare a scenariilor de risc redus a crescut semnificativ în ultimele luni. Acesta a făcut apel la o mai mare conștientizare a riscurilor la adresa stabilității financiare în UE.

Turbulențele înregistrate în 2023 în sectorul bancar au sporit incertitudinea macroeconomică. În martie 2023, Silicon Valley Bank și Signature Bank of New York, două bănci regionale din SUA, au dat faliment după retragerea rapidă a deponenților. Prăbușirile bruște au răspândit temerile de contagiune la nivel global și au dus la pierderea încrederii și la o reevaluare bruscă a activelor financiare. Acesta a fost catalizatorul unei incertitudini mai mari în sectorul bancar european și al achiziției de salvare a Credit Suisse de către UBS pe 19 martie 2023. În mai 2023, First Republic Bank, de asemenea o bancă regională din SUA, a fost închisă și vândută către JPMorgan Chase Bank.

La nivel național, se observă că pentru primul semestru al anului 2023 cele mai mari contribuții în termeni de risc sistemic au avut loc în lunile ianuarie și februarie. Cele mai reprezentative contribuții la creșterea riscului sistemic provin de la cinci companii din sectorul energetic, iar cele mai mici contribuții derivă de la companii din sectorul de transport sau din sectorul imobiliar. Aceste contribuții limitate sunt vizibile în seria de rezultate în special pe parcursul primului trimestru al anului 2023.

În primul semestru din 2023 piețele europene au cunoscut o relansare peste nivelul de echilibru pe fondul reducerii graduale a inflației iar piața domestică de capital a crescut peste nivelul de echilibru.

În contextul economic și geopolitic actual, rămân relevante pentru piața asigurărilor riscurile de piață și cele macroeconomice. Principalele evoluții referitoare la creșterea ratei inflației și a randamentelor titlurilor de stat pot avea implicații negative asupra societăților de asigurare. Creșterea cheltuielilor asigurătorilor dublată de scăderea veniturilor disponibile ale populației în mediul inflaționist actual pot afecta profitabilitatea asigurătorilor. De altfel, creșterea bruscă a randamentelor obligațiunilor guvernamentale determină scăderea valorii de piață a instrumentelor cu venit fix aflate în portofoliile asigurătorilor, reprezentând un risc pe termen scurt, însă și o oportunitate de a realiza noi investiții cu randamente mai ridicate pe termen mai lung.

De altfel, principalele evoluții macroeconomice coroborate cu vulnerabilitățile existente la nivelul instituțiilor financiare pot determina creșterea riscului de lichiditate pentru societățile de asigurare, în special pentru cele care practică activitate de asigurări generale. În anul 2022 a avut loc o îmbunătățire a lichidității la nivelul pieței asigurărilor generale, indicatorul de lichiditate a crescut față de evaluările anterioare. În ceea ce privește piața asigurărilor de viață, 10 dintre cele 13 societăți ce practică activitate pe acest segment au înregistrat o îmbunătățire în termeni de lichiditate.

Rata de solvabilitate la nivelul pieței locale de asigurări a crescut în trimestrul I 2023 comparativ cu finalul anului precedent, însă continuă să se situeze sub valoarea medie înregistrată la nivel european.

Evoluțiile activității de subscriere pe plan local sunt similare cu cele înregistrate la nivel european, în sensul în care primele subscrise pentru asigurările generale au crescut, în timp ce segmentul asigurărilor de viață a stagnat. Așadar, în trimestrul I 2023, volumul de prime brute subscrise și-a atenuat ritmul de creștere față de perioada similară a anului anterior pentru piața asigurărilor generale și a înregistrat o ușoară depreciere pe segmentul asigurărilor de viață.

Investițiile fondurilor de pensii private sunt orientate preponderent către instrumente cu venit fix (70%) și acțiuni (22%), majoritatea având emitenți români. Reacția piețelor financiare pe plan extern și local la vulnerabilitățile economico-financiare care s-au propagat pe fondul menținerii tensiunilor geopolitice și al presiunilor inflaționiste a avut un impact negativ asupra evaluării prin marcarea la piață a titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private în cea de a doua jumătate a anului 2022.

Cu toate acestea, fondurile de pensii sunt investitori pe termen lung, aflați într-o etapă de acumulare, ale căror cerințe de lichiditate pentru efectuarea plăților către participanți în continuare sunt reduse, putând fi acoperite integral din plasamentele bancare ale acestora, fără a fi necesare vânzări suplimentare de active. Temperarea dinamicii inflaționiste în contextul politicilor monetare restrictive aplicate pe scară largă a determinat o reajustare a corecțiilor pe piețele financiare, reflectată pozitiv în evaluarea portofoliilor, astfel încât, în anul 2023 activele totale ale fondurilor de pensii private și-au continuat creșterea. În prezent, din motive structurale ale pieței, se menține un grad ridicat de concentrare atât în rândul fondurilor de pensii private, cât și pe segmentul serviciilor de depozitare.

În contextul facilitării tranziției către o economie sustenabilă, EIOPA a publicat primul tablou de bord ce prezintă deficitul de protecție a asigurătorilor pentru catastrofele naturale, fiind dezvoltat pentru îmbunătățirea rezilienței societăților de asigurare precum și pentru identificarea măsurilor necesare în vederea limitării pierderilor înregistrate de asigurători în cazul materializării unor astfel de riscuri. Rezultatele publicate de EIOPA arată existența unui grad ridicat de eterogenitate cu privire la deficitul de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale atât între statele membre, cât și între diferitele categorii de evenimente climatice (cutremur, inundații, incendii naturale, furtuni, inundații de coastă). În cazul pieței locale de asigurări, cele mai mari riscuri identificate în sensul unui deficit de protecție a asigurărilor au fost cele referitoare la cutremur și inundații, cu un grad de penetrare a asigurărilor situat sub 50%.

Pe plan local, în urma implementării cadrului legal privind sustenabilitatea, entitățile supravegheate continuă demersurile de integrare a riscurilor climatice și a factorilor ESG în strategiile și politicile proprii.

Autoritatea de Supraveghere Financiară acordă o atenție deosebită rolului finanțării durabile pe piețele financiare nebankare, atât prin acțiunile legate de integrarea riscurilor de sustenabilitate în procesul de supraveghere a riscurilor de la nivelul entităților supravegheate, cât și prin acțiuni de monitorizare și supraveghere a transparenței informațiilor legate de durabilitate.

Firmele de investiții aflate sub supraveghere au fost informate că vor trebui să ia toate măsurile necesare pentru a respecta obligațiile de transparență prevăzute de Regulamentul UE nr. 2088/2021 pentru a furniza servicii de management de portofoliu sau servicii de consultanță în investiții,

Companiile de asigurări vizate de prevederile Directivei NFRD includ o declarație privind guvernanța corporativă în raportul de gestiune care va fi inclusă ca secțiune specifică a acestuia și conține o descriere a politicii de diversitate aplicată în ceea ce privește structurile de administrație, conducere și supraveghere ale societății.

Administratorii de pe piața pensiilor private asigură transparența și comunicarea publică privind factorii de sustenabilitate prin publicarea de informații despre politicile elaborate la nivel intern sau la nivel de grup privind integrarea riscurilor legate de durabilitate în procesele lor de luare a deciziilor privind investițiile, în conformitate cu prevederile art. 3 din Regulamentul UE nr. 2088/2019.

1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional

1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale

Preambul

În aparență, economia globală manifestă o revenire graduală de la efectele nocive induse de pandemia de Covid-19 și de războiul din Ucraina. În timp ce economia Chinei prezintă evidențe consistente de refacere, blocajele lanțurilor de aprovizionare par să cedeze, iar șocurile de pe piețele energetice și alimentare generate de război s-au diminuat și s-au reîntors la tendința pe termen lung. Simultan, eforturile masive și concomitente ale băncilor centrale de înăsprire a politicii monetare au avut rezultate în reducerea inflației.

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

Evoluția indicelui în primul semestru din 2023 indică o continuare a tendinței de descreștere a tensiunilor înregistrate în 2020 și 2021 pe structura lanțurilor de aprovizionare. Descreșterea indicelui este asociată cu reducerea inflației la nivel global pentru bunuri și prețurile la nivel de producător.

Grafic 1 Evoluția indicelui GSCPI (*Global Supply Chain Pressure Index*)



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

În prezent, cele mai recente prognoze FMI¹ prezintă o creștere globală de 3% atât pentru anul în curs, cât și pentru 2024. Inflația globală urmează să scadă la un ritm inferior celui anticipat, de la 8,7% în 2022 la 6,8% anul acesta și 5,2% în 2024.

La nivel internațional, țările emergente și în curs de dezvoltare prezintă un ritm de creștere superior, cu rate ce au crescut de la 2,7% în 2022 la 4,1% în acest an. Încetinirea economică este endemică în statele dezvoltate, în special în zona euro, unde ratele de creștere sunt prognozate să scadă la 0,9% în 2023.

Aceleași prognoze FMI remarcă faptul că, în ciuda unor tendințe în aparență pozitive, există acumulări de turbulență ce conduc la o situație economică și financiară fragilă, după cum a fost vizibil în recenta perioadă de instabilitate bancară.

Realitățile economice au arătat faptul că inflația este mult mai persistentă decât a fost prognozată. Deși a fost constatată o reducere a inflației globale, aceasta a reflectat în special efectele existente pe piețele energetice și alimentare. Excluzând componentele volatile, se consideră că inflația de bază nu și-a atins punctul maxim în mai multe state².

Piețele globale de muncă manifestă o contracție relevantă din punct de vedere istoric în cele mai multe economii avansate. În această fază a ciclului economic, așteptările generale gravitează în jurul unor semne de relaxare la nivelul producției și ocupării forței de muncă. În ciuda acestui fapt, atât estimările pentru producție, cât și cele pentru inflație au fost revizuite în creștere, fapt ce sugerează o cerere superioară așteptărilor ce este posibil să necesite o intervenție de politică monetară.

Un nivel ridicat de îngrijorare derivă din faptul că dinamica din ultimele 12 luni a politicii monetare începe să genereze efecte importante la nivelul sectorului financiar. După o perioadă prelungită de inflație stabilă și rate extrem de joase, înăsprirea politicii monetare din 2022 a determinat pierderi substanțiale la nivelul activelor financiare cu venit fix și orientate pe termen lung. Instabilitatea financiară manifestată în ultimul trimestru al lui 2022 pe piața obligațiunilor suverane britanice și turbulența observată în Statele Unite ce a culminat cu colapsul unor bănci regionale au ilustrat vulnerabilitățile existente la nivelul instituțiilor financiare bancare și nebancale³. La nivelul Uniunii Europene, Consiliul guvernatorilor BCE a afirmat reziliența sectorului bancar din zona euro și eficiența instrumentelor de politică monetară BCE în furnizarea de sprijin în cazul intensificării riscurilor sistemice⁴.

Cea mai recentă sinteză BCE asupra evoluțiilor economice și monetare observă o scădere a riscurilor la adresa perspectivei creșterii economice. În ciuda acestui fapt, turbulențele semnificative de pe piețele financiare ar putea înăspri cu o magnitudine mai mare decât s-a anticipat condițiile generale de creditare și sentimentul de piață. Războiul neprovocat al Rusiei împotriva Ucrainei reprezintă în continuare un risc major de scădere economică, ce poate constitui un factor catalizator de creștere pentru prețurile alimentelor și energiei.

¹ IMF (2023) A Rocky Recovery, World Economic Outlook, updated in July 2023.

² Gourinchas P.O. (2023) Global Economic Recovery Endures but the Road Is Getting Rocky, IMF Blog.

³ IMF (2023) A Rocky Recovery, World Economic Outlook.

⁴ BCE, Buletin economic nr. 2/2023 – Sintează.

Dinamica principalilor indici internaționali este prezentată în graficul 2 pentru perioada ianuarie 2022 - iunie 2023. Indicii au fost normalizați la 100 pentru a facilita comparația pentru ultimele trei semestre (sem. I 2022 – sem. I 2023).

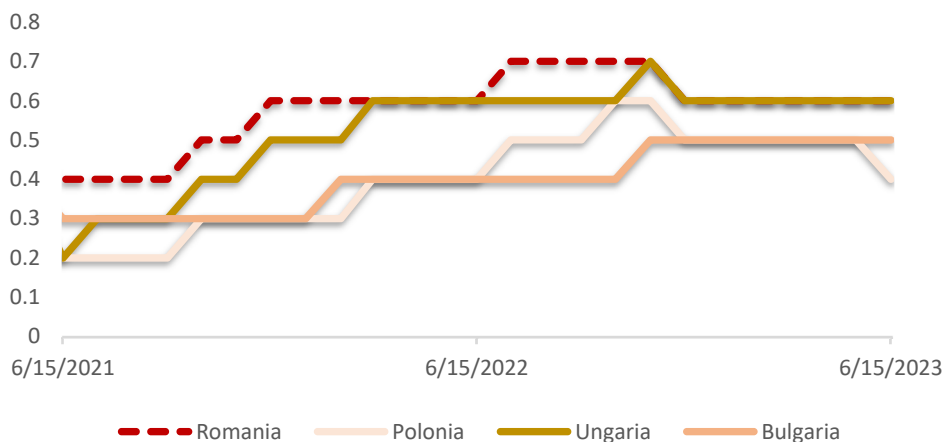
Grafic 2 Principali indici internaționali (1 ianuarie 2022=100)



Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

Sentimentul economic a rămas stabil în ciuda turbulențelor din sectorul financiar. Acest lucru reiese și din indicatorii de avertizare timpurie care sunt construiți pentru a anticipa probabilitatea de apariție a unei crize economice pe fondul dezechilibrelor macro-economice. În primul semestru din 2023, indicatorul de avertizare timpurie pentru România a înregistrat o tendință de scădere. Indicatorii de avertizare timpurie pentru economiile învecinate, Polonia, Ungaria și Bulgaria, sunt foarte apropiați, economiile fiind expuse unui mix comun de șocuri macroeconomice.

Grafic 3 Indicatori de avertizare timpurie



Sursa: Citigroup, prelucrare ASF

1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

Creștere economică

Graficele 4 și 5 prezintă dinamica creșterii economice în intervalul 2020 – T1 2023 atât ca evoluție la nivel, cât și ca evoluție procentuală comparativ cu perioada anterioară. Conform estimărilor semnal ale Institutului Național de Statistică, în T2 2023, Produsul intern brut (PIB) al României a crescut cu 1,1% față de perioada similară din anul anterior, valoare inferioară creșterii economice de 2,4% din trimestrul precedent. Evoluția prezintă marchează al nouălea trimestru consecutiv de expansiune a PIB-ului, deși este cea mai slabă creștere din această secvență. Detalierea evoluției PIB pe trimestre în intervalul 2021 – 2023 este prezentată sintetic în Tabelul 1.

Tabel 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial

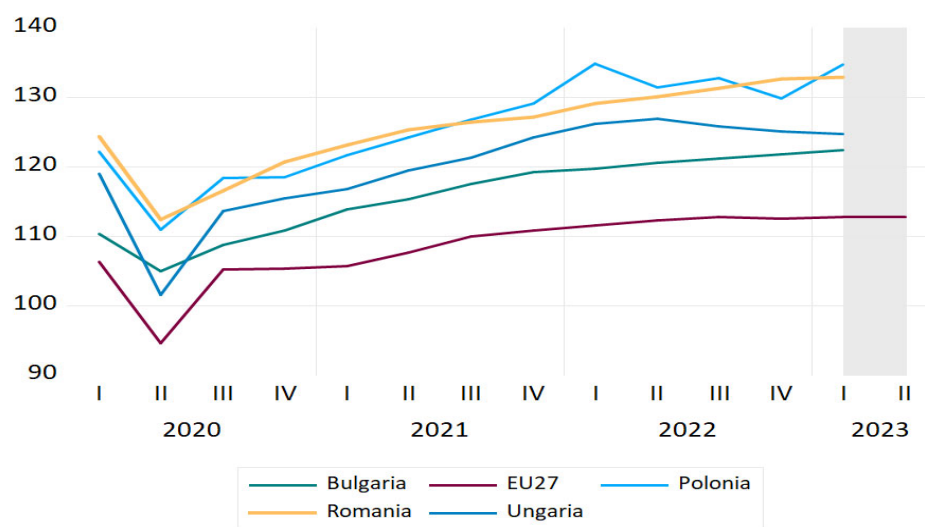
		T1	T2	T3	T4	An
- în % față de perioada corespunzătoare din anul precedent -						
Serie brută	2021	99,7	115,4	106,7	102,4	105,8
	2022	106,3	105,0	103,7	104,5	104,7
	2023	102,4	101,1	-	-	-
Serie ajustată sezonier	2021	99,0	111,5	108,4	105,4	-
	2022	104,9	104,1	103,7	104,0	-
	2023	102,9	102,7	-	-	-
- în % față de trimestrul precedent -						
Serie ajustată sezonier	2021	102,0	101,8	100,8	100,6	-
	2022	101,6	101,0	100,4	100,9	-
	2023	100,5	100,9	-	-	-

Sursa: Date INS

Produsul Intern Brut (PIB) în Uniunea Europeană a crescut cu 0,20% în primul trimestru al anului 2023 față de trimestrul precedent. Această creștere a fost aproape de valoarea expusă în prognoza de primăvară a Comisiei Europene care indica o creștere de 0,30% pentru Uniunea Europeană și o creștere de 0,10% pentru zona euro⁵.

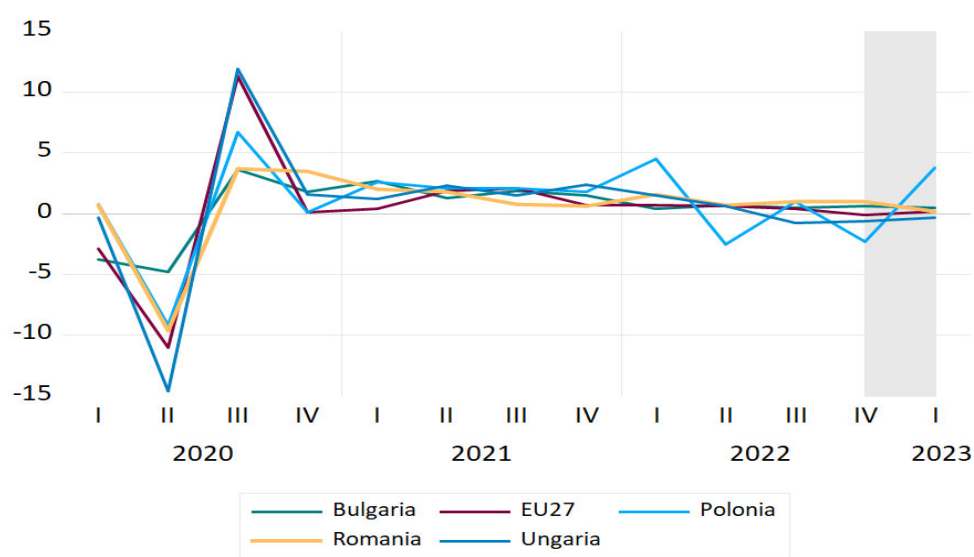
⁵ European Commission (2023) Spring 2023 Economic Forecast: An improved outlook amid persistent challenges

Grafic 4 Creștere economică trimestrială (nivel – Indice 2015 – 100)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Grafic 5 Creștere economică trimestrială (ca modificare procentuală față de perioada anterioară)



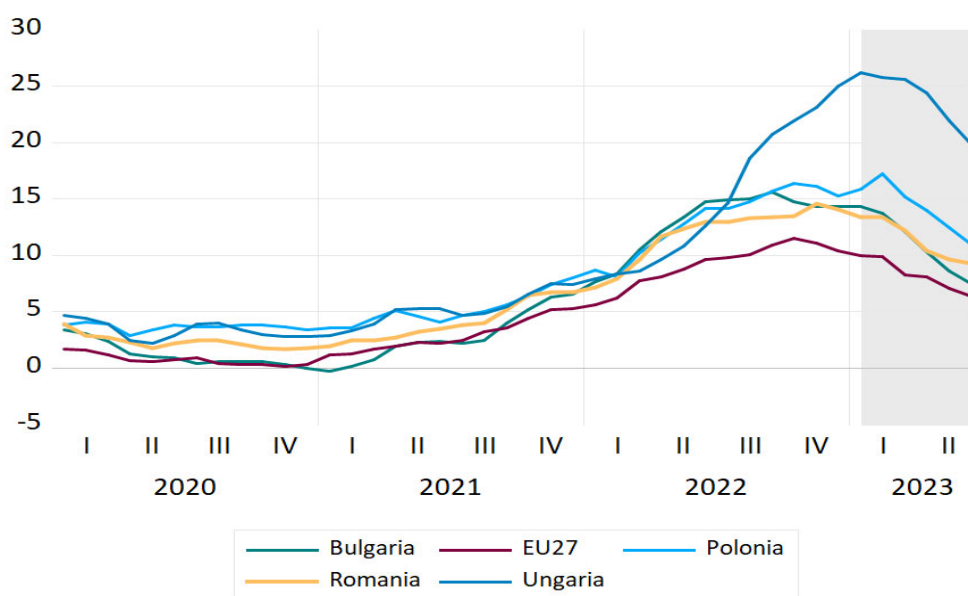
Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Dinamica inflației

Rata anuală a inflației din România a încetinit în mai 2023 până la un nivel de 9,6%, valoare ce reprezintă un minim în ultimele 13 luni.

Rata inflației în Uniunea Europeană a scăzut la 7,10% în mai de la 10,4% în decembrie 2022, după cum se poate remarca în graficul 6. Inflația de bază a manifestat un caracter persistent atingând un punct de maxim istoric de 10% în luna ianuarie 2023. În ciuda acestui fapt, prognoza de primăvară a Comisiei Europene afirma o scădere graduală, pe măsură ce marjele de profit absorb presiunile salariale și condițiile de finanțare se înăspresc. Mai mult, această tendință a fost observată pentru toate statele analizate.

Grafic 6 Rata inflației

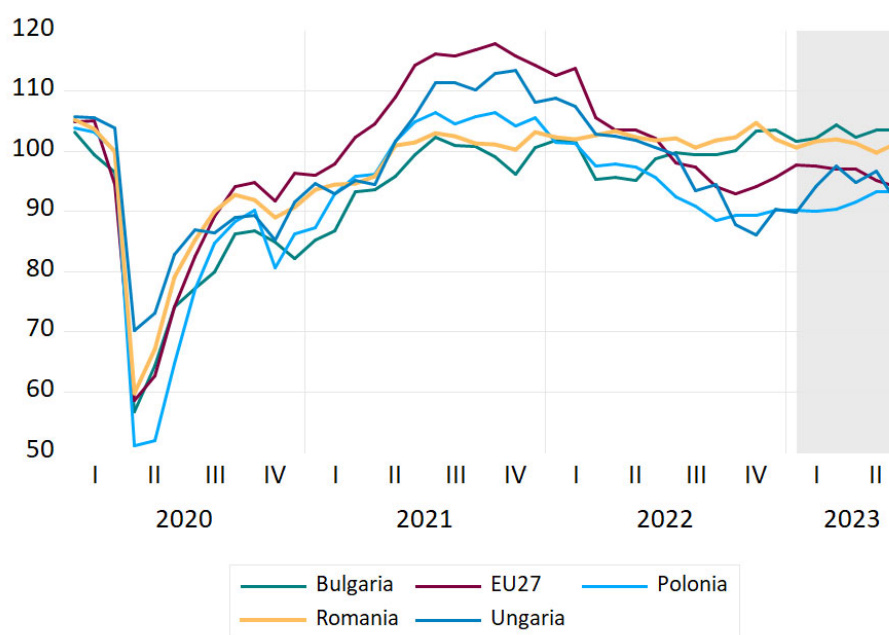


Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Sentiment economic

Indicatorul de sentiment economic (ESI) este un indicator compozit realizat de DG ECFIN (Comisia Europeană) bazat pe chestionar, ce are ca scop urmărirea dinamicii PIB. Acesta este scalat la o medie pe termen lung de 100 și o deviație standard de 10. În aceste condiții, valorile peste 100 indică un sentiment economic peste medie și vice-versa. După cum se poate observa din graficul 7, traiectoria indicatorului pentru primul trimestru din anul 2023 a fost relativ stabilă pentru toate statele incluse în analiză. Pentru această perioadă, au fost observate valori lunare peste 100 de puncte doar în cazul României și Bulgariei, în timp ce scorul pentru Uniunea Europeană a fost de 94,1 în luna iunie.

Grafic 7 Indicator de sentiment economic (ESI)



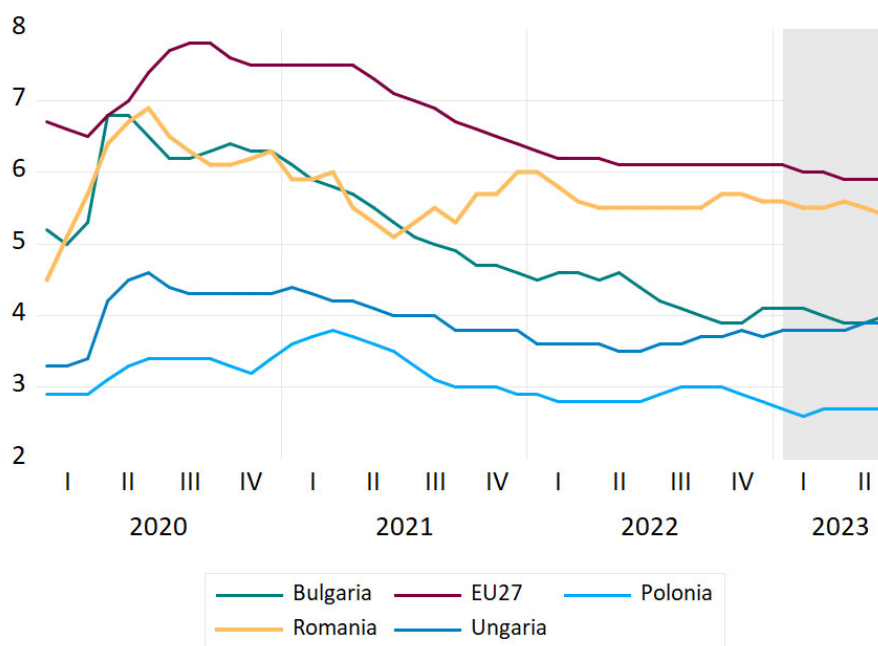
Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Piața muncii

Șomajul ajustat sezonier din România a scăzut la 5,4% în iunie 2023, de la 5,5% în luna precedentă, indicând cel mai scăzut nivel din septembrie 2021. Numărul șomerilor a scăzut cu 2,8 mii față de luna precedentă, până la 444,7 mii. Pe sexe, rata șomajului pentru bărbați a crescut marginal (5,8% față de 5,7% în februarie), în timp ce în cazul femeilor a scăzut (5% față de 5,3%), conform Institutului Național de Statistică.

Datele Eurostat indică faptul că rata șomajului în Uniunea Europeană a scăzut ușor până la nivelul de 5,9% în iunie, de la 6% în februarie 2023, după cum este vizibil în graficul 8. Conform prognozei de primăvară a Comisiei Europene, această valoare reprezintă un minim istoric pe măsură ce ratele de ocupare sunt la nivele record (vezi grafic 9). Potrivit aceleiași prognoze, piața muncii din Uniunea Europeană va reacționa doar moderat la ritmul mai lent al creșterii economice. Proiecțiile asupra ratei șomajului indică o poziționare vag superioară cifrei de 6%. Creșterile salariale au accelerat comparativ cu 2022, însă rămân momentan sub nivelul inflației. Acestea vor continua sub presiunile populației de a recupera puterea de cumpărare pierdută.

Grafic 8 Rata lunară a șomajului



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

La momentul întocmirii acestui raport, datele Eurostat nu includeau valori pentru rata trimestrială a ocupării forței de muncă la nivelul anului 2023. În ciuda acestui fapt, INS raporta o creștere a ratei de ocupare în România la valoarea de 63,1% în primul trimestru, comparativ cu valoarea de 62,8% în trimestrul patru din 2022.

Rata dobânzii

Banca Națională a României și-a menținut rata de politică monetară neschimbată la 7% în ședința din luna august 2023, în conformitate cu așteptările pieței. Ratele la depozite și facilitățile de credit au rămas, de asemenea, nemodificate, la 6%, respectiv 8%, conform celor mai recente date disponibile⁶.

La nivelul BCE, Consiliul guvernatorilor a decis majorarea celor trei rate reprezentative de dobândă cu 50 de puncte de bază. Astfel, rata dobânzii la operațiunile principale de refinanțare și ratele dobânzilor la facilitatea de creditare marginală și la facilitatea de depozit au fost majorate la 4,25%, 4,5% și, respectiv, 3,75% începând cu data de 2 august 2023⁷.

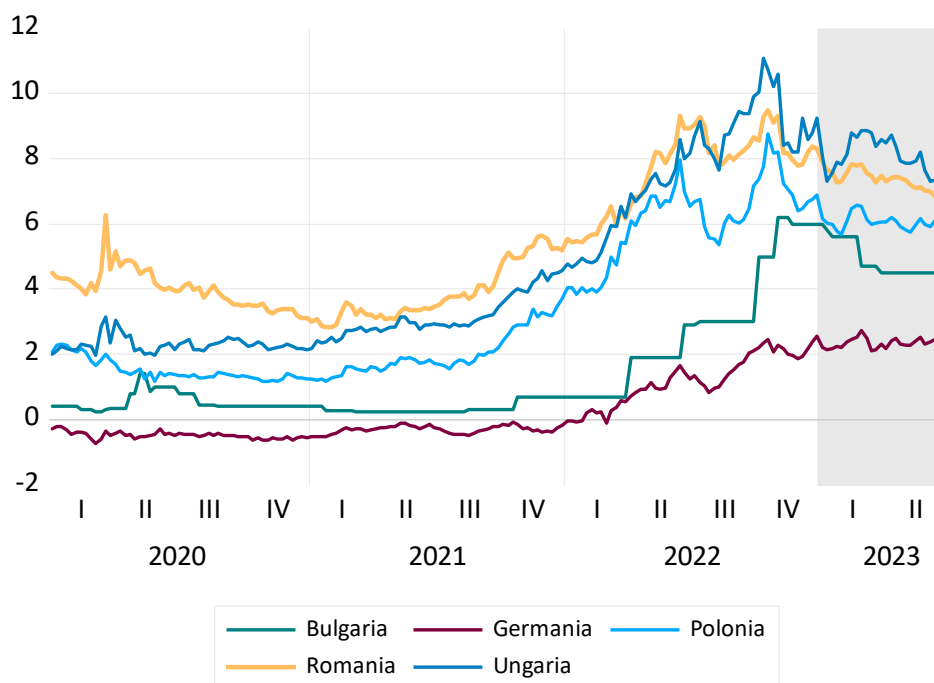
Graficul 9 prezintă dinamica obligațiunilor suverane la 10 ani pentru statele incluse în analiză, Germania fiind tratată drept referința pentru evoluția europeană. Obligațiunile suverane au avut o evoluție predominant descendentă pe parcursul primului semestru din 2023, pe fondul temperării politicii

⁶ <https://www.bnr.ro/Rata-dobanzii-de-politica-monetara-1744-Mobile.aspx>

⁷ BCE, Decizii de politică monetară, comunicat de presă

cantitative de creștere a ratei de politica monetară, precum și a previziunilor de creștere redusă pe termen lung.

Grafic 9 Obligațiuni suverane la 10 ani



Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebancale

2.1. Stabilitatea financiară pe piețele financiare din UE

Tabloul riscurilor privind Intermedierea financiară nebancale în UE din 2023 publicat de ESRB analizează principalele riscuri sistemice și vulnerabilități asociate fondurilor de investiții și altor instituții financiare, oferind totodată o evaluare inițială a riscurilor din ecosistemul criptoactivelor.

Raportul acoperă principalele evoluții din 2022 și analizează o serie de riscuri și vulnerabilități asociate intermedierei financiare în afara sistemului bancar, punând accentul pe cele legate de lichiditate și transformarea scadențelor, utilizarea efectului de levier și interconectarea piețelor financiare europene.

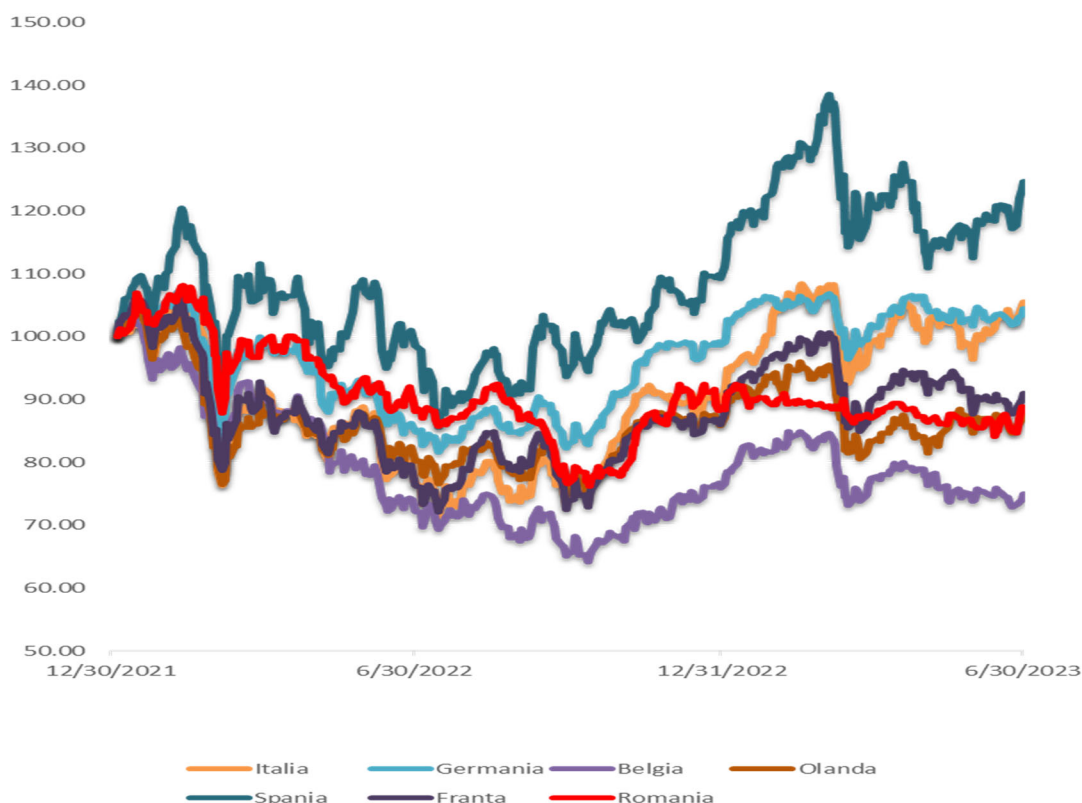
Pe măsură ce perspectivele economice s-au deteriorat și prețurile activelor au scăzut, activele totale ale fondurilor de investiții și ale altor instituții financiare din UE au scăzut la 41,5 trilioane de euro la sfârșitul anului 2022, comparativ cu 43,8 trilioane de euro la finalul lui 2021. Cu toate acestea, au rămas peste pragul de 39 trilioane de euro de la sfârșitul anului 2020.

Scăderea activelor fondurilor de investiții a avut loc pe fondul diminuării valorii de piață a activelor în administrare și al răscumpărărilor care au urmat primului trimestru al anului. Pierderile din evaluarea portofoliilor de obligațiuni au fost determinate în principal de sensibilitatea instrumentelor cu venit fix la modificarea ratei dobânzii.

S-a înregistrat o creștere a corelației randamentelor atât în ceea ce privește acțiunile, cât și titlurile de credit, afectând o gamă largă de categorii de fonduri de investiții. Ca urmare, activele nete atât ale fondurilor de acțiuni, cât și ale fondurilor de obligațiuni au scăzut în cursul anului 2022, aproximativ 80% din scăderi fiind atribuite pierderilor de evaluare.

În graficul 10 sunt prezentați principalii indici sectoriali ce reflectă evoluția sectorului financiar din Uniunea Europeană, respectiv un eșantion compus din România, Italia, Germania, Belgia, Olanda, Spania și Franța. La sfârșitul primului semestru din 2023, companiile grupate în indicii sectoriali din Italia, Germania și Spania au înregistrat creșteri față de nivelul anului 2022.

Grafic 10 Principalii indici ai sectorului financiar (1 ianuarie 2022=100)



Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

În septembrie 2022, ESRB a emis primul avertisment general privind vulnerabilitățile din sistemul financiar. Riscurile la adresa stabilității financiare au crescut în 2022 din cauza creșterii tensiunilor geopolitice, a inflației peste așteptări și înăsprii condițiilor financiare.

Avertismentul ESRB a evidențiat trei riscuri semnificative pe termen scurt la adresa stabilității financiare:

1. deteriorarea perspectivelor macroeconomice, coroborată cu înăsprirea condițiilor de finanțare, care au accentuat tensiunile pentru societățile nefinanciare și gospodăriile din UE;
2. riscurile care decurg dintr-o scădere bruscă a prețurilor activelor care ar putea declanșa pierderi mari marcate la piață și pot amplifica volatilitatea pieței și scăderea lichidității;
3. riscurile la adresa calității activelor și a perspectivelor de rentabilitate ale instituțiilor de credit.

Pe lângă aceste trei riscuri, ESRB a indicat o nouă creștere a vulnerabilităților în sectorul imobiliar comercial, o probabilitate crescută de incidente cibernetice la scară largă și o dinamică ridicată a datoriei suverane afectată de o creștere economică mai lentă și de înăsprirea condițiilor financiare. Riscurile legate de stabilitatea financiară ar putea afecta în mod negativ sau ar putea fi amplificate de intermediarii financiari nebancari.

Tabel 2 Riscuri și vulnerabilități în intermedierea financiară nebancară din UE

Riscuri	Perspectivele economice pentru 2023 pentru sectorul financiar nebancar din UE rămân dificile, pe fondul creșterii ratelor și al incertitudinii economice		
	Economia și riscul de credit	Scăderi dezordonate ale prețurilor activelor	Lichiditatea pieței
Vulnerabilități	Deteriorarea perspectivelor macroeconomice și creșterea probabilității de recesiune; costuri de finanțare mai mari și creșterea preconizată a numărului de neplăți legate de înăsprirea condițiilor financiare.	Scăderi suplimentare ale prețurilor din cauza înăsprirei condițiilor financiare, a creșterii corelației dintre clasele de active	Tensiuni de lichiditate pe anumite segmente de piață, alături de lipsa de garanții, ceea ce duce la creșterea volatilității prețurilor
	Vulnerabilități structurale în sectorul financiar nebancar din UE		
Vulnerabilități	Necorelarea lichidităților	Utilizarea efectului de levier	Interconectare
	Nepotrivire între condițiile de retragere a investitorilor și posibilitatea de a lichida activele fără reduceri mari de preț	Efectul de levier poate amplifica presiunea de vânzare în urma scăderii pieței (de exemplu, prin apeluri în marjă, garanții, convenții și reducerea efectului de levier); apelurile în marjă și în garanție pot genera tensiuni de lichiditate.	Interconectarea și riscul de contagiune între sectoare și în cadrul sectorului financiar nebancar, inclusiv legăturile interne și transfrontaliere.

Sursa: ESRB

Deteriorarea mediului macrofinanciar din primul semestru al anului curent, incertitudinea cauzată de tensiunile geopolitice, inflația ridicată și persistentă, precum și continuarea înăsprirei politicii monetare la nivel mondial au deteriorat perspectivele de creștere economică atât la nivel global, cât și european.

Astfel, riscul unei scăderi dezordonate a piețelor de active rămâne ridicat pentru al doilea semestru al anului curent. Având în vedere incertitudinea legată de evoluția ratelor dobânzilor, a inflației și a activității economice, noi scăderi sau șocuri ar putea declanșa o ajustare a primelor de credit sau a apetitului pentru risc.

Creșterea riscului de lichiditate ciclică ar putea amplifica șocurile. Mai mulți indicatori au arătat o deteriorare a condițiilor de lichiditate pe piețele de obligațiuni suverane și corporative din UE în 2022, deoarece furnizarea de lichiditate a fost redusă pe fondul unei volatilități ridicate și al înăsprirei monetare preconizate în continuare.

Necorelările de lichiditate rămân o vulnerabilitate structurală importantă în intermedierea financiară nebancară. Fondurile de investiții continuă să realizeze un nivel ridicat de transformare a lichidităților și scadențelor, în ciuda declinului recent. Majoritatea fondurilor de investiții domiciliate în UE au o structură deschisă (92% în ceea ce privește activele nete) și pot oferi oportunități frecvente de răscumpărare. Unele dintre aceste fonduri investesc în instrumente cu lichiditate redusă și, mai ales în perioade de criză, când se confruntă cu răscumpărări mari din partea investitorilor, intermediarii se pot angaja în vânzări prociclice, exacerband tendințele de scădere.

O dinamică similară ar putea avea loc în spațiul cryptoactivelor, deoarece unii intermediari se angajează în transformarea lichidității. De exemplu, retragerile mari ale investitorilor ar putea forța emitenții de monede stabile (*stablecoin*) să lichideze rezervele care susțin monedele. Astfel de vânzări afectează lichiditatea pe piețele pentru activele care stau la baza rezervelor de monede stabile. În

ecosistemul criptoactivelor, șocurile se pot răspândi prin intermediul lanțurilor de garanții, al conturilor comasate și al expunerilor încrucișate între diferiți intermediari de criptoactive.

Riscurile asociate cu monedele stabile rămân reduse din cauza dimensiunii și legăturilor minime cu sistemul financiar tradițional. Dimensiunea globală a monedelor stabile a scăzut în 2022, în concordanță cu o scădere generalizată a criptoactivelor. Monedele stabile reprezintă aproximativ 15-20% din capitalizarea totală a pieței criptoactivelor și sunt dominate de trei monede garantate de rezerve și ancorate la dolarul american: USD Tether, cu o capitalizare de piață de 66 de miliarde USD (60 de miliarde de euro); USD Coin, cu 45 de miliarde USD (40 de miliarde de euro); și Binance USD, cu 17 miliarde USD (15 miliarde de euro). Monedele stabile în euro rămân neglijabile, cu o valoare combinată de mai puțin de 500 de milioane de euro.

Principalele riscuri ale criptoactivelor, ale finanțării centralizate și ale finanțării descentralizate

Efectul de levier	Multiplăcarea excesivă a efectului de levier oferită investitorilor de retail pe bursele de criptoactive sau în cadrul protocoalelor DeFi prin intermediul împrumuturilor în marjă și al instrumentelor derivate este frecventă în domeniul cripto.
Riscul de piață	Gradul de îndatorare combinat cu natura speculativă a criptoactivelor, adică lipsa fluxurilor de numerar sau a creanțelor asupra activelor tangibile, provoacă și amplifică ciclurile de creștere și descreștere.
Riscul de lichiditate	Mai multe modele de afaceri ale criptoactivelor se bazează pe transformări de maturitate și de lichiditate, dar nu dispun de măsuri de protecție adecvate și sunt astfel vulnerabile la riscul de a fi atacate.
Riscul de credit	Predominant din cauza structurilor de afaceri opace și a modelelor de afaceri nesustenabile care au dus frecvent la neîndeplinirea obligațiilor de plată.
Riscul operațional	Tehnologia imatură, combinată cu lipsa unor standarde obligatorii și a unei supravegheri a companiilor cripto, permit eșecuri neintenționate și abateri răuvoitoare.
Interconectarea	Interconectivitate foarte mare în cadrul ecosistemului criptoactivelor, dar legături limitate cu piețele tradiționale, în principal prin deținerea de rezerve de instrumente ale pieței monetare de către stablecoins.

Evaluările criptoactivelor au prezentat o scădere anuală de aproximativ 70%, din cauza factorilor macroeconomici și a mai multor prăbușiri semnificative în 2022. Falimentul recent al FTX, care a fost una dintre cele mai mari burse de *criptoactive*, a declanșat câteva corecții mari ale pieței pentru toate *criptoactivele*. Contagiunea în piața de criptoactive a fost substanțială, reflectându-se în noi scăderi de preț ale principalelor *criptoactive* și în falimente în lanț în rândul furnizorilor de servicii. Managementul deficient de la FTX a alimentat și mai mult îndoielile cu privire la modelele și practicile de afaceri de pe piața de criptoactive, subliniind întrebări de lungă durată cu privire la viabilitatea piețelor pentru active fără valoare intrinsecă, anonimatul și lipsa de transparență și nerespectarea pe scară largă a principiilor fundamentale ale bunei guvernante și ale integrității pieței, protecția clienților și gestionarea riscurilor. Având în vedere expunerile reduse ale participanților pe piața UE, până în prezent, nu au fost înregistrate efecte semnificative de propagare ale crizei cripto în sectorul financiar al UE și în economia reală.

Gradul excesiv de îndatorare în sistemul financiar reprezintă o vulnerabilitate esențială, ca urmare a amplificării riscurilor de lichiditate și de piață. Expunerile din cadrul sectorului de intermediere financiară nebanară rămân ridicate, cu potențial de propagare a șocurilor. În ceea ce privește activele, fondurile sunt expuse în principal la alte instituții financiare și la alte fonduri de investiții, precum și la societăți nefinanciare. În ceea ce privește pasivul, alte instituții financiare nebanare, cum ar fi societățile de asigurări și nerezidenții, sunt principalii investitori în fondurile de investiții europene, în ciuda unei anumite eterogenități între țări. Aceasta implică faptul că șocurile care afectează anumite entități nebanare pot fi transmise altor părți ale sistemului. Un exemplu recent de transmitere a riscurilor de lichiditate este episodul de turbulență cu care s-au confruntat fondurile de pensii din Marea Britanie.

Fonduri de investiții

Principalele riscuri ale fondurilor de investiții

Riscul de credit	Calitatea creditelor din portofoliul fondurilor de obligațiuni a continuat să se deterioreze. Încetinirea economică ar putea duce la pierderi pentru investitori, declanșând valuri de răscumpărări și vânzări forțate, care ar putea afecta alți participanți pe piață.
Efect de levier	Unele fonduri utilizează instrumente derivate pentru a obține un efect de levier sintetic, amplificând riscurile de piață și de lichiditate.
Transformarea lichidității	Deși rezervele de lichidități au crescut, piețele pot fi supuse unor crize de lichiditate, ceea ce face dificilă vânzarea rapidă a activelor pentru a face față răscumpărărilor.

Activele nete ale fondurilor de investiții au scăzut cu 11%, ajungând la 16 trilioane de euro în 2022, cea mai mare scădere de la criza financiară mondială, în principal din cauza efectelor de evaluare și, într-o măsură mai mică, a ieșirilor de capital. Fondurile expuse la acțiuni și obligațiuni au înregistrat cele mai mari scăderi, iar cea mai mare parte a reducerii activelor nete a avut loc în prima jumătate a anului 2022, când piețele s-au prăbușit. În schimb, activele fondurilor de investiții imobiliare au crescut.

2.2. Piețele europene de capital

Raportul ESMA privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile, ediția nr. 1/2023

Înăsprirea condițiilor financiare la nivel mondial a influențat activitatea economică dominată de o rată ridicată și persistentă a inflației, deși ultimele date macroeconomice din primul semestru din 2023 indică îmbunătățiri graduale. Volatilitatea pe piețele energetice a rămas ridicată, în ciuda unei scăderi generale a prețurilor. Vulnerabilitățile structurale continuă să expună piețele și participanții la riscul ca șocurile de pe piețe să fie amplificate de dezechilibrele cererii și ofertei de lichidități.

În contextul actual, diminuarea activității economice, inflația ridicată, înăsprirea condițiilor financiare la nivel mondial și mediul geopolitic sunt factorii de risc definitorii pentru piețele financiare din UE, amplificate de preocupările tot mai mari legate de practicile comerciale de pe piața criptoactivelor. Pe fondul acestui mediu volatil, piețele financiare au rămas stabile în a doua jumătate a anului 2022, iar indicatorul care calculează încrederea în economie (indicatorul de sentiment economic) a înregistrat o tendință pozitivă la începutul anului 2023.

Tabloul riscurilor⁸

Categorii de risc	Factori de risc	
	Nivel	Perspectivă
Misiunea generală ESMA (consolidarea protecției investitorilor și promovarea unei piețe financiare stabile și ordonate)		
Riscuri de lichiditate		
Riscuri de piață		
Riscuri de credit ⁹		
Riscuri de contagiune		
Riscuri operaționale		
Riscuri de mediu		

Cu toate acestea, nivelurile ridicate de incertitudine și lichiditatea fragilă a pieței limitează rezistența sistemului financiar împotriva unor noi șocuri externe. Prin urmare, riscurile globale evaluate

⁸ Evaluarea principalelor riscuri în funcție de categoriile și sursele de risc pentru piețele care intră în sfera de competență ESMA de la ultima evaluare și perspectivele pentru următorul trimestru. Evaluarea riscului a fost realizată pe baza clasificării Comitetului comun al autorităților europene de supraveghere. Codificare: verde = risc potențial; galben = risc semnificativ; portocaliu = risc ridicat; roșu = risc foarte ridicat. Săgețile orientate în sus = creșterea intensității riscului; săgețile orientate în jos = scăderea intensității riscului; săgeți orizontale = nicio schimbare. Variația este măsurată în raport cu trimestrul precedent; perspectivele se referă la trimestrul următor. Evaluarea riscurilor de către ESMA se bazează pe indicatori cantitativi și pe aprecieri ale analiștilor.

⁹ Riscul de credit este riscul ca emitentul produsului sau o societate cu care acesta are legături să intre în incapacitate de plată și să nu fie în măsură să își îndeplinească obligațiile contractuale pentru a rambursa investiția.

de ESMA rămân la cel mai înalt nivel. Nivelurile de contagiune și de risc operațional sunt considerate foarte ridicate, la fel ca și nivelurile de risc de lichiditate și de piață. Nivelurile de risc de credit au rămas ridicate și se preconizează că vor crește, reflectând preocupările tot mai mari legate de îndatorarea publică și a companiilor. Nivelurile de risc rămân foarte ridicate pe piețele de valori mobiliare și administrarea activelor. Atât riscurile la adresa infrastructurilor, cât și cele la adresa investitorilor se mențin la niveluri ridicate cu o tendință de înrăutățire a perspectivelor, în timp ce riscurile de mediu rămân ridicate. În plus, mixul surselor de risc continuă să conducă către un mediu de piață extrem de fragil, iar investitorii trebuie să fie pregătiți pentru noi corecții ale pieței.

Sectorul fondurilor de investiții din UE a înregistrat niveluri scăzute de performanță și de retrageri la nivelul principalelor tipuri de fonduri în semestrul II 2022, cu excepția fondurilor de investiții monetare, care au înregistrat intrări foarte mari în trimestrul IV 2022. Activele administrate au înregistrat cel mai puternic declin de la criza financiară mondială. Sectorul a rezistat în mare măsură, cu răscumpărări ordonate, dar deteriorarea condițiilor macroeconomice a amplificat vulnerabilitățile, inclusiv expunerile la riscul de credit pentru fondurile de obligațiuni. Neconcordanțele scadențelor din portofoliile fondurilor de investiții în proprietăți imobiliare comerciale (CRE) persistă, iar impactul turbulențelor de pe piața britanică a titlurilor de stat asupra fondurilor de investiții cu efect de levier axate pe pasiv în semestrul II 2022 a confirmat preocupările existente cu privire la gestionarea riscului de lichiditate al fondurilor și la efectul de levier excesiv, precum și la riscurile de contagiune, având în vedere interconexiunile sistemice puternice. Limitarea riscului sistemic presupune consolidarea rezilienței sectorului, pe care autoritățile o pot sprijini prin îmbunătățirea monitorizării existente și a utilizării instrumentelor de supraveghere.

Prețurile acțiunilor au fost volatile în semestrul II 2022, piețele recuperând parțial pierderile din trimestrul al treilea (T3 2022) pe baza fluxului de știri privind inflația relativ stabilă și a rezultatelor pozitive ale companiilor. Raporturile preț-venit (PE) în UE au scăzut sub media din ultimii zece ani, ceea ce sugerează că incertitudinea privind perspectivele economice începe să fie luată în calcul de către participanții pe piață. Politica monetară mai restrictivă a influențat evaluările de pe piețele de titluri cu venit fix, contribuind la creșterea presiunilor asupra randamentelor și a spread-urilor. Lichiditatea titlurilor cu venit fix s-a deteriorat în general, observându-se diferențe mai mari între ofertele de cumpărare și vânzare pentru toate tipurile de obligațiuni, pe măsură ce volatilitatea a crescut.

Referitor la finanțele sustenabile, angajamentele de zero emisii nete au fost supuse unui control din ce în ce mai atent, în contextul în care criza energetică pune în pericol obiectivele de decarbonizare. Accentul pus pe ecologizare ("*greenwashing*") a crescut, în timp ce investitorii par să facă din ce în ce mai mult diferența între produse în funcție de acreditările lor în materie de sustenabilitate, după cum reiese din fluxurile nete constante către fondurile prevăzute la articolul 9 din Regulamentul privind publicarea informațiilor privind finanțarea sustenabilă (SFDR). În ciuda acestui fapt, piețele ESG au continuat să crească, această tendință demonstrând rezistență la evoluțiile mai ample ale pieței.

Piețe de valori mobiliare

Nivel



Perspectivă



Factori

- Incertitudinea permanentă cauzată de războiul din Ucraina, riscurile de volatilitate a pieței și de schimbare a pieței.
- Provocările macrofinanciare legate de înăsprirea condițiilor financiare la nivel mondial și de riscurile de recesiune.
- Creșterea redusă a economiei a sporit gradul de îndatorare deja ridicat din cauza pandemiei, iar costurile mai mari de refinanțare a datoriilor au slăbit bilanțurile publice și private.
- COVID-19 incertitudine persistentă și impacturi continue.
- Volatilitate și pierderi masive pe piețele de cryptoactive.

Gestionarea activelor

Nivel



Perspectivă



Factori

- Presiuni continue asupra randamentelor reale ale portofoliilor din cauza deteriorării puternice a perspectivelor economice pe termen mediu și presiunilor din partea ofertei și a inflației.
- Șocurile care afectează atât lichiditatea activelor, cât și cererea de lichiditate ar putea pune în dificultate fondurile expuse la necorelări de lichiditate.
- Schimbarea apetitului pentru risc ar putea îndepărta fluxurile de la tipurile mai riscante de fonduri de obligațiuni (de exemplu, corporative, piețe emergente).

Investitori

Nivel



Perspectivă



Factori

- Volatilitatea crescută a pieței și inflația mai mare sporesc riscurile pe termen scurt pentru investitori, în special pierderile cauzate de randamente reale negative.
- Riscurile unei comercializări agresive, în special a produselor structurate cu risc ridicat și a cryptoactivelor.
- Digitalizarea și lipsa de competență a investitorilor în ceea ce privește tranzacționarea bazată pe social media și tranzacționarea prin copiere¹⁰.
- Costuri ridicate insuficient comunicate; conflicte de interese legate de fluxul de plată pentru comenzi.

¹⁰ *Copy trading* permite persoanelor de pe piețele financiare să copieze automat pozițiile deschise și gestionate de alte persoane selectate. Spre deosebire de tranzacționarea în oglindă, o metodă care permite traderilor să copieze strategii specifice, tranzacționarea prin copiere leagă o parte din fondurile traderului care copiază de contul investitorului copiat.

Infrastructuri și servicii

Nivel	Perspectivă	Factori
		- Riscul operațional ridicat și continuu pe termen scurt al atacurilor cibernetice, în special din partea Rusiei. - Volatilitatea ridicată a pieței crește riscurile pe termen scurt de încălcare a marjelor și de întrerupere a tranzacțiilor. - Risc operațional semnificativ și continuu pentru infrastructuri în general, inclusiv expunerea din cauza digitalizării în creștere rapidă și a utilizării serviciilor <i>cloud</i> în procesele principale de producție.

2.3. Piața asigurărilor și a pensiilor ocupaționale din UE

Potrivit raportului de stabilitate financiară publicat de EIOPA (ediția din iunie 2023), economia europeană se confruntă în prezent cu o perioadă de incertitudine sporită și cu riscuri ridicate pentru stabilitatea financiară. După o perioadă îndelungată de rate scăzute ale dobânzilor, randamentele au crescut în mod semnificativ ca răspuns la o inflație persistentă și ridicată. Acest lucru, coroborat cu tensiunile geopolitice actuale, reprezintă provocări semnificative pentru perspectivele de creștere în Europa și pentru mediul de afaceri al instituțiilor financiare (bănci, asigurători și sectorul pensiilor ocupaționale).

Turbulențele recente din sectorul bancar din primul semestru 2023 subliniază riscul de pierdere bruscă a încrederii și de contagiune rapidă. În ceea ce privește aspectele pozitive, previziunile privind PIB-ul și încrederea mediului de afaceri s-au îmbunătățit și este probabil ca Uniunea Europeană să evite recesiunea. Ratele inflației globale au scăzut recent, în mare parte datorită diminuării prețurilor la energie și la produsele de bază, în timp ce piața forței de muncă continuă să aibă o evoluție pozitivă.

Trecerea de la un mediu cu randamente scăzute la un regim inflaționist cu rate ale dobânzii mai ridicate ar putea aduce noi provocări și oportunități pentru perspectivele de afaceri ale asigurătorilor europeni în viitor. Ratele mai mari ale dobânzii au un impact negativ asupra profitabilității sectorului asigurărilor pe termen scurt, în principal din cauza pierderilor din investițiile sensibile la rata dobânzii, însă, pe termen lung, acestea ar putea fi pozitive datorită randamentelor mai mari ale noilor investiții. O inflație prelungită ar crește costurile viitoare ale cererilor de despăgubire pentru asigurările generale, ar reduce capacitatea gospodăriilor și companiilor de a cumpăra produse de asigurare.

Pe piețele financiare, creșterea bruscă și considerabilă a randamentelor reprezintă o provocare pentru instituțiile financiare (bănci, asigurători și sectorul pensiilor ocupaționale). Băncile centrale ale Statelor Unite și Marii Britanii au intervenit pentru a preveni contagiunea turbulențelor de pe piață declanșate de creșterea randamentelor.

Evoluțiile negative și gradul ridicat de incertitudine au dus la creșterea volatilității pe piețele financiare. Turbulențele financiare din martie 2023 au afectat în primul rând sectorul financiar și au dus la creșterea marjelor pentru obligațiunile financiare. Mediul macroeconomic și de piață rămâne dificil pentru asigurători. Prețurile acțiunilor și-au inversat creșterile anterioare în timpul recentelor turbulențe, iar riscul unei corecții bruște rămâne semnificativ.

Tendința de a înregistra pierderi ridicate în urma dezastrelor naturale a continuat și în 2022. După inundațiile record din vara anului 2021 în Europa, anul 2022 a fost caracterizat de călduri extreme în timpul verii și furtuni severe în timpul iernii. În anul 2022 au avut loc mai multe inițiative realizate de EIOPA pentru a îmbunătăți cuantificarea riscurilor directe și indirecte legate de schimbările climatice pentru asigurători și IORP, inclusiv primul test de stres climatic pentru sectorul european al pensiilor ocupaționale.

Digitalizarea a devenit o tendință majoră în industria asigurărilor. În ciuda beneficiilor sale, aceasta creează, de asemenea, riscuri potențiale pentru asigurători, în special sub forma atacurilor cibernetice. În timp ce asigurarea cibernetică ajută alte companii să își gestioneze riscurile legate de IT, aceasta creează, de asemenea, riscuri de subscriere cibernetică pentru asigurători. EIOPA a depus eforturi considerabile (o parte dintre acestea în cooperare cu celelalte autorități europene de supraveghere) în ceea ce privește instrumentele de îmbunătățire a cuantificării și gestionării riscurilor cibernetice.

Sectorul asigurărilor din Spațiul Economic European (SEE) a intrat în 2023 cu o capitalizare solidă, în pofida rentabilității mai slabe a investițiilor și a rentabilității subscrierilor din 2022. Primele de asigurare au continuat să crească pentru asigurările non-viață, în timp ce pentru asigurările de viață au stagnat. Rata mediană a SCR pentru companiile de asigurări de viață și generale a continuat să se îmbunătățească. Companiile de asigurări de viață au beneficiat de creșterea dobânzilor. Companiile de asigurări compozite au înregistrat o scădere moderată a ratei medii a SCR. Ponderea asigurărilor de tip "unit linked" în cadrul primelor brute subscrise pentru asigurările de viață a rămas ridicată și chiar a înregistrat o creștere a medianei, pe când cifra agregată a Spațiului Economic European a scăzut ușor.

Rentabilitatea subscrierilor a scăzut în 2022. Ratele combinate pentru asistență și credit și cauțiune au înregistrat creșteri semnificative din cauza unor daune mai mari. Liniile de afaceri legate de transport, cum ar fi alte asigurări auto, maritime și aviație, au înregistrat o scădere mai moderată a rentabilității subscrierii.

Sectorul de reasigurare din SEE a rămas rezistent în 2022, în ciuda provocărilor continue, printre care se numără pierderile mari din catastrofe, inflația ridicată și condițiile economice incerte. Pozițiile de solvabilitate au fost robuste, cu puține schimbări față de 2021. Creșterile tarifelor de primă au contribuit la creșterea primelor brute subscrise și a primelor brute încasate, în timp ce profitabilitatea subscrierii a variat semnificativ între segmente.

Sectorul european al pensiilor ocupaționale continuă să aibă poziții financiare solide în 2023, în ciuda multiplelor provocări din 2022. Evoluțiile macroeconomice au provocat o scădere a valorii activelor pentru acest sector. IORP-urile cu beneficii definite au reușit să își îmbunătățească și mai mult poziția financiară deja solidă după revenirea din criza COVID-19 în cursul anului 2022. Acest lucru le-a permis multora dintre ele să își compenseze membrii în totalitate sau cel puțin parțial pentru efectul inflației, în cazul în care acest lucru este condiționat de o rată minimă de finanțare.

Pe baza unui sondaj realizat în rândul autorităților naționale competente, riscurile macro, determinate în special de instabilitatea geopolitică, sunt în prezent cele mai importante pentru asigurători și IORPS. Acesta este urmat de riscurile de piață, care rezultă în principal din riscurile legate de rata dobânzii și de acțiuni. Digitalizarea și riscurile cibernetice s-au situat pe locul al treilea pentru asigurători,

în timp ce preocupările legate de profitabilitate și de performanța portofoliului au ocupat acest loc pentru IORP.

În timp ce ponderea obligațiunilor de stat și a obligațiunilor corporative în totalul investițiilor a continuat să scadă, instrumentele cu venit fix rămân componenta dominantă a investițiilor realizate de asigurători. Același lucru este valabil și pentru IORP, dar investițiile în acțiuni reprezintă o pondere mai mare. Obligațiunile cu un rating scăzut ar putea fi un canal de transmitere a riscului, deoarece acestea îi expun pe asigurători la un risc de credit mai mare. Marea majoritate a obligațiunilor deținute de asigurătorii europeni sunt de categoria "investment grade", majoritatea (24%) având ratingul CQS 3 (BBB).

Expunerea asigurătorilor la activele alternative a crescut în ultimii ani. Ponderea fondurilor de tip alternativ a reprezentat 5,6% din totalul investițiilor în 2022, față de 3,3% în urmă cu cinci ani.

Atât sectorul asigurărilor, cât și sectorul IORP sunt legate de sectorul bancar prin expunerile la investiții, care reprezentau 13% și, respectiv, 6% din totalul investițiilor la nivelul SEE la sfârșitul anului 2022. Prăbușirea Silicon Valley Bank (SVB), presiunea asupra băncilor regionale din SUA și fuziunea de urgență a Credit Suisse cu UBS au ilustrat acest tip de risc. Expunerea ambelor sectoare față de băncile regionale din SUA este limitată. Acest lucru este valabil și la nivel agregat pentru cele trei bănci care s-au aflat în epicentrul evenimentelor (SVB, Signature Bank și Credit Suisse).

Criza titlurilor de stat din Marea Britanie din ultimii ani a ilustrat riscurile asociate cu strategiile de investiții bazate pe pasive. Conform informațiilor disponibile, principalele strategii utilizate de asigurătorii europeni se bazează pe deținerile directe de instrumente financiare derivate și, eventual, pe acorduri de răscumpărare garantate cu obligațiuni guvernamentale. IORP au fost, de asemenea, mari utilizatori de instrumente derivate. În același timp, informațiile limitate sugerează că asigurătorii și fondurile de pensii, în ansamblu, nu au investiții semnificative în fonduri de investiții axate pe pasive.

În 2022, performanța asigurătorilor a fost mai bună decât cea a pieței bursiere în general. Cu toate acestea, acțiunile asigurătorilor au înregistrat pierderi semnificative în turbulențele din martie 2023. Prețurile acțiunilor asigurătorilor cotați la bursă au crescut semnificativ în 2022, iar sectorul asigurărilor a avut o performanță superioară celei a pieței în general. După invazia rusă, prețurile acțiunilor au scăzut rapid, dar apoi și-au revenit pe parcursul anului.

În raport cu piața, acțiunile companiilor de asigurări au scăzut mai mult, dar apoi și-au revenit mai puternic, ceea ce a dus la o supra-performanță generală. În prima săptămână a lunii martie 2023, acțiunile asigurătorilor s-au tranzacționat în apropierea prețurilor de la maximele de dinainte de COVID-19. Aceștia au profitat în special de creșterea ratelor dobânzilor - din punct de vedere istoric, evoluția prețului acțiunilor asigurătorilor este corelată pozitiv cu ratele dobânzilor.

Randamentele mai mari sunt deosebit de benefice pentru portofoliile de polițe de asigurare de viață tradiționale cu garanții. Această evoluție pozitivă s-a inversat la mijlocul lunii martie 2023, când acțiunile din asigurări au scăzut împreună cu cele din sectorul bancar, în tumultul provocat de falimentul Silicon Valley Bank și de fuziunea de urgență a Credit Suisse cu UBS. De la începutul anului până în prezent, acțiunile asigurătorilor au sub-performat indicilor bursieri generali.

Riscul climatic și finanțarea sustenabilă

Anul 2022 a continuat tendința din ultimii ani, cu pierderi anuale ridicate în urma dezastrelor naturale de 270 de miliarde USD, în timp ce pierderile asigurate s-au ridicat la 120 de miliarde USD pentru al doilea an consecutiv. Cel mai costisitor eveniment al anului a fost uraganul Ian, care a ajuns pe coasta Floridei în septembrie 2022 și a dus la pierderi totale de 100 mld. dolari, din care 60 mld. dolari au fost asigurate. Al doilea cel mai costisitor și cel mai mare dezastru umanitar a fost reprezentat de inundațiile grave din Pakistan, unde cel puțin 1.700 de persoane au fost ucise, ceea ce a dus, de asemenea, la pierderi de aproximativ 15 miliarde USD, majoritatea neasigurate. În Europa, după inundațiile record din vara anului 2021, anul 2022 a fost caracterizat de căldură extremă în timpul verii și de furtuni de iarnă severe. Furtunile puternice de grindină din timpul verii au afectat în special Spania și Franța și au provocat pagube de 7,2 miliarde de dolari numai în Franța (din care aproximativ 5,6 miliarde de dolari au fost asigurate). În ultimul deceniu, pierderile provocate de grindină în Franța au depășit pragul de 1 miliard USD în urma a trei evenimente, ceea ce ar putea justifica o reevaluare a pierderilor preconizate pentru perioada de randament în viitor.

Apariția valurilor de căldură și a modelelor meteorologice staționare, dar și a inundațiilor de vară și a incendiilor de pădure din 2021 sunt în concordanță cu impactul preconizat al schimbărilor climatice și, prin urmare, se previzionează că vor deveni mai frecvente în Europa.

Pentru a evalua importanța semnificativă a expunerii la riscul fizic legat de schimbările climatice a sectorului european al asigurărilor, EIOPA a publicat o analiză bazată pe o amplă colecție de date cu o selecție de asigurători. Furtuna de vânt este cel mai asigurat risc în Europa, cu 42,6 trilioane de euro în ceea ce privește acoperirea clădirilor, a conținutului și a întreruperii activității, urmată de inundațiile fluviale, cu 28,9 trilioane de euro. În timp ce participanții la colectarea de date au fost, din punct de vedere istoric, bine plasați pentru a gestiona cererile de despăgubire în caz de catastrofe naturale, mai sunt încă multe de făcut, deoarece peste 50% dintre ei nu au efectuat până acum nicio analiză prospectivă privind schimbările climatice.

Pe lângă expunerile la riscuri fizice pentru asigurători, EIOPA a avansat, de asemenea, evaluarea riscurilor de tranziție pentru IORP în cadrul primului său test de stres climatic pentru sectorul european al pensiilor ocupaționale. Pe baza scenariului unei tranziții dezordonate către o economie verde din cauza întârzierii măsurilor de politică, care duce la o creștere bruscă a prețurilor carbonului, constatările indică faptul că IORP au o expunere semnificativă la riscurile de tranziție. Scenariul de criză provoacă o scădere globală considerabilă de 12,9% a valorii activelor, în timp ce o scădere a valorii pasivelor datorată creșterii ratelor fără risc a contribuit la atenuarea impactului asupra ratelor de finanțare ale instituțiilor de pensii ocupaționale. Acesta din urmă a scăzut la nivel agregat cu 2,9 puncte procentuale. Conform răspunsurilor la chestionarul calitativ, mai mult de 90% dintre IORP participante iau deja în considerare factorii ESG atunci când își stabilesc politica de investiții.

Ca urmare a perturbării pieței globale a energiei cauzate de invazia rusă în Ucraina, Comisia Europeană a lansat Planul REPowerEU, care presupune accelerarea tranziției ecologice. Acesta propune, de exemplu, extinderea capacităților totale de producție de energie din surse regenerabile la 1.236 GW

până în 2030, față de cele 1.067 GW preconizate anterior (ceea ce implică o pondere de 45 în loc de 40% a surselor regenerabile în energia consumată în UE-27).

În calitate de investitori majori pe termen lung, asigurătorii pot juca un rol important în orientarea economiilor UE pe o cale mai durabilă și în sprijinirea tranziției către o economie cu emisii reduse de dioxid de carbon. Asigurătorii investesc deja în obligațiuni verzi care sunt emise pentru a sprijini astfel de inițiative. Datele publicate de EIOPA arată că investițiile mediane în obligațiuni verzi ca pondere din totalul portofoliului de obligațiuni corporative au crescut constant în ultimii ani și s-au stabilizat recent la aproximativ 3% pe parcursul anului 2022.

Riscul cibernetic și sectorul asigurărilor

Rezultatele tabloului riscurilor publicat de EIOPA în ianuarie 2023 arată că riscurile de digitalizare și cibernetice se situează la un nivel mediu, fără nicio schimbare în ultimele 3 luni. Evaluarea de către autoritățile de supraveghere a importanței acestor riscuri pentru sectorul asigurărilor rămâne neschimbată, principalele preocupări fiind securitatea cibernetică și conflictele geopolitice hibride. Frecvența incidentelor cibernetice în toate sectoarele de activitate, măsurată pe baza datelor publice, a crescut față de același trimestru al anului trecut. Sentimentul negativ în domeniul cibernetic indică o preocupare ridicată, dar în scădere în ultimul trimestru al anului 2022.

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

Cu toate că tendințele macroeconomice s-au îmbunătățit pe termen scurt, situația economico-financiară este în continuare fragilă la nivel global și vulnerabilă în fața turbulențelor care pot genera noi șocuri, în timp ce climatul geopolitic nu este unul favorabil, tensiunile fiind departe de a fi încheiate. În același timp, inflația s-a dovedit a fi una persistentă, chiar dacă ritmul acesteia s-a temperat ca urmare a rezultatelor politicilor monetare restrictive. Factorii analizați conduc la o evaluare a riscului macroeconomic ca fiind la un nivel ridicat, cu tendințe de creștere, în contextul menținerii vulnerabilităților și a incertitudinii.

Riscul de piață rămâne la un nivel foarte ridicat, cu tendință de stagnare, pe fondul contagiunii și al interconexiunilor, piețele financiare reacționând prompt la materializarea oricăror tensiuni și factori de risc, într-un mediu în care înăsprirea condițiilor financiare împreună cu situația geopolitică externă au o influență ridicată asupra acestora.

Toate celelalte riscuri (de credit, de lichiditate, de solvabilitate, de profitabilitate și operațional) sunt evaluate ca fiind la un nivel ridicat, cu tendințe de creștere sau stagnare.

Tabloul riscurilor la nivel național¹¹

Categorii de risc	Factori determinanți	
	Nivel	Perspectivă
Riscul macroeconomic		 Deteriorarea perspectivelor macroeconomice și riscurile de recesiune, în ciuda îmbunătățirii rezultatelor pe termen scurt
Riscul de piață		 Volatilitatea piețelor financiare, contagiunea și interconectarea acestora; incertitudinile existente pe plan geopolitic; înăsprirea condițiilor financiare la nivel global
Riscul de credit		 Mediul inflaționist caracterizat de rate ridicate ale dobânzii, creșterea datoriilor suverane și private concomitent cu scăderea puterii de cumpărare
Riscul de lichiditate		 Materializarea riscului de piață în contextul persistenței vulnerabilităților macrofinanciare și amplificarea șocurilor sau a tensiunilor pe piețele financiare
Riscul de solvabilitate		 Interconexiunile economice care pot antrena efecte în lanț referitoare la onorarea obligațiilor de plată

¹¹ Pentru unitatea raportului, a fost utilizată aceeași codificare a riscurilor ca cea realizată de ESMA.

Riscul de profitabilitate			Presiunile inflaționiste, tendințele de creștere a costurilor în contextul menținerii vulnerabilităților pe plan economic
Riscul operațional			Creșterea la scară largă a digitalizării și implicit a incidentelor cibernetice, inclusiv pe fondul tensiunilor conflictului dintre Rusia și Ucraina

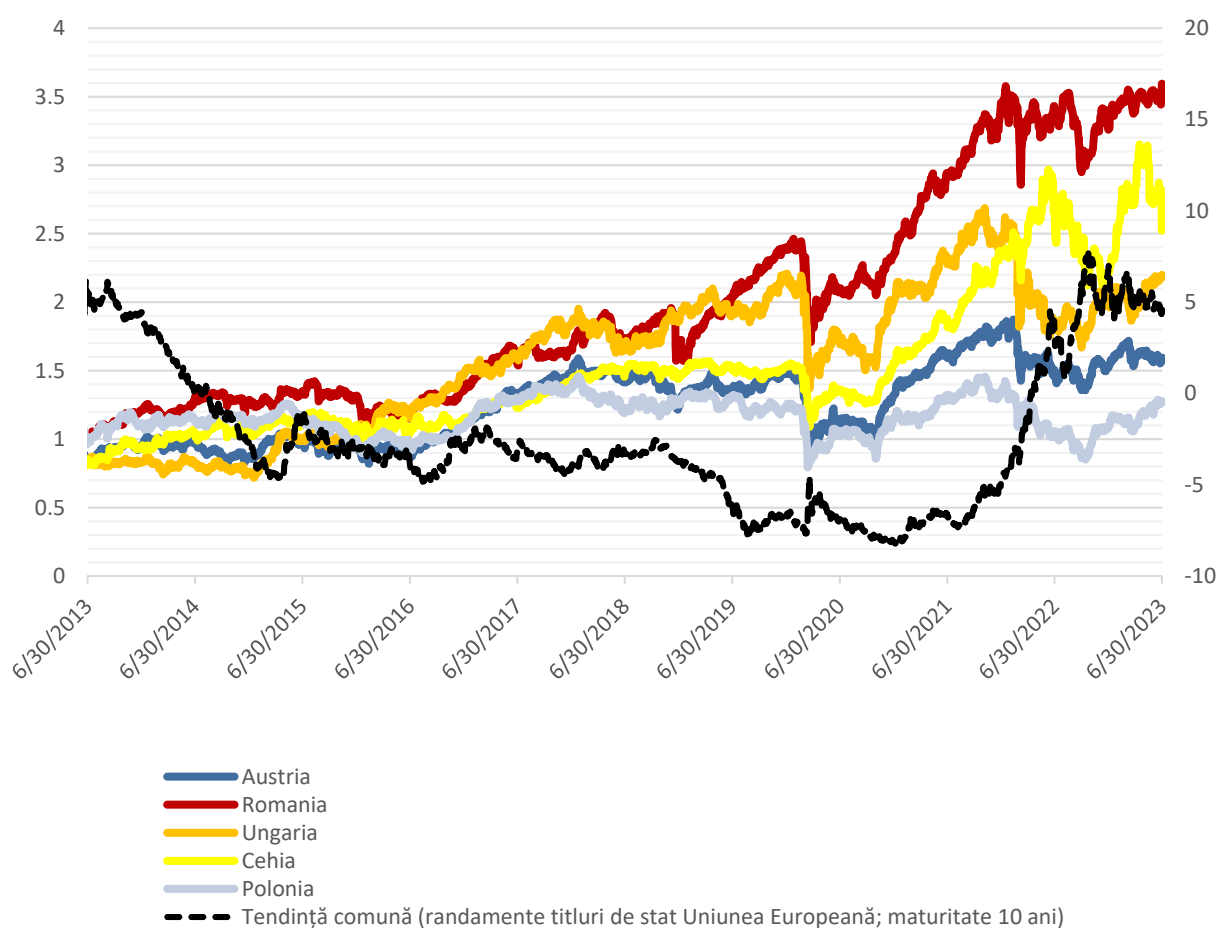
Sursa: ASF

3. Interconectarea piețelor financiare nebankare

Tensiunile geopolitice reprezintă un risc major pentru dezvoltarea macroeconomică. Riscurile geopolitice sunt în centrul atenției de la invazia neprovocată a Rusiei în Ucraina și rămân ridicate. FMI subliniază că tensiunile geopolitice în creștere între marile economii au intensificat îngrijorările legate de fragmentarea economică și financiară globală, o inversare a integrării economice și financiare costisitoare pentru comerț și care afectează creșterea economică.

Evoluția indicilor bursieri din Austria, România, Ungaria, Cehia, și Polonia este normalizată la 1 pentru a facilita comparația dintre evoluțiile piețelor de capital în perioada S1 2013 - S1 2023 și este prezentată în graficul 11. Ciclul de întărire cantitativă a continuat și în primul semestru din 2023.

Grafic 11 Ciclul de relaxare cantitativă și întărire cantitativă. Dinamica piețelor de capital



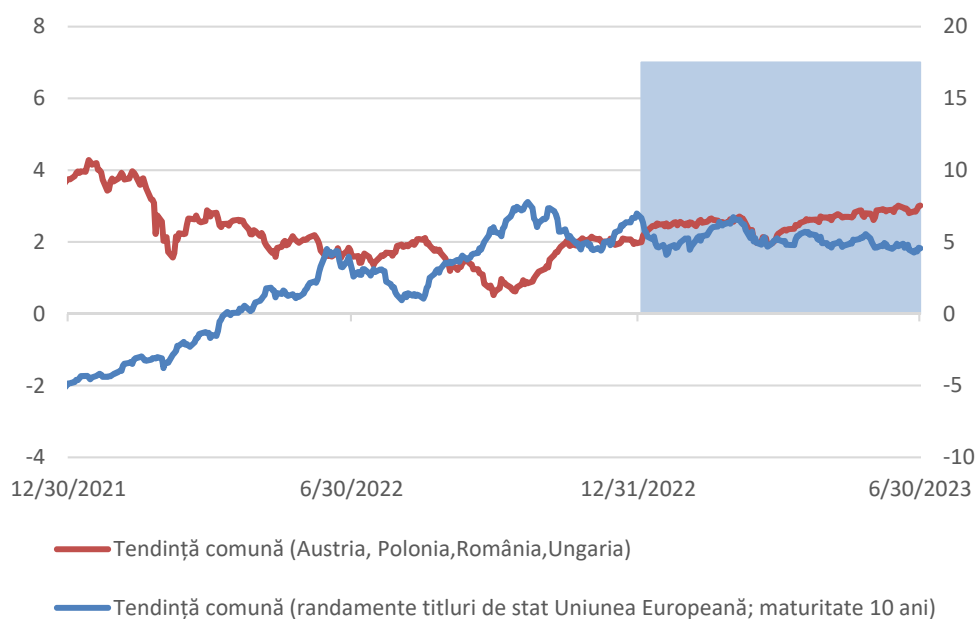
Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Pentru a facilita analiza co-dependenței dintre piețele europene de capital și politicile monetare la nivel european a fost adăugată și tendința comună¹² a randamentelor titlurilor de stat cu maturitate de 10 ani.

În primul semestru din 2023 se observă o atenuare a volatilității din 2022 atât pentru piețele de capital, cât și în ceea ce privește politica monetară. Pentru a analiza tendințele comune specifice piețelor de capital și de titluri de stat, acestea au fost extrase din datele selectate cu ajutorul metodei Analizei Componentelor Principale.

Deși în graficul 12 sunt prezentate doar câteva piețe de capital, toate piețele de capital europene au avut o dinamică similară: ciclul de relaxare cantitativă început după criza financiară din 2007-2009 a facilitat o creștere a piețelor de capital. Începutul ciclului de întărire cantitativă din 2022 a condus la o reajustare a acestora, fără a fi înregistrate însă corecții bruște, tendință care s-a menținut și pe parcursul primului semestru din 2023.

Grafic 12 Dependența dintre politica monetară și piețele de capital (Austria, Polonia, România și Ungaria)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

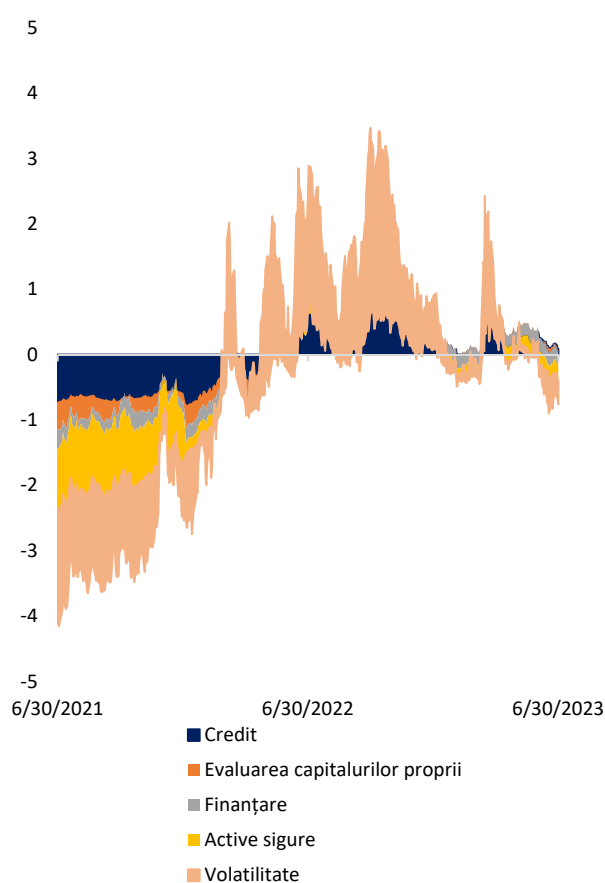
¹² Factorul comun este prima componentă a randamentelor titlurilor de stat extrasă cu ajutorul Analizei Componentelor Principale (PCA). Factorul comun explică 89% din variația randamentelor titlurilor de stat. Baza de date conține date zilnice pentru aproximativ toate economiile europene.

3.1. Nivelul de stres în sistemul financiar

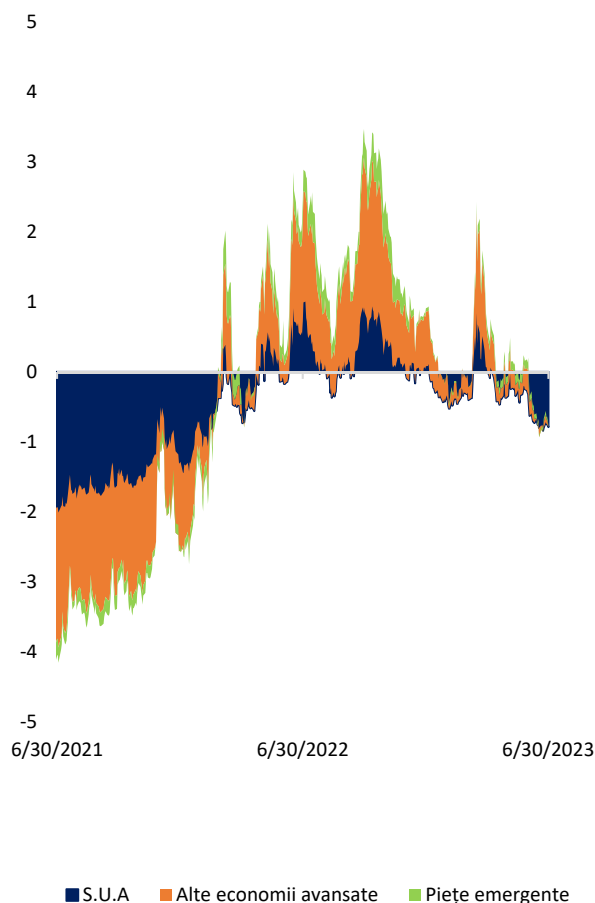
Indicele de stres al sistemului financiar dezvoltat de Biroul de Studii Financiare¹³ (OFR) a fost conceput pentru a identifica vulnerabilitățile potențiale ale sistemului financiar global care pot genera, amplifica și transmite tensiuni pe piața financiară americană și/sau internațională. Stresul financiar este modelat ca o rețea de factori macrofinanciar care se potențează reciproc.

Grafic 13 Indicator de stabilitate financiară pentru economia americană (OFR FSI)

Indicatorul OFR FSI – categorii de indicatori



Indicatorul OFR FSI – regiuni



Sursa: Office for Financial Research, prelucrare ASF

Indicele de stres financiar (OFR FSI) oferă o imagine de ansamblu asupra nivelului de tensiune de pe piețele financiare globale. Indicele este construit din 33 de variabile caracteristice pentru piețele financiare și ia valori pozitive atunci când nivelurile de stres sunt peste medie, respectiv negative dacă nu

¹³ <https://www.financialresearch.gov/>

sunt înregistrate tensiuni la nivelul pieței financiare. Includerea *Indicatorului OFR FSIT* pentru economia globală în analiza curentă este motivată de importanța transmiterii șocurilor asupra economiei europene.

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

Indicele OFR FSI a înregistrat în primul semestru din 2023 valori mai mici decât cele înregistrate în 2022. Riscul de credit¹⁴ și volatilitatea au scăzut cel mai mult în primul semestru din 2023,. Indicatorul FSI indică faptul că piețele emergente, urmate de economiile avansate sunt regiunile cu cel mai mare potențial de instabilitate economică dintre cele trei grupe de economii. În 2023, instabilitatea economică s-a diminuat pentru toate regiunile.

Indicatorul OFR FSI indică o detensionare a condițiilor financiare, pe măsură ce dezechilibrele economice s-au redus. Acest lucru s-a tradus în costuri de finanțare mai mici pentru firme. Detensionarea condițiilor financiare și reducerea incertitudinii au avut efecte benefice asupra activității economice, deoarece companiile și-au reluat proiectele de investiții.

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

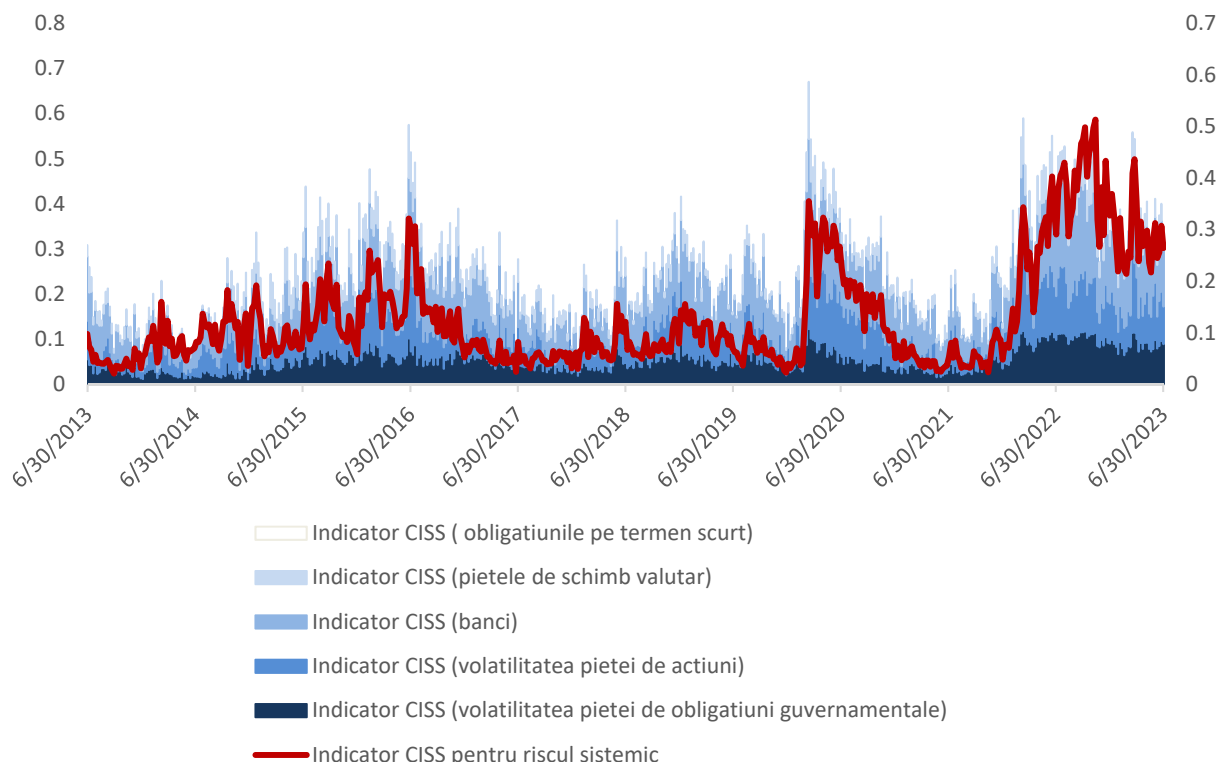
Măsurarea riscului sistemic pentru piețele europene este realizată și cu ajutorul indicatorului CISS¹⁵, care este un indicator compozit pentru riscurile sistemice calculat de Banca Centrală Europeană. Indicatorul CISS este construit pentru a arăta măsura în care stresul financiar sistemic contribuie la instabilitatea financiară a piețelor europene.

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

¹⁴ Riscul de credit calculat de OFR conține măsuri de evaluare pentru creșterea creditului, care reprezintă diferența de costuri de împrumut pentru firme cu o solvabilitate diferită. În perioadele de stres, diferențele de credit pot crește atunci când riscul implicit crește sau funcționarea pieței de credit este perturbată. Diferențele mai mari pot indica faptul că investitorii sunt mai puțin dispuși să ofere împrumuturi, crescând costurile pentru creditorii care caută finanțare.

¹⁵ CISS - Composite Indicator of Systemic Stress

Grafic 14 Indicator compozit de risc sistemic pentru piețele financiare europene



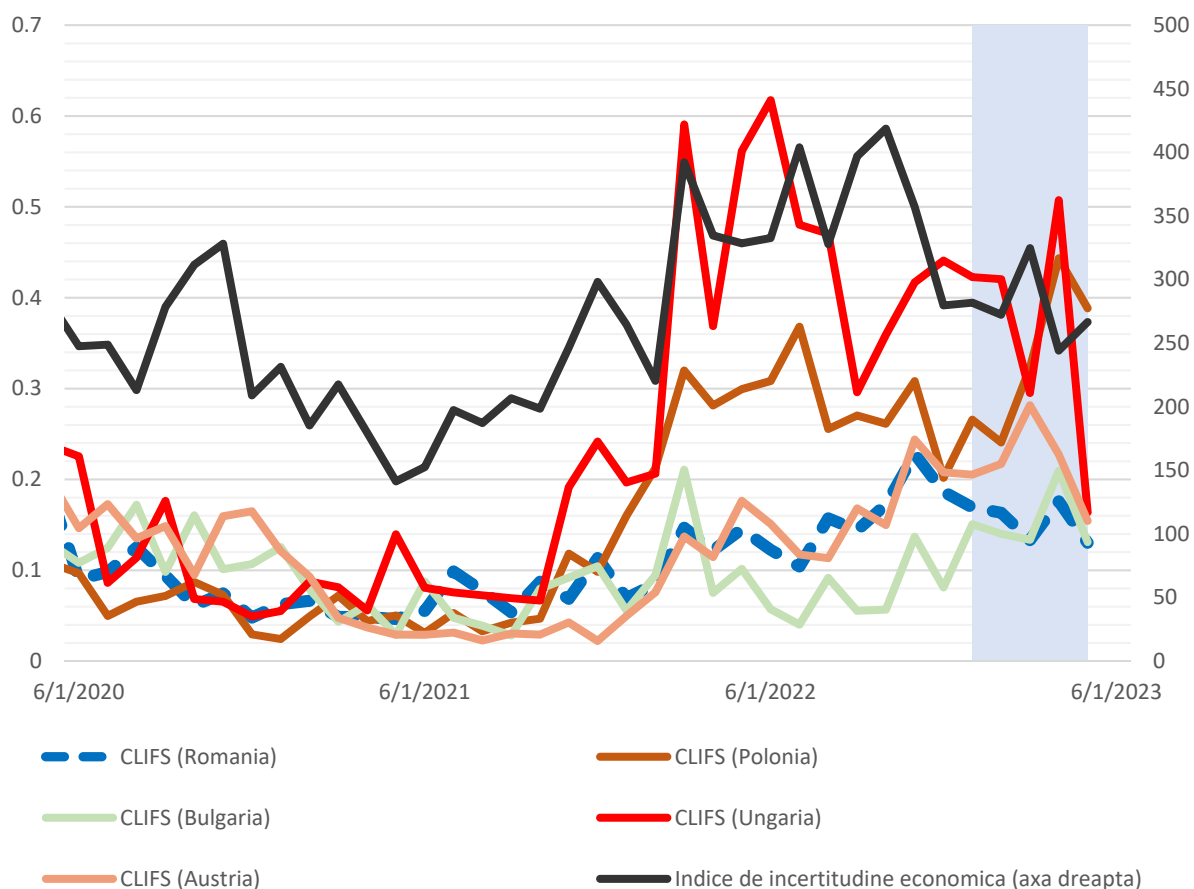
Sursa: Banca Centrală Europeană, prelucrare ASF

Indicatorul CISS, precum și sub-indicatorii CISS, care măsoară volatilitatea pieței de acțiuni, obligațiuni și schimb valutar, au avut o tendință de scădere în primul semestru din 2023 dar se mențin încă la niveluri ridicate.

Conform indicatorului CLIFS, indice calculat de Banca Centrală Europeană pentru a măsura și compara nivelul de stres financiar la nivel de țară, România s-a caracterizat printr-o creștere a tensiunii financiare în 2022, pe fondul majorării incertitudinii economice la nivel internațional. În primul semestru din 2023 indicele CLIFS calculat pentru România a cunoscut o tendință de reducere. În comparație cu Austria, Polonia și Ungaria, nivelul riscului financiar înregistrat în România s-a situat la un nivel mai redus.

Creșterea riscului sistemic pentru economia românească este explicată într-o mare proporție de șocuri exogene. În graficul 15 se poate observa gradul ridicat de co-dependență al indicatorului CLIFS de indicele de certitudine economică calculat pentru economia europeană în primul semestru din 2023.

Grafic 15 Indicatori de tensiune financiară (CLIFS): Austria, Bulgaria, Polonia, România, Ungaria

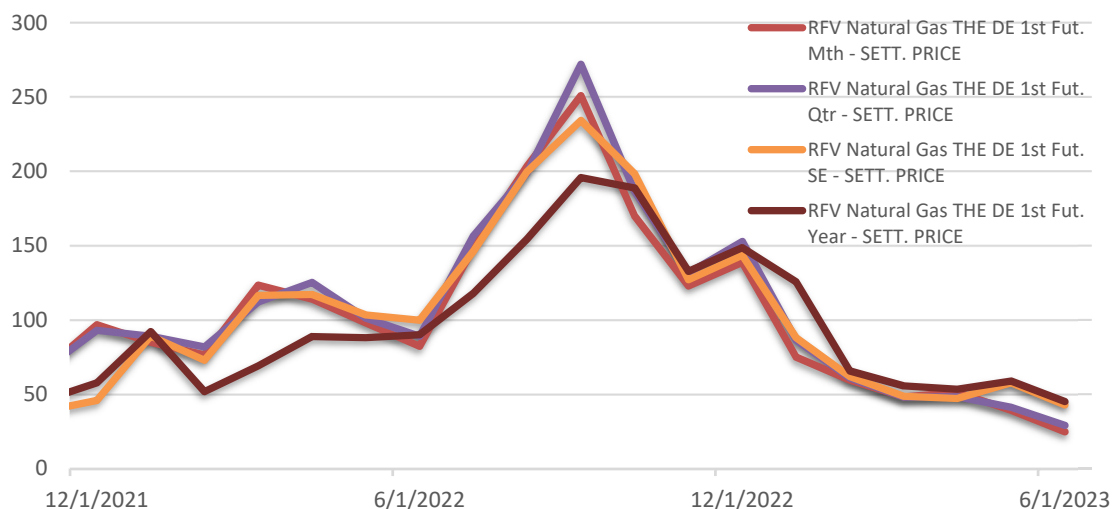


Sursa: Banca Centrală Europeană, Economic Policy Uncertainty, prelucrare ASF

Comisia Europeană a adoptat o serie de măsuri în perioada 2022-2023 pentru gestionarea impactului creșterii prețurilor la energie asupra populației și mediului de afaceri care au condus la o scădere a prețurilor energetice, alături de alți factori care au acționat de pe partea ofertei. Prețurile contractelor *futures* la gaz natural din Germania indică așteptările de pe piață cu privire la dinamica așteptată a prețului gazului natural cu durate de la o lună până la un an. Analiza prețurilor energiei este motivată de impactul asupra inflației.

În primul semestru din 2023, prețul la gaz natural a continuat să scadă și se situau la niveluri echivalente cu cele din 2021.

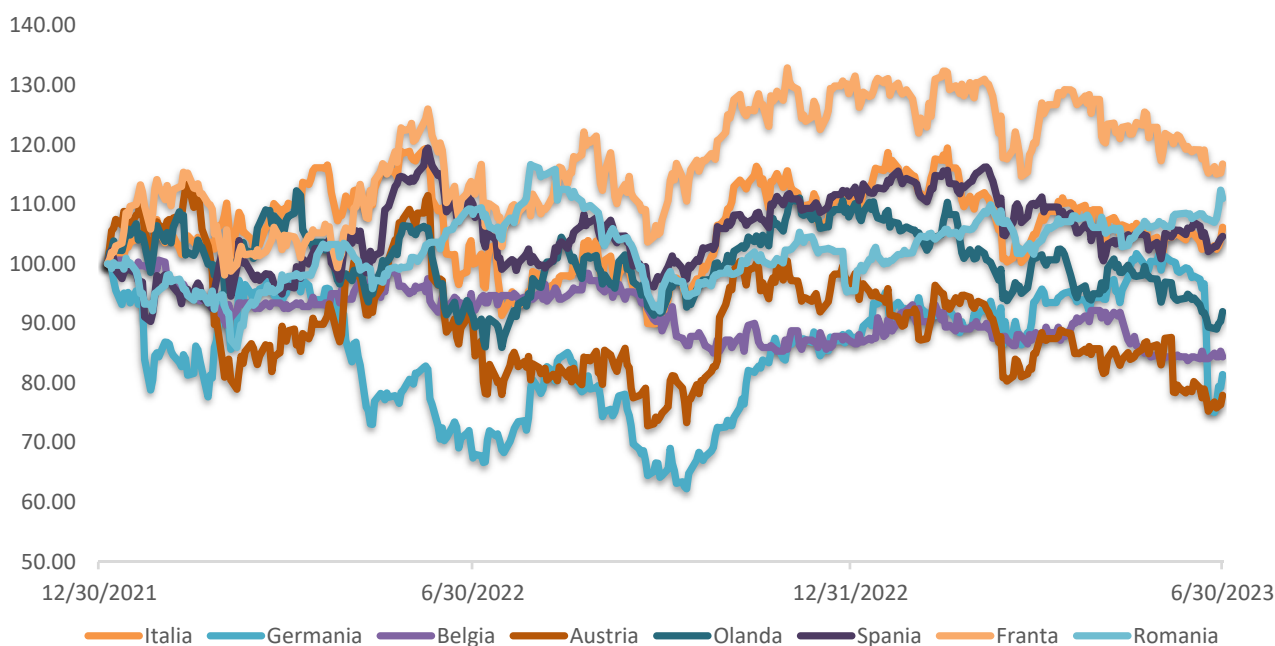
Grafic 16 Prețurile contractelor futures pentru gaz natural (maturități de 1 lună, trimestru, semestru, 1 an)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Implicit și evaluările companiilor listate pe burse din domeniul energetic au înregistrat randamente în scădere. Astfel, prețurile indicilor din sectorul energetic au cunoscut o tendință descendentă în primul semestru din 2023.

Grafic 17 Evoluția sectorul energetic pe țări (ian 2022=100)



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

3.2. Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa

Îndepărtarea de la tendința de echilibru pe piețele de capital europene este un fapt observat și inclus ca un risc semnificativ la adresa stabilității financiare de cele mai importante instituții financiare din lume.

Nivelul de echilibru al pieței de capital este nivelul normal de piață, o variabilă neobservabilă (latentă), care poate fi estimată statistic. Estimarea nivelului de echilibru este importantă pentru analiza stabilității pieței de capital, pentru că oferă un nivel de referință.

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

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

Estimarea nivelului de echilibru al indicelui pieței de capital din România a fost realizată cu un model de tipul nivel local (*Local Level model*¹⁶) estimat cu filtrul Kalman.

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

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

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

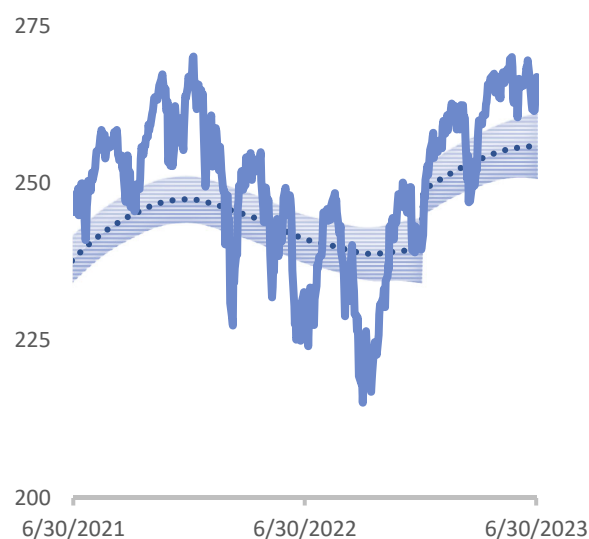
Reprezentarea grafică a nivelului de echilibru și a benzilor de încredere (90%) indică nivelul de echilibru, intervalele de încredere pentru acesta și valorile zilnice de închidere pentru indicii reprezentați.

Indicele STOXX600, care este un *proxy* pentru piața de capital europeană, precum și indicii pentru piețele financiare europene au înregistrat creșteri rapide peste nivelul de echilibru în primul semestru din 2023 pe fondul politicilor de întărire cantitativă. În graficul 18 sunt prezentate doar evoluțiile de pe piețele de capital din Austria, România și Polonia, alături de evoluția indicelui STOXX 600.

¹⁶ Durbin, J. and Koopman, S.J., 2012. *Time series analysis by state space methods*. Oxford University Press.

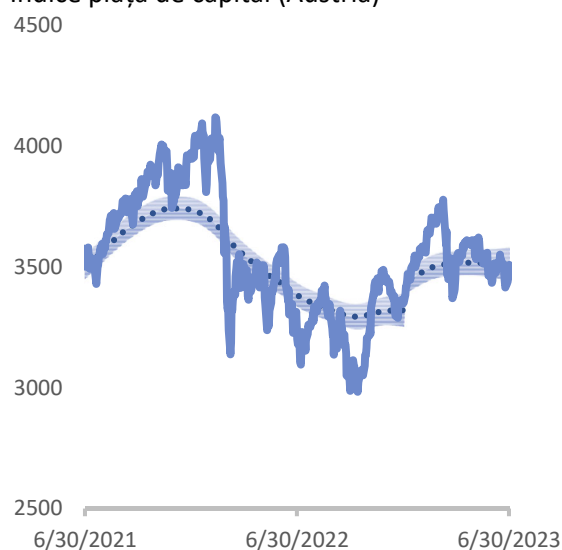
Grafic 18 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru

Indicele STOXX 600



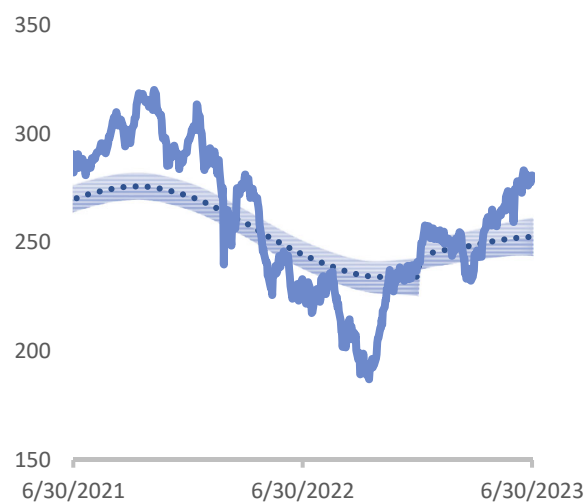
interval inferior interval superior
..... Nivel de echilibru — STOXX600

Indice piața de capital (Austria)



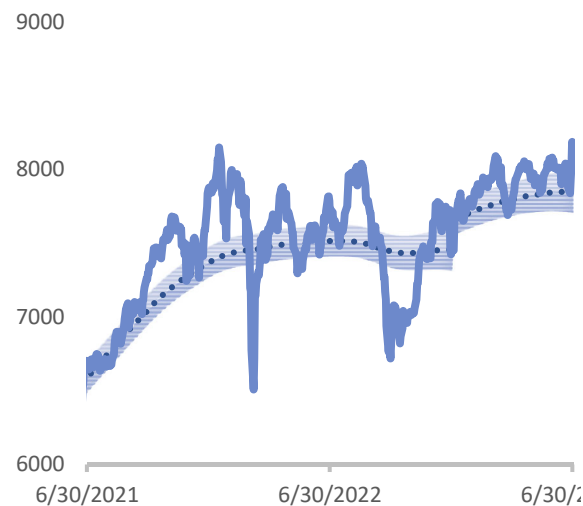
interval inferior interval inferior
..... Nivel de echilibru — Austria

Indice piața de capital (Polonia)



interval inferior interval superior
..... Nivel de echilibru — Polonia

Indice piața de capital (România)



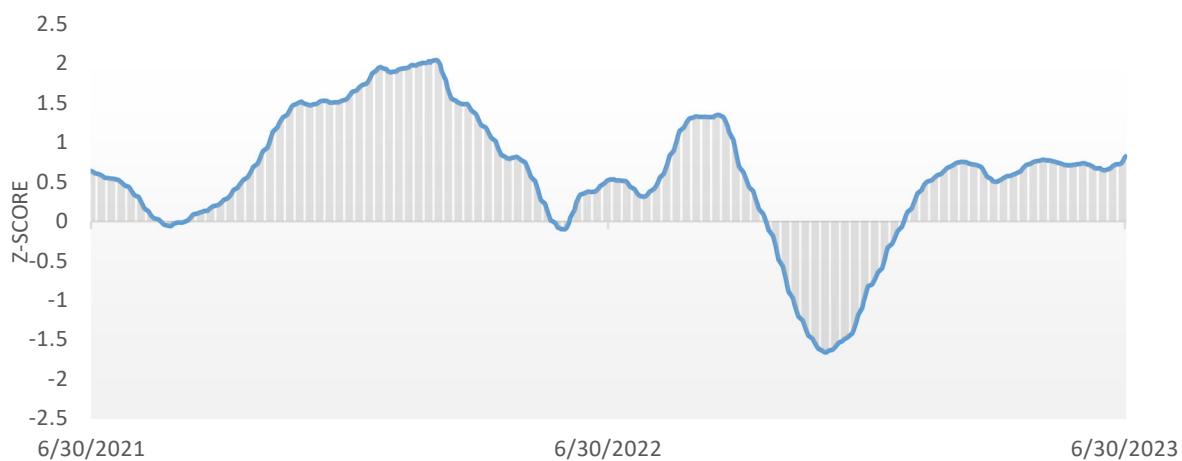
inferior interval superior interval
..... Nivel de echilibru — Romania

Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Pe baza modelului estimat mai sus, a fost extras *ciclul financiar* pentru activele tranzacționate pe piața de capital din România. Rezultatele au fost netezite pentru o durată de trei luni. Componenta ciclică extrasă a fost calculată ca diferență dintre nivelul indicelui pentru piața de capital din România și nivelul

de echilibru estimat. Rezultatele indică o creștere sustenabilă peste nivelul de echilibru în primul semestru din 2023.

Grafic 19 Tipare ciclice de evoluție financiară. Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

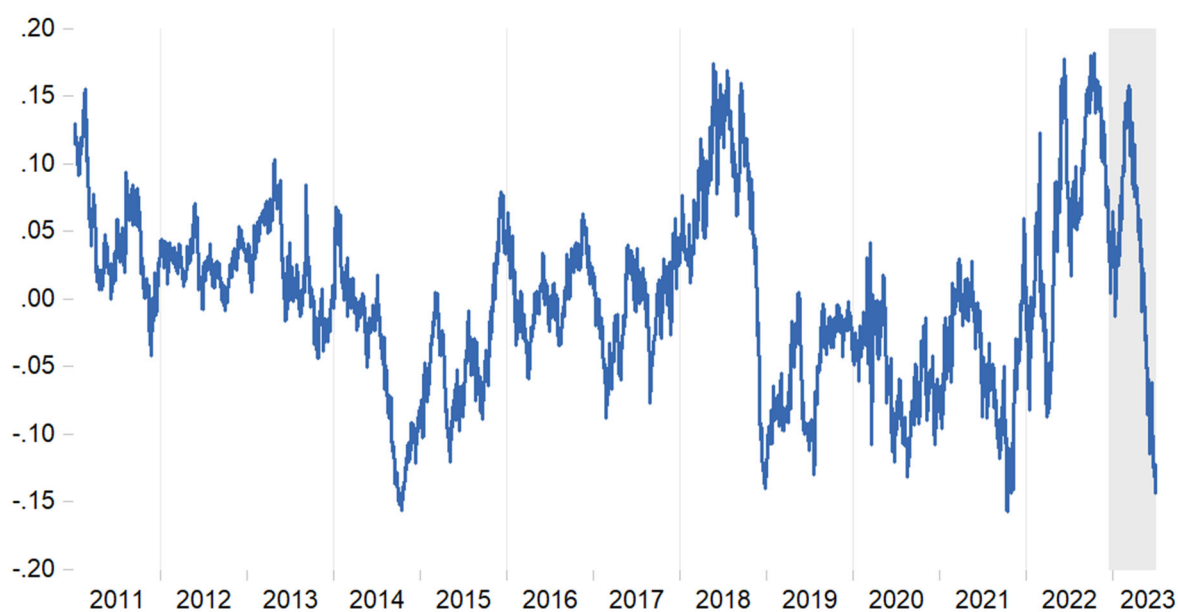
3.3. Dinamica pe termen scurt si pe termen lung a pieței de capital din România

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

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

În graficul 20 este prezentată relația de cointegrare dintre indicii de preț ai piețelor de capital din Germania, Austria, Ungaria, Polonia și România. Descreșterea cointegrării dintre piețele de capital din eșantion sugerează că, deși piețele europene financiare au înregistrat un nivel de risc sistemic ridicat în primul semestru din 2023, tendința de reducere a acestuia a afectat diferit piețele financiare europene. Scăderea relației de dependență dintre acestea pe termen lung susține ideea potrivit căreia în primul semestru din 2023 piețele europene au cunoscut o relansare peste nivelul de echilibru pe fondul reducerii graduale a inflației.

Grafic 20 Măsură pe termen lung. Cointegrarea piețelor de capital



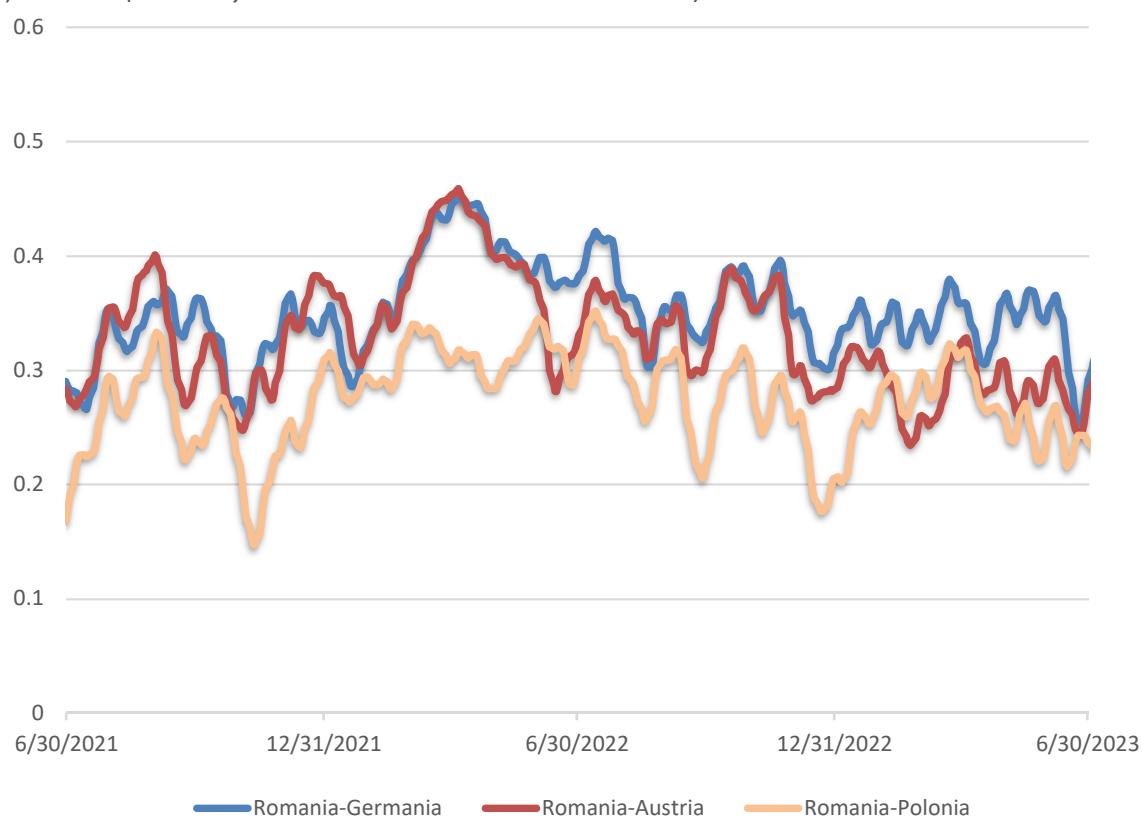
Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Pentru scopul analizei curente, se poate observa că, pe parcursul anului 2022 piețele de capital studiate au înregistrat aceeași tendință comună de creștere în primele trei trimestre ale anului, pentru ca în ultimul trimestru din 2022, cointegrarea să descrească rapid pe fondul încetinerii șocului de politică monetară.

Tendința de scădere a relației de cointegrare a continuat în primul semestru din 2023 pe fondul încetării procesului de întărire monetară, pe măsură ce Băncile Centrale Europene și-au temperat politica de creștere a ratei de politică monetară.

Răspunsul piețelor financiare la șocurile pe termen scurt a fost calculat prin măsurarea dependenței pe termen scurt. Aceasta a fost realizată prin calcularea corelației dinamice dintre piețele de capital din România, Germania, Austria și Polonia cu un model de tipul DCC (*Dynamic Conditional Correlation*). Corelațiile dinamice dintre indici au fost pozitive și au variat în intervalul 0,2-0,4 în primul semestru din 2023. Atunci când indicele de corelație este redus, corelația nu este semnificativă. Putem vorbi însă de o corelare semnificativă a acestora doar atunci când corelația depășește nivelul de 0,3.

Grafic 21 Măsură pe termen scurt. Corelație dinamică dintre piața de capital din România, Germania, Austria și Polonia (model Dynamic Conditional Correlation-GARCH)



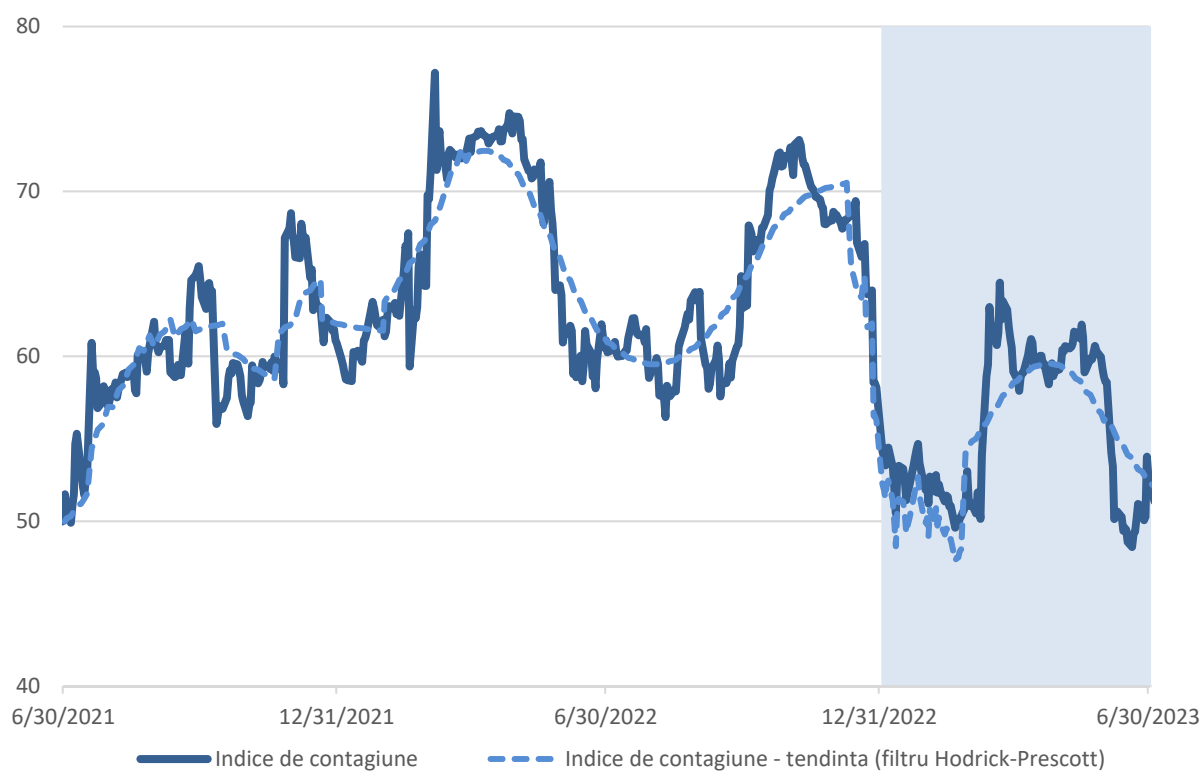
Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Indicele de contagiune măsoară contribuția marginală a piețelor externe de capital la bursa românească. Piața de capital din România este sensibilă la aceiași factori de risc regionali care influențează randamentele burselor din Austria, Polonia, Ungaria, Bulgaria.

Există o legătură puternică între efectul de contagiune și randamentul companiilor, deoarece creșterea contagiunii are tendința de a diminua randamentul companiilor listate la Bursa de Valori București. Indicele de contagiune a avut o dinamică descendentă în primul semestru din 2023, subliniind

reducerea tensiunilor financiare de pe piețele analizate pe fondul unei tendințe de creștere a randamentelor acestora.

Grafic 22 Indice de contagiune



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

4. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare

Stabilitatea financiară a devenit un termen din ce în ce mai comun de la criza financiară atât în practica de specialitate, cât și în cercetarea academică. În ciuda existenței unui grad mare de eterogenitate la nivelul definițiilor conceptului, există un acord general asupra importanței sale. La nivelul BCE, stabilitatea financiară este văzută ca situația în care sistemul financiar poate rezista șocurilor apărute fără perturbări de mare amploare. Altfel spus, stabilitatea financiară presupune o condiție în care sistemul financiar este capabil să reziste la șocuri și la dinamici adverse generate de dezechilibre financiare. Acest lucru atenuează perspectiva unor perturbări care în procesul de intermediere financiară pot fi suficient de severe pentru a avea un impact negativ asupra activității economice reale.

Riscul sistemic poate fi definit ca riscul asociat cu problemele economice manifestate de o companie, industrie, instituție financiară, sau economie ca ansamblu. Caracteristica sa de bază derivă din distincția dintre evenimente sistemice și evenimente idiosincratice. Dacă un șoc din cea de-a doua categorie va afecta doar o singură instituție sau activ, un eveniment sistemic vizează pericolul prăbușirii întregului sistem financiar, cu impact negativ asupra economiei reale. Mai mult, consecințele unei crize financiare sistemice sunt mai problematice decât cele ale crizelor din alte sectoare economice din cauza rolului pe care sistemul financiar îl joacă în economie.

Literatura de specialitate recentă (vezi Shi, Sun, și Jiang, 2022 inter alia) a arătat faptul că după 2008, riscuri aparent izolate au cunoscut o propagare în sisteme financiare din ce în ce mai strâns conectate, fapt ce a condus la o dezbatere de politică asupra conceptelor de *“too big to fail”* și *“too interconnected to fail”*. Acest fapt a condus la definirea de instituții financiare semnificative din punct de vedere sistemic și la adoptarea Dodd-Frank Act în SUA și Basel III în Europa. Cu toate acestea, aceste reglementări nu se aplică companiilor nefinanciare chiar dacă după criză unele mari întreprinderi industriale au primit împrumuturi guvernamentale de urgență pe baza riscului sistemic și a necesității de a evita o criză de amploare mai mare.

Expunerile potențiale ce există la nivelul companiilor nefinanciare motivează analiza realizată în secțiunea 4.2¹⁷. Aceasta extinde analiza furnizată în cadrul *Raportului privind evoluția pieței de capital în T1 2023* încorporând de asemenea o discuție asupra dinamicii companiilor din indicele BET-NG. Mai mult, rolul secțiunii 4.2. este de a extinde discuția despre riscuri și vulnerabilități introdusă în Capitolul 3 cu o dimensiune sistemică și o orientare către indicii bursieri naționali prezentați în detaliu în secțiunea 4.1.

Într-o contribuție de dată recentă, Plantin (2023) argumentează că un număr tot mai mare de entități consideră că politicile monetare de acomodare ce au funcționat în mai multe economii începând cu anul 2008 au avut consecința de a genera bule speculative în detrimentul obiectivului de generare de investiții reale. Această logică a căpătat mai mulți adepți în special după valul de achiziții derulate de Fed intitulat QE2 și după perioada pandemică. Susținătorii acestui punct de vedere manifestă îngrijorări asupra

¹⁷ Elemente din prima parte a secțiunii 4.2 au fost raportate anterior la nivelul Raportului privind evoluția pieței de capital. Prezența acestora la nivelul raportului curent este motivată de necesitatea deținerii unei baze de comparare.

dinamicii bulelor speculative în prezent, în contextul unei inflații superioare și al unei înăspriri în politica monetară, generând astfel o instabilitate financiară severă.

Astfel secțiunea 4.3 are rolul de a prezenta o analiză asupra prezenței de bule speculative la nivelul companiilor ce compun indicele BET.

În cele din urmă, subcapitolul 4.4 prezintă metode de evaluare a performanței ajustate la risc pentru o selecție de fonduri de investiții.

4.1. Evoluția indicilor bursieri

Indicii europeni analizați au înregistrat evoluții pozitive (3 luni), cu excepția indicelui FTSE 100 (UK: -1,31%). Cea mai semnificativă creștere a fost înregistrată de indicele ASE (GR: +21,24%), urmat de indicele ISEQ (IE: +4,58%).

Principalii indici americani și asiatici au prezentat evoluții pozitive (3 luni), cu excepția indicelui SSEA (SHG: -2,15%). Indicele N225 (JPN: +18,36%) a avut cea mai considerabilă creștere, urmat de indicele NIFTY 50 (IN: +10,54%).

Indicii bursei BVB au prezentat evoluții mixte (3 luni). Prin urmare, cea mai însemnată scădere a fost înregistrată de indicele BET-FI (-2,76%), pe când indicele BET-TR (+5,89%) a înregistrat cea mai semnificativă creștere.

Tabel 3 Randamentele burselor de acțiuni la 30 iunie 2023

Indici internaționali	3 luni	6 luni	12 luni
EA (EUROSTOXX)	0,92%	12,53%	20,61%
FR (CAC 40)	1,06%	14,31%	24,94%
DE (DAX)	3,32%	15,98%	26,32%
IT (FTSE MIB)	4,12%	19,08%	32,58%
GR (ASE)	21,24%	37,52%	57,77%
IE (ISEQ)	4,58%	22,71%	38,95%
ES (IBEX)	3,90%	16,57%	18,45%
UK (FTSE 100)	-1,31%	1,07%	5,05%
US (DJIA)	3,41%	3,80%	11,80%
IN (NIFTY 50)	10,54%	5,99%	21,60%
SHG (SSEA)	-2,15%	3,66%	-5,76%
JPN (N225)	18,36%	27,19%	25,75%

Indici BVB	3 luni	6 luni	12 luni
BET	3,07%	7,03%	1,54%
BET-BK	2,46%	6,66%	4,40%
BET-FI	-2,76%	-2,73%	-2,96%
BET-NG	4,29%	12,47%	2,38%
BET-TR	5,89%	9,98%	7,05%
BET-TRN	5,65%	9,73%	6,66%
BET-XT	2,79%	6,42%	0,99%
BET-XT-TR	5,54%	9,28%	6,47%
BET-XT-TRN	5,31%	9,04%	6,08%
BETAeRO	-1,37%	6,40%	-5,07%
BETPlus	2,78%	6,37%	1,34%
ROTX	3,14%	6,94%	1,24%

Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Notă: 3 luni=30.06.2023 vs. 31.03.2023; 6 luni=30.06.2023 vs. 30.12.2022; 12 luni=30.06.2023 vs. 30.06.2022

4.2. Analiza evoluției riscului sistemic pentru companiile incluse în indicii BET și BET NG

Stabilitatea financiară reprezintă o parte integrantă a cadrului de stabilitate macroeconomică. Analiza episoadelor recente de crize financiare a generat dovezi empirice pentru faptul că stabilitatea financiară este o condiție necesară pentru susținerea creșterii macroeconomice durabile. Warjiyo și Juhro (2019) discută faptul că dificultățile sistemului financiar au capacitatea de a produce deteriorări ale fluxului de fonduri către economie sub formă de lichiditate economică mai scăzută, deteriorări ale intermedierei financiare, perturbări ale sistemului de plăți și scăderea încrederii în mecanismele de piață.

Criza financiară globală (GFC) din 2008 a fost cauzată de materializarea riscului sistemic declanșat de o problemă a creditului ipotecar în sectorul financiar. Acesta nu numai că a avut un impact negativ asupra performanței sectorului financiar, dar a deraiat în mod semnificativ creșterea economică globală. Interconexiunea și buclele de feedback dintre sectorul financiar și sectorul real au provocat un cost ridicat al crizei, au afectat economia și au indus o redresare economică care a durat mulți ani. Acest eveniment a sporit importanța luării în considerare a legăturilor macrofinanciare în formularea politicii macroeconomice. Mai mult, din cauza GFC, riscul sistemic a devenit o problemă de reglementare de înaltă prioritate care necesită un arsenal de politică macroprudențială capabil să identifice contribuțiile de risc sistemic ale companiilor.

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

Riscul sistemic se află în centrul stabilității financiare și al politicii macroprudențiale, definită ca un mix de politici care limitează riscul și costul crizelor sistemice (Galati, Richhild, 2011). Între timp, Comitetul European pentru Risc Sistemic (ESRB), o instituție ale cărei misiuni includ supravegherea sistemului

financiar european și evitarea, precum și limitarea apariției riscului sistemic în Zona Euro, definește politica macroprudențială ca o politică de menținere a stabilității sistemului financiar ca un întreg, inclusiv consolidarea rezistenței sistemului financiar și reducerea acumulării de risc sistemic, ceea ce duce la garantarea continuității creșterii economice în sectorul financiar (ESRB, 2013). O definiție similară vine de la FMI, care afirmă că politica macroprudențială este o politică ce vizează susținerea stabilității financiare în ansamblu prin limitarea riscului sistemic (FMI, 2011).

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

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

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

Într-o accepție generală, riscul sistemic se referă la riscul ca instabilitatea financiară să devină atât de generalizată încât să afecteze sistemul financiar până în punctul în care creșterea economică și bunăstarea suferă un impact insurmontabil (BCE, 2009).

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

Deși riscul sistemic specific companiilor financiare a fost investigat substanțial (Brunnermeier, Dong, și Palia, 2020; Stolbov și Shchepeleva, 2020; Weiß, Neumann, și Bostandzic, 2014; sau Bevilacqua, Tunaru și Vioto 2023), doar o selecție limitată de studii se concentrează pe dinamica companiilor cu caracter non-financiar. Aceste inițiative de cercetare arată faptul că firmele ce nu au ca obiect de activitate operațiuni financiare pot fi riscante din punct de vedere sistemic și identifică caracteristicile economice și financiare asociate cu riscul sistemic (Dungey et al., 2022).

În primul trimestru al anului, s-au înregistrat turbulențe financiare considerabile, atenția îndreptându-se tot mai mult asupra preocupărilor legate de riscul sistemic, în urma unei serii de falimente bancare în afara zonei euro. În timp ce consecințele suferite de băncile din zona euro au fost limitate, aceste evenimente au servit ca un semnal de alarmă puternic în direcția importanței asigurării faptului că elementele fundamentale ale sistemului bancar sunt solide, într-un mediu în care condițiile financiare sunt înăsprite pentru a face față inflației crescute din întreaga lume.

Conform raportului Financial Stability Review publicat de BCE, stabilitatea prețurilor rămâne crucială pentru menținerea durabilă a stabilității financiare. Condițiile de finanțare mai stricte pentru a aborda inflația ridicată au contribuit la reevaluarea perspectivelor economice și la creșterea primelor de risc care se aflau la un nivel redus.

Pe măsură ce condițiile financiare se normalizează, este posibil ca fragilitățile din sistemul financiar să devină mai vizibile.

Intermediarii financiari nebancari rămân puternic expuși la dinamicele ciclului financiar în ciuda fenomenului de *de-risking*.

Tensiunile recente din sectoarele bancare din SUA și Elveția au servit ca o reamintire oportună a cât de mult depinde păstrarea stabilității financiare de capacitatea sistemului financiar de absorbție a șocurilor. Acest lucru este valabil mai ales pentru bănci, care operează în centrul sistemului. Reziliența băncilor din zona euro este în mare măsură atribuită solidității rezervelor lor de capital și lichiditate, sub strictă supraveghere și reglementare¹⁸.

Aceste realități motivează prezenta analiză ce are ca scop investigarea dinamicii tiparelor de risc sistemic existente la nivelul companiilor incluse în indicii BET și BET-NG. Pentru realizarea acestui obiectiv, este utilizată o selecție de modele capabile să estimeze caracteristici specifice riscului sistemic.

A fost utilizat un set de date zilnice ce descriu dinamica celor doi indici și a companiilor ce intră în componența acestora în perioada 02.01.2018 – 15.05.2023. Abordarea de modelare este în concordanță cu alte studii din literatura de specialitate ca de exemplu Caporin, Fontini și Panzica (2023).

Având în vedere recentele realități observate în contextul economic și geopolitic, ne propunem de asemenea studierea riscului sistemic pentru companiile din sectorul energetic. Astfel, reluăm secvența de modelare pentru companiile incluse în indicele BET-NG. Rezultate înrudite pot fi observate în investigațiile produse de: Magyereh, Abdoh și Al-Shboul (2022), Khalifa et al. (2021), sau Ouyang et al. (2022).

Din punct de vedere tehnic, în momentul de față, măsurile de risc sistemic existente aparțin celor două categorii principale: modele ce derivă din valoarea la risc (*Value-at-Risk*, VaR) și modele ce derivă din conceptul de pierdere așteptată (*expected shortfall*, ES).

În termeni de metodologie, studiul are la bază modelele CoVaR, Delta CoVaR, Marginal Expected shortfall (MES) și CAViaR. Ulterior acestea sunt testate pentru robustețe prin utilizarea modelelor beta, VaR și Expected Shortfall (ES) și prin determinarea unor valori medii pentru fiecare model.

Măsurile CoVaR și Delta CoVaR provin din investigațiile realizate de Adrian și Brunnermeier (2016)¹⁹ și au la bază valoarea la risc pentru o instituție X^i și o cuantilă specificată α .

¹⁸ BCE (2023) Financial Stability Review

¹⁹ Pentru o discuție exhaustivă asupra construcției măsurilor vezi Adrian T.; Brunnermeier M.K. CoVaR. American Economic Review 2016, 106(7), 1705–1741.

Conform specificațiilor oferite de Adrian și Brunnermeier (2016) pornim de la estimarea măsurilor VaR, CoVaR și ΔCoVaR. Specificația VaR măsoară pierderea maximă pentru o instituție financiară, având în vedere o probabilitate fixată exogen $\alpha\%$.

Fie $\{X_{1,t}, X_{2,t}\}: t = 1, 2, \dots, T$ randamentele pentru instituțiile financiare 1 și 2. $Var_{\alpha,t}^1$ pentru instituția financiară 1 este calculată astfel:

$$Pr(X_{1,t} \leq Var_{\alpha,t}^1) = \alpha\%$$

Valoarea CoVaR va fi Valoarea-la-Risc pentru o instituție financiară determinată de un eveniment specific altei instituții financiare. Statistica CoVaR pentru instituția financiară 1, determinată de dinamica nefavorabilă specifică instituției 2 este exprimată formal ca:

$$Pr(X_{1,t} \leq CoVarR_{\alpha,\beta,t}^{1|2} | X_{2,t} \leq Var_{\beta,t}^2) = \alpha\%$$

Unde:

$$Pr(X_{2,t} \leq Var_{\beta,t}^2) = \beta\%$$

Pentru cuantila β specifică $X_{2,t}$

În continuare, estimăm de asemenea statistica Delta CoVaR ($\Delta CoVaR$) ca diferența dintre valoarea la risc a randamentelor instituției financiare condițională la un anumit eveniment extrem din dinamica indicelui financiar și valoarea la risc a randamentelor instituției financiare într-o stare de evoluție normală (valori mediane) pentru indicele financiar. Exprimăm $\Delta CoVaR$ de forma:

$$\Delta CoVaR_{\alpha,\beta,t}^{1|2} = (CoVarR_{\alpha,\beta,t}^{1|2} - CoVarR_{\alpha,50,t}^{1|2})$$

Unde:

$$CoVarR_{\alpha,50,t}^{1|2}$$

Satisface

$$Pr(X_{1,t} \leq CoVarR_{\alpha,50,t}^{1|2} | X_{2,t} \leq Var_{50,t}^2) = \alpha\%$$

Pentru cuantila de 50% (sau mediana) distribuției specifice $X_{2,t}$.

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

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

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

Unde:

$f_t(\beta)$ reprezintă cuantila randamentelor portofoliului la momentul t, formate la momentul t-1.

x_t reprezintă un vector de variabile observabile la momentul t .

$\beta_0 = \beta$ denotă un vector de parametri necunoscuți $p = q + r + 1$

Iar $l(\cdot)$ este o funcție de valori cu lag pentru variabilele observabile.

Termenul autoregresiv $\sum_{i=1}^q \beta_i f_{t-i}(\beta)$ este specific procesului de quantile regression, iar $l(x_{t-j})$ reprezintă relația dintre $f_t(\beta)$ și variabilele observabile care sunt incluse în setul de informațional.

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

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

Evaluând metodele propuse de Acharya et al. (2017), autorii definesc MES drept pierderea pe termen scurt pentru o firmă influențată de riscul de piață pentru un grad de risc $\alpha\%$.

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

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

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

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

Expected shortfall (ES) este definit ca pierderea așteptată la nivelul indicelui condiționată de nivelul (C) la care se produce pierderea.

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

În momentul în care toate firmele analizate fac parte dintr-o piață specifică este simplu de observat că MES pentru o firmă reprezintă derivata valorii ES a pieței în funcție de capitalizare, fapt ce explică termenul de “marginal” din titulatura măsurii. Este util de specificat faptul că în acest caz, valoarea MES pentru o firmă poate fi interpretată ca participarea sa în riscul sistemic total al pieței²⁰.

În secțiunile următoare sunt raportate rezultatele obținute pentru fiecare din indicii BET și BET NG. Deși la prima vedere există o suprapunere ce derivă din faptul că unele companii sunt prezente la nivelul ambilor indici, rezultatele sunt prezentate pentru fiecare caz având în vedere construcția metodologică a măsurilor de risc ce presupune raportare la indice.

Literatura specifică acordă o doză importantă de atenție piețelor de energie dat fiind faptul că dinamica prețurilor la energie are un impact asupra eficienței și performanței majorității sectoarelor economice prin diferite canale și la diferite niveluri (Si et al., 2021). La nivel de portofoliu, deținerea de informații despre riscul de pe piața contractelor futures pe energie ajută investitorii să-și optimizeze

²⁰ Vezi Idier et al. (2013) How Useful is the Marginal Expected Shortfall for the Measurement of Systemic Exposure? A practical assessment, European Central Bank Working Papers Series, no. 1546/May 2013

strategiile de atenuare a riscului de piață. În plus, atât pe piețele dezvoltate, cât și pe cele în curs de dezvoltare, țiteiul acționează ca un motor principal al diferitelor variabile economice.

Având în vedere importanța sa macroeconomică, schimbările climatice și problemele de mediu asociate, sectorul energetic atrage un bloc solid de atenție în ceea ce privește cercetarea și dezvoltarea care vizează optimizarea structurilor sale. Acest interes se traduce în mișcări consistente de capital, care fac din companiile din sectorul energetic sau sectoare conexe o țintă atractivă pentru formarea portofoliului. În consecință, literatura specifică poartă semne ale includerii sectorului într-o gamă largă de aplicații financiare în diverse domenii, cum ar fi consumul de energie și dezvoltarea financiară (Ozturk, Acaravci, 2013), contagiunea informațiilor (Geng et al., 2021), contagiunea volatilității de la piețele energetice la cele financiare (Creti et al., 2013), risc sistemic (Nevrla, 2020), șocuri petroliere și efectele acestora (Qin, 2020), contagiunea riscului de la țitei la randamentele indicilor bursieri (Tiwari et al., 2020) sau bule speculative în sectorul energetic (Caraiani, Călin, 2019), fiind menționate aici doar acele domenii care au o legătură directă cu întrebarea noastră de cercetare actuală. În plus, există o literatură bine fundamentată care leagă piețele de energie sau mărfurile cu diverse fațete ale spectrului financiar; de exemplu Olson et al. (2014), Ewing, Malik (2016), Zheng, Su (2017), You et al. (2017), Bouri et al. (2018), Gatzert et al. (2021), Magyereh, Abdoh și Al-Shboul (2022).

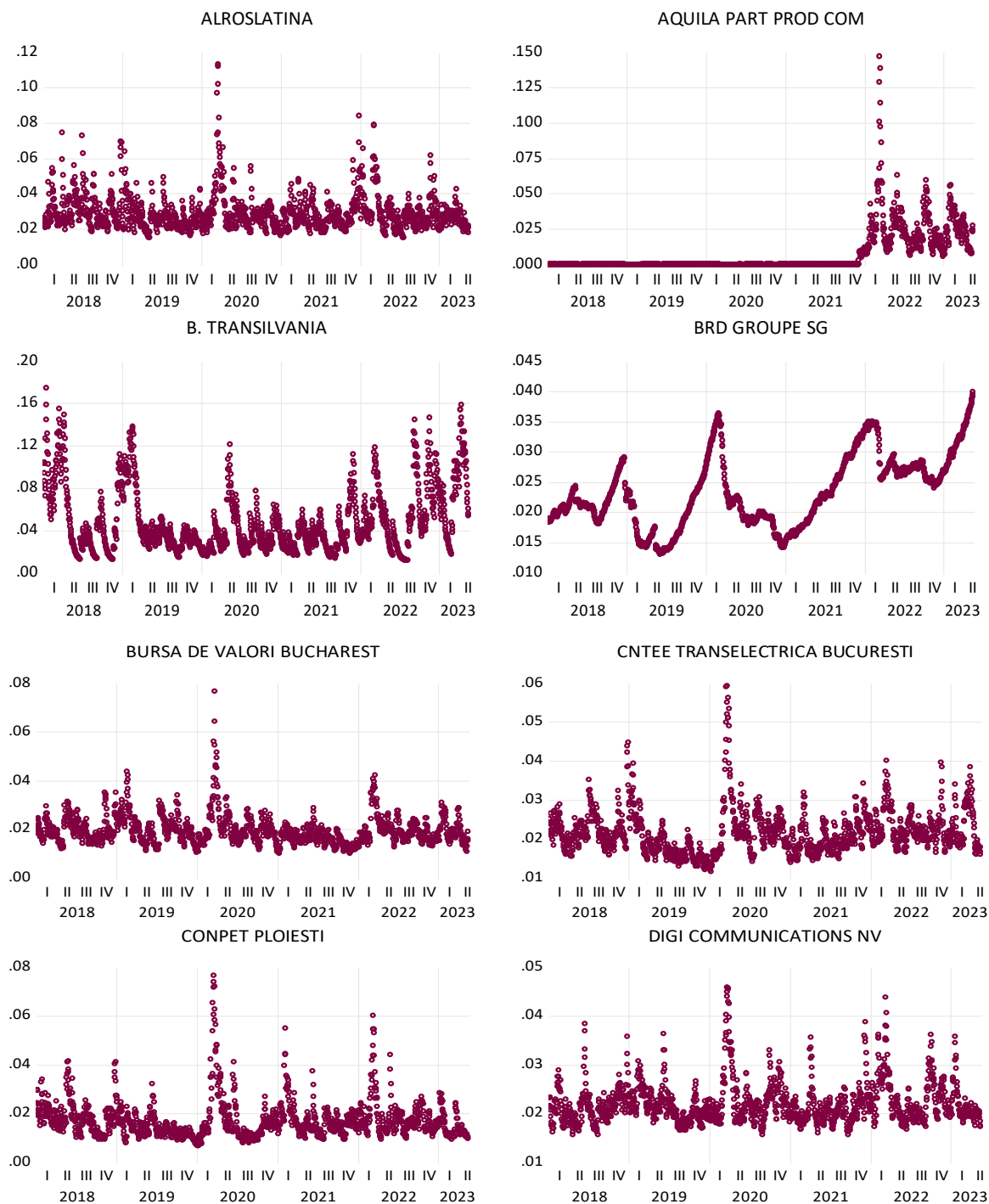
Nevrla (2020) realizează o comparație între riscul sistemic al sectorului energetic și cel financiar pentru piața europeană. Investigația este construită în jurul unui set de credit default swap aparținând a 18 companii energetice și a 27 de firme financiare și se desfășoară printr-un cadru de modelare de tipul copula cu factori dinamici. În ceea ce privește evaluarea riscului sistemic, Nevrla (2020) se bazează pe două măsuri, și anume: probabilitatea comună de dificultăți și fracția așteptată a companiilor aflate în dificultate condiționată de situația de dificultate a unei anumite companii. În acest cadru, autorul reușește să izoleze trei vârfuri de risc sistemic pentru sectorul energetic, în 2008, 2009 și 2012.

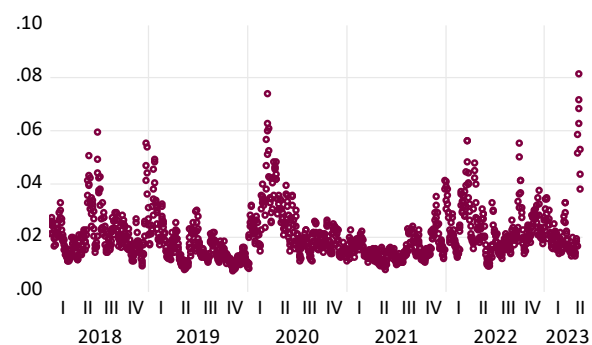
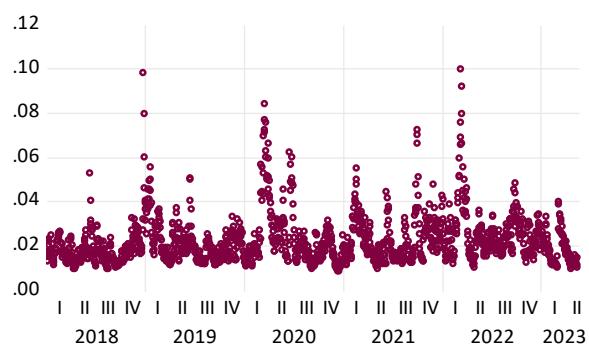
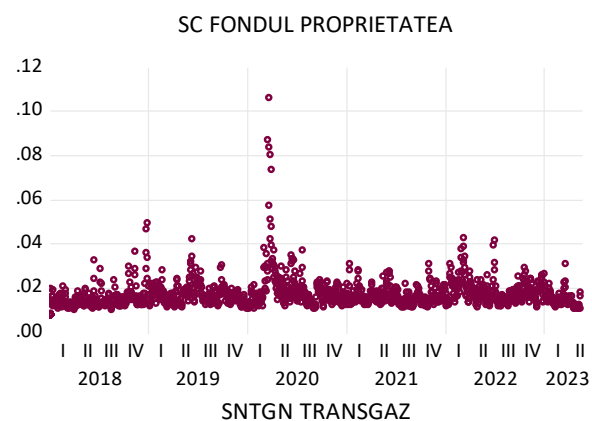
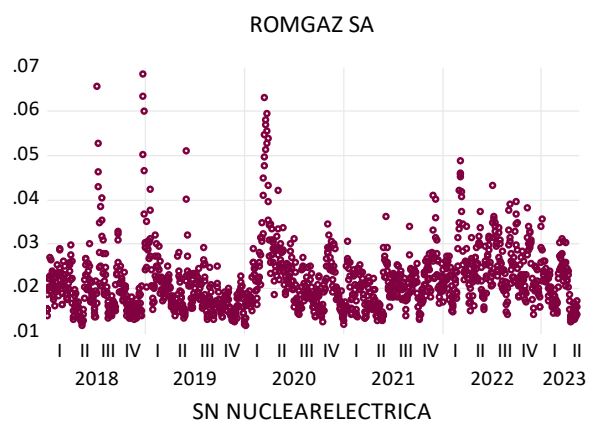
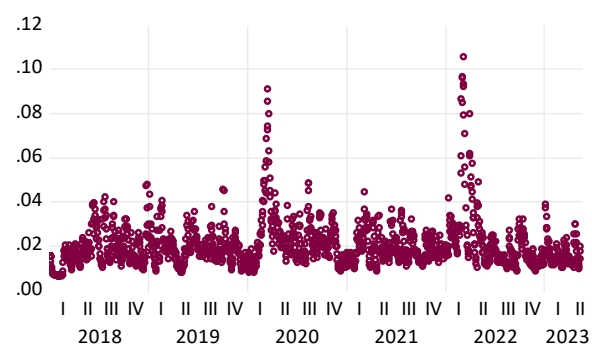
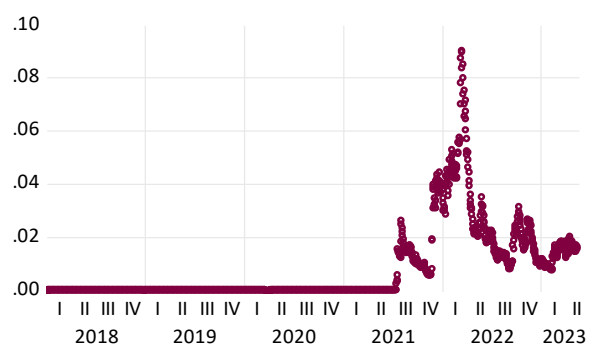
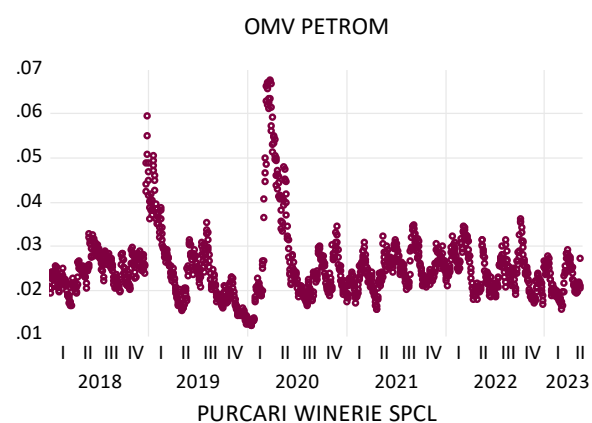
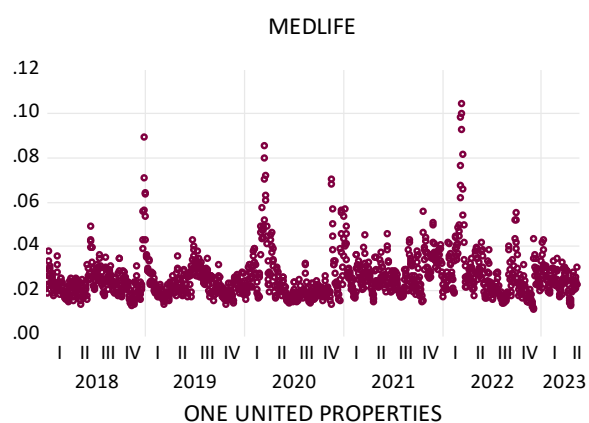
Qin (2020) și Tiwari et al. (2020) analizează riscul sistemic prin legătura acestuia cu dinamica sau șocurile petrolului. Primul studiu folosește o abordare structurală VAR (vector autoregresiv) pentru un set de 20 de țări și concluzionează că șocurile structurale ale petrolului au efecte atât asupra piețelor individuale, cât și asupra conexiunilor acestora cu alte piețe. Tiwari et al. (2020) arată că randamentele bursiere sunt mai sensibile la dinamica prețului petrolului în perioadele volatile.

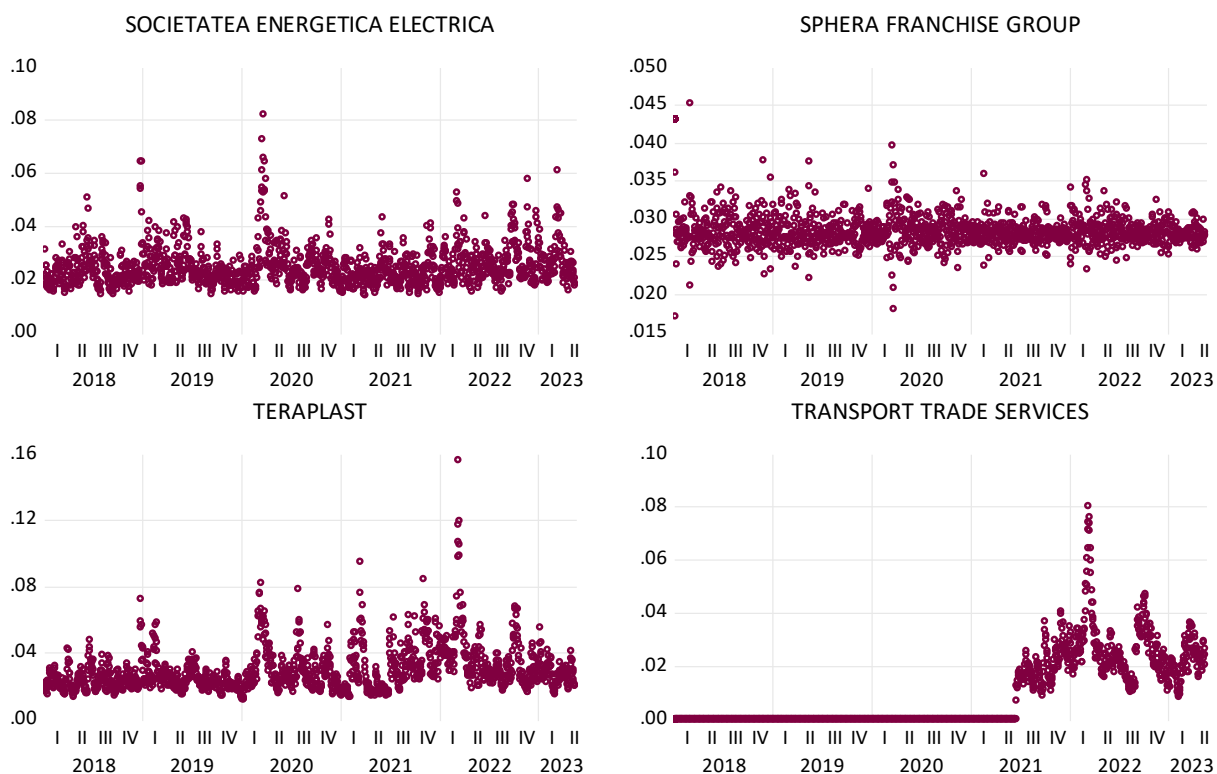
Analiză asupra companiilor incluse în indicele BET

Figurile prezentate în secțiunea următoare descriu sintetic contribuția companiilor din indicele BET la riscul sistemic agregat al pieței.

Grafic 23 Rezultate pentru specificația CaViaR – indicele BET







Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

Graficele prezentate în figura 23 arată dinamica riscului sistemic detectat cu ajutorul măsurii CaViaR. Se remarcă traiectorii particulare pentru următorul set de companii: AQUILA PART PROD COM, ONE UNITED PROPERTIES și TTS (TRANSPORT TRADE SERVICES). Aceasta este prezentă la nivelul întregului set de rezultate și derivă din dimensiunea seriilor de timp disponibile pentru aceste companii. Remarcăm inițial un grad mare de eterogenitate în termeni de rezultate ale modelului CaViaR pentru companiile din eșantion. Faptul că firmele incluse în indicele BET aparțin unei diversități de sectoare economice, cu evoluții specifice, motivează această tendință și deci eterogenitatea rezultatelor la nivel de companii. În termeni de contribuție la risc este vizibilă evoluția superioară a companiilor din sectorul bancar. Acest fapt a fost documentat de literatura de specialitate pentru o diversitate de piețe sau regiuni. Într-un studiu recent, Usman (2022) utilizează VaR și CoVaR pentru a observa contribuția băncilor la riscul sistemic prezent în sistemul financiar la nivelul SUA. Autorul oferă o discuție substanțială asupra modului în care băncile cu o contribuție superioară la riscul sistemic returnează în medie randamente viitoare mai scăzute.

Rezultatele modelului CaViaR manifestă simultaneitate pentru cele mai mari contribuții la risc returnate de companiile din eșantion în anumite perioade, ca de exemplu: decembrie 2018, februarie – aprilie 2020, februarie 2022, septembrie 2022 și într-o măsură mai mică octombrie 2022. Pentru anul 2022, cele mai relevante momente de sincronitate pe valori ridicate de risc sunt vizibile pentru lunile februarie și septembrie, ulterior acestui punct fiind observată o evoluție mai puțin efervescentă.

Această tendință se menține într-o oarecare măsură și la începutul anului 2023 pentru intervalul inclus în analiză. Pentru primul trimestru al acestui an sesizăm mai puține instanțe de simultaneitate, cele mai mari contribuții în termeni de risc sistemic provenind de la companiile din sectorul bancar.

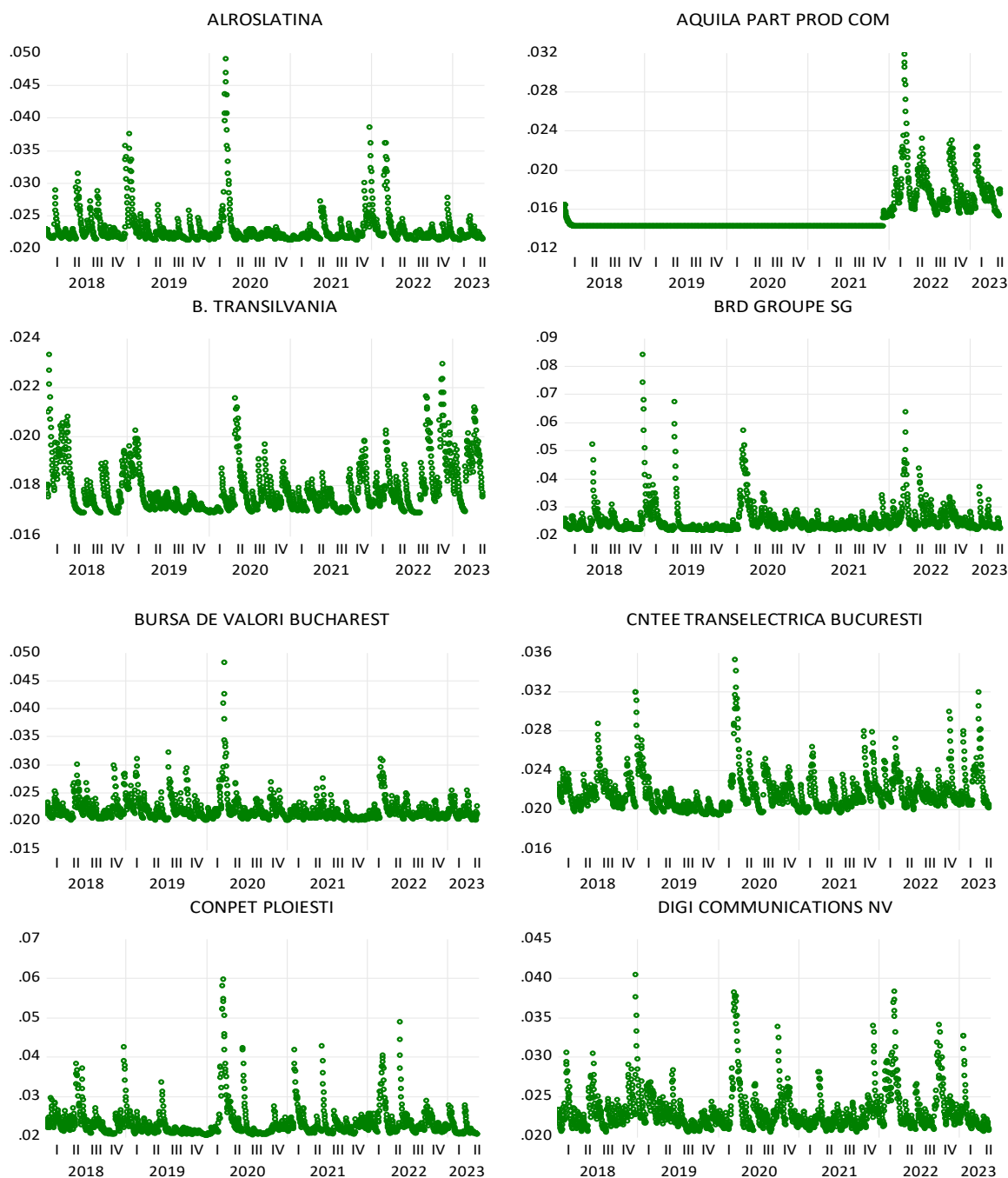
Jian et al. (2018) utilizează CoVaR și un model MV-CAViaR pentru a analiza efectele de propagare asimetrică dintre piața chineză a acțiunilor și piața futures. Rezultatele indică faptul că există efecte de propagare asimetrică în funcție de starea pieței, regulile de tranzacționare și intervale de încredere.

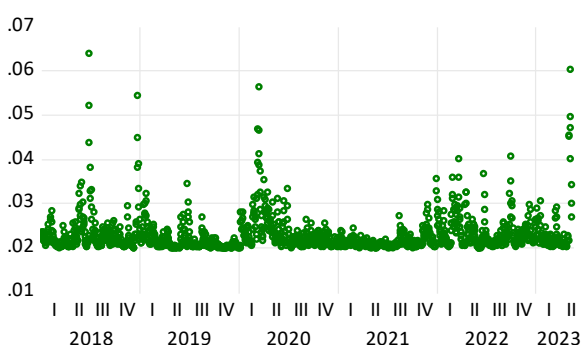
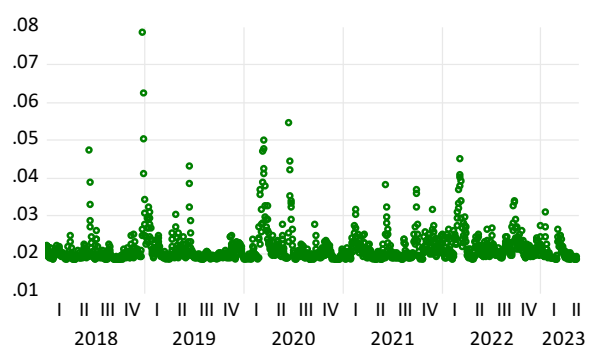
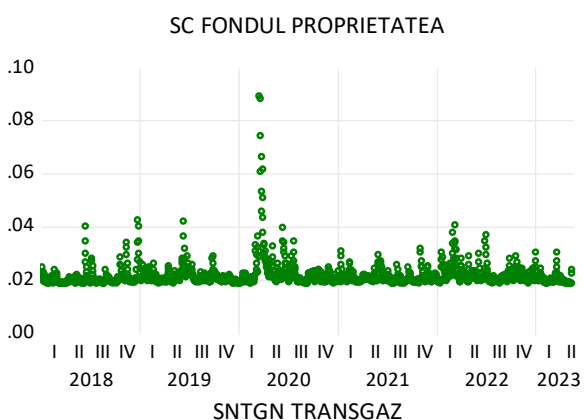
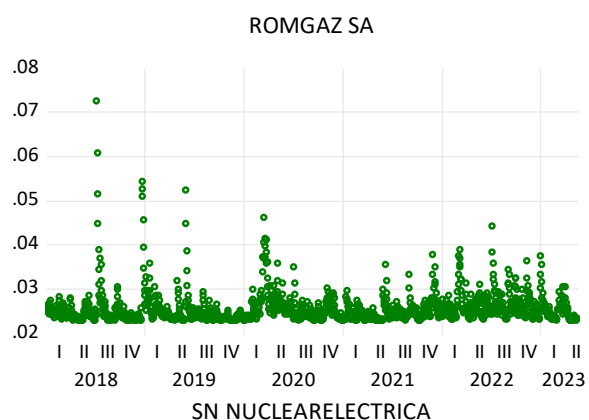
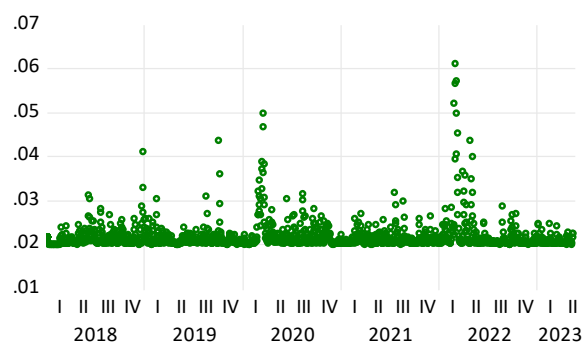
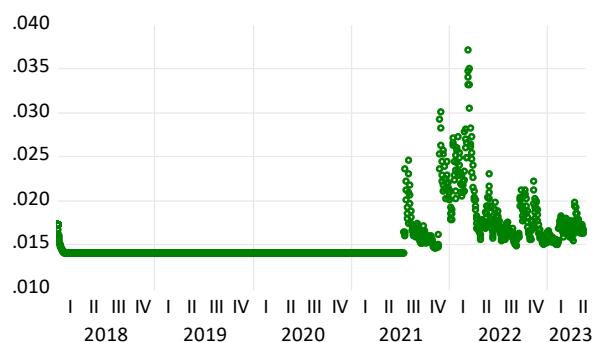
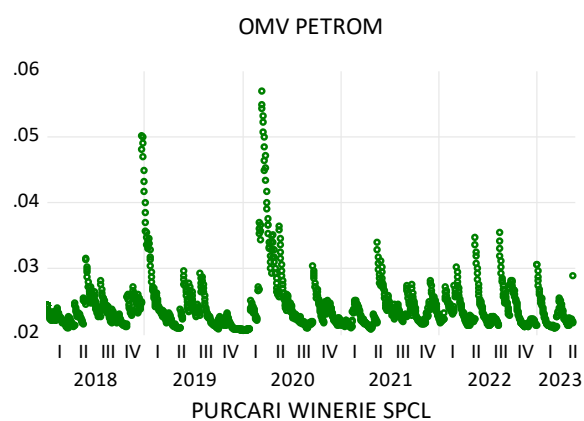
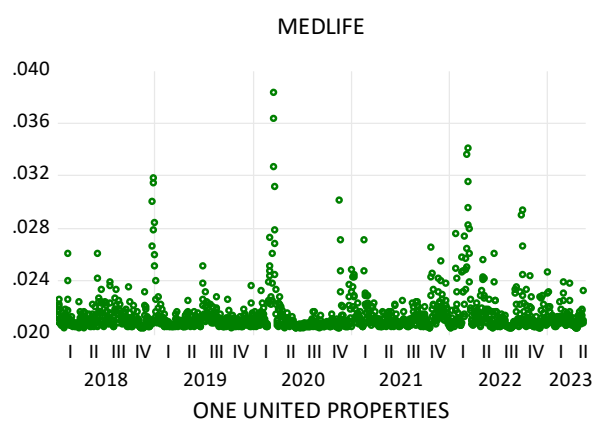
Graficele prezente în Figura 24 indică dinamica riscului sistemic capturat cu ajutorul măsurii CoVaR. În mod simetric cu situația anterioară, remarcăm instanțe în care rezultatele CoVaR manifestă puseuri de creștere pentru mai multe dintre activele incluse în analiză. Cele mai relevante momente de creștere simultană sunt vizibile în jurul perioadelor mai 2018, decembrie 2018 – februarie 2019, mai 2019, februarie – iunie 2020, noiembrie 2021 și februarie 2022, pentru acest moment fiind înregistrate valori în top 10% pentru 18 din cele 20 active financiare incluse în eșantion. În plus, sesizăm acumulări reprezentative de risc pentru perioada septembrie-octombrie 2022. După cum specificam la nivelul raportului anterior, se remarcă în continuare contribuția adusă de sectorul energetic pentru acest interval, în special în septembrie 2022. Aceste tendințe se mențin până la finalul lunii noiembrie 2022 pentru 3 companii din sectorul energetic prezente în eșantionul de lucru. Mai mult, rezultatele obținute cu specificația CoVaR prezintă valori superioare pentru riscul sistemic celor raportate cu ajutorul măsurii CaViaR pentru trimestrul patru al anului 2022. Și în acest caz, acestea sunt inferioare celor remarcate pentru luna septembrie 2022.

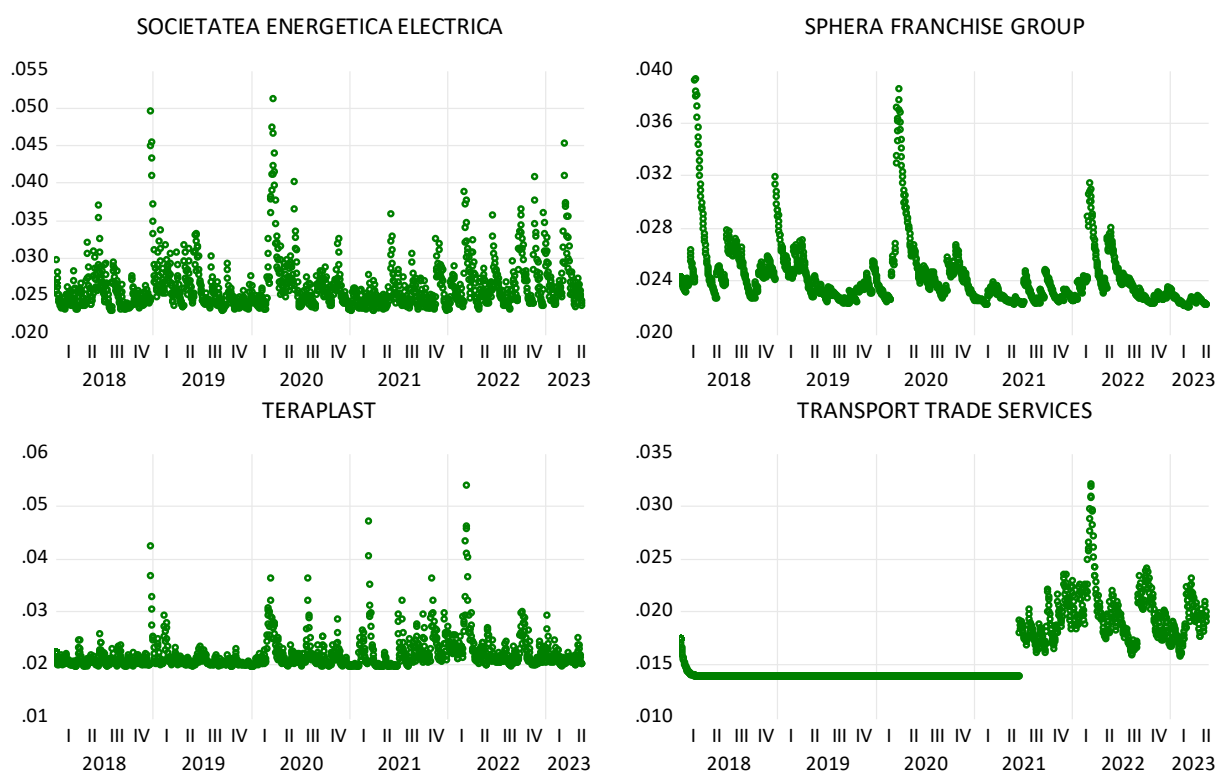
Pentru primul semestru al anului 2023, observăm faptul că cele mai mari contribuții în termeni de risc au loc în ianuarie și februarie. Cele mai reprezentative contribuții la creșterea riscului sistemic provin de la 5 companii din sectorul energetic, iar cele mai mici derivă de la companiile din sectorul de transport și imobiliar. Aceste contribuții limitate sunt vizibile în seria de rezultate în special pe parcursul primului trimestru al anului 2023.

Figurile 25 și 26 prezintă rezultatele obținute cu ajutorul modelelor *Delta CoVaR* și *Marginal Expected Shortfall (MES)*.

Grafic 24 Rezultate pentru specificația CoVaR - indicele BET







Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

Specificația Delta CoVaR generează rezultatele pe baza cărora au fost construite graficele din Figura 25. În general, observăm tipare similare cu cele specifice rezultatelor date de modelul CoVaR, în ciuda unei aparente amplitudini superioare pentru evoluția companiilor din eșantion. Și această specificație returnează valori pentru care sesizăm dinamici comune în special în următoarele perioade: mai 2018, decembrie 2018, februarie – mai 2020 și februarie 2022. Primul trimestru din 2022 este marcat de acumulări substanțiale de risc în special pentru lunile februarie și martie. Acestea sunt observabile pentru toate activele incluse în analiză, iar pentru 95% dintre acestea se plasează printre cele mai mari valori obținute cu ajutorul specificației Delta CoVaR. Traiectoriile remarcate pentru perioada septembrie – noiembrie 2022 sunt și ele relativ similare celor determinate prin specificațiile anterioare. O diferență derivă din faptul că rezultatele pentru această specificație indică o continuare mai profundă a realităților specifice lunii septembrie 2022 către restul intervalului din trimestrul patru. Sesizăm momente de simultaneitate pentru valori elevate de risc pentru aproximativ 50% din companiile incluse în indicele BET. Evoluții particulare sunt remarcate pentru companiile ce furnizează servicii financiare și pentru cele din sectorul energetic.

He et al. (2023) utilizează *Conditional Value-at-Risk* și *Conditional Expected Shortfall* pentru măsurarea riscului sistemic din sistemul bancar încercând să determine impactul volatilității macroeconomice asupra dinamicii acestuia. Autorii demonstrează faptul că perioadele de volatilitate scăzută cresc acumularea de risc bancar, dar reduc riscul sistemic. În mod opus, băncile cu o acumulare superioară de risc în perioadele de volatilitate redusă vor manifesta o creștere superioară a riscului sistemic în perioadele de mare volatilitate economică.

Raportându-ne la nivelul trimestrului I 2023, obținem concluzii similare cu cele estimate cu specificația CoVaR. Cele mai mari contribuții la riscul sistemic au avut loc în ianuarie și martie, iar companiile cu cea mai relevantă dinamică aparțin sectorului energetic.

Având în vedere modalitatea sa de construcție, măsura Marginal Expected Shortfall (MES) izolează pierderile de capital pentru o companie, în momentul în care evoluția pieței scade sub un anumit prag. Deși modelul are o specificație diferită față de cele anterioare, se remarcă o dinamică similară, ceea ce confirmă robustețea rezultatelor obținute cu primele specificații din această analiză.

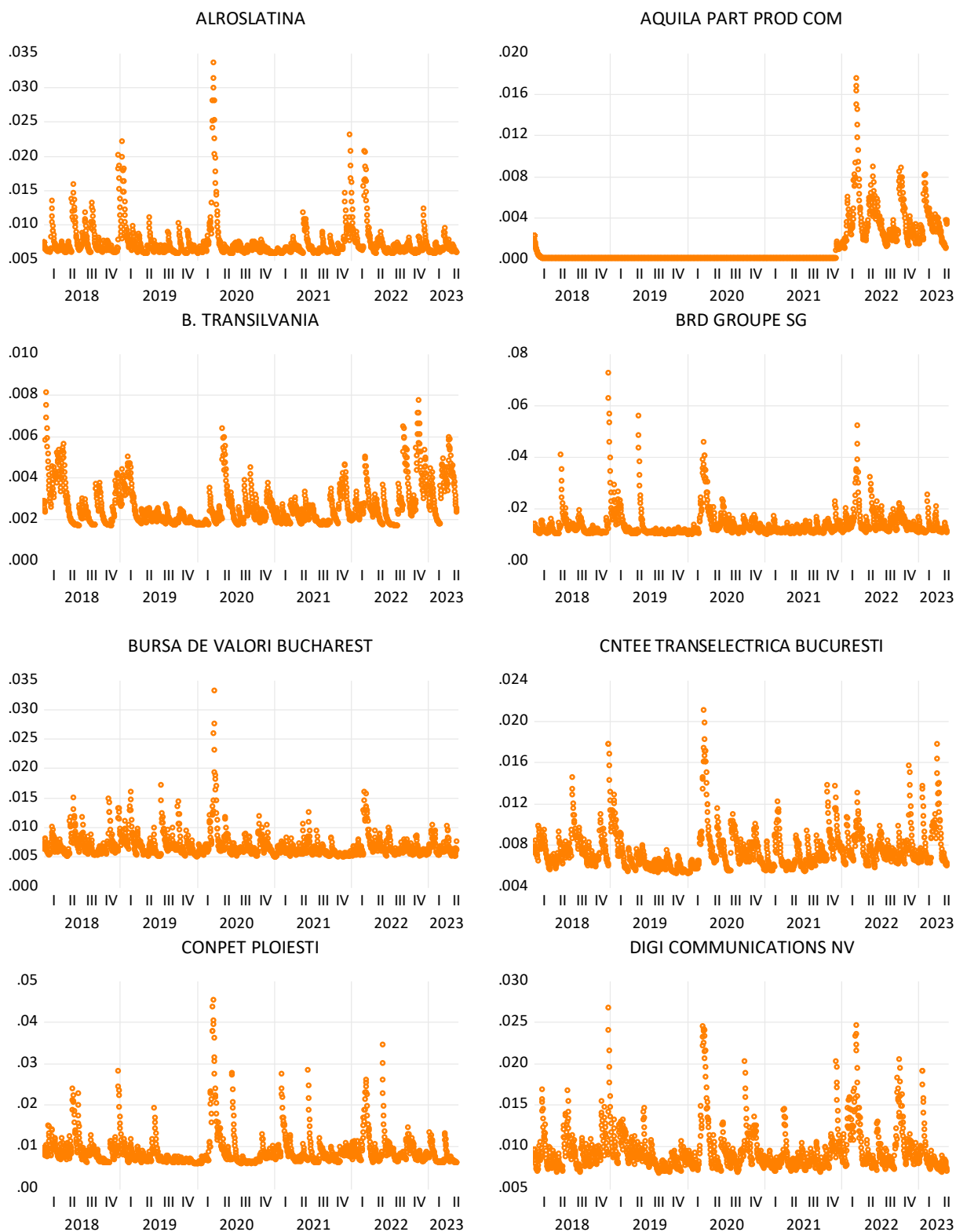
Din analiza graficelor furnizate în Figura 26 se observă că cele mai mari valori pentru măsura MES sunt grupate în jurul anumitor date. Rezultatele prezentate sintetic în Figura 26 manifestă tipare comune pentru cele mai mari valori returnate de model în următoarele momente de timp: mai – iulie 2018, decembrie 2018 – martie 2019, februarie – aprilie 2020, februarie – martie 2022 și septembrie 2022. La nivel agregat, primele două trimestre din 2022 au înregistrat valori ridicate (în primele 20%) pentru 94% din companiile incluse în studiu.

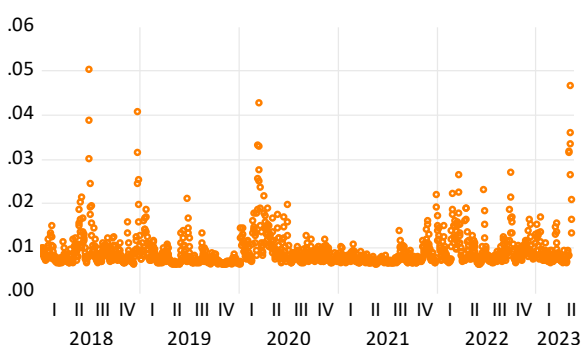
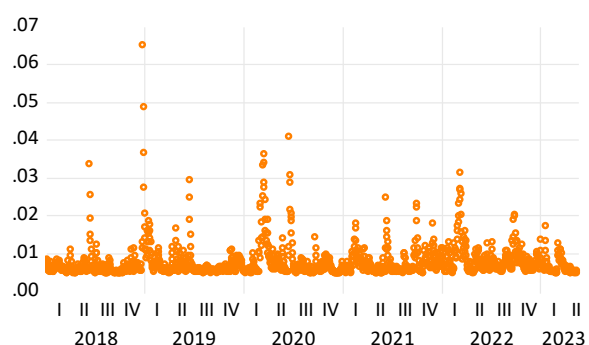
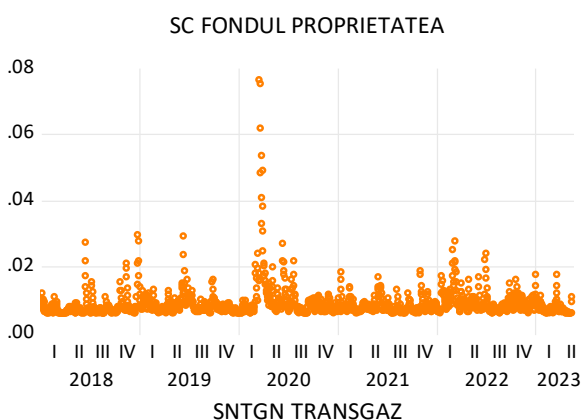
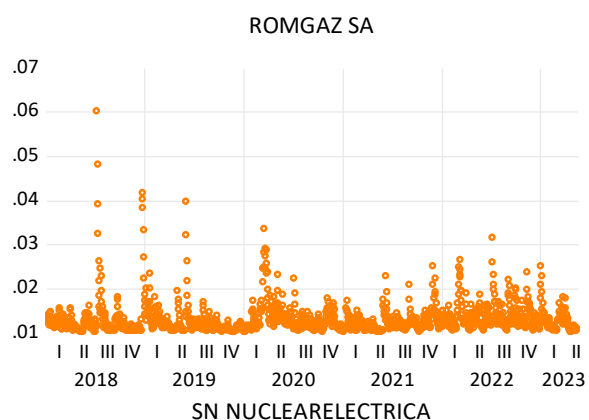
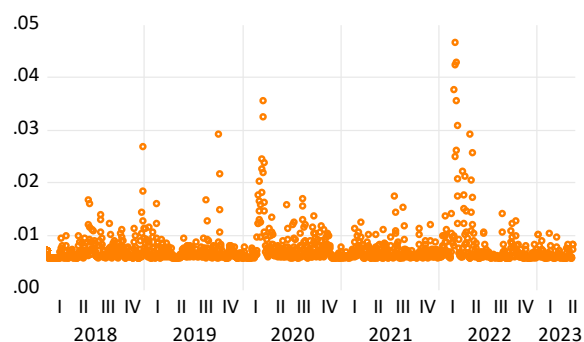
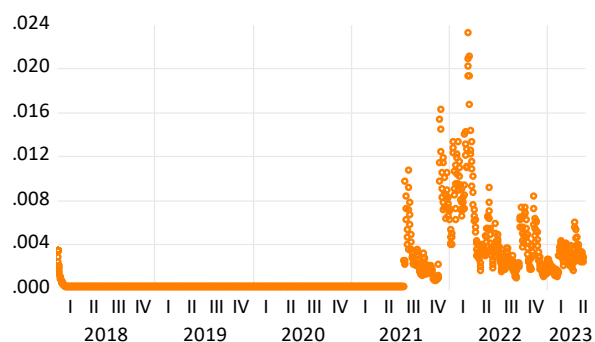
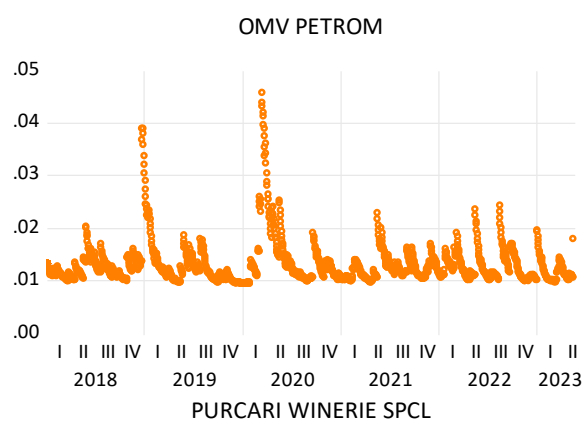
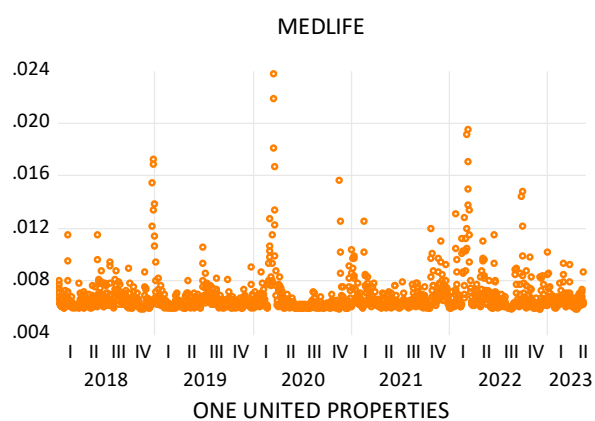
Rezultatele obținute pentru intervalul octombrie – noiembrie 2022 sunt inferioare celor obținute pentru luna septembrie 2022 și respectă distribuția sectorială prezentată anterior. În acest sens putem concluziona descreșterea contribuțiilor la riscul sistemic în trimestrul patru comparativ cu luna septembrie 2022.

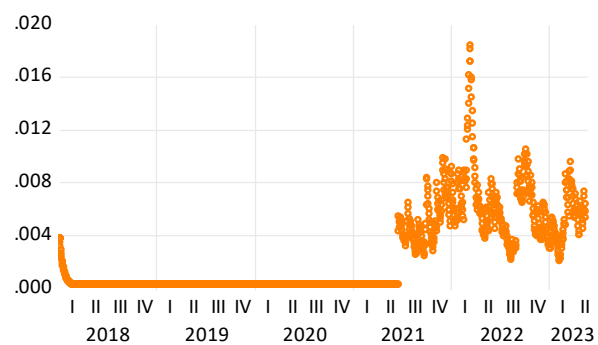
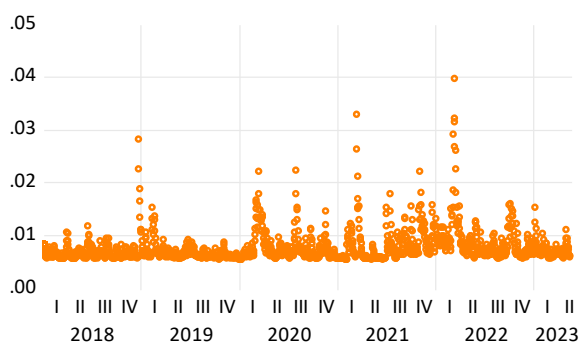
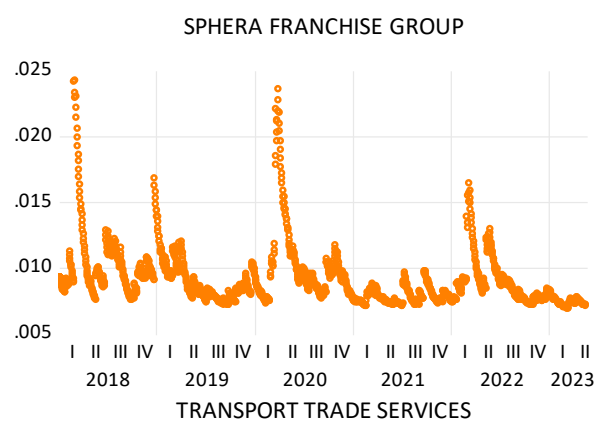
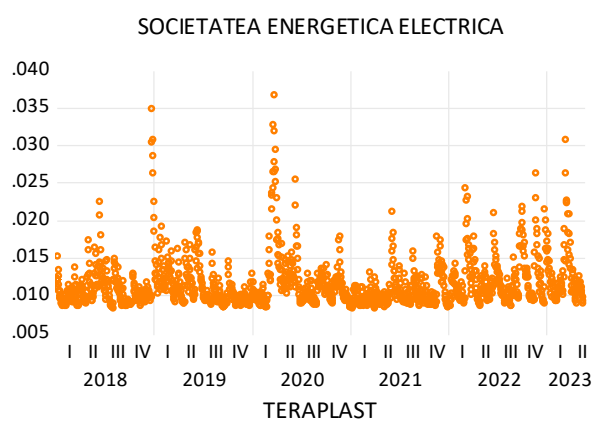
Nu se înregistrează simultaneitate pentru cele mai mici valori ale măsurii de risc pentru companiile din eșantion. Mai mult, așa cum observat în analiza realizată pe baza măsurii CoVaR acestea sunt identificate pentru o selecție restrânsă de companii și par specifice acestora. În plus, merită menționat faptul că în perioadele de sincronitate de valori ridicate ale măsurii de risc, până și aceste companii manifestă o dinamică superioară, comparativ cu traiectoria lor generală la nivelul setului de date.

În primul trimestru din 2023 cele mai solide contribuții pentru riscul sistemic au fost observate în ianuarie și martie. Pentru acestea remarcăm traiectorii de simultaneitate în creșterea contribuțiilor la risc pentru aproximativ 50% din companiile din indicele BET. Principalele surse de risc sistemic sunt generate de companiile din sectorul energetic.

Grafic 25 Rezultate pentru specificația Delta CoVaR - indicele BET

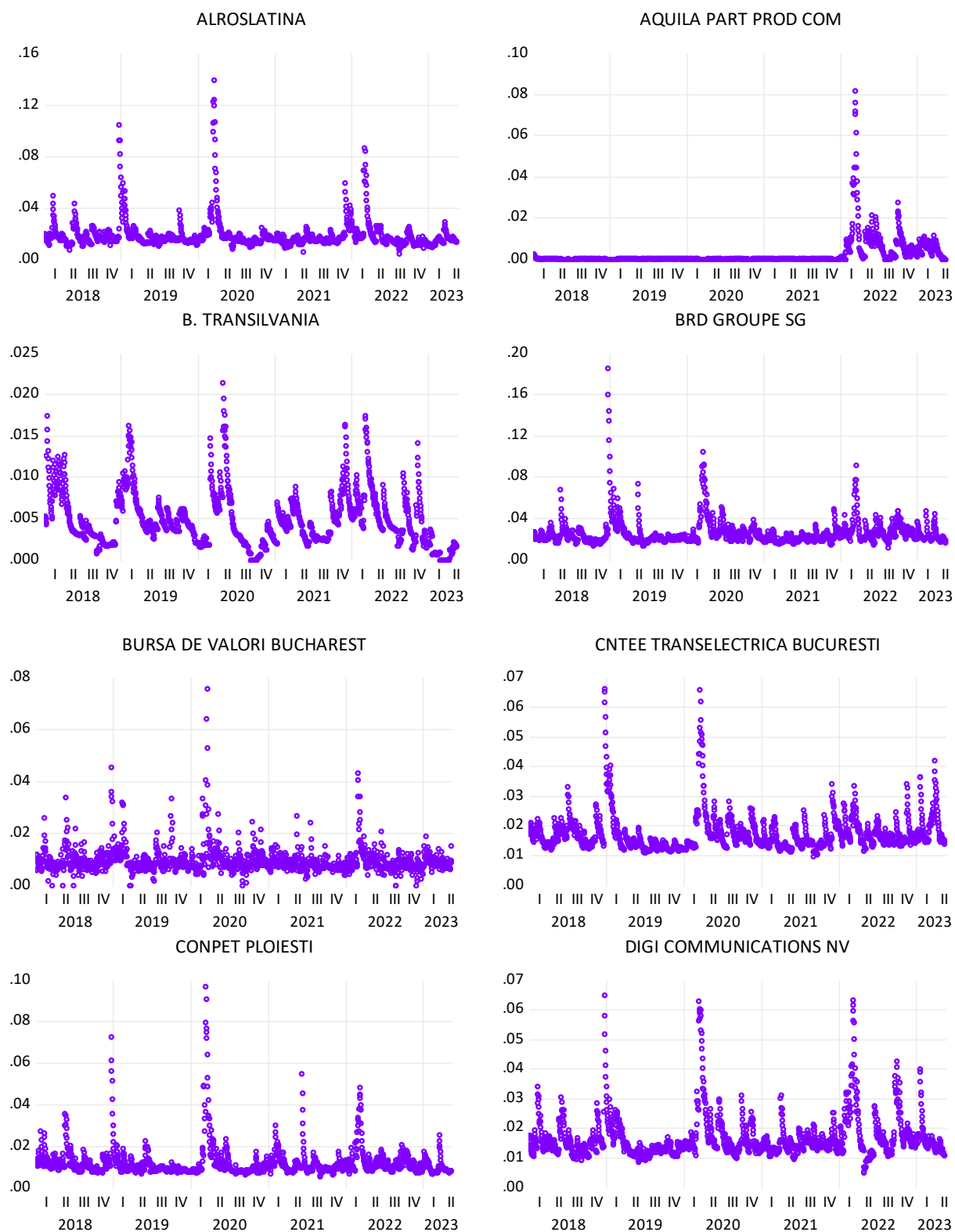


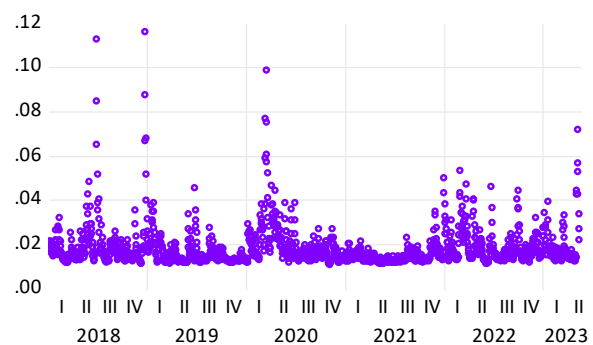
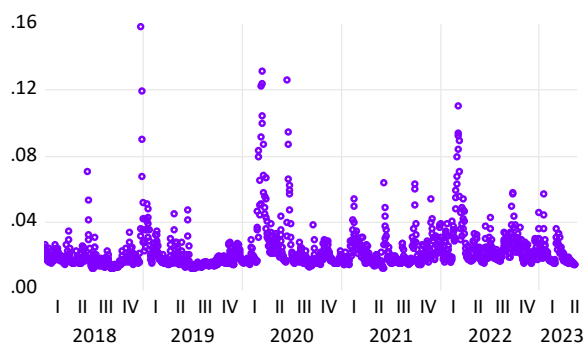
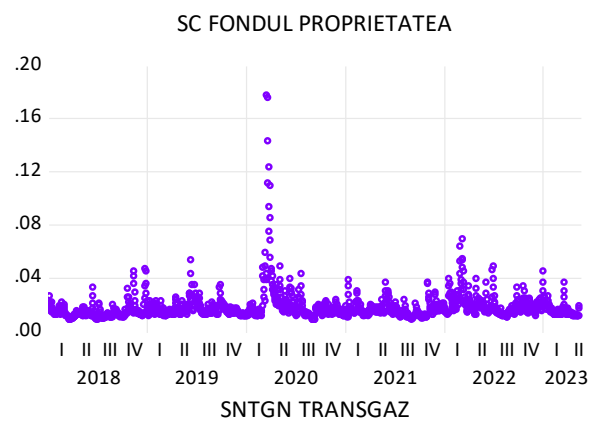
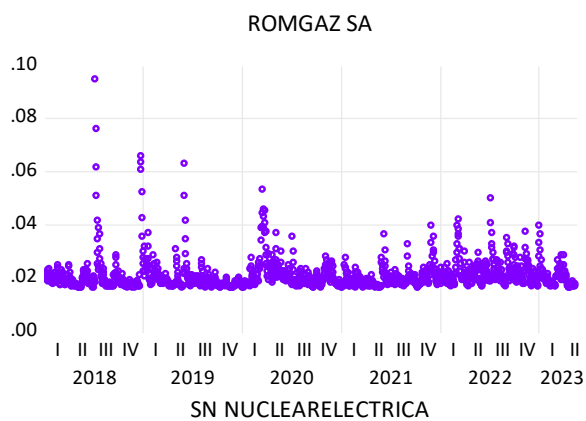
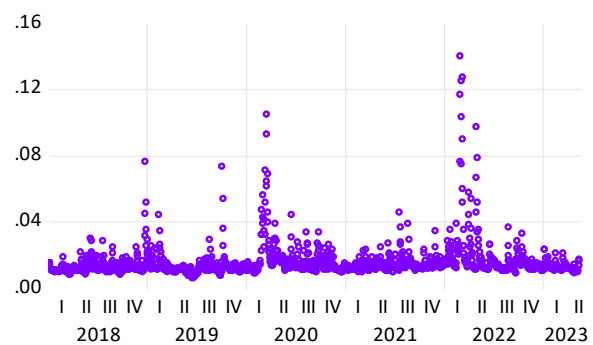
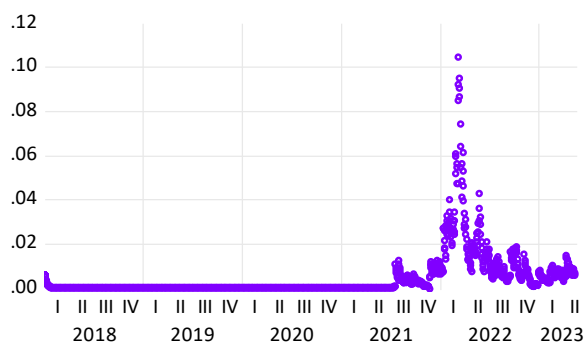
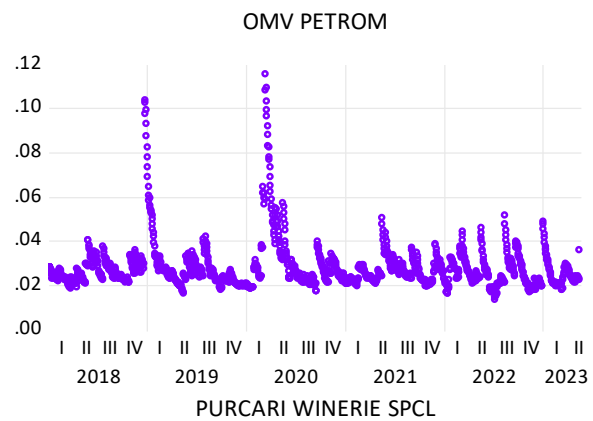
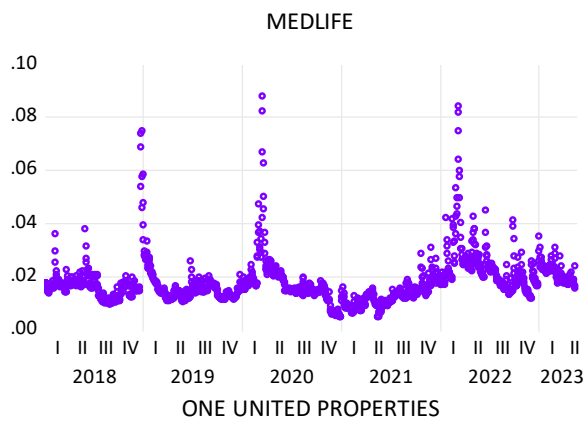


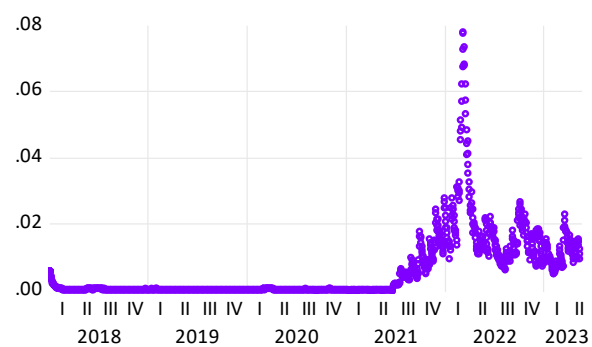
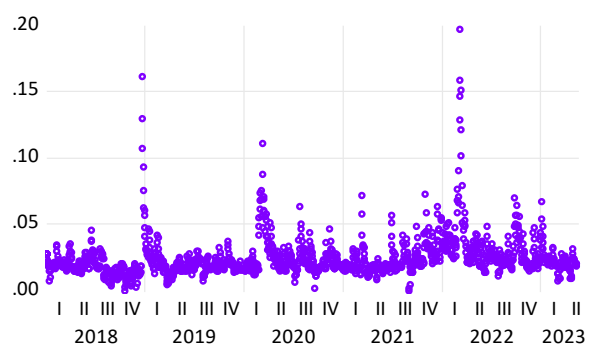
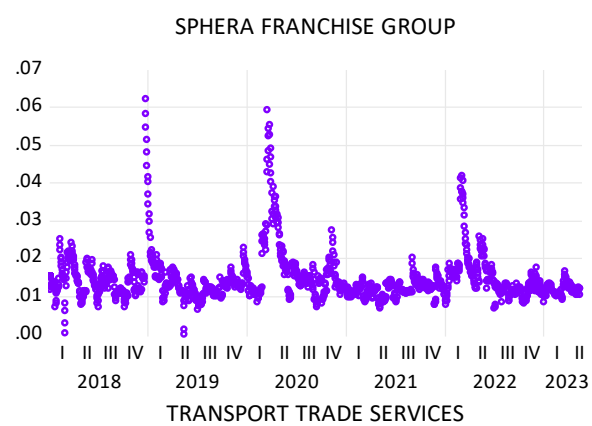
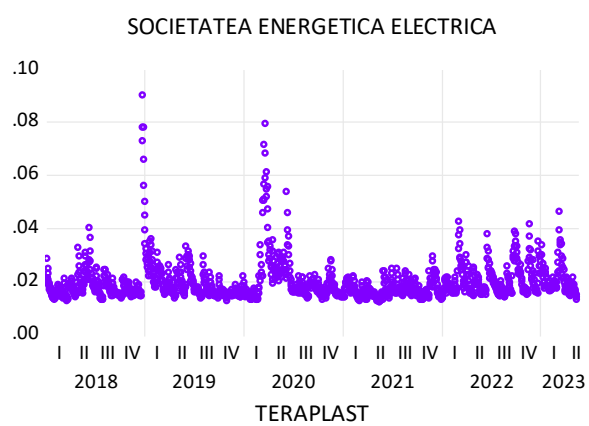


Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

Grafic 26. Rezultate pentru specificația MES - indicele BET







Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

Grafic 27 Valori medii pentru măsurile de risc - indicele BET



Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

Rezultatele obținute cu modelul MES confirmă validitatea observațiilor anterioare în ciuda diferențelor de construcție dintre specificații. Mai mult, obținem o dinamică similară și pentru rezultatele modelului Expected shortfall la nivelul ultimului trimestru din 2022 și primului trimestru din 2023, în ciuda faptului că acestea nu sunt prezentate grafic la acest punct.

În continuare, Figura 27 prezintă sintetic valorile medii obținute pentru fiecare măsură de risc și are rolul de a concluziona rezultatele obținute anterior. Aceasta prezintă atât principalele măsuri de risc sistemic folosite ca specificații de bază, cât și măsurile de risc utilizate ca teste de robustețe a rezultatelor.

Primul cadran este dedicat măsurilor de robustețe (Beta, VaR, ES), în timp ce al doilea cadran prezintă modelele de detecție a riscului sistemic comentate în secțiunile anterioare (CaViaR, CoVaR, Delta CoVaR și MES).

În medie, pentru modelul CaViaR obținem cele mai mari valori în perioadele: decembrie 2018, martie – aprilie 2020, decembrie – martie 2022, septembrie 2022 și martie 2023. Pentru măsura CoVaR, momentele de referință sunt mai 2018, decembrie 2018, martie – aprilie 2020, februarie 2022 septembrie 2022, intervalul decembrie 2022- ianuarie 2023 și luna martie 2023. Pentru măsura Delta CoVaR, cele mai mari rezultate sunt prezente la nivelul lunilor: mai 2018, decembrie – ianuarie 2018, martie – aprilie 2020, februarie – martie 2022, septembrie 2022, intervalul decembrie 2022- ianuarie 2023 și luna martie 2023.

În cele din urmă, pentru modelul MES, se observă aceeași dinamică ce indică pentru primul trimestrul al anului 2023 concentrări de risc în ianuarie și martie. Astfel, putem concluziona două aspecte principale. În primul rând, independent de măsura de risc sistemic utilizată se observă momente de creștere a contribuției de risc sistemic specific companiilor din indicele BET. În al doilea rând, se remarcă că aceste momente de creștere tind să manifeste tipare simultane pentru companii, independent de sectorul de activitate, aceste tipare fiind capturate cu ajutorul mai multor specificații de modelare.

Concentrându-ne asupra anului 2023, în ciuda unei magnitudini inferioare comparativ cu alte intervale din analiză, există perioade de intensificare a contribuțiilor la riscul sistemic total.

În trimestrul patru 2022, rezultatele medii reflectă valori similare la nivelul lunii decembrie cu cele din luna septembrie pentru specificațiile CaViaR, CoVaR, și MES. Acestea au o magnitudine inferioară însă o dinamică similară cu rezultate medii pentru luna septembrie.

Din primul cadran al Figurii 27 este vizibil faptul că pentru trimestrul I al anului 2023 obținem o dinamică similară și cu ajutorul măsurilor de risc utilizate pentru testarea robusteții, în special pentru expected shortfall. Aceeași concluzie a fost raportată și la nivelul raportului precedent pentru trimestrul IV din 2022.

Analiză asupra companiilor incluse în indicele BET NG

Prețurile la energie au un impact consistent asupra cheltuielilor realizate de gospodării, costurilor industriale și implicit generează efecte asupra competitivității.

Ca urmare a procesului de revenire a economiei globale după perioada de pandemie, prețurile mai multor mărfuri, inclusiv petrol și gaz, au crescut semnificativ pe parcursul anului 2022.

O creștere a prețurilor la energie afectează direct puterea de cumpărare a gospodăriilor prin prețuri mai mari la produsele energetice (electricitate, gaz, benzină, păcură etc.). În zona euro, aproximativ 30% din consumul total de energie ia forma consumului final – adică utilizarea unor astfel de produse de către consumatori (Battistini et al., 2022). Restul implică utilizarea energiei în producția de bunuri și servicii neenergetice (consumul intermediar). O creștere a prețurilor la energie implică o creștere a costurilor de producție pentru sectoarele non-energetice și – în măsura în care producătorii de bunuri și servicii neenergetice își ajustează prețurile finale – o nouă reducere directă a puterii de cumpărare a gospodăriilor.

În Uniunea Europeană au fost observate salturi masive în prețurile energetice. Ca răspuns, Comisia a adoptat o serie de măsuri pentru gestionarea impactului creșterii prețurilor la energie asupra populației și mediului de afaceri, ținând de asemenea consolidarea nivelului de reziliență în fața șocurilor.

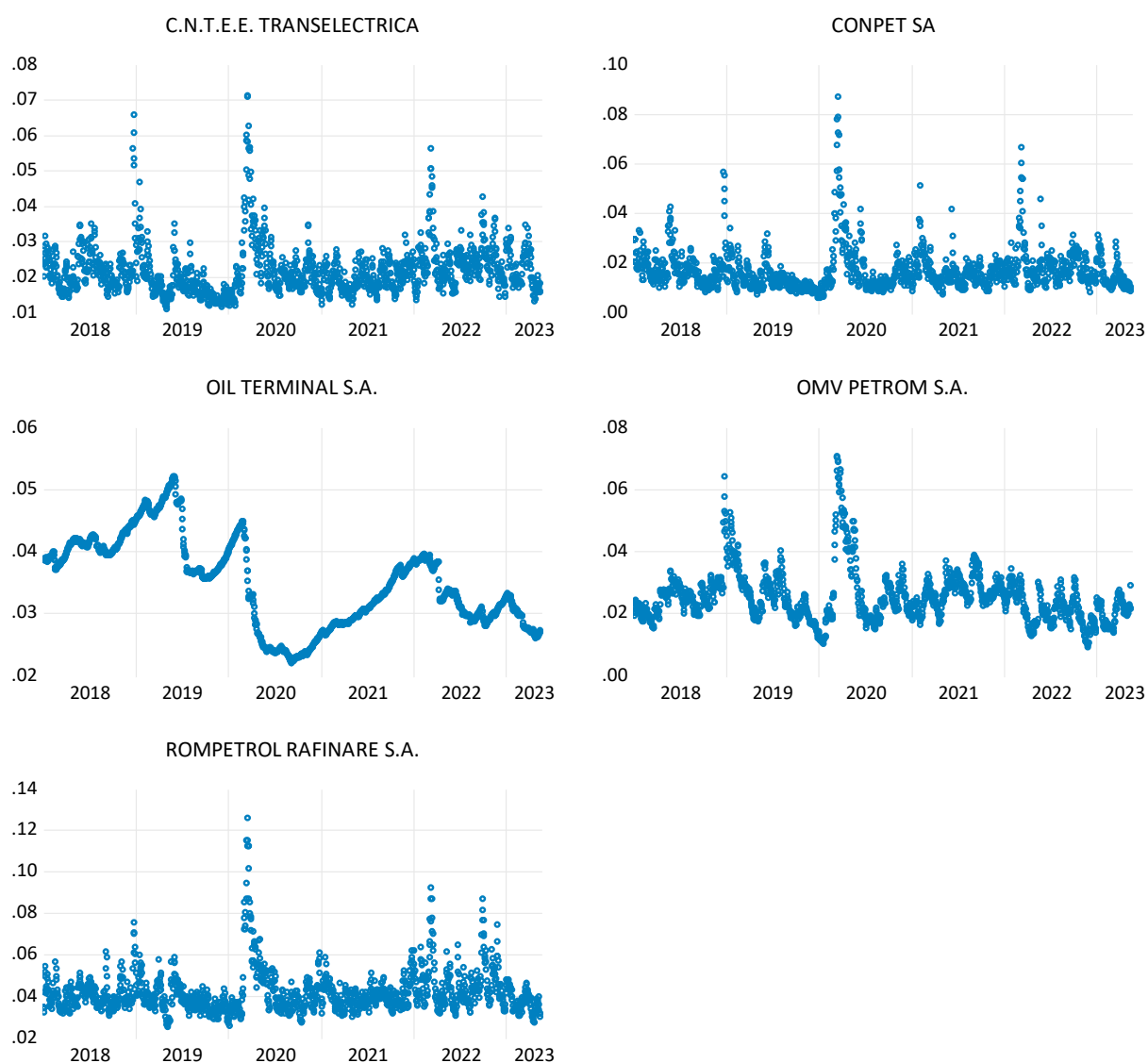
La începutul trimestrului doi din 2022, după atingerea unor puncte de maxim istoric în martie, prețurile spot la gaz s-au diminuat și au rămas relativ stabile în aprilie și mai. La nivelul lunii iunie, pe fondul demersurilor Gazprom de terminare a ofertei de gaz către o serie de state europene și de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

Caporin, Fontini și Panzica (2023) analizează evoluția impactului riscului sistemic al companiilor de petrol și gaze naturale pentru un interval ce începe cu anul 2000. Această perioadă este caracterizată de mai multe evenimente care au afectat piețele energetice: efectele reale ale crizei financiare, dinamica explozivă a producției și efectele date de pandemia Covid-19. Prețurile pentru petrol și gaze naturale au înregistrat fluctuații extreme ce au influențat situația financiară a companiilor.

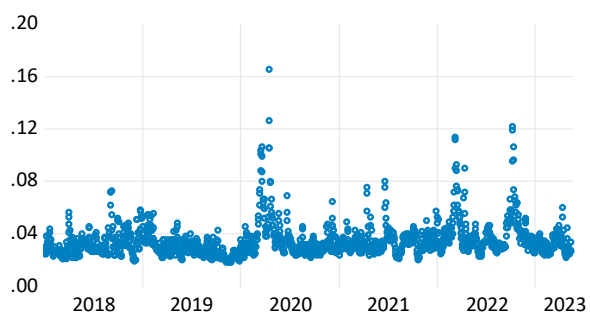
Prin studierea impactului sistemic al companiilor de petrol și gaze naturale asupra riscului de pe piața financiară, măsurat prin CoVaR, autorii au arătat că scăderea influenței factorilor tradiționali în analiza riscului sistemic indică prezența unor factori suplimentari.

Figurile 28, 29, 30, 31 și 32 prezintă sintetic rezultatele analizei de risc sistemic realizată pentru companiile incluse în indicele BET-NG. Figurile 28, 29, 30 și 31 conțin graficele formate pe baza valorilor obținute pentru cele patru modele de risc sistemic utilizate și anume: CaViaR, CoVaR, Delta CoVaR și MES. Acestea au fost aplicate la nivel de companie. În același timp, Figura 32 prezintă valorile medii obținute pentru fiecare specificație de modelare, calculate pe eșantionul de companii.

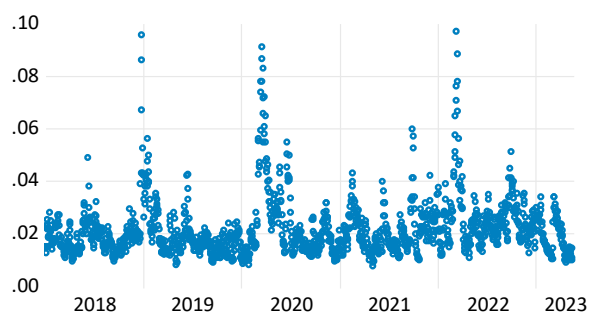
Grafic 28. Rezultate pentru specificația CaViaR – indicele BET NG



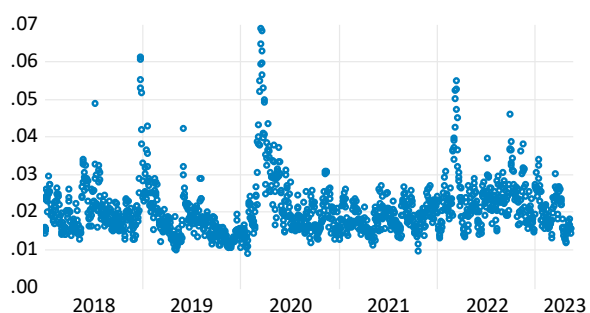
ROMPETROL WELL SERVICES S.A.



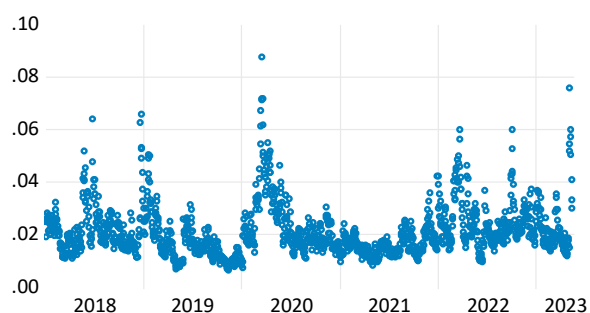
S.N. NUCLEARELECTRICA S.A.



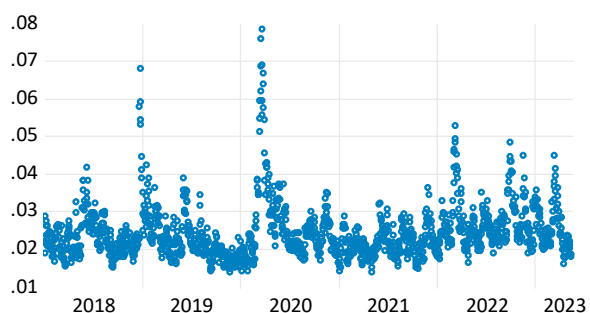
S.N.G.N. ROMGAZ S.A.



S.N.T.G.N. TRANSGAZ S.A.

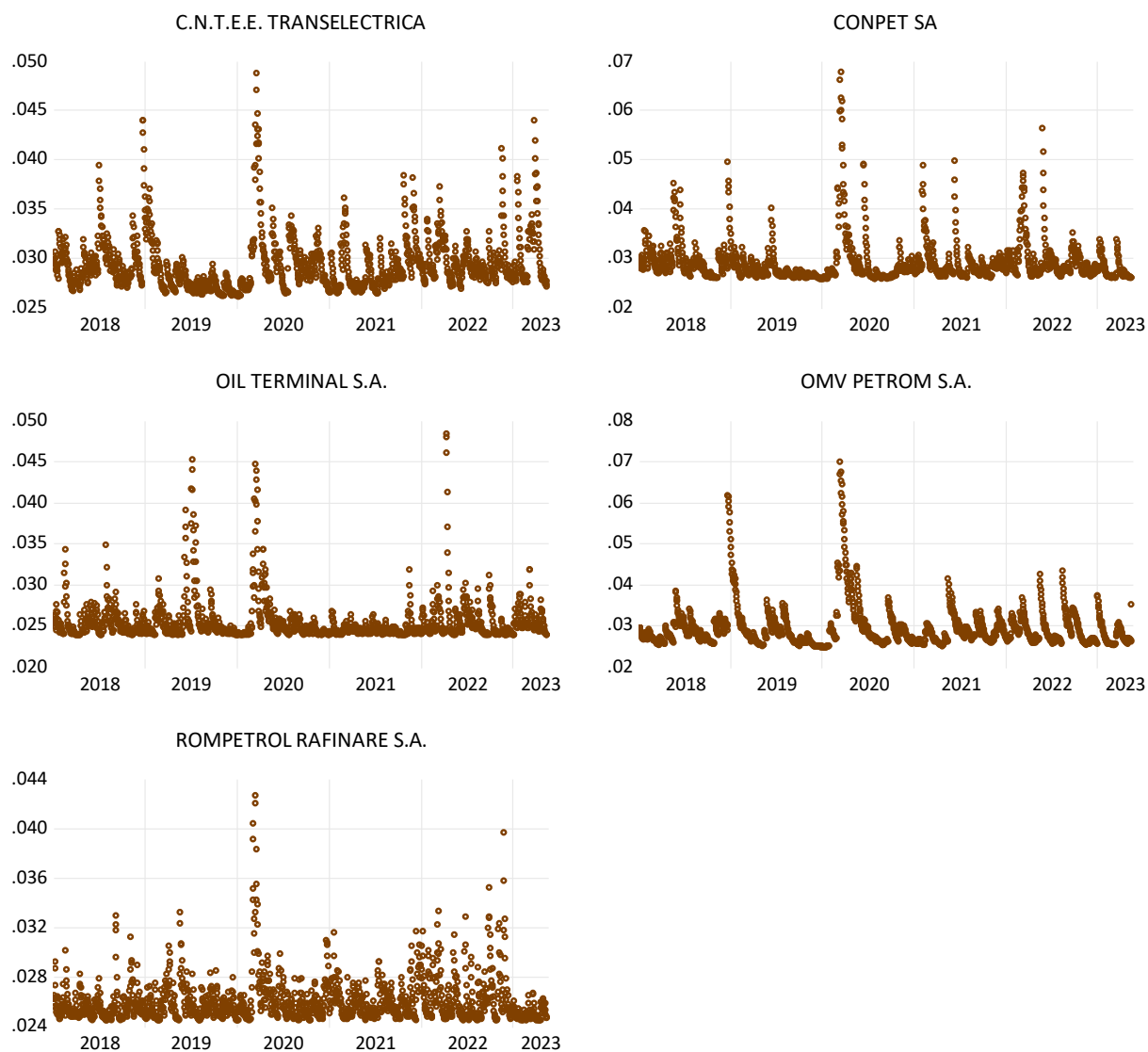


SOCIETATEA ENERGETICA ELECTRICA S.A.

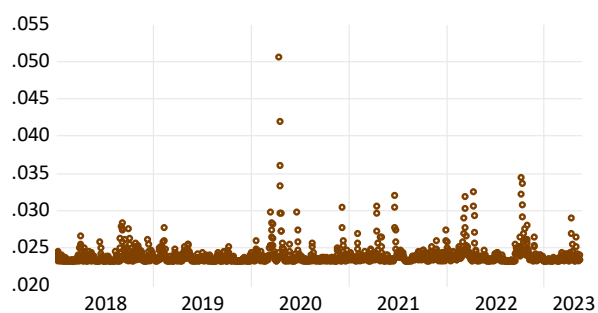


Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

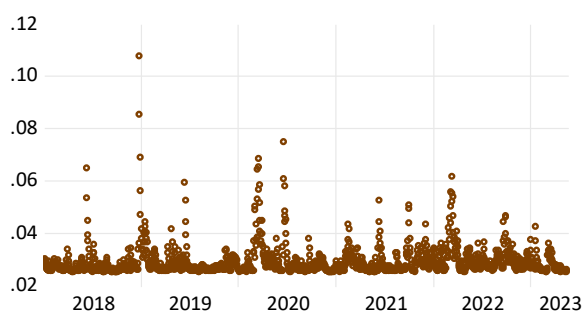
Grafic 29 Rezultate pentru specificația CoVaR - indicele BET NG



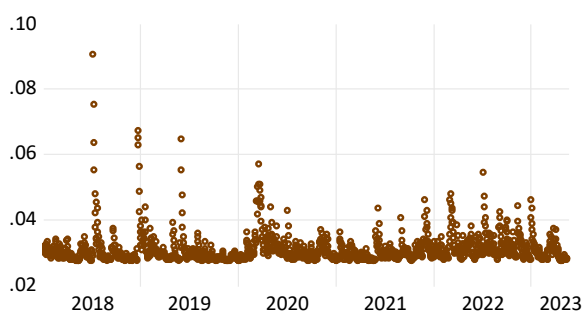
ROMPETROL WELL SERVICES S.A.



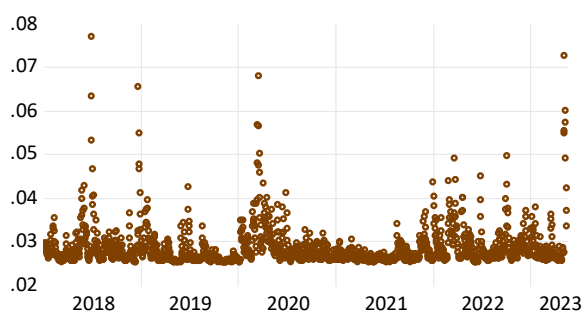
S.N. NUCLEARELECTRICA S.A.



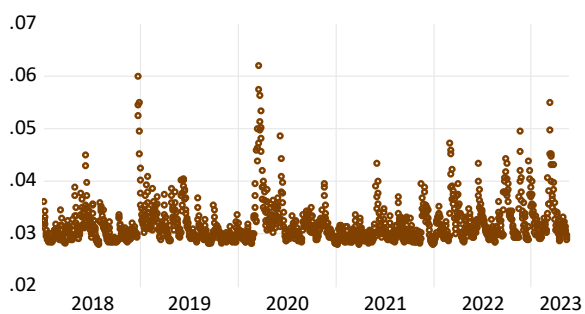
S.N.G.N. ROMGAZ S.A.



S.N.T.G.N. TRANSGAZ S.A.

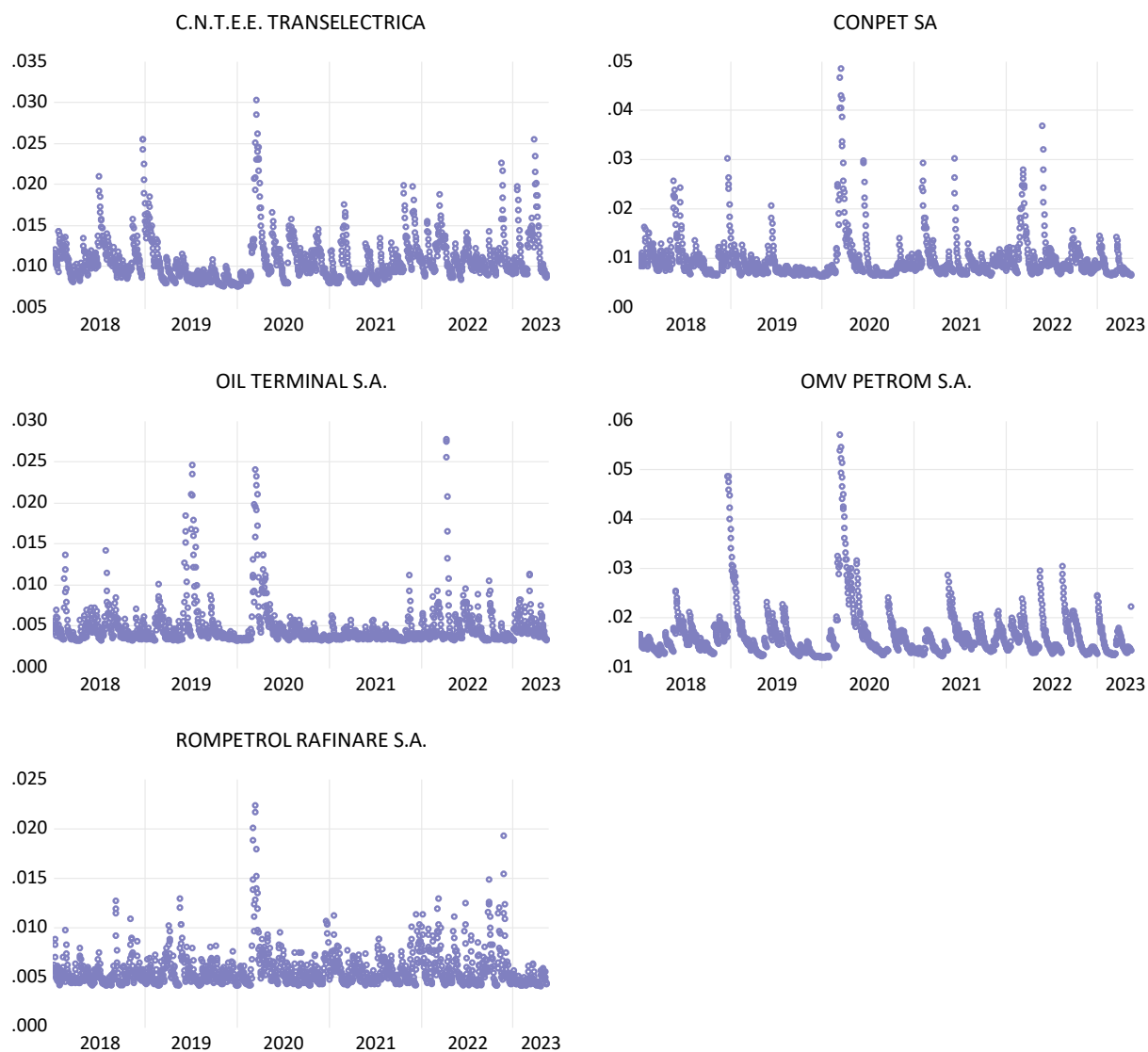


SOCIETATEA ENERGETICA ELECTRICA S.A.

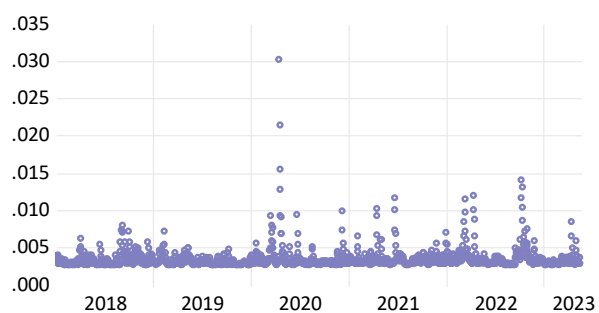


Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

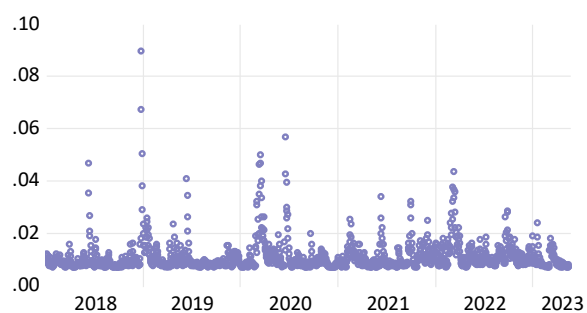
Grafic 30. Rezultate pentru specificația Delta CoVaR - indicele BET NG



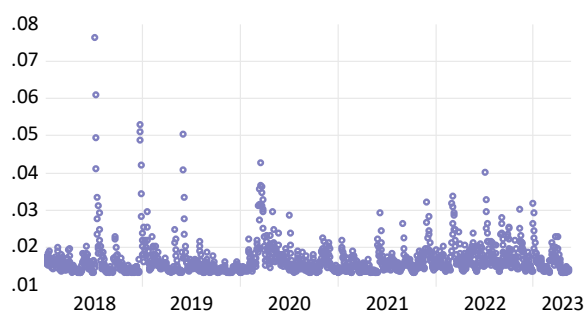
ROMPETROL WELL SERVICES S.A.



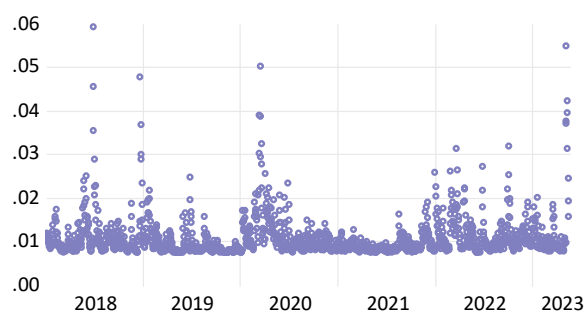
S.N. NUCLEARELECTRICA S.A.



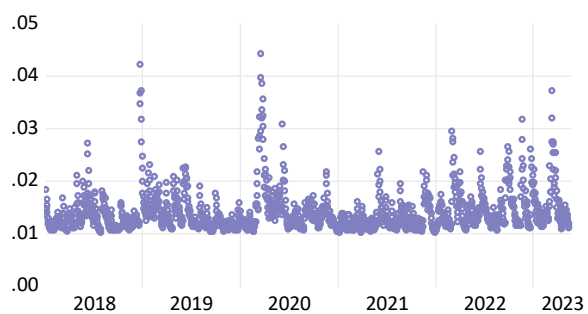
S.N.G.N. ROMGAZ S.A.



S.N.T.G.N. TRANSGAZ S.A.

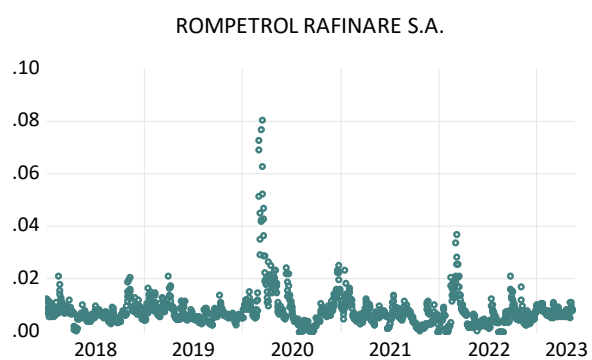
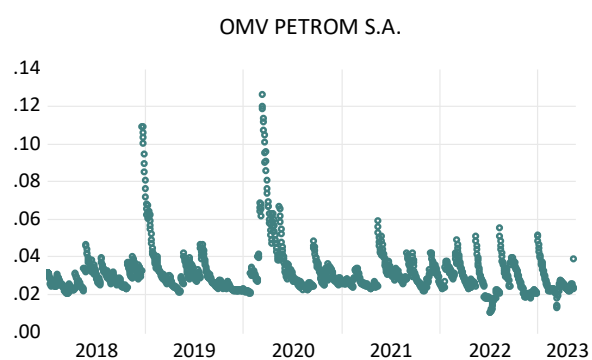
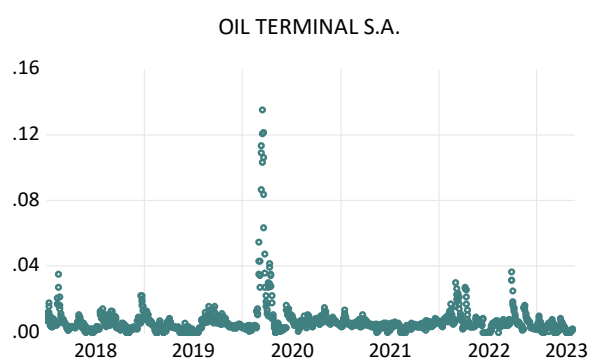
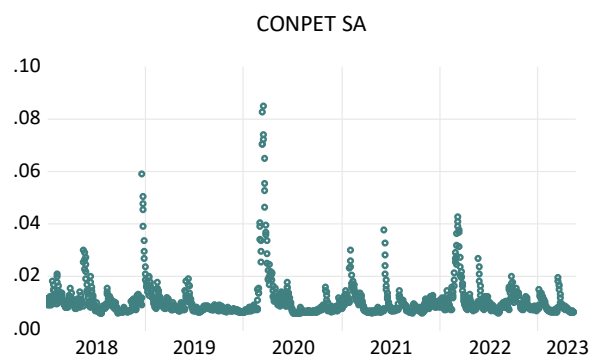
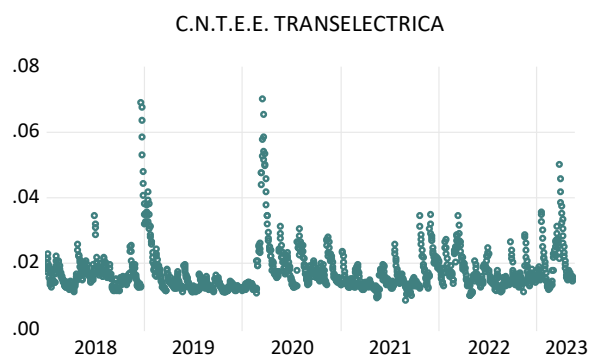


SOCIETATEA ENERGETICA ELECTRICA S.A.

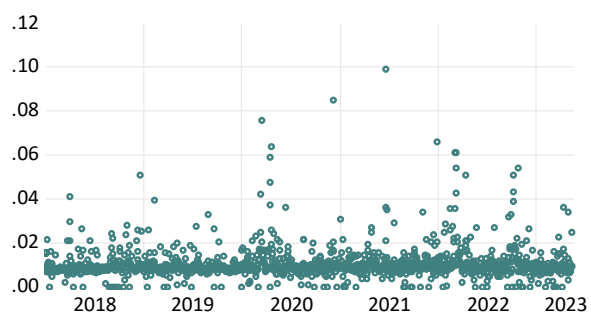


Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

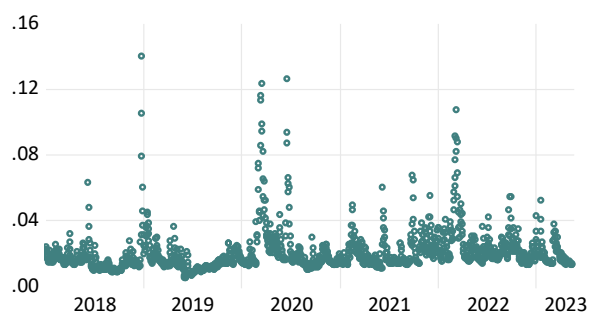
Grafic 31. Rezultate pentru specificația MES - indicele BET NG



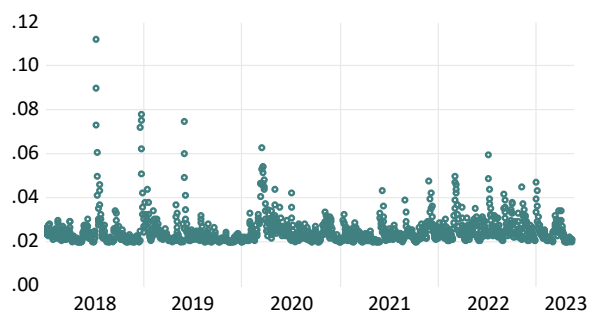
ROMPETROL WELL SERVICES S.A.



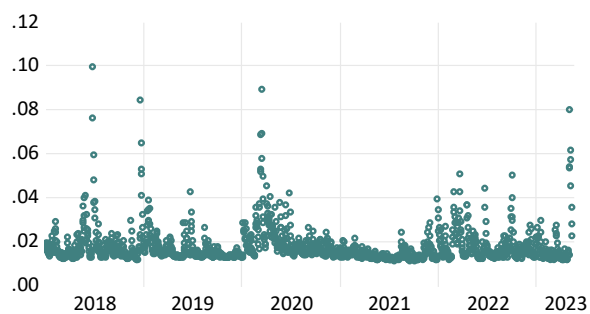
S.N. NUCLEARELECTRICA S.A.



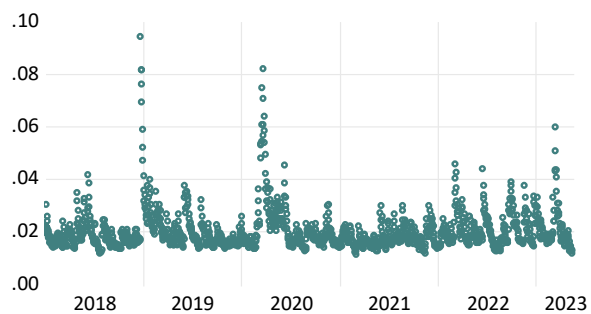
S.N.G.N. ROMGAZ S.A.



S.N.T.G.N. TRANSGAZ S.A.

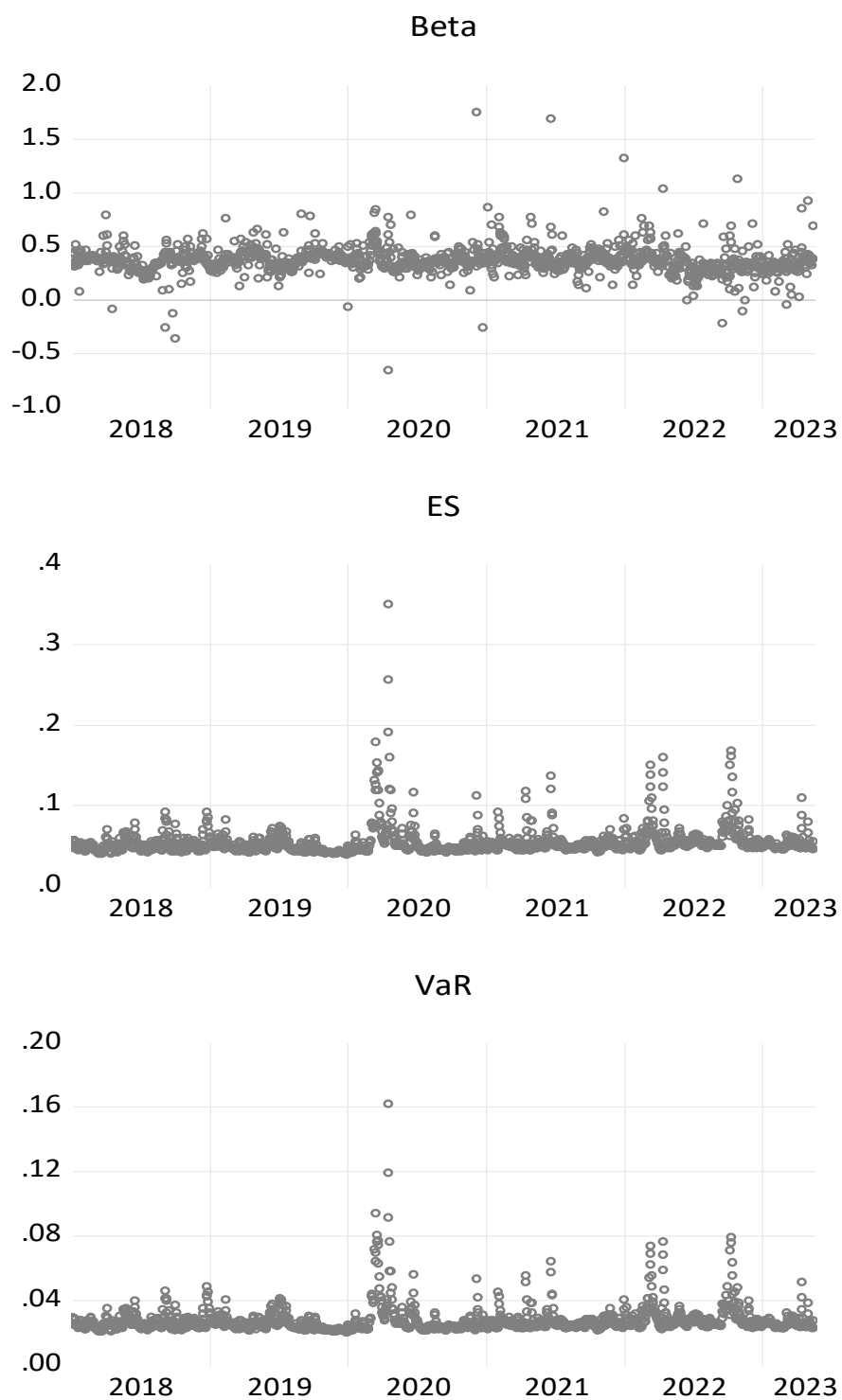


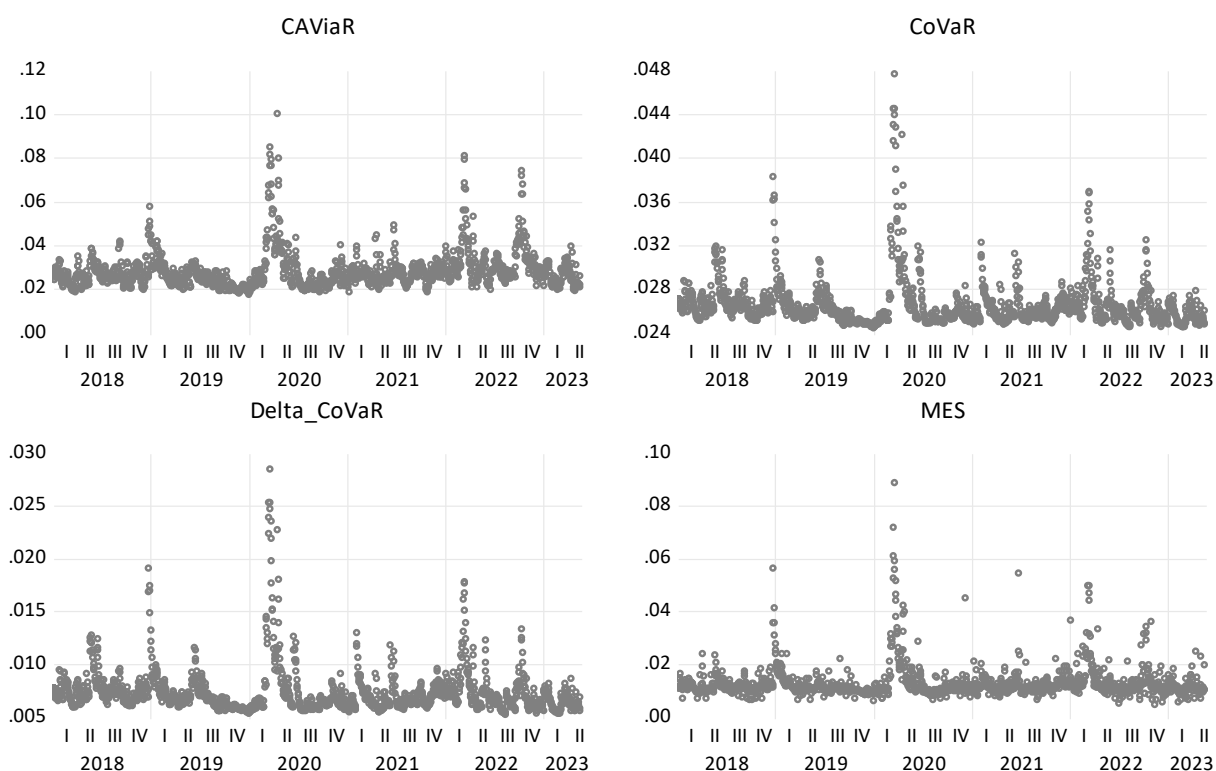
SOCIETATEA ENERGETICA ELECTRICA S.A.



Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

Grafic 32. Valori medii pentru măsurile de risc - indicele BET NG





Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

Figura 28 prezintă rezultatele obținute pentru modelul CaViaR, aplicat pentru companiile din indicele BET-NG. Sesizăm un grad mare de eterogenitate la nivelul rezultatelor obținute și faptul că o serie de companii tind să fie principalele surse de contribuție de risc sistemic la nivelul eșantionului. Mai mult, remarcăm de asemenea tipare de simultaneitate în termeni de valori exacerbate ale riscului ce diferă de cele înregistrate în analiza pentru indicele BET. Acest fapt are sens, având în vedere eșantionul de dimensiuni superioare ca istorie a datelor și numărul mai mic de companii, concentrate într-un singur sector economic. Astfel, sesizăm expansiunea riscului în jurul următoarelor momente cheie: decembrie 2018, martie – aprilie 2020, martie 2022 și septembrie – octombrie 2022.

Pentru anul 2023 cele mai mari contribuții în termeni de risc sunt vizibile la începutul lunii ianuarie, în intervalul martie – aprilie și la începutul lunii mai. Acestea sunt similare cu cele observate în analiza pentru indicele BET prin specificația CaViaR, fapt ce ne conduce la o idee despre condițiile de piață și contribuția sectorului energetic la nivelul agregat al riscului sistemic. Cele mai mari contribuții derivă de la 2 dintre companiile incluse în analiză.

Totodată, se observă sincronicitate pentru o serie de companii în ceea ce privește valorile scăzute ale riscului sistemic. Cele mai relevante perioade sunt: septembrie – decembrie 2019 și aprilie 2021. Acest rezultat poate fi motivat prin specificul sectorului energetic, ale cărui particularități au fost exploatate extensiv în literatura de specialitate²¹.

²¹ Vezi de exemplu Caraiani și Călin (2019).

Figurile 29 și 30 descriu rezultatele pentru modelele CoVaR și Delta CoVaR aplicate pentru companiile din indicele BET-NG. În analizele anterioare am sesizat dinamici similare pentru aceste două modele în ciuda diferențelor de construcție.

La nivelul specificației de modelare CoVaR, rezultatele pentru întregul eșantion indică momente de simultaneitate în valori exacerbate de risc în jurul perioadelor: mai 2018, decembrie 2018, martie 2020, martie 2022 și septembrie 2022.

Pentru primele luni ale anului 2023, rezultatele surprinse cu modelul CoVaR sunt extrem de similare cu cele raportate anterior. Remarcăm aceleași perioade relevante ca mai sus și mai exact: începutul lunii ianuarie, intervalul martie – aprilie și începutul lunii mai. O observație relevantă este dată de faptul că în cazul acestei specificații remarcăm contribuții superioare pentru o selecție de aproximativ 50% din companiile studiate. Într-o investigație similară, Caporin, Fontini și Panzica (2023) formează o bază de date de mari dimensiuni utilizând resurse Refinitiv/Eikon într-o modalitate similară cu prezentul studiu. Autorii selectează companii din sectoarele: extracție petrolieră (NACE 06.10), extracție de gaz natural (NACE 06.20) și activități suport pentru procesul de extracție (NACE 09.10), izolând intervalul ianuarie 2000 – decembrie 2021. Este raportat faptul că valoarea medie pentru specificația Delta CoVaR crește semnificativ spre finalul intervalului de studiu.

Figura 30 raportează rezultatele obținute cu ajutorul specificației Delta CoVaR. Remarcăm acumulări simultane de valori superioare de risc pentru intervalele: mai 2018, decembrie 2018 – ianuarie 2019, martie 2020 (90%), martie 2022 și septembrie – octombrie 2022. Observăm de asemenea faptul că în termeni de magnitudine luna martie a anului 2020 este caracterizată de cele mai relevante valori pentru riscul sistemic.

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

Pentru anul 2023, se observă aceleași rezultate ca în cazurile anterioare. Deși aceleași momente de timp sunt cele mai relevante, remarcăm o reducere a transmisiei riscului sistemic în aprilie.

Marginal Expected Shortfall (MES) poate estima pierderile de capital pentru o companie, în momentul în care evoluția pieței scade sub un anumit prag.

În acest sens, cele mai relevante momente izolate cu ajutorul specificației MES sunt: decembrie 2018, martie 2020 (100%), martie 2022 și septembrie 2022. Putem astfel concluziona că nivelul de risc sistemic pentru intervalul actual se află la o poziție semnificativă, ce a fost depășită doar de realitatea prezentă pe piețe la finalul primului trimestru din anul 2020.

În anul 2023 se remarcă aceleași rezultate ca în cazul modelelor anterioare. Rezultatele sintetizate în Figura 32 au rolul de a concluziona prezenta analiză, dar și de a introduce măsurile de robustețe adiționale utilizate pentru validarea rezultatelor raportate reprezentând o medie realizată pentru fiecare măsură de risc la nivelul eșantionului.

4.3. Analiza fenomenului de formare de bule speculative pentru companiile incluse în indicele BET

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

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

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

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

În mod simetric, o bulă irațională se referă la o situație în care prețul unui activ crește în mod artificial din cauza speculațiilor și tranzacționării excesive în ciuda modificării reduse sau a unei lipse de modificări a elementelor fundamentale de bază ale activului. În acest caz, bula este condusă de exuberanța irațională și de o „mentalitate de turmă” în rândul investitorilor, mai degrabă decât de orice răspuns rațional la schimbările în fundamentele de bază ale activului sau pieței. Atunci când investitorii sunt optimiști cu privire la performanța viitoare a unui activ, aceștia pot fi dispuși să plătească prețuri din ce în ce mai mari pentru acesta, indiferent de valoarea intrinsecă. Acest lucru creează un ciclu autonom de tranzacționare și prețuri mai mari, care pot duce la o bulă speculativă.

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

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

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

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

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

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

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

Unde: Δ reprezintă operatorul de primă diferență, iar $\varepsilon_t \sim (0, \sigma^2)$. Obiectivul este acela de a testa ipoteza nulă $H_1: \theta = 1$ de rădăcină unitară versus alternativa de caracter exploziv $H_1: \theta > 1$. Phillips, Shi, și Yu (2015) definesc statistica SADF ca statistica sup-ADF ce derivă din estimarea recursivă a regresiei empirice din Ecuația 1. Considerând un subeșantion delimitat de r_1 și r_2 , formalizarea testului este dată de:

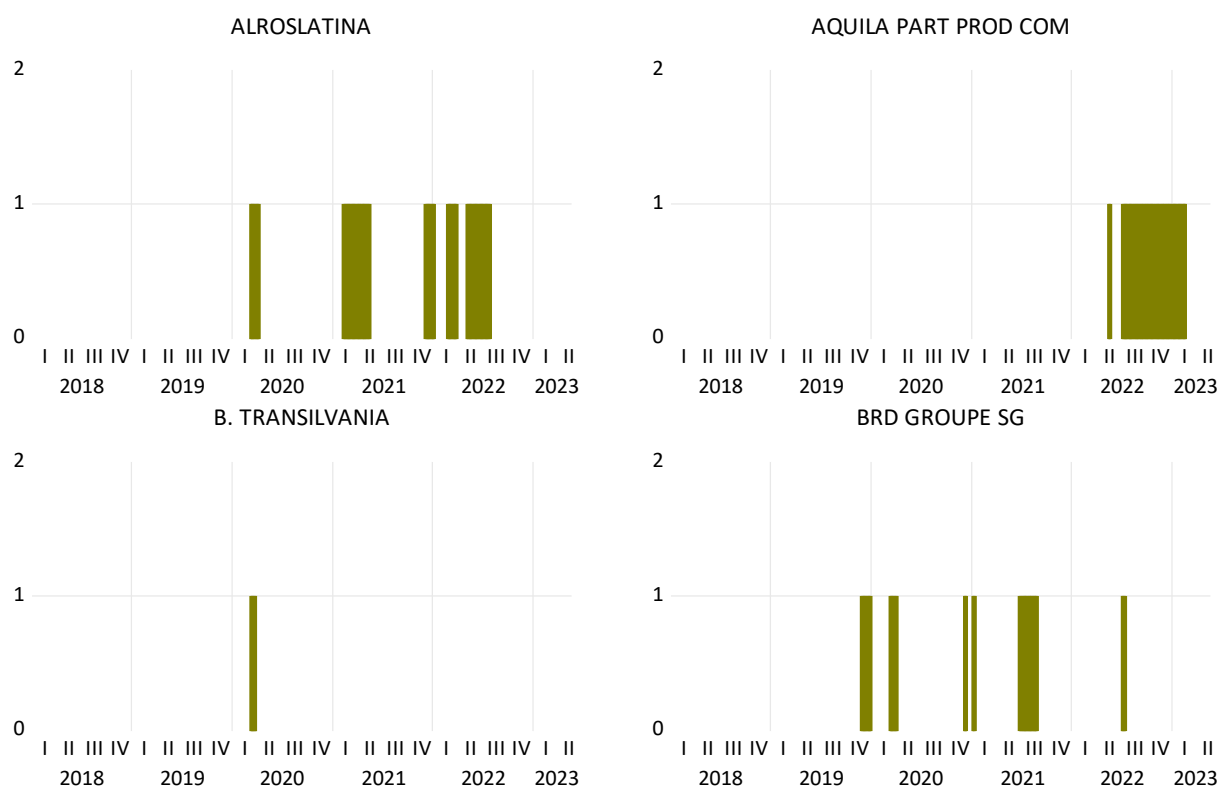
$$SADF(r_0) \equiv \sup\{ADF_{r_1=0}^{r_2}\}$$

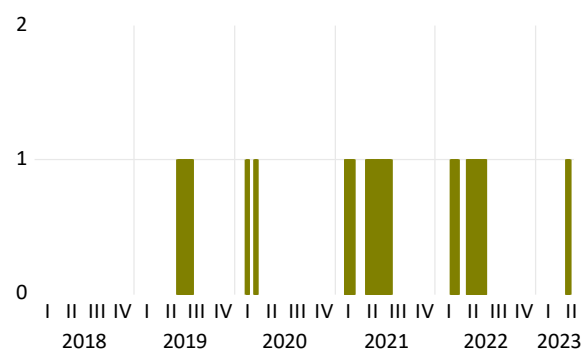
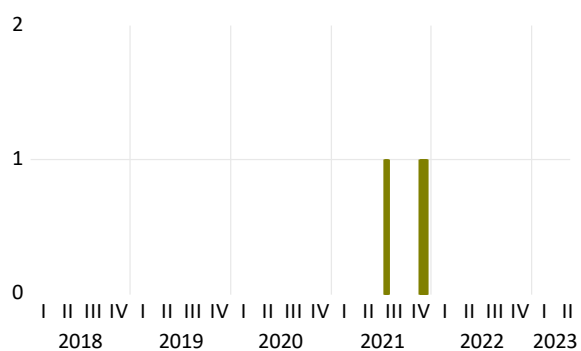
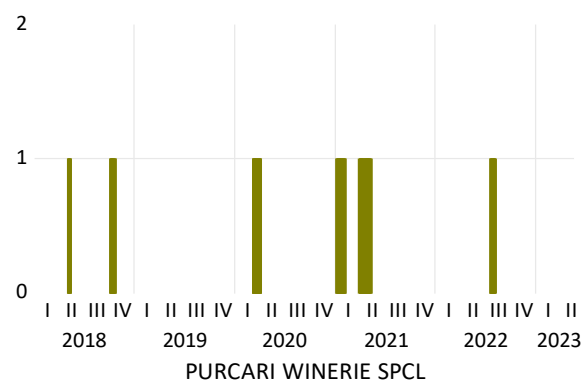
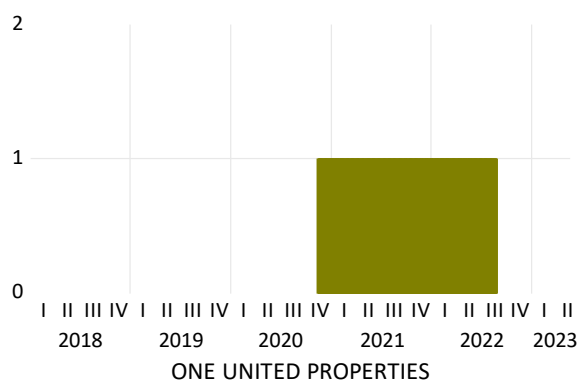
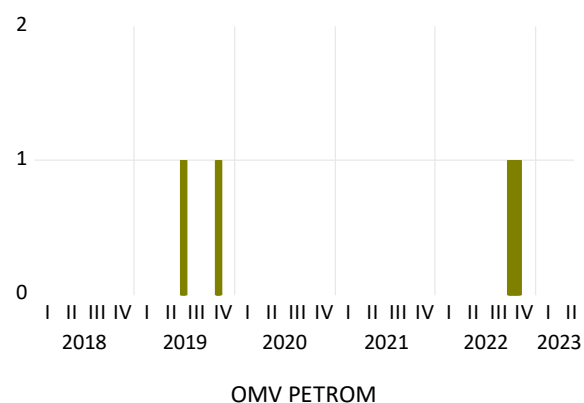
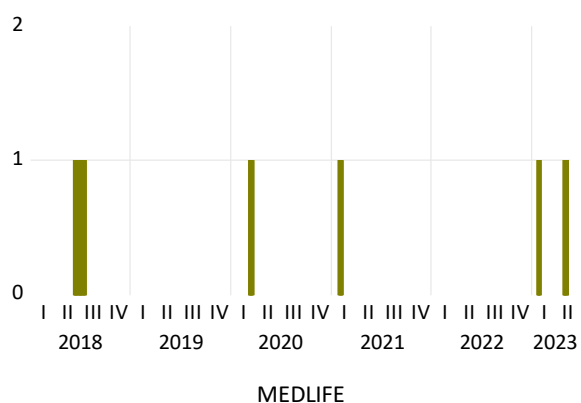
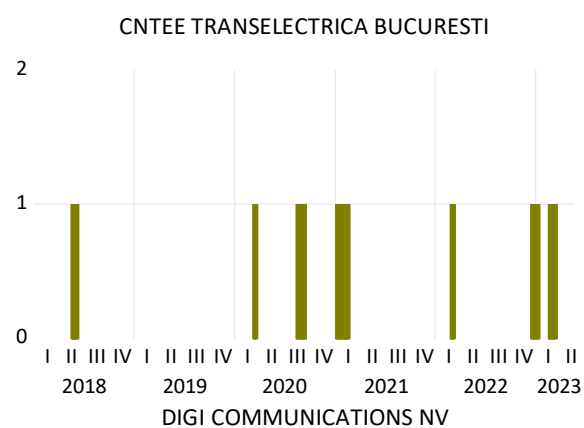
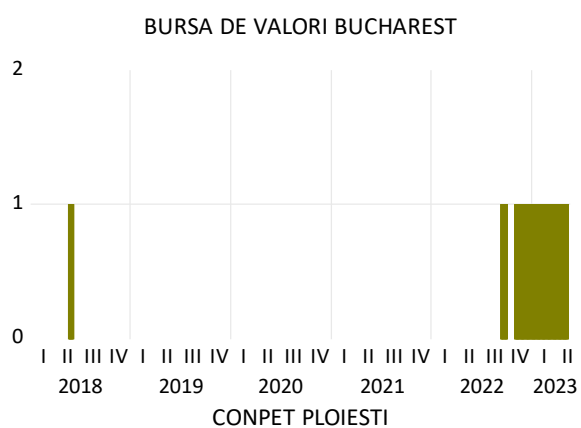
Testul GSADF are la bază aceeași logică ca în cazul de mai sus, însă utilizează mai multe subeșantioane în procesarea regresiei din Ecuația 1. Statistica este definită de tipul:

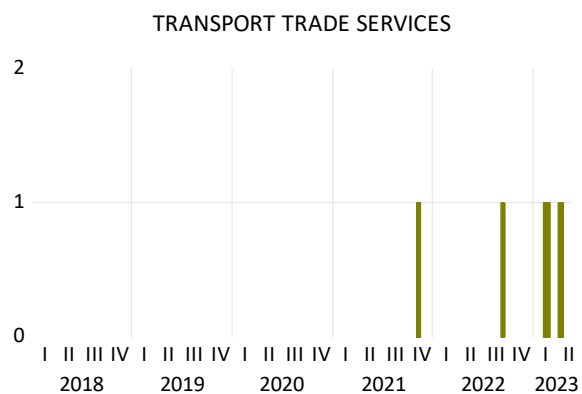
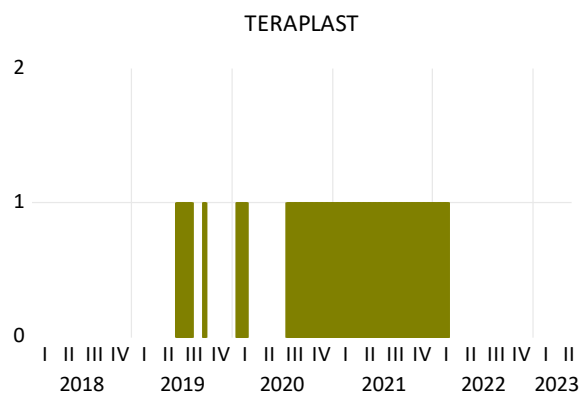
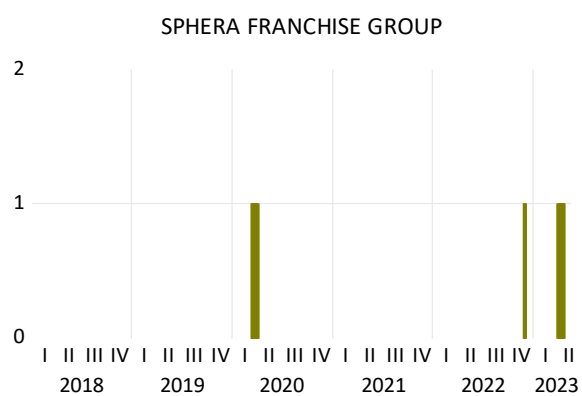
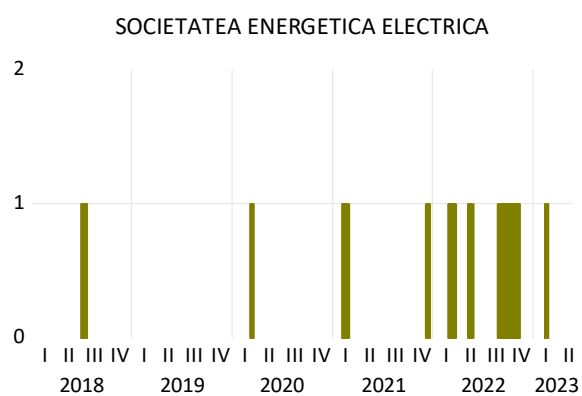
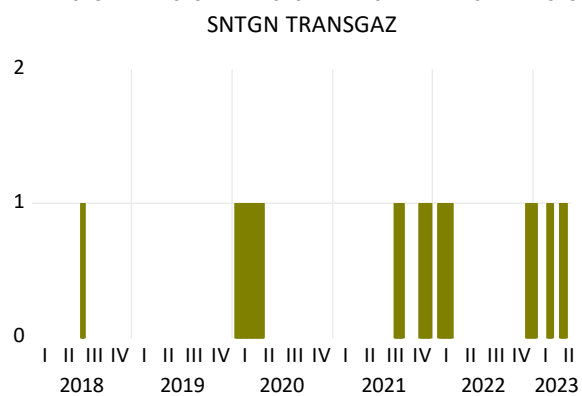
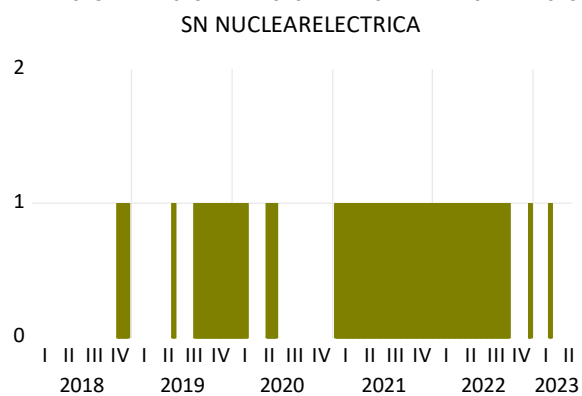
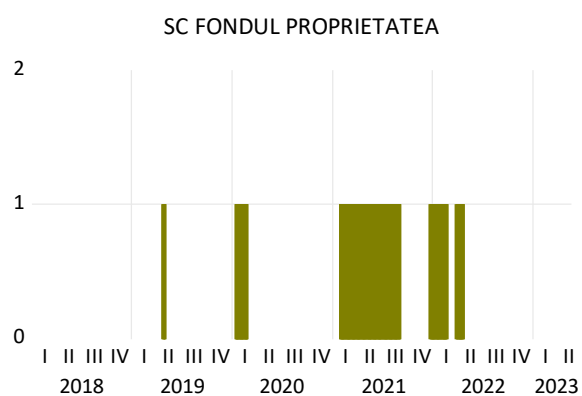
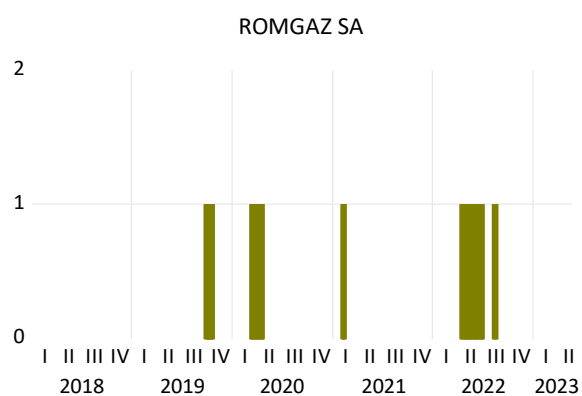
$$GSADF(r_0) \equiv \sup\{ADF_{r_1}^{r_2}\}$$

Prezenta analiză își propune identificarea tiparelor de tip bule speculative pentru companiile incluse în indicele BET, observate în același interval de timp ca în analiza anterioară. Astfel, datele de intrare reprezintă prețuri de închidere pentru aceste companii, cu o frecvență zilnică și un eșantion ce acoperă intervalul 02.01.2018 – 15.05.2023.

Grafic 33. Bule speculative pentru companiile din componența indicelui BET







Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

Prima observație ce derivă din această analiză rezidă în faptul că fenomenul de bule speculative sau dinamica efervescentă a prețurilor nu este un artefact specific unei companii, ci apare la nivelul întregului set de active financiare. Totuși, există un nivel semnificativ de eterogenitate la nivelul momentelor de apariție a bulelor și la nivelul duratei acestora.

Mai mult, remarcăm și faptul că prezența bulelor speculative nu este un fenomen condiționat de apartenența la un anumit sector al economiei.

A doua observație ce rezultă din analiza rezultatelor obținute este că prezența bulelor nu este limitată în jurul unui anumit moment de timp din intervalul de studiu. Remarcăm un grad mare de eterogenitate în momentele de apariție a acestor fenomene, însă la nivel agregat ele tind să acopere marea majoritate a orizontului de timp.

În ciuda acestui fapt, este evidentă prezența unor momente de sincronicitate în apariția bulelor speculative, fapt ce motivează o analiză în profunzime atât la nivel de companie, cât și la nivel de sector al economiei. Rezultate cu o robustețe superioară ar putea deriva dintr-o investigație ce își propune pe lângă detecția efectivă a bulelor și studierea episoadelor de boom și bust.

Analiza preliminară a rezultatelor obținute permite izolarea unor intervale de timp în care activele financiare studiate manifestă o propensitate comună către fenomene de tipul bule speculative. Aceste tendințe au, conform literaturii de specialitate o relevanță considerabilă în termeni de stabilitate financiară.

Astfel, cele mai relevante momente pentru care determinăm un nivel de sincronicitate în tendința de formare de bule speculative sunt: T3 2019 – T1 2020; T1 – T3 2021; T2 – T3 2022 și primul semestru al anului 2023.

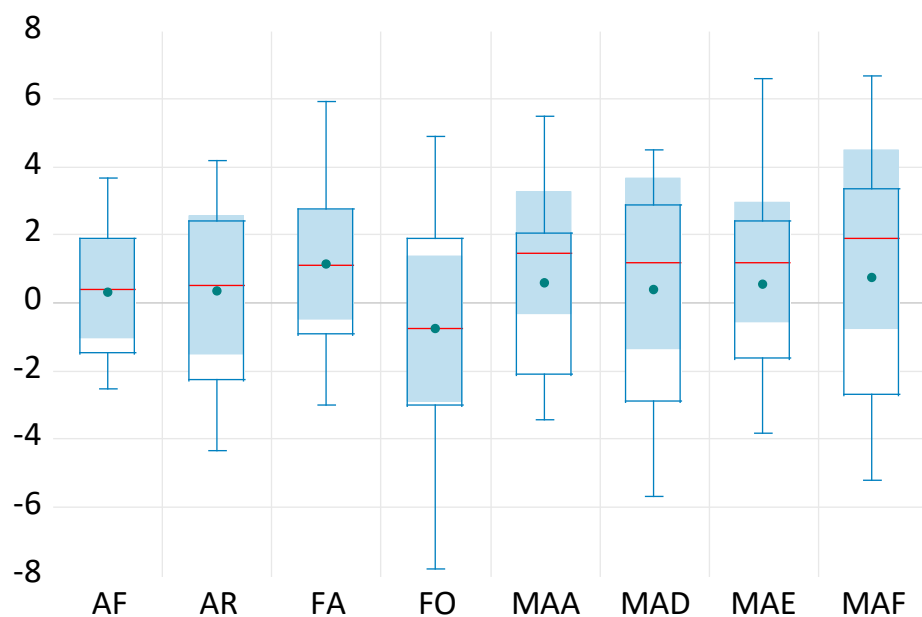
4.4. Metode de evaluare a performanței ajustate la risc pentru fondurile de investiții

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

Printre măsurile utilizate frecvent pentru evaluarea performanței se numără indicatorii Sharpe și Sortino. Astfel, cu scopul de a evalua în ansamblu performanța ajustată la risc a pieței fondurilor de investiții din România, pentru fiecare strategie de investiții din care fac parte fondurile de investiții respective, au fost calculați trimestrial indicatorii mai sus menționați. Frecvența datelor utilizate a fost zilnică (VUAN zilnic), iar perioada analizată a fost ianuarie 2020 – martie 2023.

În funcție de lungimea seriei de date disponibilă, au fost selectate 84 de fonduri de investiții din România (OPCVM și FIA), clasificate în funcție de categoria de strategie de investiții²² din care fac parte, astfel:

Grafic 34: Dinamica ratei Sharpe ²³



Sursa: ASF, calcule ASF

Rata Sharpe compară randamentul unei investiții cu nivelul său specific de risc. Acesta formulare matematică este construită pe faptul că randamentul în exces pe o perioadă de timp poate însemna mai

²² Conform clasificării EFC (European Fund Classification), sistem paneuropean de clasificare a fondurilor de investiții dezvoltat de EFCF (European Fund Categorization Forum) - grup de lucru al EFAMA

²³ AF – Alte fonduri; AR – Absolute return; FA – Fond acțiuni; FO – Fond obligațiuni; MAA – Multi-active agresive; MAD- Multi-active defensive; MAE - Multi-active echilibrate; MAF – Multi – active flexibile

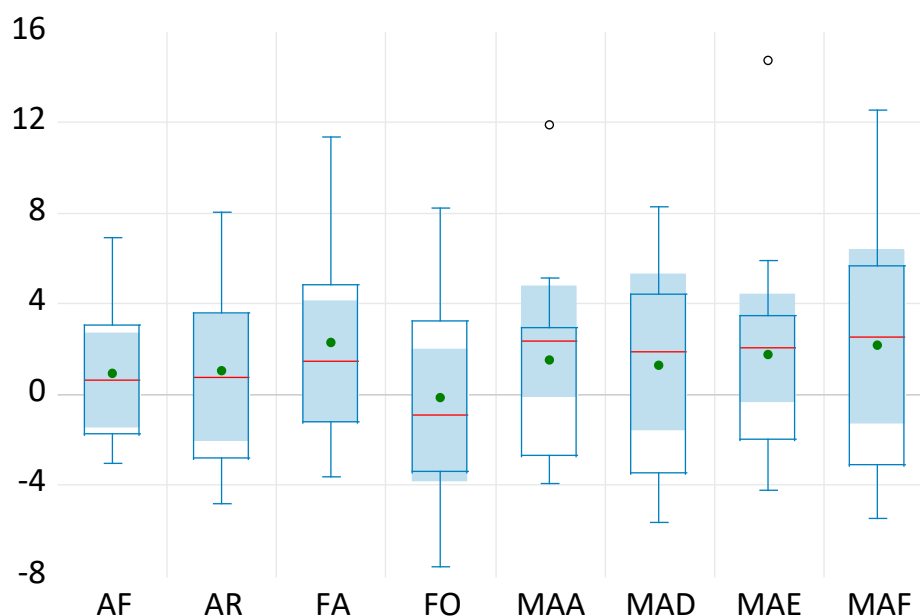
multă volatilitate și risc și nu capacități investiționale. Astfel, rata Sharpe raportează randamentele în exces ale portofoliului la o măsură de volatilitate pentru a evalua performanța ajustată la risc.

Rata Sortino reprezintă o măsură ajustată la risc utilizată pentru a determina randamentul adițional pentru fiecare unitate de deviație negativă. Aceasta reprezintă o variație de rata Sharpe unde diferența dintre randamentul mediu și rata fără risc este împărțită la deviația standard a randamentelor negative.

Figurile 35 și 36 prezintă dinamica pentru ratele Sharpe și Sortino calculate la nivelul fondurilor incluse în analiză. Remarcăm faptul că în termeni de rata Sharpe evoluția fondurilor a fost eterogenă în primul trimestru din 2023 comparativ cu ultimele două trimestre din 2022. Pentru fondurile de tipul FA, MAD, MAE și MAF constatăm o dinamica descendentă în timp ce restul categoriilor de fonduri au înregistrat o evoluție antinomică.

Aceeași eterogenitate este observată și pentru rata Sortino în intervalul de analiză. În acest caz, rezultatele indică o dinamică de creștere pentru fondurile din categoriile: AF, AR, FO, MAA și MAD și o traiectorie descendentă pentru celelalte.

Grafic 35: Dinamica ratei Sortino



Sursa: ASF, calcule ASF

5. Stabilitatea pieței asigurărilor

Nivelul ridicat de incertitudine în contextul macroeconomic și geopolitic actual se menține, în continuare, relevant pentru sectorul asigurărilor. Relansarea economică timidă și persistența ratelor ridicate ale inflației peste nivelul anticipat confirmă situația economico-financiară fragilă și adâncesc vulnerabilitățile instituțiilor financiare. Acumularea graduală a riscurilor la nivelul sistemului financiar global generată de crizele suprapuse a condus la o serie de dezechilibre și a culminat cu turbulențele recente din sectorul bancar și colapsul mai multor instituții financiare.

În contextul actual, riscurile macroeconomice și cele de piață se mențin la un nivel ridicat și pot genera implicații profunde la nivelul sectorului asigurărilor.

Creșterea rapidă a ratei inflației, observată pe parcursul anului 2022, poate conduce la majorarea cheltuielilor de achiziție și administrare, în timp ce creșterea prețurilor în special în ceea ce privește anumite subcomponente (piese și reparații auto) determină creșterea valorii daunelor plătite, punând presiune asupra profitabilității societăților de asigurare. Pe de altă parte, majorarea generalizată a prețurilor determină scăderea puterii de cumpărare a populației, cu impact asupra cheltuielilor și economiilor, ceea ce poate determina o contracție a cererii pentru produsele de asigurare.

Creșterea bruscă a randamentelor obligațiunilor guvernamentale determină scăderea valorii de piață a titlurilor de stat aflate în portofoliile asigurătorilor. La nivel local, expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile guvernamentale este semnificativă. Cu toate acestea, deși această dinamică are un impact negativ asupra profitabilității sectorului de asigurări pe termen scurt, pe termen lung reprezintă o oportunitate pentru societăți de a realiza investiții noi cu randamente mai ridicate.

În pofida dinamicii pozitive înregistrate de piețele bursiere pe parcursul primelor 6 luni ale anului curent, se menține riscul unor corecții semnificative ale prețurilor acțiunilor, pe fondul continuării înăsprii politicii monetare de către băncile centrale și a fluxului limitat de credite din economie. Expunerea companiilor autohtone față de acțiuni, însă, se menține la un nivel scăzut, așadar impactul materializării riscului privind scăderea prețului acțiunilor ar fi unul redus la nivel local.

În contextul actual, rămâne de actualitate riscul de lichiditate în ceea ce privește piața asigurărilor. Principalele evoluții macroeconomice coroborate cu vulnerabilitățile existente la nivelul instituțiilor financiare pot conduce la o creștere a riscului de lichiditate pentru asigurători, în special pentru societățile ce practică asigurări generale, ale căror obligații față de asigurați sunt pe termen mai scurt. Pe plan local, se observă o îmbunătățire a lichidității la nivelul pieței asigurărilor generale, indicatorul de lichiditate a crescut față de evaluările anterioare, situându-se la o valoare de circa 3 la finalul lunii mai 2023.

Din perspectiva solvabilității sectorului local de asigurări, în trimestrul I 2023, rata SCR a crescut comparativ cu finalul anului 2022, însă a continuat să se situeze sub nivelul înregistrat la nivel european.

Activitatea de subscriere a înregistrat o dinamică semnificativă în anul 2022 comparativ cu anul precedent, susținută de avansul înregistrat pe segmentul asigurărilor generale (+19%). Primele brute subscrise pentru asigurările de viață au înregistrat un ritm de creștere mai redus (+1%). Evoluțiile pe plan

local sunt similare cu cele înregistrate la nivel european, în sensul în care primele subscrise pentru asigurările generale au crescut, în timp ce segmentul asigurărilor de viață a stagnat. În trimestrul I 2023, volumul de prime brute subscrise și-a atenuat ritmul de creștere față de perioada similară a anului anterior (+2,3% pentru segmentul asigurărilor generale, respectiv o scădere de 0,6% pentru asigurările de viață).

5.1. Piața asigurărilor în context european

Riscurile de natură macroeconomică rămân printre cele mai relevante pentru sectorul asigurărilor. Potrivit Tabloului riscurilor publicat de EIOPA (trimestrul I 2023, ediția din iulie 2023), nivelurile de risc pentru sectorul european al asigurărilor au rămas, în linii mari, constante față de evaluarea anterioară. Toate categoriile de riscuri se situează la nivel mediu, cu excepția riscului macroeconomic, care se menține ridicat.

Față de ediția anterioară (mai 2023), a avut loc o scădere a riscului de piață de la nivel ridicat la mediu, pe fondul reducerii volatilității piețelor de acțiuni și scăderii nepotrivirii duratei dintre active și pasive (*duration mismatch*).

În ceea ce privește riscul de lichiditate, conform EIOPA, deținerile de numerar au crescut, în timp ce rata activelor lichide a scăzut în trimestrul I 2023.

Pe partea de solvabilitate, distribuția ratei SCR a scăzut pentru grupurile de asigurări, în timp ce mediana ratei SCR s-a redus ușor pentru societățile ce practică activitate de asigurări de viață. Mediana ratei SCR pentru societățile ce practică asigurări generale a rămas la un nivel similar în trimestrul I 2023 cu cel înregistrat în trimestrul anterior. Riscurile de profitabilitate și solvabilitate arată o scădere a randamentului investiției pentru asigurătorii de viață în anul 2022, în principal din cauza creșterii mari a pierderilor nerealizate în ceea ce privește instrumentele cu venit fix, ca urmare a creșterii ratelor dobânzilor.

Riscurile legate de factorii de mediu, sociali și de guvernantă (ESG) prezintă o tendință de creștere, expunerea mediană față de activele relevante pentru climă a crescut ușor. Pe de altă parte, ponderea investițiilor asigurătorilor în obligațiuni verzi în totalul obligațiunilor verzi aflate în circulație s-a menținut stabilă comparativ cu trimestrul precedent.

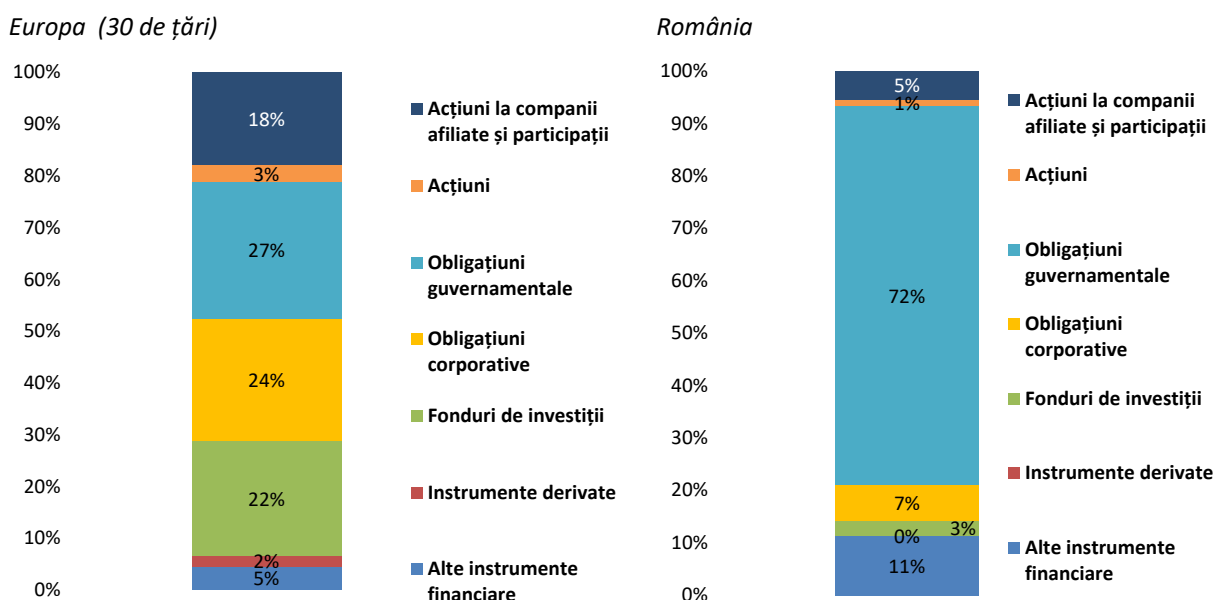
Digitalizarea și riscurile cibernetice prezintă, de asemenea, o tendință de creștere. Frecvența incidentelor cibernetice care afectează toate sectoarele de activitate a crescut față de același trimestru al anului precedent.

Mediul caracterizat prin rate mai mari ale dobânzilor și inflație ridicată afectează profitabilitatea societăților de asigurare prin scăderea valorii de piață a investițiilor asigurătorilor în active sensibile la riscul de rată a dobânzii. Cu toate acestea, pe termen mai lung, realizarea unor investiții noi va genera randamente mai mari, ținând cont de contextul macroeconomic actual.

Din perspectiva structurii investiționale agregate a societăților de asigurare, se observă că atât la nivel european, cât și la nivel local, ponderea cea mai semnificativă este deținută de obligațiuni. Așadar, în trimestrul IV 2022, societățile de asigurare din Europa au orientat circa 52% din plasamente către

investițiile în obligațiuni, în timp ce asigurătorii din România dețin o pondere de 79% a investițiilor în obligațiuni. Dintre acestea, pe plan local, cea mai mare expunere rămâne față de obligațiunile guvernamentale.

Grafic 36 Structura investițională agregată a societăților de asigurare (Trim. IV 2022)

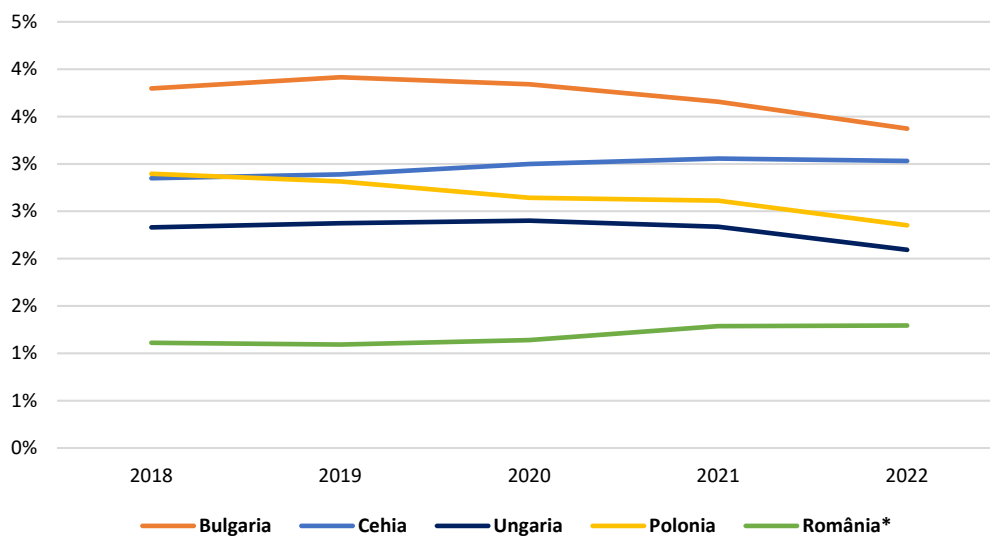


Sursa: EIOPA, calcule ASF

Creșterea semnificativă a datoriei private din ultimii ani, determinată în principal de finanțarea costurilor necesare pentru continuarea activității în timpul pandemiei, și majorarea ratelor dobânzilor au adâncit vulnerabilitățile instituțiilor financiare. Riscul de credit rămâne, așadar, o preocupare în contextul macroeconomic actual, iar expunerea societăților de asigurare față de instituții financiare aflate în dificultate necesită monitorizare pentru atenuarea efectelor negative în ipoteza în care contrapărțile asigurătorilor intră în insolvență. Dacă la nivel european investițiile societăților în obligațiuni corporative dețin o pondere semnificativă în valoarea totală a plasamentelor (24%), la nivel local expunerea asigurătorilor față de această clasă de active este redusă (7%).

Ponderea asigurărilor în PIB, indicator calculat ca raportul dintre valoarea primelor brute subscrise și produsul intern brut (PIB), a înregistrat valori mai reduse pentru piața locală pe parcursul perioadei analizate, comparativ cu alte state din regiune. În cazul României, ponderea asigurărilor în PIB a înregistrat o valoare de circa 1,29% în anul 2022, un nivel similar celui din anul precedent și în creștere comparativ cu 2020 (1,14%). Gradul de penetrare a asigurărilor în PIB a crescut în România pe fondul creșterii semnificative a volumului de prime brute subscrise. Dintre țările din regiunea Europei Centrale și de Est (ECE), cea mai mare valoare a indicatorului a fost înregistrată în Bulgaria (3,4%), urmată de Cehia (3%).

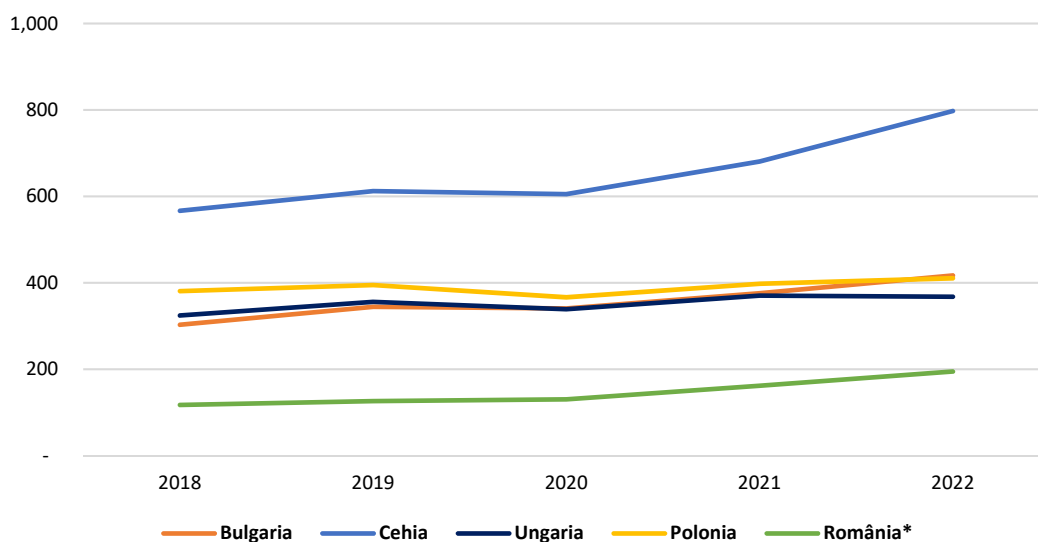
Grafic 37 Ponderea asigurărilor în PIB



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

Densitatea asigurărilor este un indicator care arată cât cheltuiește, în medie, locuitorul unei țări pentru produse de asigurare. În anul 2022, dintre statele dezvoltate, Franța a ocupat prima poziție (4.523 euro/locuitor), fiind urmată de Germania (3.874 euro/locuitor), Austria (2.318 euro/locuitor) și Italia (2.289 euro/locuitor). În cazul României, în anul 2022, densitatea asigurărilor se afla la o valoare de 194 euro/locuitor, în creștere cu circa 20% comparativ cu anul anterior. Dintre țările din regiune, cea mai mare valoare a indicatorului a fost înregistrată în Cehia (797 EUR/locuitor), urmată de Bulgaria (417 EUR/locuitor) și Polonia (410 EUR/locuitor).

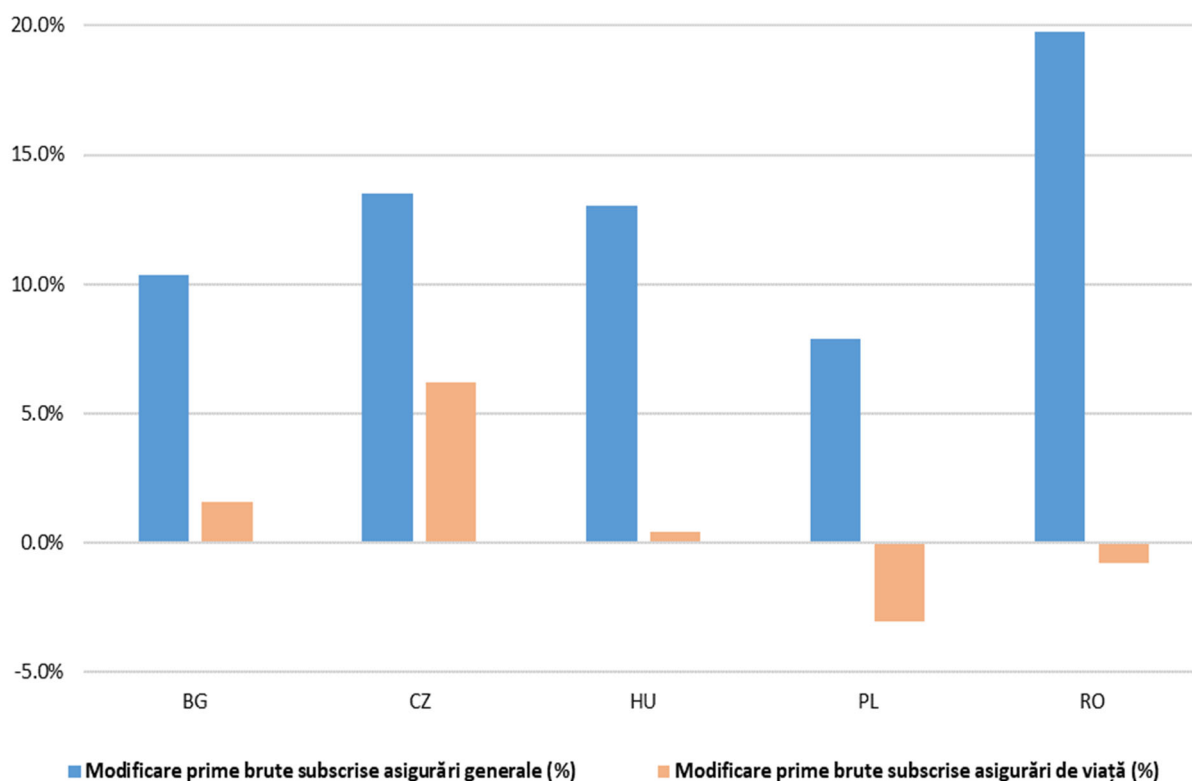
Grafic 38 Densitatea asigurărilor (EUR/locuitor)



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

Conform statisticilor publicate de EIOPA, rata de creștere a volumului de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale a fost de 19,8% în România în anul 2022 comparativ cu anul precedent, în timp ce statele din regiunea ECE au înregistrat rate anuale mai scăzute ca amplitudine.

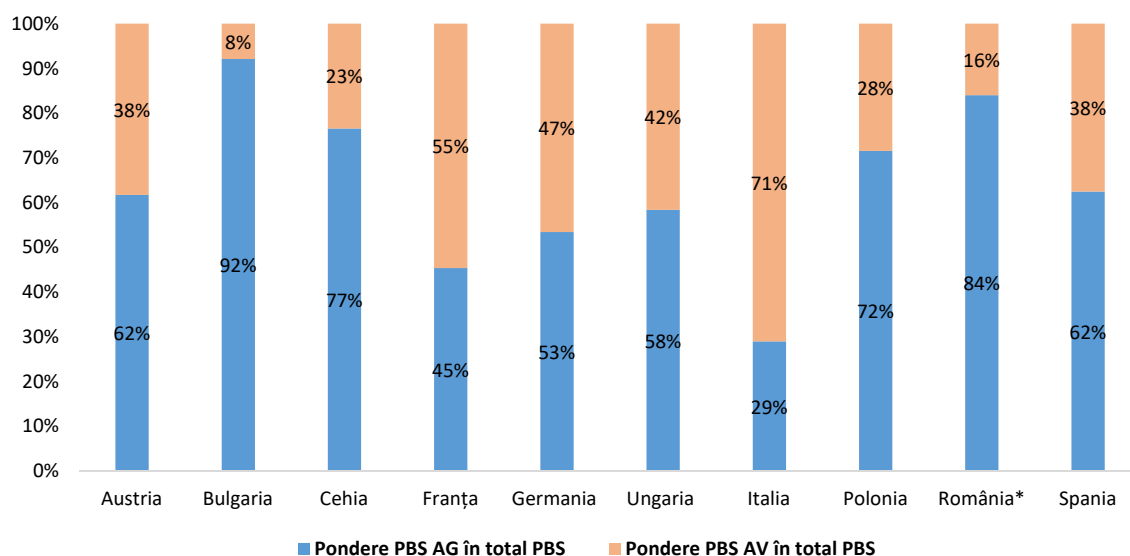
Grafic 39 Modificarea volumului de prime brute subscrise pe categorii de activități în anul 2022 față de 2021



Sursa: EIOPA

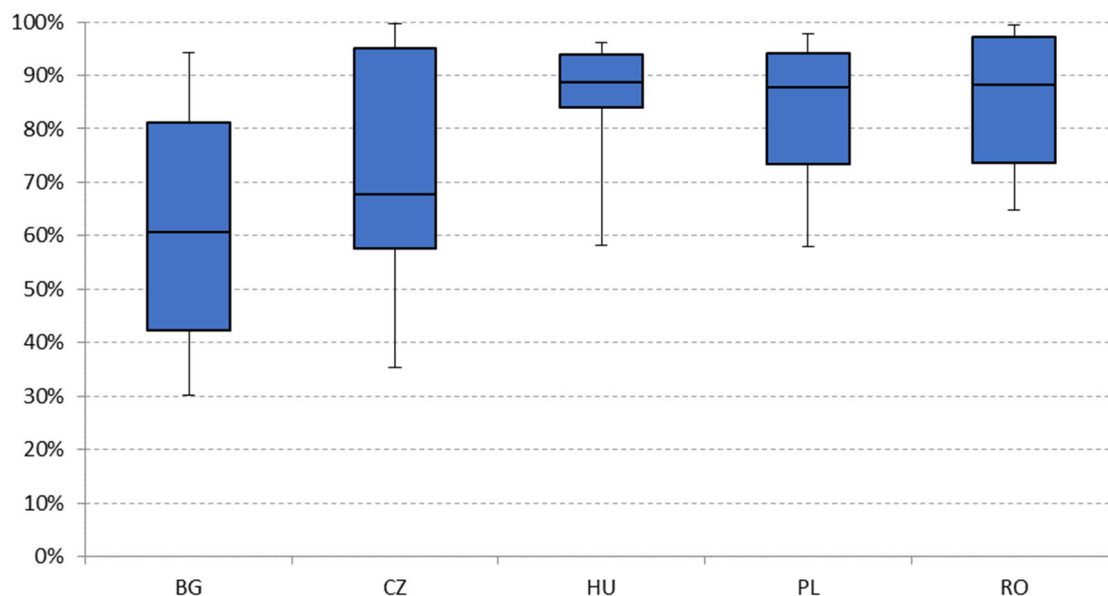
Ponderea activității de asigurări de viață în totalul sectorului de asigurări din România din perspectiva volumului de prime brute subscrise se află la un nivel mai scăzut pe plan local comparativ cu celelalte state analizate din regiune, cu excepția Bulgariei. În anul 2022, ponderea segmentului de asigurări de viață s-a situat la 16% în totalul subscrierilor, pe când ponderea segmentului de asigurări generale a atins nivelul de 84% pe plan local. Din acest punct de vedere, Ungaria deține o structură mai echilibrată a pieței asigurărilor, cu o pondere de 42% a segmentului asigurărilor de viață.

Grafic 40 Structura pieței asigurărilor în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață (Trim. IV 2022)



Sursa: EIOPA, calcule ASF, *date ASF

Grafic 41 Rata activelor lichide (%)

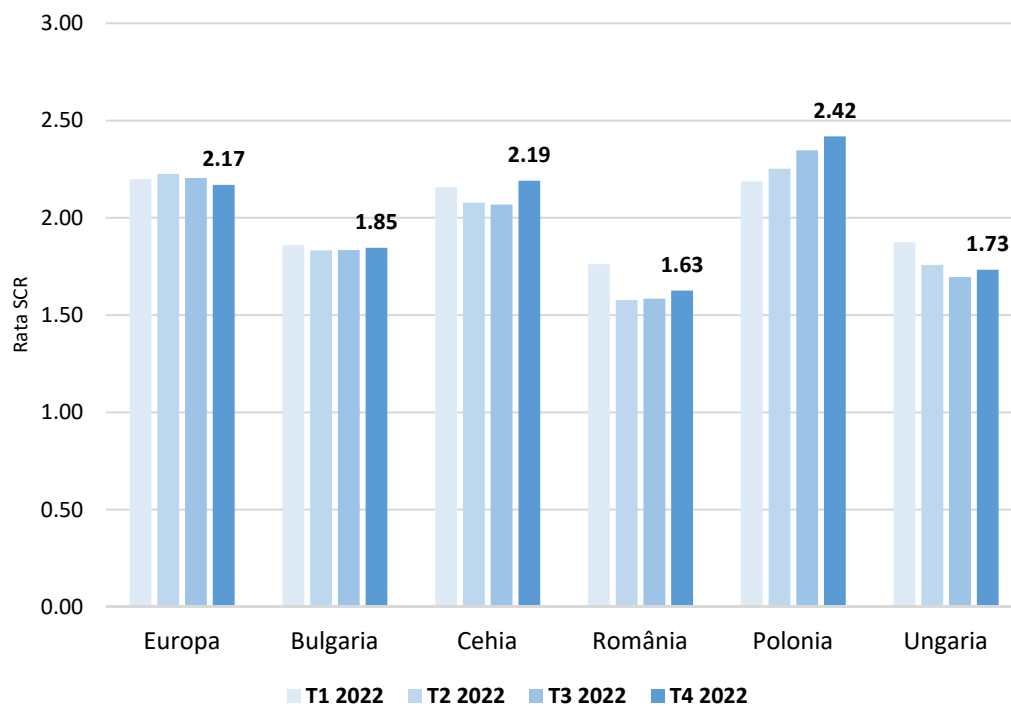


Sursa: EIOPA; graficul arată percentila 10, intervalul intercualtilic, mediana și percentila 90; rata activelor lichide calculată de EIOPA arată ponderea activelor lichide în activele totale (excluzând activele deținute pentru contractele unit-linked). Rata este calculată prin aplicarea diferitelor ponderi (de la 100% pentru numerar la 0% pentru activele necorporale) la diferite active în funcție de profilul lor de lichiditate.

Conform raportului de stabilitate financiară publicat de EIOPA (iunie 2023), rata activelor lichide aferente societăților de asigurare s-a menținut stabilă de-a lungul anilor, însă variază considerabil între țările spațiului economic european (SEE). Valoarea mediană era de aproximativ 46% la sfârșitul anului

2022. Conform EIOPA, societățile de asigurare din Croația, Ungaria, Polonia și România dețineau active relativ mai lichide, având distribuțiile mult peste mediana SEE.

Grafic 42 Ratele cerinței de capital de solvabilitate (SCR) (Trim. IV 2022)



Sursa: EIOPA

În ceea ce privește solvabilitatea sistemului european de asigurări, conform statisticilor publicate, rata SCR la nivelul pieței asigurărilor din cele 30 de țări ce raportează către EIOPA s-a situat la un nivel de 2,17%, iar mediana ratei SCR se afla la o valoare de 2,08% în trimestrul IV 2022. În pofida tendinței pozitive, de ușoară creștere, înregistrate în perioada T2 – T4 2022, rata SCR pe plan local continuă să se situeze sub media europeană.

5.2. Entități relevante sistemic

Valoarea cumulată a activelor companiilor de asigurare la 31 decembrie 2022 pentru toată piața de asigurări era de aproximativ 1,8% din PIB.

Tabel 4 Dimensiunea sectorului de asigurări din România (active totale raportate la PIB)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Societăți de asigurare	2,3%	2,5%	2,3%	2,2%	2,1%	2,3%	2,1%	1,8%

Sursa: ASF, INS, calcule ASF

Dimensiunea societăților de asigurare

Dimensiunea activității de asigurare din România este evaluată periodic prin prisma următorilor indicatori:

- primele brute subscrise;
- activele;
- indemnizațiile brute plătite;
- numărul de contracte încheiate.

Tabel 5 Activele totale (milioane lei) evaluate conform regimului Solvabilitate II și ponderea activelor în PIB în perioada 2021 - 2022

Societate	AT T4 2021	%PIB 2021	AT T4 2022	%PIB 2022
NN ASIGURARI DE VIATA	4.656	0,4%	4.206	0,3%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI	3.506	0,3%	4.083	0,3%
GROUPAMA ASIGURARI	2.299	0,2%	3.926	0,3%
OMNIASIG VIENNA INSURANCE GROUP	2.090	0,2%	2.528	0,2%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP	1.672	0,1%	1.847	0,1%
EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE	2.597	0,2%	1.712*	0,1%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP	1.845	0,2%	1.610	0,1%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE	1.472	0,1%	1.565	0,1%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE	729	0,1%	941	0,1%
UNIQA ASIGURARI	772	0,1%	743	0,1%
Total 1 – 10	21.639	1,8%	23.161	1,6%
Total societăți**	24.325	2,0%	26.048	1,8%

*Sursa: ASF; activele totale conform regimului Solvabilitate II; * date la 30.09.2022, conform ajustărilor ASF; ** nu este inclusă societatea Gerroma;*

Valoarea activelor totale aferente celor 25 de societăți de asigurare autorizate și reglementate de ASF (conform Solvabilitate II) a fost de 26 miliarde lei în anul 2022, în creștere cu 7% comparativ cu 2021. Ca pondere în PIB, valoarea cumulată a activelor totale a scăzut, pe fondul creșterii mai rapide a PIB-ului comparativ cu dinamica înregistrată de activele asigurătorilor.

Cu toate acestea, având în vedere rezultatele acțiunilor de supraveghere și control derulate de ASF în ceea ce privește societatea Euroins România pentru data de referință 30.09.2022, referitoare la supraevaluarea activelor de către societate, există rezerve cu privire la acuratețea datelor raportate de societate și pentru 31.12.2021.

Tabel 6 Clasamentul primelor 10 companii din perspectiva volumului de prime brute subscrise în perioada 2021 - 2022

Societate	PBS (mil. lei)	%PIB	PBS (mil. lei)	%PIB
	2021	2021	2022	2022
GROUPAMA ASIGURARI	1.629	0,1%	2.974	0,2%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI	2.035	0,2%	2.879	0,2%
EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE	2.195	0,2%	2.781	0,2%
CITY Insurance	1.850	0,2%	-	0,0%
OMNIASIG VIG	1.611	0,1%	2.120	0,2%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP	828	0,1%	1.148	0,1%
NN ASIGURARI DE VIATA	941	0,1%	970	0,1%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE	771	0,1%	907	0,1%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE	245	0,0%	536	0,0%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP	408	0,0%	460	0,0%
UNIQA ASIGURARI	384	0,0%	382	0,0%
Total clasament	12.896	1,1%	15.157	1,1%
TOTAL	14.241	1,2%	16.508	1,2%

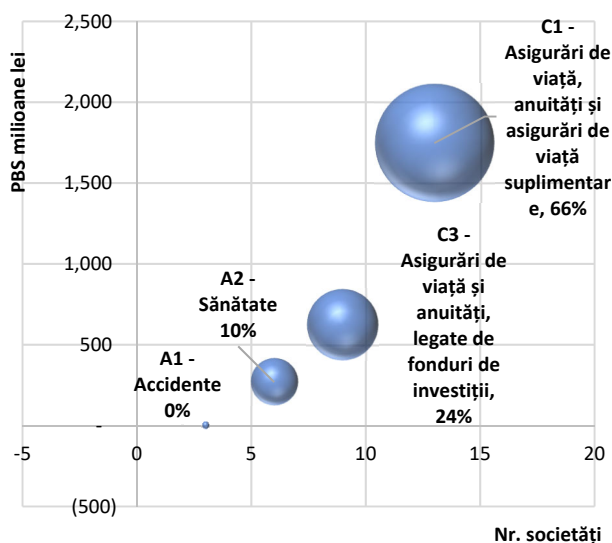
Sursa: ASF

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

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

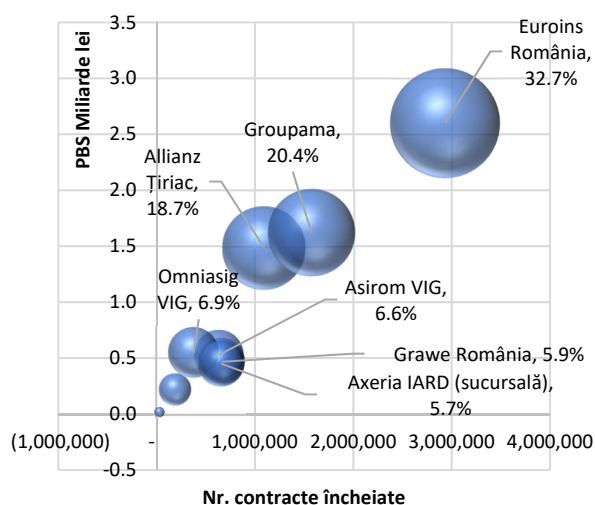
- piața asigurărilor de viață;
- piața RCA;
- piața CASCO (clasa A3);
- piața asigurărilor de garanții (clasa A15).

Grafic 43 Dimensiunea pieței asigurărilor de viață în funcție de clasele de asigurare la 31 decembrie 2022



Sursa: ASF

Grafic 44 Dimensiunea pieței asigurărilor de răspundere civilă auto (RCA) la 31 decembrie 2022



În mod particular, analiza caracteristicilor pieței RCA și a indicatorilor companiilor prezente pe această piață evidențiază poziția semnificativă pe piață și relevanța ridicată, cel puțin din perspectivă sectorială, a societăților Groupama Asigurări și Allianz Tiriac.

Piața asigurărilor auto facultative este caracterizată, de asemenea, de un grad ridicat de concentrare, în care primele trei societăți din perspectiva volumului de prime brute subscrise cumulează o cotă de piață de 73%. Așadar, se remarcă prezența semnificativă pe acest segment a societăților Omnisig VIG, Groupama Asigurări și Allianz Tiriac Asigurări.

Tabel 7 Clasamentul societăților de asigurare în funcție de volumul de prime brute subscrise la nivelul pieței CASCO în anul 2022

Nr. crt.	Societate	Cota de piață
1	OMNIASIG VIG	30,9%
2	GROUPAMA ASIGURARI	26,6%
3	ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI	15,8%
4	GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE	10,1%
5	ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP	8,1%
TOTAL (1-5)		91,4%
6	UNIQA ASIGURARI	4,8%
7	ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI	1,4%
8	EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE	0,9%
9	GARANTA ASIGURARI	0,7%
10	SIGNAL IDUNA ASIGURARI (FOSTA ERGO ASIGURARI)	0,4%
TOTAL (1-10)		99,6%
Alte societăți		0,4%
TOTAL		100,0%

Sursa: ASF

Pe piața asigurărilor de garanții, societatea Onix Asigurări, autorizată și reglementată de ASF, deține o pondere de 46% din perspectiva primelor brute subscrise. Cu toate acestea, societatea își concentrează activitatea în principal pe alte piețe din Uniunea Europeană (în special Spania și Italia), iar volumul primelor brute subscrise de Onix Asigurări pe teritoriul României a fost unul redus, de circa 6,9 milioane lei, în anul 2022.

La 31 decembrie 2022, 12 societăți de asigurare desfășoară activitate pe piața asigurărilor de garanții.

Tabel 8 Dimensiunile pieței asigurărilor de garanții (clasa A15) la 31 decembrie 2022

Nr. crt.	Societate	Nr. contracte noi	Cotă piață PBS
1.	ONIX ASIGURARI	1.932	45,9%
2.	EXIM ROMANIA	10.430	14,0%
3.	ABC ASIGURARI - REASIGURARI	32.216	13,1%
4.	EUROINS ROMANIA	23.808	9,6%
5.	ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI	1.179	4,7%
6.	OMNIASIG VIG	1.740	4,1%
7.	ASITO KAPITAL	7.247	3,4%
8.	GROUPAMA ASIGURARI	3.399	3,2%
9.	ASIROM VIG	519	1,5%
10.	ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI	-	0,5%
Total 1 - 10		82.470	99,9%
11.	GENERALI ROMANIA	16	0,1%
12.	GARANTA ASIGURARI	91	0,0%
TOTAL		82.577	100,0%

Sursa: ASF

5.3. Solvabilitatea pieței asigurărilor

Număr asigurători autorizați și supravegheați de ASF

La 31 decembrie 2022 activau pe piața asigurărilor 26 de societăți de asigurare, autorizate și reglementate de ASF, dintre care 13 au practicat numai activitate de asigurări generale („AG”), 7 au practicat numai activitate de asigurări de viață („AV”) și 6 au practicat activitate compozită. În cursul lunii martie 2023, ASF a retras autorizația de funcționare a societății Euroins România, ca urmare a nerespectării cerințelor de capital și nerestabilirii în conformitate cu legislația aplicabilă a nivelului adecvat al fondurilor proprii eligibile să acopere cerințele de capital.

În anul 2022, societățile de asigurare autorizate și reglementate de ASF au subscris prime brute în valoare de aproximativ 16,5 miliarde lei, înregistrând o rată de creștere de 16% față de valoarea subscrisă în anul anterior (circa 14,2 miliarde lei).

Pe de altă parte, asigurătorii au plătit despăgubiri brute în valoare totală de circa 7,8 miliarde lei în anul 2022, în creștere comparativ cu 2021 (7,6 miliarde lei). De asemenea, alte categorii de cheltuieli efectuate de asigurători în anul 2022 (incluzând cheltuielile administrative, de achiziție, cu soluționarea daunelor și managementul investițiilor) au fost în sumă totală de circa 5,3 miliarde lei în anul 2022, cu 10% mai mari comparativ cu 2021 (4,8 miliarde lei).

Totodată, Fondul de Garantare a Asiguraților a efectuat plăți în valoare totală de 655 milioane lei în anul 2022.

Tabel 9 Evoluția cotelor de piață aferente societăților autorizate și reglementate de ASF

	2019	2020	2021	2022
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	9.9%	9.2%	11.4%	18.0%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	12.4%	11.4%	14.3%	17.4%
EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	11.6%	11.4%	15.4%	16.8%
OMNIASIG VIG	11.9%	12.0%	11.3%	12.8%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	5.0%	5.5%	5.8%	7.0%
NN ASIGURARI DE VIATA SA	7.5%	7.4%	6.6%	5.9%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	6.4%	5.4%	5.4%	5.5%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	1.2%	1.6%	2.1%	3.2%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	3.4%	3.2%	2.9%	2.8%
UNIQA ASIGURARI S.A.	3.4%	3.2%	2.7%	2.3%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	2.7%	2.1%	2.5%	1.4%
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	0.9%	1.1%	1.0%	1.2%
POOL-UL DE ASIGURARE P.A.I.D.	1.4%	1.4%	1.2%	1.1%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA SA	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%
ONIX ASIGURARI S.A.	0.5%	1.4%	1.0%	0.8%
ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI S.A. (FOSTA ERGO ASIGURARI S.A.)	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
EXIM ROMANIA S.A.	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%
ABC ASIGURARI - REASIGURARI S.A.	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
GARANTA ASIGURARI S.A.	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
ASITO KAPITAL S.A.	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EUROLIFE FFH ASIGURARI GENERALE S.A.	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
EUROLIFE FFH ASIGURARI DE VIATA S.A.	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI DE VIATA S.A. (FOSTA ERGO ASIGURARE S.A.)	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%
NN ASIGURARI S.A.	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
GERMAN ROMANIAN ASSURANCE S.A.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CERTASIG - SOCIETATE DE ASIGURARE REASIGURARE SA	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
CITY INSURANCE S.A.	17.4%	20.1%	13.0%	0.0%

Sursa: ASF; legendă: societăți compozite; societăți asigurări generale; societăți asigurări de viață; societăți City Insurance i s-a retras autorizația de funcționare în cursul lunii septembrie 2021

Societatea Groupama Asigurări ocupa poziția de lider al pieței asigurărilor din România, cu o cotă de piață de 18% în anul 2022. O analiză a evoluției cotei de piață aferente societății arată avansul înregistrat în ceea ce privește volumul de prime brute subscrise în anul 2022 comparativ cu perioadele anterioare, cu o creștere a cotei de piață de 6,6 pp. Datele aferente trimestrului I 2023 confirmă menținerea poziției de lider a societății Groupama Asigurări (18,9%), urmată de Allianz Tiriac Asigurări (17,9%).

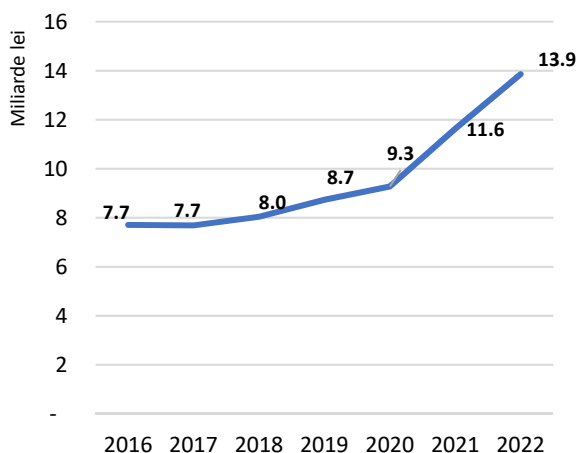
Prime brute subscrise (PBS) – asigurări generale (AG)

Primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale s-au situat la un volum de 13,9 miliarde lei în anul 2022, ceea ce indică un avans semnificativ, de 2,2 miliarde lei (+19%), comparativ cu valoarea subscrierilor înregistrate în anul 2021.

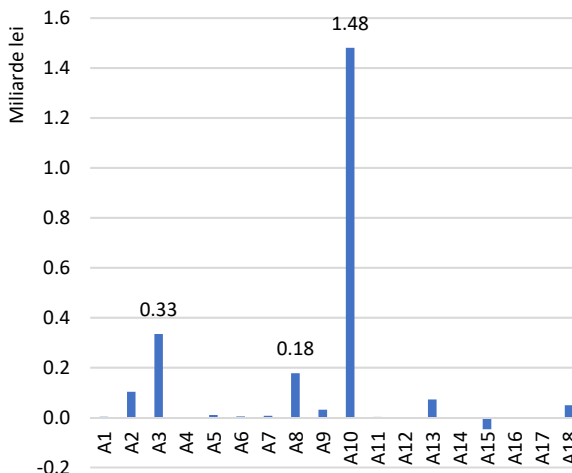
O analiză mai detaliată pe clase de asigurare arată că această dinamică a fost influențată în principal de creșterea semnificativă a primelor brute subscrise pentru clasa A10 (RCA și CMR), ținând cont de cele mai recente evoluții de pe piața asigurărilor din România. Se observă, astfel, că volumul primelor brute subscrise pentru segmentul asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto (inclusiv CMR) a crescut cu 1,5 miliarde lei, de la 6,1 miliarde lei la 7,6 miliarde lei în anul 2022, ceea ce reflectă inclusiv creșterea prețurilor polițelor RCA practicate de societățile de asigurare în perioada analizată.

Grafic 45 Valoarea primelor brute subscrise (AG)

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



Modificări ale volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurări generale (mld. lei) în anul 2022 comparativ cu 2021



Sursa: ASF

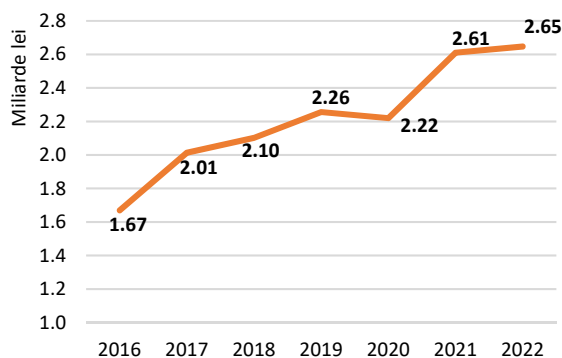
Prime brute subscrise (PBS) – asigurări de viață (AV)

Primele brute subscrise la nivelul întregii piețe de asigurări de viață s-au situat la o valoare de 2,65 miliarde lei în anul 2022, creșterea modestă (+1% față de 2021) fiind susținută de avansul înregistrat de volumul subscrierilor pentru asigurările de viață tradiționale (clasa C1, în creștere cu 87 milioane lei față de anul 2021) și pentru asigurările de sănătate (clasa A2, în creștere cu 70 milioane lei) practicate de societățile ce desfășoară activitate de asigurări de viață.

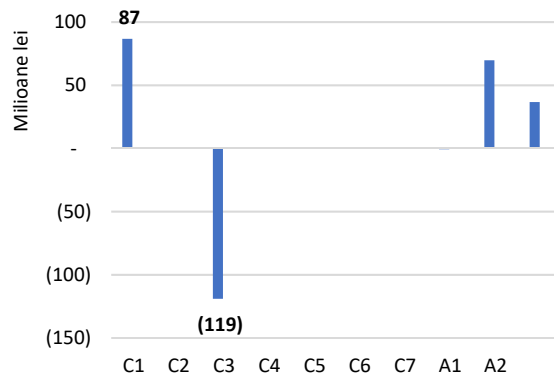
Creșterea volumului primelor brute subscrise pentru cele 2 clase a fost contrabalansată de scăderea valorii PBS pentru asigurările cu componentă investițională (clasa C3, în scădere cu aproximativ 119 milioane lei comparativ cu 2021).

Grafic 46 Valoarea primelor brute subscrise (AV)

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



Modificări ale volumului de prime brute subscrise în anul 2022 comparativ cu 2021 pe clase de asigurări de viață (mil. lei)



Sursa: ASF

Fonduri proprii eligibile să acopere cerințele de capital

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

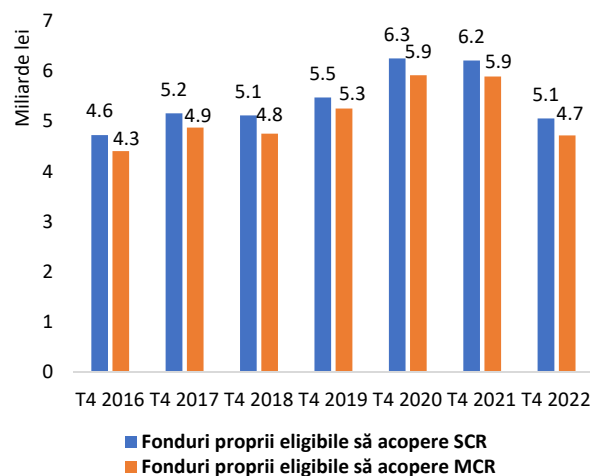
La finalul trimestrului IV 2022, excedentul activelor față de obligații la nivelul întregii piețe a asigurărilor se situa la 4,8 miliarde lei, în scădere cu 21% comparativ cu 31 decembrie 2021. Scăderea a avut loc în principal ca urmare a deficitului de active față de obligații, de peste -1,5 miliarde lei, al societății Euroins România la 30.09.2022, constatat de ASF în urma derulării unor acțiuni de supraveghere și control.

Grafic 47 Dinamica activelor față de datorii. Valoarea fondurilor proprii eligibile

Excedentul activelor față de datorii (mld. lei)

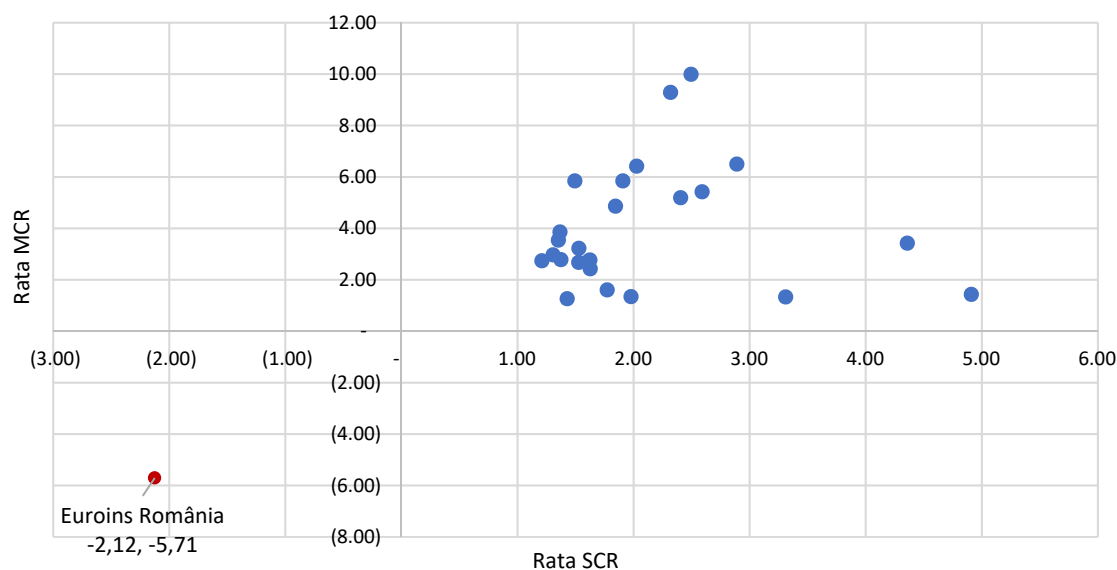


Valoarea fondurilor proprii eligibile care acoperă cerințele de capital (mld. lei)



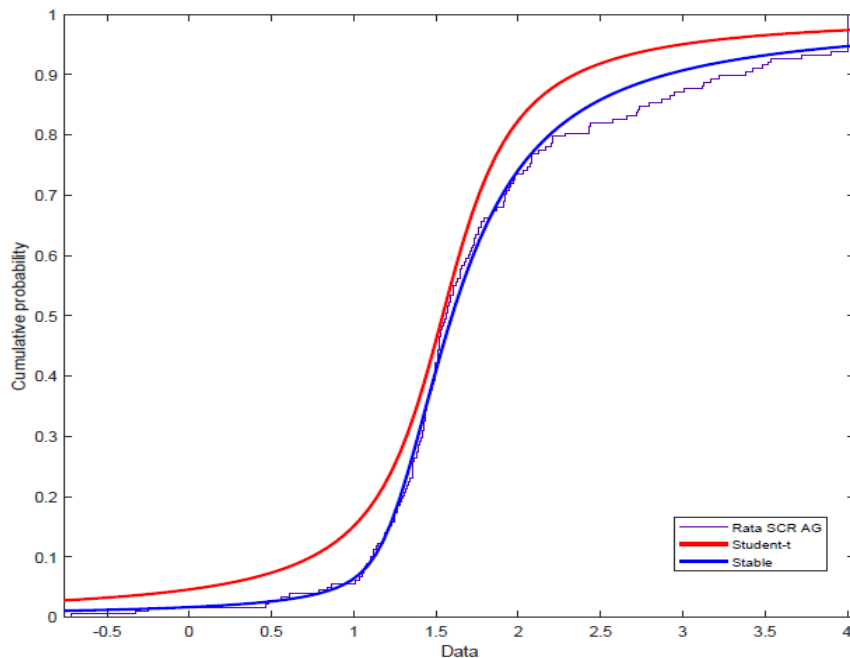
Sursa: ASF; sunt incluse datele societății Euroins la 30.09.2022, conform ajustărilor efectuate de ASF în urma acțiunilor de supraveghere și control

Grafic 48 Ratele de acoperire a cerințelor de capital (rata SCR și rata MCR) pe societăți de asigurare în anul 2022



Sursa: ASF; sunt incluse datele societății Euroins la 30.09.2022, conform ajustărilor efectuate de ASF în urma acțiunilor de supraveghere și control

Grafic 49 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică activitate de asigurări generale



Sursa: calcule ASF; N= 178

Media distribuției ratelor SCR aferente societăților ce practică activitate de asigurări generale în perioada 2016 – 2022 (frecvență semestrială, 178 observații) s-a situat la 154%.

Șapte societăți au înregistrat o rată SCR în trimestrul I 2023 situată la cel puțin 0,16 deviații standard peste medie, ceea ce arată o îmbunătățire a solvabilității asigurătorilor respectivi comparativ cu media pe termen lung.

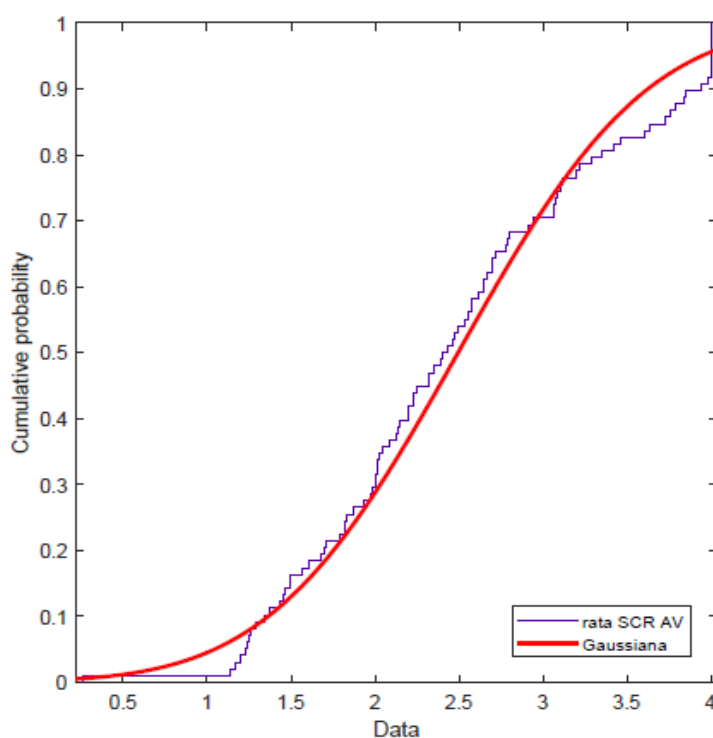
Pe de altă parte, patru societăți au înregistrat rate SCR situate sub media pe termen lung, începând de la circa 0,1 deviații standard sub medie. Cea mai mare abatere de la media pe termen lung, în sensul

scăderii ratei SCR, s-a constatat în cazul unei societăți a cărei rată se situează la 0,85 deviații standard sub medie.

Indicele de stabilitate al distribuției stabile (exponentul de coadă sau exponentul caracteristic) ia, în general, valori între 0 și 2 și arată viteza cu care cozile distribuției se diminuează. Cu cât valoarea parametrului α este mai redusă, cu atât frecvența și dimensiunea evenimentelor extreme sunt mai mari. În cazul de față, parametrul α ia valori ce depășesc ușor nivelul de 1, ceea ce indică o medie a distribuției egală cu parametrul μ (151%).

Parametrul de asimetrie, β , ia valori între -1 și 1. Având în vedere că pentru distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică activitate de asigurări generale, parametrul β se situează la o valoare de 0,64, valoarea pozitivă a parametrului indică faptul că distribuția este înclinată spre dreapta.

Grafic 50 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică activitate de asigurări de viață



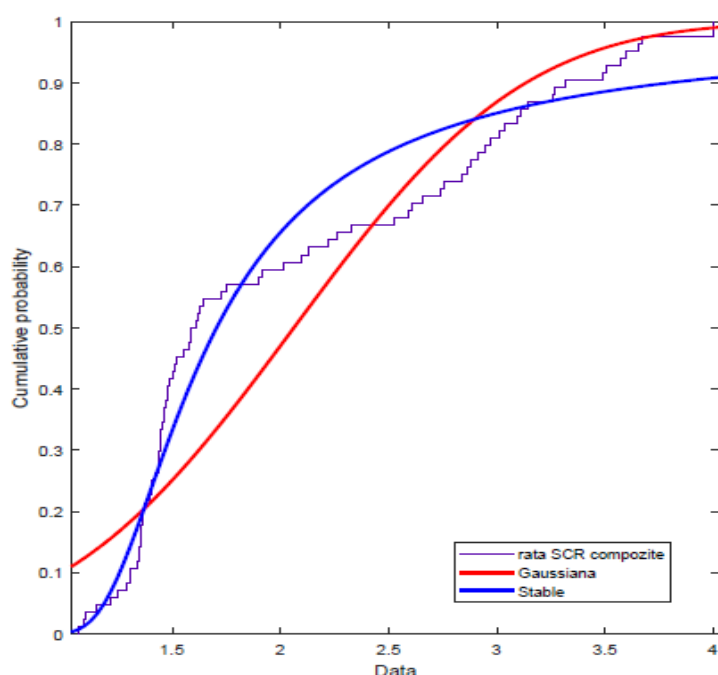
Sursa: calcule ASF; N= 98

Media distribuției ratelor SCR aferente societăților ce practică activitate de asigurări de viață în perioada 2016 – 2022 (frecvență semestrială: 98 observații) s-a situat la 249%.

Dintre cele șapte societăți autorizate de ASF să practice activitate de asigurări de viață, patru societăți au înregistrat în trimestrul I 2023 o rată SCR situată sub media pe termen lung a distribuției ratelor SCR. Așadar, în cazul celor patru asigurători se constată o înrăutățire a ratei de solvabilitate comparativ cu media pe termen lung. Pe de altă parte, trei societăți au înregistrat rate SCR aflate cu cel puțin 0,1 deviații standard peste media pe termen lung.

Cea mai mare abatere de la media pe termen lung, în sensul scăderii ratei SCR, a fost înregistrată de o societate de asigurări de viață a cărei rată în trimestrul I 2023 se situează la 1,3 deviații standard sub medie.

Grafic 51 Distribuția ratelor SCR aferente societăților compozite



Sursa: calcule ASF; N= 84

Dacă luăm în considerare ratele SCR aferente societăților compozite în perioada 2016 – 2022 (frecvență semestrială; 84 observații), observăm că probabilitatea asociată înregistrării unei rate SCR subunitare s-a situat la sub 10%.

Media distribuției ratelor SCR aferente societăților compozite în perioada 2016 – 2022 (frecvență semestrială: 84 observații) s-a situat la 206%.

Cinci dintre cele șase societăți compozite au înregistrat rate SCR în trimestrul I 2023 situate la cel puțin 0,7 deviații standard sub media pe termen lung.

Așadar, o singură societate compozită a înregistrat o îmbunătățire în ceea ce privește solvabilitatea în trimestrul I 2023 comparativ cu media pe termen lung a distribuției ratelor SCR, cu o rată situată la circa 0,5 deviații standard peste medie.

Utilizând distribuția stabilă pentru ratele SCR aferente societăților compozite, estimările parametrilor specifici (α - indicele de stabilitate și β – parametrul de asimetrie) arată valori apropiate de 1 pentru ambii parametri. Așadar, în cazul de față, distribuția ratelor SCR pentru societățile compozite este apropiată de un caz particular al distribuției stabile: distribuția Landau.

Rezerve tehnice

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

La finalul anului 2022, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare totală de 23,63 miliarde lei²⁴, în creștere cu circa 15% față de finele anului 2021 (20,56 miliarde lei), repartizate pe cele două categorii de asigurare, după cum urmează:

- rezervele tehnice brute constituite pentru asigurările generale au înregistrat un volum de 14,47 miliarde lei, reprezentând 61% din totalul rezervelor tehnice;
- pentru asigurări de viață, societățile au constituit rezerve în valoare de 9,16 miliarde lei, nivel aferent unei ponderi de 39% din totalul rezervelor tehnice.

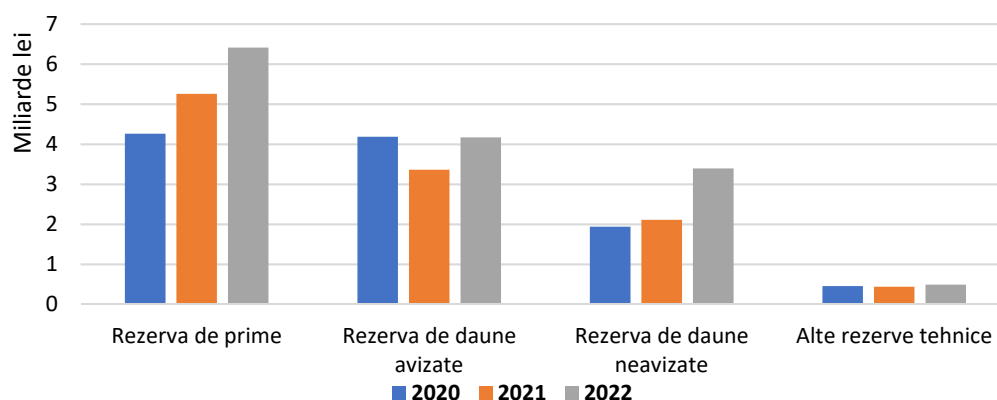
La 31 martie 2023, valoarea rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare care derulau activitate la data de referință²⁵ era de 21,5 miliarde lei. Valoarea rezervelor tehnice brute la finalul lunii martie 2023 era inferioară celei de la sfârșitul anului 2022, ca urmare a ieșirii de pe piață a societății Euroins România. Dacă excludem însă datele societății și la finalul anului 2022, pentru comparabilitate, valoarea rezervelor tehnice brute constituite de societățile ce desfășoară activitate în prezent pe piață era de 20,3 miliarde lei.

Rezerve tehnice constituite pentru asigurări generale

Pentru activitatea de asigurări generale, la sfârșitul anului 2022, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare de 14,5 miliarde lei²⁶.

Dacă excludem rezervele tehnice brute aferente societății Euroins România, valoarea rezervelor constituite de societățile ce desfășoară activitate în prezent pe piața asigurărilor din România era de 11,1 miliarde lei, în timp ce la finalul lunii martie 2023, acestea se situau la un nivel de circa 12 miliarde lei.

Grafic 52 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF; sunt incluse rezervele tehnice brute ale societății Euroins la 30.09.2022, conform ajustărilor efectuate de ASF în urma acțiunilor de supraveghere și control

²⁴ Pentru societatea Euroins România au fost luate în calcul datele la 30.09.2022 pentru a include ajustările ASF rezultate în urma activității de supraveghere și control.

²⁵ Nu sunt incluse rezervele tehnice brute aferente societății Euroins România

²⁶ Sunt incluse rezervele tehnice brute ale societății Euroins la 30.09.2022, conform ajustărilor efectuate de ASF în urma activităților de supraveghere și control

Tabel 10 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurările generale la 31.12.2022

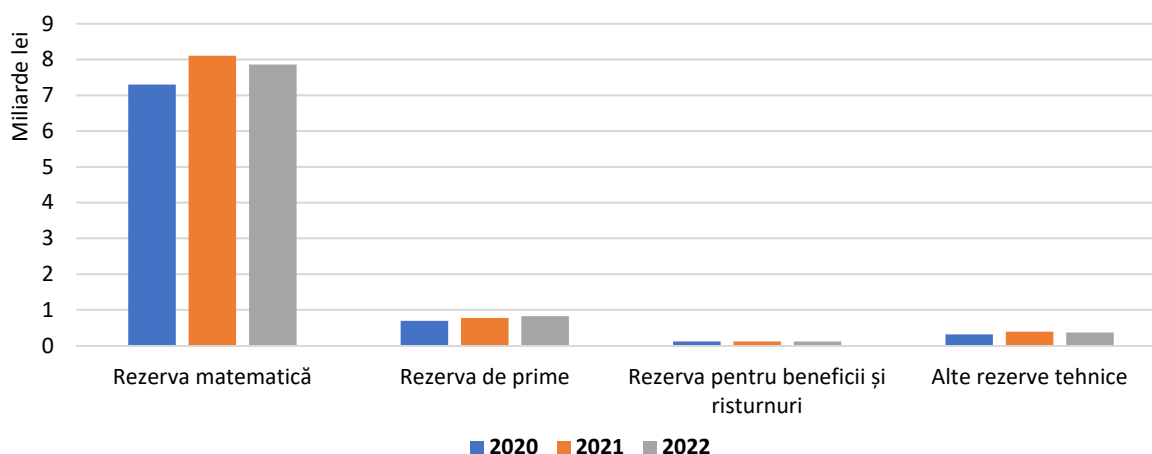
	31.12.2022	Pondere în total	A10	A3	A8	Pondere clase semnificative
	Mil. lei	(%)	Mil. lei	Mil. lei	Mil. lei	(%)
Rezerva de prime	6.412	44%	3.240	1.584	749	87%
Rezerva de daune avizate	4.169	29%	2.349	761	445	85%
Rezerva de daune neavizate	3.395	23%	3.029	113	74	95%
Alte rezerve tehnice	495	3%	8	106	279	79%
Total rezerve	14.471	100,0%	8.625	2.565	1.548	88%

Sursa: ASF; sunt incluse rezervele tehnice brute ale societății Euroins la 30.09.2022, conform ajustărilor efectuate de ASF în urma acțiunilor de supraveghere și control

Rezerve tehnice constituite pentru asigurări de viață

Pentru activitatea de asigurări de viață, la data de 31.12.2022, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare de 9,16 miliarde lei.

Grafic 53 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

Tabel 11 Structura rezervelor tehnice brute pentru categoria asigurărilor de viață la data de 31.12.2022

	31.12.2022 (mil. lei)	Pondere în total (%)
Rezerva de prime	821	9%
Rezerva matematică	7.858	86%
Rezerva de beneficii și risturnuri	116	1%
Alte rezerve tehnice	364	4%
Total rezerve tehnice aferente asigurărilor de viață	9.159	100,00%

Sursa: ASF

Reasigurare

Asigurări generale

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

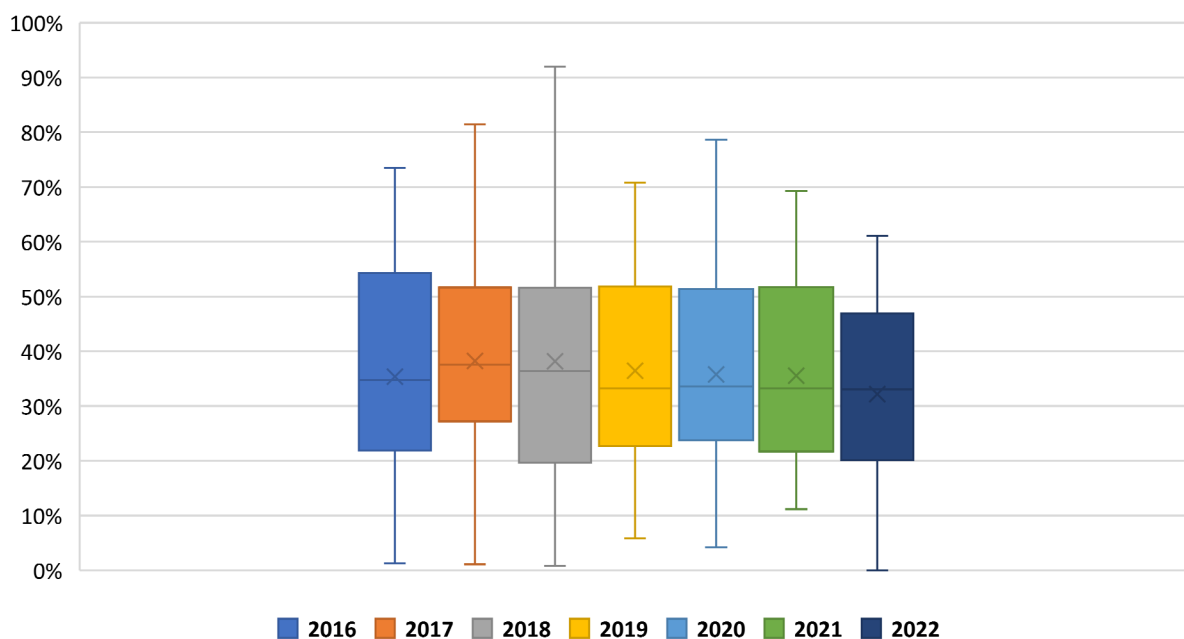
La finalul lunii decembrie 2022, aproximativ 33% din primele brute subscrise au fost cedate în reasigurare, nivelul fiind în scădere comparativ cu perioada 2016 - 2021.

Tabel 12 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2016 - 2022 pentru activitatea de asigurări generale

Perioada	PBS (lei)	Prime nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare (%)
2016	7.711.487.926	5.107.110.220	66,2%	33,8%
2017	7.688.478.353	4.768.913.085	62,0%	38,0%
2018	8.042.071.138	4.854.789.137	60,4%	39,6%
2019	8.734.210.208	5.426.479.935	62,1%	37,9%
2020	9.276.298.576	5.549.407.679	59,8%	40,2%
2021	11.630.849.176	7.521.877.687	64,7%	35,3%
2022	13.859.994.108	9.242.937.544	66,7%	33,3%

Sursa: ASF

Grafic 54 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2016 – 2022 pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF

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

Indicator al dimensiunii programelor de reasigurare derulate de societăți și, implicit, al transferului riscurilor, gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări generale a variat între 0% (în cazul unei societăți ce practică doar asigurări generale, cu cotă de piață redusă) și 61% (valoarea maximă) în anul 2022. Din perspectiva indicatorilor statistici ce arată tendința centrală a seriei, se observă că, în perioada 2019 – 2022, mediana gradului de cedare în reasigurare nu a variat semnificativ, menținându-se la valori similare pe tot parcursul intervalului menționat, în timp ce valoarea medie a scăzut ușor.

Asigurări de viață

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

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

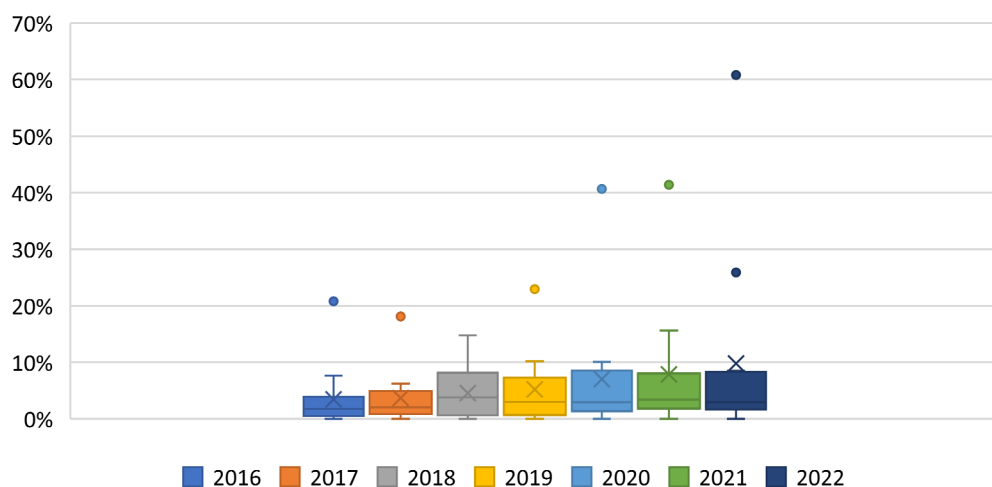
Tabel 13 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2016 - 2022 pentru activitatea de asigurări de viață

Perioada	Prime brute subscrise (lei)	Prime nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare
2016	1.669.447.247	1.609.342.959	96,4%	3,6%
2017	2.013.265.250	1.927.259.324	95,7%	4,3%
2018	2.102.455.293	1.988.520.144	94,6%	5,4%
2019	2.256.015.186	2.106.855.807	93,4%	6,6%
2020	2.219.296.835	2.047.536.678	92,3%	7,7%
2021	2.610.269.095	2.396.932.537	91,8%	8,2%
2022	2.646.990.610	2.359.998.726	89,2%	10,8%

Sursa: ASF

Gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări de viață a variat între 0% (pentru o societate care nu a transferat riscurile prin reasigurare, asigurător ce deține o cotă de piață de circa 8% pe segmentul asigurărilor de viață) și 61% (valoarea maximă înregistrată) în anul 2022.

Grafic 55 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2016 – 2022 pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

5.4. Lichiditatea pieței asigurărilor

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

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

La 31 decembrie 2022, indicatorul de lichiditate pentru fiecare dintre categoriile de asigurări, precum și elementele care contribuie la formarea acestuia au înregistrat următoarele valori:

Tabel 14 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 31 decembrie 2022

	Titluri de stat (mil. lei)	Obligațiuni municipale (mil. lei)	Valori mobiliare tranzacționate (mil. lei)	Depozite (mil. lei)	Cont curent și Casierie (mil. lei)	Obligații pe termen scurt (mil. lei)	Indicator de lichiditate
AG*	7.584	32	726	1.663	633	4.176	2,55
AV	4.152	50	1.432	227	130	1.749	3,43

Sursa: ASF; *sunt incluse și datele raportate de către societatea Euroins România pentru 31 decembrie 2022

Tabel 15 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 31 decembrie 2021

	Titluri de stat (mil. lei)	Obligațiuni municipale (mil. lei)	Valori mobiliare tranzacționate (mil. lei)	Depozite (mil. lei)	Cont curent și casierie (mil. lei)	Obligații pe termen scurt (mil. lei)	Indicator de lichiditate
AG*	6.052	27	593	866	341	3.362	2,34
AV	4.420	60	1.618	249	228	1.671	3,94

Sursa: ASF; *sunt incluse și datele raportate de către societatea Euroins România pentru 31 decembrie 2021

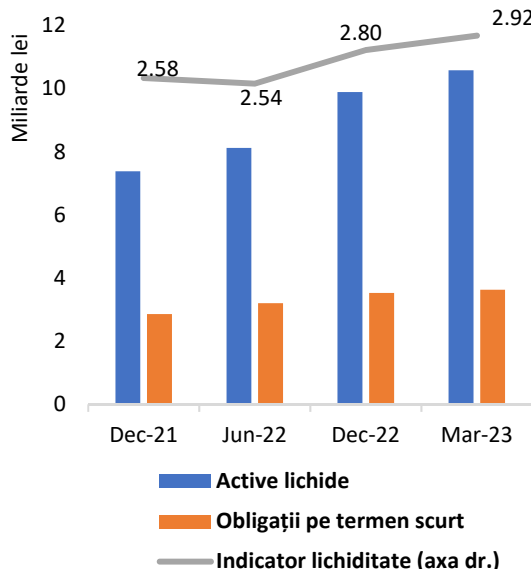
Având în vedere lipsa disponibilității datelor societății Euroins România la 31 martie 2023, prezentăm pentru comparabilitate evoluția indicatorului de lichiditate pentru segmentul asigurărilor generale excluzând informațiile raportate de societatea respectivă (graficul 56).

Fără a include datele societății Euroins România, la 31 martie 2023, indicatorul de lichiditate înregistra o valoare de 2,92 pentru piața asigurărilor generale, în creștere comparativ cu nivelul de la finalul anului 2022 (2,80).

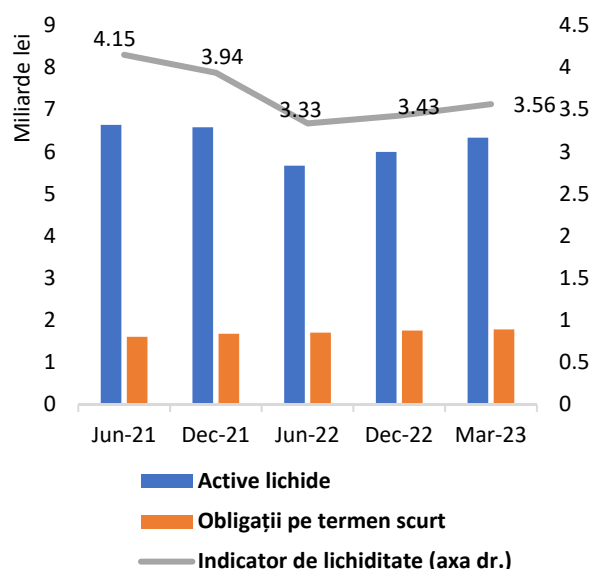
Pentru piața asigurărilor de viață, după scăderile înregistrate pe parcursul anului 2022, pe fondul reducerii valorii activelor lichide, începând cu ianuarie 2023, indicatorul de lichiditate aferent pieței asigurărilor de viață și-a revenit. Așadar, la finalul lunii martie 2023, valoarea activelor lichide aferente societăților ce practică activitate de asigurări de viață s-a situat la 6,3 miliarde lei, iar obligațiile pe termen scurt au fost în cuantum de 1,78 miliarde lei, rezultând un indicator de lichiditate de 3,56.

Grafic 56 Evoluția valorii activelor lichide și a obligațiilor pe termen scurt

*Evoluția valorii activelor lichide și a obligațiilor pe termen scurt pentru piața asigurărilor generale**



Evoluția valorii activelor lichide și a obligațiilor pe termen scurt pentru piața asigurărilor de viață



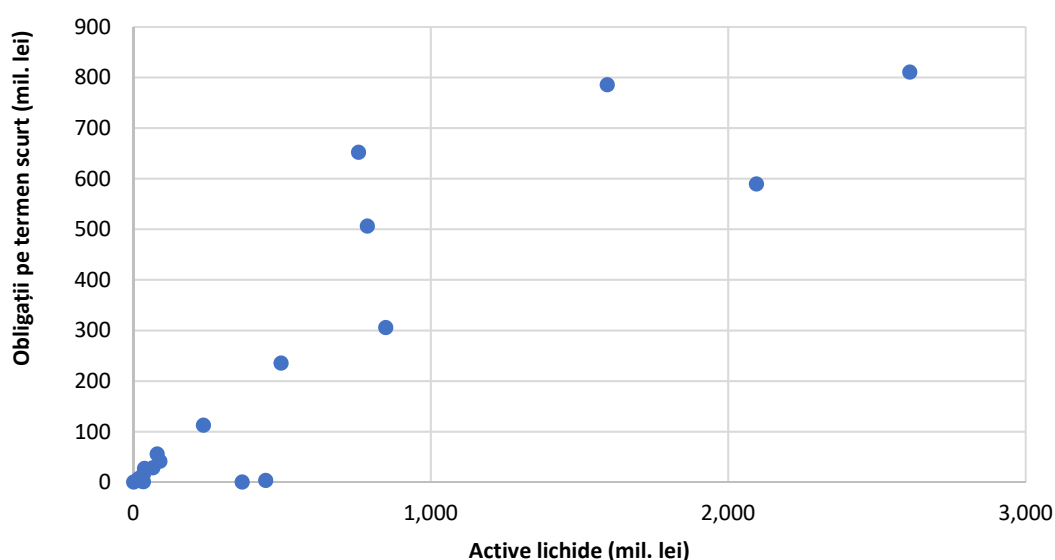
Sursa: ASF; *nu sunt incluse datele raportate de societatea Euroins România

Asigurări generale

La nivelul pieței asigurărilor, se observă creșterea indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale²⁷ (2,55) în luna decembrie 2022 comparativ cu perioada similară a anului anterior (2,34).

Valoarea activelor lichide s-a situat la un nivel de 10,6 miliarde lei, în creștere cu 35% față de situația de la finalul anului 2021, conform raportărilor transmise de societățile de asigurare. Creșterea a avut loc pentru toate clasele de active, cu excepția acțiunilor, în cazul cărora s-a înregistrat o corecție de -56%. Cu toate acestea, valoarea totală a investițiilor în acțiuni tranzacționate este una redusă, neavând o influență semnificativă asupra dinamicii activelor lichide. Pe de altă parte, obligațiile pe termen scurt ale asigurătorilor, reprezentate de rezerva brută de daună avizată, au crescut cu 24%, de la 3,3 miliarde lei (decembrie 2021) la 4,2 miliarde lei (decembrie 2022).

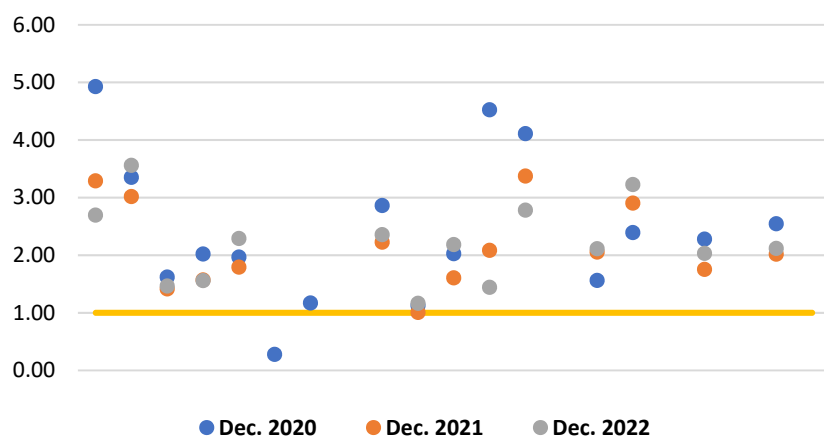
Grafic 57 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări generale - decembrie 2022



Sursa: ASF

²⁷ Sunt incluse datele raportate de Euroins România la 31.12.2022

Grafic 58 Evoluția indicatorului de lichiditate pe societăți de asigurare pentru activitatea de asigurări generale

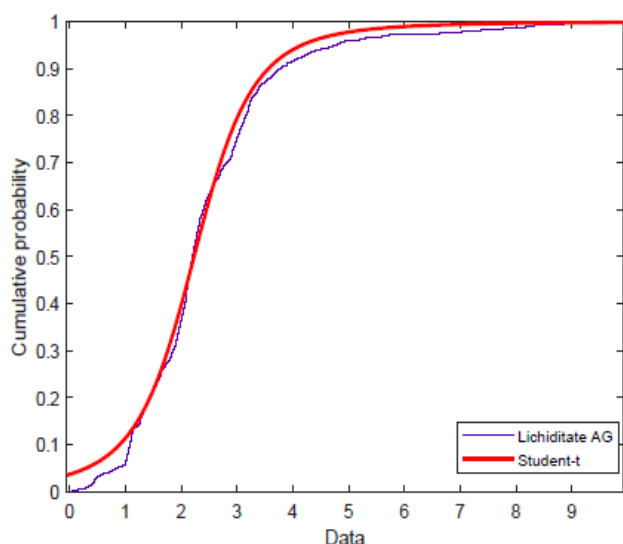


Sursa: ASF

Cu toate acestea, o analiză mai detaliată pe societăți de asigurare arată că 12 dintre cele 19 societăți care derulau activitate de asigurări generale la finalul lunii decembrie 2022 au înregistrat creșteri ale indicatorului de lichiditate comparativ cu decembrie 2021.

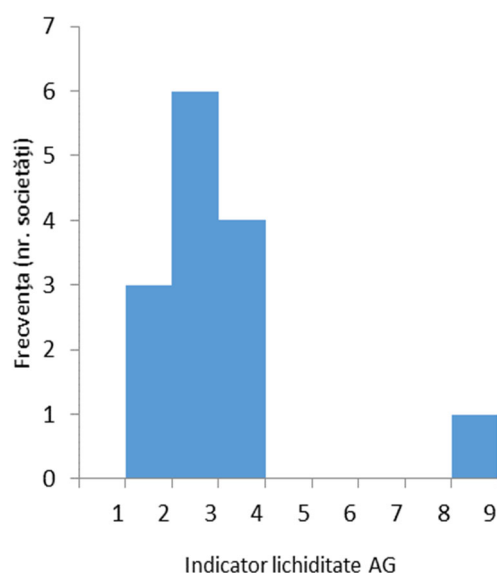
De altfel, pe parcursul primelor luni ale anului 2023, se constată continuarea tendinței de creștere a valorii activelor lichide aferente societăților ce practică asigurări generale, ceea ce a rezultat în îmbunătățirea lichidității pe acest segment. Așadar, indicatorul de lichiditate se situa la un nivel de 2,99 la finalul lunii mai 2023, cu active lichide în valoare de 11,27 miliarde lei, respectiv obligații pe termen scurt în cuantum de 3,76 miliarde lei.

Grafic 59 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: calcule ASF; N=1318; frecvență lunară, 2016 – mai 2023

Grafic 60 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale în luna mai 2023



Sursa: calcule ASF; N=14;

Luând în considerare indicatorul de lichiditate pe societăți pentru activitatea de asigurări generale, cu frecvență lunară, în perioada 2016 – mai 2023, observăm că media distribuției indicatorului în perioada analizată a fost 2,23. Probabilitatea asociată înregistrării unui indicator de lichiditate subunitar se află sub 10%, dacă luăm în considerare toate valorile înregistrate de societăți în perioada 2016 – mai 2023 (N=1.318 observații).

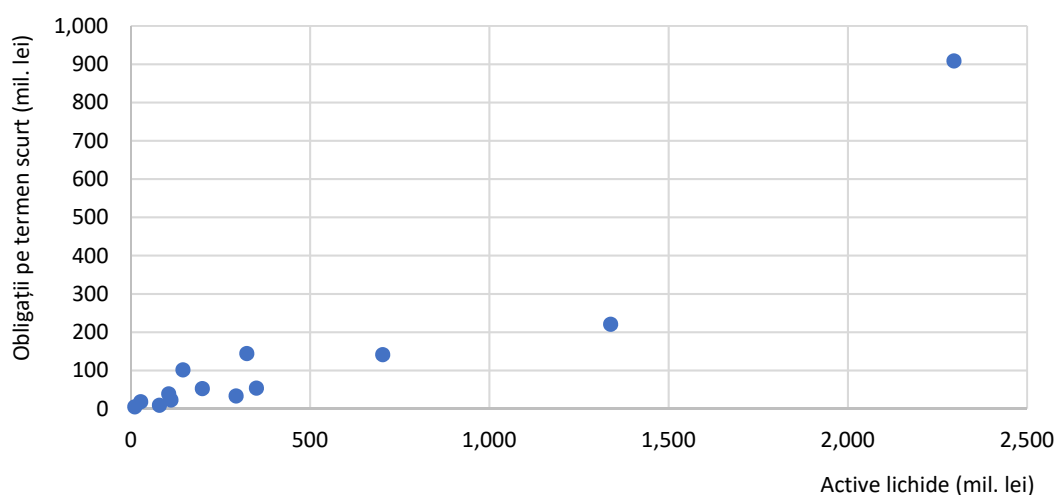
În luna mai 2023, cele mai multe societăți au înregistrat un indicator de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale cuprins între valorile 2 și 3. Comparativ cu media pe termen lung, cele mai multe societăți se află la peste 0,04 abateri standard peste medie, în timp ce 6 societăți au înregistrat un indicator de lichiditate situat la cel puțin 0,09 deviații standard sub medie. Cea mai mare abatere de la media pe termen lung a fost înregistrată de o societate, cu un indicator de lichiditate aflat în mai 2023 la peste o deviație standard sub medie, dar și în cazul acestui asigurător indicatorul de lichiditate se menține supraunitar.

Asigurări de viață

În ceea ce privește indicatorul de lichiditate aferent pieței de asigurări de viață, se constată o reducere a acestuia, de la un nivel de 3,94 (decembrie 2021) la 3,43 (decembrie 2022).

Valoarea activelor lichide s-a situat la un nivel de 6 miliarde lei, în scădere cu circa 9% în decembrie 2022 față de perioada similară a anului anterior. Scăderea a fost influențată în principal de reducerea valorii investițiilor în titluri de stat și titluri OPCVM, ce a avut loc pe fondul tendinței de majorare a ratelor dobânzii. Obligațiile pe termen scurt au fost în sumă de 1,75 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 5% față de decembrie 2021.

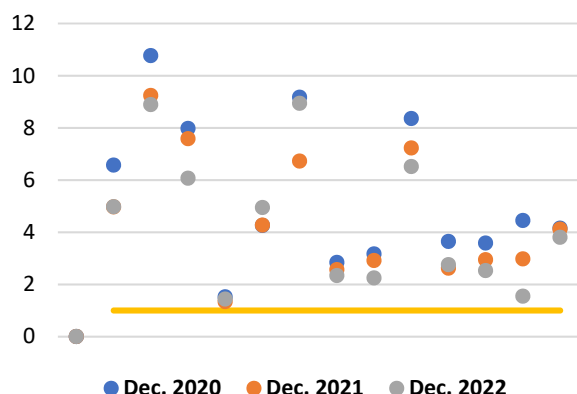
Grafic 61 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări de viață – decembrie 2022



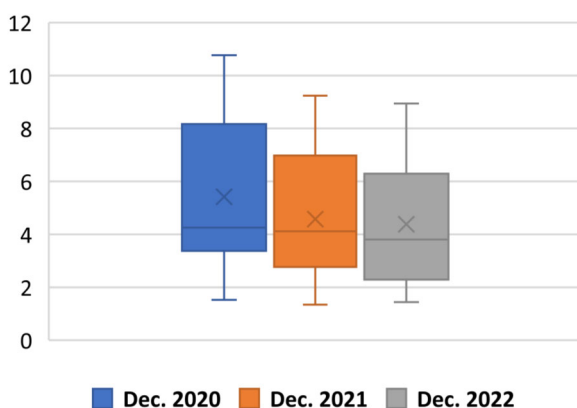
Sursa: ASF

Dintre cele 13 societăți care au derulat activitate de asigurare de viață, 8 societăți au înregistrat deprecieri în ceea ce privește indicatorul de lichiditate la finalul lunii decembrie 2022 comparativ cu perioada similară a anului 2021. Cu toate acestea, toate societățile dețin un nivel supraunitar al indicatorului de lichiditate, variind între 1,44 și 8,94, ceea ce arată un nivel suficient al activelor pentru asigurarea onorării obligațiilor față de asigurați, conform raportărilor asigurătorilor către ASF.

Grafic 62 Indicatorul de lichiditate aferent societăților de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață



Grafic 63 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață

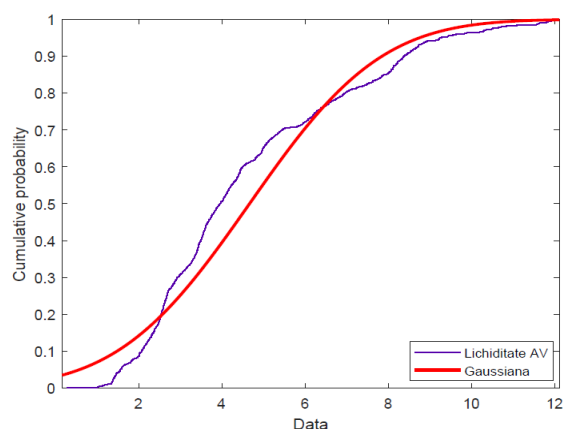


Sursa: ASF

Cu toate acestea, în primele luni ale anului 2023 indicatorul de lichiditate aferent societăților ce practică asigurări de viață a înregistrat o revenire. Așadar, la finalul lunii mai 2023, valoarea activelor lichide se situa la circa 6,5 miliarde lei, iar obligațiile pe termen scurt la aproximativ 1,8 miliarde lei.

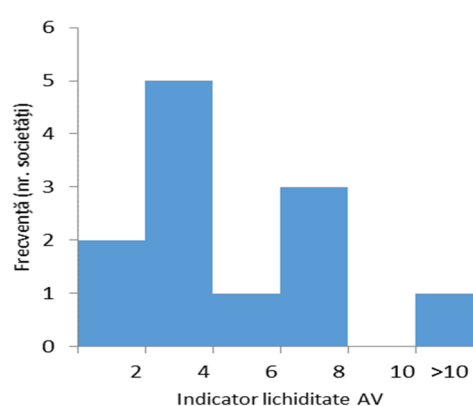
Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață arată că doar aproximativ 10% din observații se află sub valoarea de 2, cu o medie pe termen lung de 4,67, luând în calcul raportările lunare ale societăților în perioada 2016 – mai 2023.

Grafic 64 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: calcule ASF; N= 1138; frecvență lunară, 2016 – mai 2023

Grafic 65 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață în luna mai 2023



Sursa: calcule ASF; N= 12;

În luna mai 2023, 5 societăți înregistrau un indicator de lichiditate cuprins între 2 și 4.

Comparativ cu media pe termen lung, se observă o înrăutățire a lichidității pentru 7 societăți de asigurare, al căror indicator se află în luna mai 2023 la peste 0,4 deviații standard sub media pe termen lung. La polul opus, se află 4 societăți de asigurare, în cazul cărora se constată o îmbunătățire în termeni de lichiditate, asigurători ce au înregistrat un indicator aflat la cel puțin 0,15 deviații standard peste medie.

Cea mai mare abatere de la media pe termen lung a înregistrat-o o societate ce se află la 1,29 deviații standard sub medie, în timp ce un asigurător a înregistrat în mai 2023 un indicator de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață aflat la circa 2,3 abateri standard peste media pe termen lung.

5.5. Profitabilitatea societăților de asigurare

La nivelul întregii piețe de asigurări, rezultatul net al activității din anul 2022 a fost unul pozitiv, profitul net total având valoarea de 773 milioane lei. Valoarea profitului net, cumulat la nivelul întregii piețe, a fost de 814.552.337 lei, iar pierderea netă, cumulată la nivelul întregii piețe, a fost în valoare de 41.530.977 lei.

Se observă, așadar, o îmbunătățire a profitabilității la nivelul pieței asigurărilor din România, fiind înregistrat cel mai mare rezultat net financiar din perioada analizată.

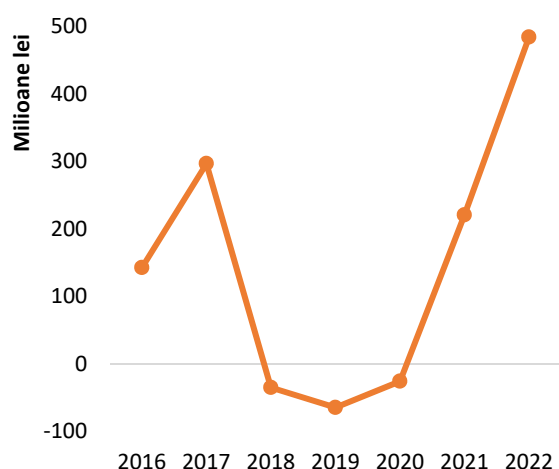
Tabel 16 Rezultatul financiar net, la nivelul întregii piețe, în perioada 2016 - 2022

Perioada	Rezultat net financiar (lei)	Modificare nominală (lei) față de perioada precedentă	Ritm de modificare (%) față de perioada precedentă
2016	222.779.297	-	-
2017	449.574.739	226.795.442	102%
2018	37.517.938	-412.056.801	-92%
2019	138.474.279	100.956.341	269%
2020	62.254.562	-76.219.717	-55%
2021	377.013.894	314.759.332	506%
2022*	773.021.360	396.007.466	105%

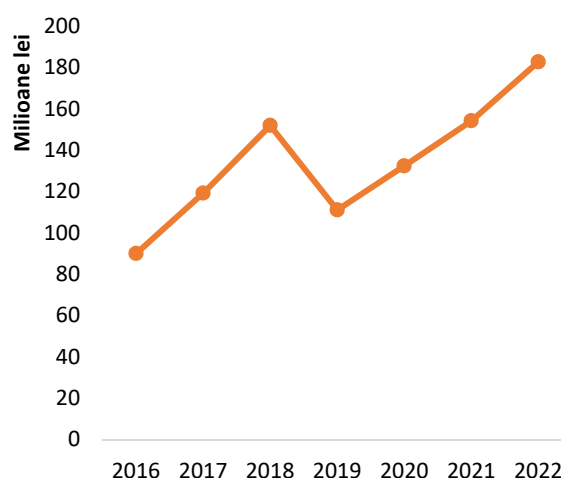
Sursa: ASF; *nu sunt incluse datele societății Euroins România

În ceea ce privește rezultatele tehnice obținute de societățile de asigurare, distinct pentru activitatea de asigurări generale și de viață, situația a fost următoarea:

Grafic 66 Rezultatul tehnic net la nivelul pieței de asigurări generale în perioada 2016 – 2022



Grafic 67 Rezultatul tehnic net la nivelul pieței de asigurări de viață în perioada 2016 - 2022



Sursa: ASF

Asigurări generale

Volumul total al primelor brute încasate de asigurătorii autorizați și reglementați de ASF a fost de 13,5 miliarde lei în anul 2022 pentru activitatea de asigurări generale, iar valoarea despăgubirilor brute plătite s-a situat la 6,2 miliarde lei. Societățile de asigurare înregistrează și alte categorii de cheltuieli, în principal cheltuieli de achiziție și administrare, care au fost în sumă totală de circa 4 miliarde lei în anul 2022.

Tabel 17 Evoluția primelor brute și a cheltuielilor societăților de asigurare (milioane lei) în perioada 2016 – 2022 pentru activitatea de asigurări generale

	Prime brute subscrise	Prime brute încasate	Despăgubiri brute plătite	Cheltuieli de achiziție	Cheltuieli de administrare	Cheltuieli cu soluționarea daunelor	Cheltuieli cu managementul investițiilor	Total cheltuieli
2016	7.711	7.692	3.602	1.592	963	215	13	6.385
2017	7.688	7.661	4.077	1.523	849	226	15	6.690
2018	8.042	7.923	4.931	1.706	926	216	15	7.794
2019	8.734	8.723	5.770	1.940	991	263	13	8.976
2020	9.276	9.226	5.867	2.061	1.016	283	13	9.239
2021	11.631	11.355	6.401	2.462	1.161	305	15	10.345
2022	13.860	13.495	6.234	2.699	1.332	306	20	10.592

Sursa: ASF

Primele brute încasate de asigurători în anul 2022 pentru segmentul asigurărilor generale (13,5 miliarde lei) au înregistrat un avans de 19%, iar valoarea totală a cheltuielilor (10,6 miliarde lei) a crescut cu 2% comparativ cu anul precedent.

Tabel 18 Modificarea anuală a primelor brute încasate și a cheltuielilor totale aferente societăților de asigurare pentru activitatea de asigurări generale

	Modificare anuală (prime brute subscrise, %)	Modificare anuală (prime brute încasate, %)	Modificare anuală (total cheltuieli*, %)
2017	0%	0%	5%
2018	5%	3%	17%
2019	9%	10%	15%
2020	6%	6%	3%
2021	25%	23%	12%
2022	19%	19%	2%

Sursa: ASF; * incl. despăgubiri brute plătite, cheltuieli de achiziție, administrare, cheltuieli cu soluționarea daunelor și managementul investițiilor

5.6. Riscuri și vulnerabilități ale sistemului de asigurări din România

Identificare entități relevante sistemic

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

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

Cu toate acestea, gradul ridicat de concentrare (în special pe anumite segmente), inclusiv în ceea ce privește piața asigurărilor obligatorii de răspundere civilă auto (RCA), indică relevanța sistemică a societăților Groupama Asigurări și Allianz Tiriac din perspectivă sectorială.

De altfel, se remarcă și creșterea rapidă a volumului de prime brute subscrise de sucursala Axeria IARD (circa 450 milioane lei în anul 2022), care practică RCA pe teritoriul României, cumulând o cotă de piață de aproximativ 6% pe acest segment în anul 2022. Axeria Iard derulează activitate pe teritoriul României în baza dreptului de stabilire, începând cu trimestrul IV 2021. Societatea este o companie franceză autorizată și supravegheată de Autoritatea de Supraveghere din Franța (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution – ACPR).

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

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

Având în vedere dependența pieței asigurărilor din România de segmentul asigurărilor auto, ASF a realizat o analiză a veniturilor societăților de asigurare pentru clasa A10 (RCA și CMR), măsurate prin primele brute subscrise, respectiv încasate de asigurători, și a principalelor categorii de cheltuieli efectuate de societăți în perioada 2016 – 2022.

În anul 2022, primele brute încasate de societăți pentru clasa A10 s-au situat la o valoare de 7,45 miliarde lei, înregistrând un avans de 27% față de anul precedent.

Pe de altă parte, cuantumul cheltuielilor efective efectuate de societăți a fost de 5,42 miliarde lei. Dintre acestea, principala cheltuială efectuată de societățile de asigurare este cea cu daunele, în vederea onorării obligațiilor față de asigurați în cazul producerii evenimentului asigurat. Așadar, valoarea despăgubirilor brute plătite de asigurătorii care au derulat activitate pe parcursul anului 2022 a fost de 3,39 miliarde lei. Acestea reprezintă circa 63% din valoarea totală a cheltuielilor asigurătorilor, respectiv 45% din primele brute încasate de societăți pentru clasa A10 în anul 2022.

Cheltuielile de achiziție (care includ și cheltuielile privind comisioanele plătite companiilor de brokeraj pentru primele intermediare) și administrare (inclusiv salariile și taxele plătite de asigurători) pentru clasa A10 au avut o valoare de 1,88 miliarde lei în anul 2022, reprezentând 35% din valoarea totală a cheltuielilor efectuate de asigurători, respectiv 25% din volumul primelor brute încasate de societățile de asigurare.

Cheltuielile cu soluționarea daunelor²⁸ au variat între 105 milioane lei (2016) și 144 milioane lei (2022). Ca pondere în veniturile asigurătorilor, cheltuielile cu soluționarea daunelor nu au înregistrat variații semnificative în perioada 2016 – 2021, reprezentând, în medie, circa 3% din primele brute încasate.

Tabel 19 Evoluția primelor brute subscrise și încasate (venituri ale asigurătorilor din activitatea de asigurare) și a cheltuielilor efectuate de asigurători pentru clasa A10 (RCA și CMR, milioane lei)

Indicator (mil. lei)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Medie 2016 - 2022
Prime brute subscrise	4,140	3,823	3,742	3,986	4,188	6,114	7,595	4,798
Prime brute încasate	4,132	3,824	3,754	3,985	4,188	5,859	7,453	4,742
Despăgubiri brute plătite	1,958	2,241	2,796	3,202	3,198	3,589	3,391	2,911
Cheltuieli cu soluționarea daunelor	105	106	113	140	143	143	144	128
Cheltuieli cu managementul investitiilor	6	8	6	4	4	5	9	6
Cheltuieli administrative	454	347	406	411	396	565	597	454
Cheltuieli de achiziție	781	641	707	810	852	1,133	1,280	886
TOTAL cheltuieli	3,304	3,342	4,028	4,568	4,592	5,435	5,420	4,384
Diferență prime brute încasate și cheltuieli	828	482	-274	-582	-404	423	2,033	358

Sursa: calcule ASF

²⁸ Sunt cheltuielile cu procesarea și soluționarea daunelor, inclusiv cheltuielile juridice și onorariile experților evaluatori și comisioanele bancare în cazul plăților cu despăgubirile

Tabel 20 Cheltuielile societăților de asigurare raportate la primele brute încasate pentru clasa A10

Indicator	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Medie 2016 - 2022
Despăgubiri brute plătite/ Prime brute încasate	47%	59%	74%	80%	76%	61%	45%	61%
Cheltuieli administrative/ Prime brute încasate	11%	9%	11%	10%	9%	10%	8%	10%
Cheltuieli de achiziție/ Prime brute încasate	19%	17%	19%	20%	20%	19%	17%	19%
Cheltuieli cu soluționare daunelor/ Prime brute încasate	3%	3%	3%	4%	3%	2%	2%	3%
Cheltuieli cu managementul investițiilor/ Prime brute încasate	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Total cheltuieli/ Prime brute încasate	80%	87%	107%	115%	110%	93%	73%	92%

Sursa: calcule ASF

Deși au existat ani în care valoarea totală a cheltuielilor raportate de societățile de asigurare a depășit valoarea primelor brute încasate (2018 – 2020), se observă că în toată perioada analizată societățile au avut la dispoziție între 20% și 55% din prime brute încasate pentru a își gestiona cheltuielile și a obține profit, după plata daunelor asiguraților. Astfel, în toată perioada 2016 – 2022, valoarea primelor brute încasate pentru clasa A10 (RCA și CMR) de asigurători a depășit valoarea despăgubirilor brute plătite de societăți beneficiarilor.

Riscul de conduită

În semestrul I 2023, 3.244 de petiții și informări de neconformitate unice au fost înregistrate la ASF cu privire la companii ce activează pe piața asigurărilor din România. Cele mai multe dintre acestea (2.582) vizează activitatea derulată de societățile de asigurare autorizate de ASF.

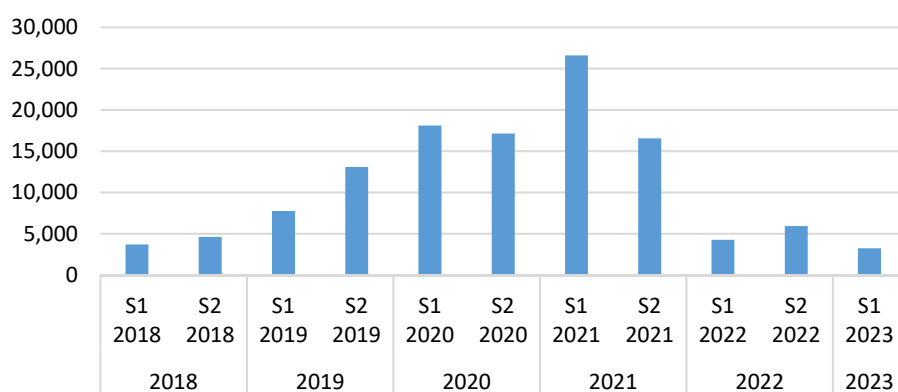
Comparativ cu perioada similară din anul precedent (semestrul I 2022), numărul petițiilor înregistrate la ASF a scăzut cu 24%, în timp ce față de semestrul II 2022, numărul de petiții s-a diminuat cu aproximativ 45%.

Tabel 21 Numărul petițiilor și informărilor de neconformitate unice analizate în perioada 2018 - S1 2023, cu evidențierea tipului entității reclamate

Perioada	Alte entități	Asigurător din România	Asigurător/ Intermediar din SEE	Intermediar principal din România	TOTAL perioadă
2018	739	7.415	98	61	8.313
2019	688	19.831	265	53	20.837
2020	215	34.519	450	66	35.250
2021	268	42.635	195	45	43.143
2022	1.229	8.668	252	65	10.214
Semestrul I 2023	379	2.582	249	34	3.244

Sursa: ASF

Grafic 68 Evoluția numărului de petiții și informări de neconformitate unice analizate semestrial în perioada 2018 - S1 2023

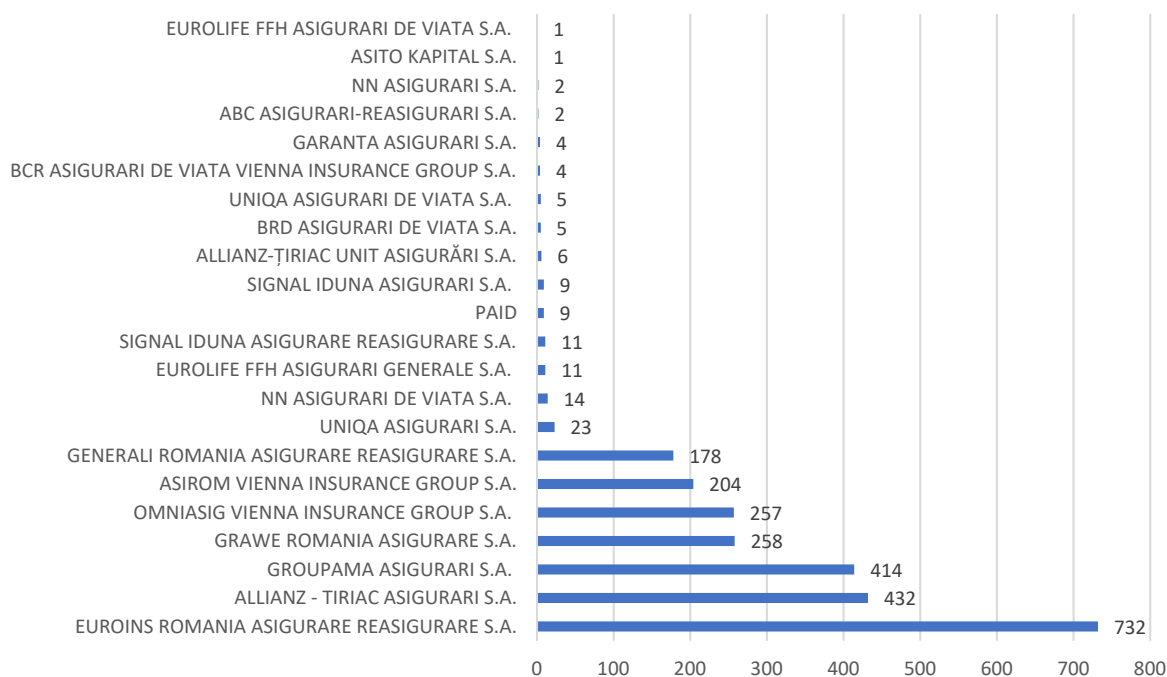


Sursa: ASF

În ceea ce privește numărul petițiilor ce vizează doar societățile autorizate de ASF (2.582 în semestrul I 2023), circa 85% dintre acestea (2.189 petiții) au avut ca obiect plata parțială, neplata valorii despăgubirilor și nerespectarea condițiilor contractuale.

Dintre cele 2.582 de petiții și informări de conformitate înregistrate în semestrul I 2023 ce vizau activitatea asigurătorilor autorizați de ASF, 839 au fost soluționate favorabil, 1.693 au fost soluționate nefavorabil sau au fost considerate neîntemeiate, iar 50 de petiții se aflau în analiză la data realizării raportului.

Grafic 69 Numărul de petiții și informări de neconformitate unice analizate în semestrul I 2023 pe societăți autorizate de ASF



Sursa: ASF

Concentrarea pieței asigurărilor

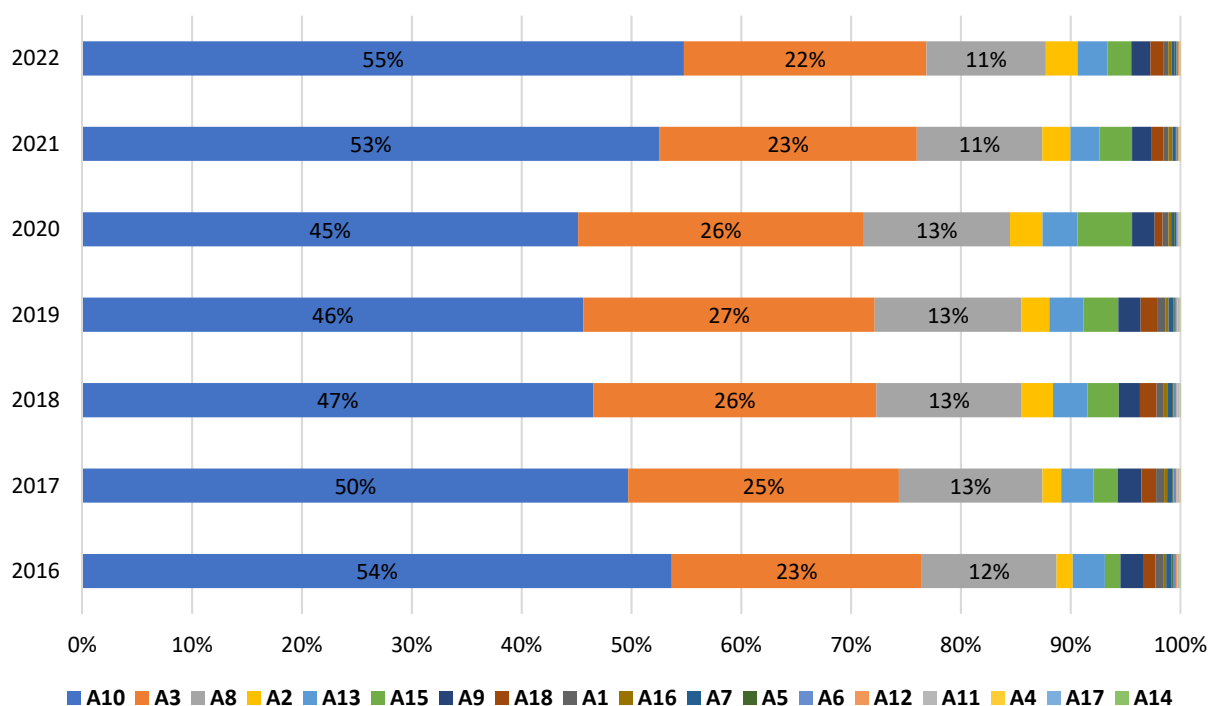
Gradul ridicat de concentrare pe piața asigurărilor continuă să reprezinte o vulnerabilitate atât din prisma expunerii pe clase de asigurare, cât și din perspectiva cotelor de piață semnificative deținute de un număr relativ mic de societăți de asigurare.

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

Asigurări generale

Cele mai mari valori ale subscrierilor sunt înregistrate de asigurările auto - clasele A10 (RCA și CMR) și A3 (CASCO) reprezintă 77% din piața asigurărilor generale. Primele 3 clase de asigurări din perspectiva volumului de prime brute subscrise dețin la 31.12.2022 o pondere cumulată de 88% în primele brute subscrise pentru întreaga activitate de asigurări generale derulată de societățile autorizate și reglementate de ASF.

Grafic 70 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în volumul total al primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF

În ceea ce privește concentrarea în funcție de primele brute subscrise de societăți, indicatorul CR3, ce reprezintă suma cotelor de piață ale primelor 3 societăți de asigurare din perspectiva volumului de prime brute subscrise, înregistra o valoare de circa 60% pe segmentul asigurărilor generale la finalul anului 2022, în creștere față de nivelul înregistrat în anul 2021 (50%).

Cele mai mari creșteri ale cotelor de piață le-au înregistrat societățile Groupama Asigurări (de la 13,5% în 2021 la 21% în 2022) și Allianz-Tiriatic (de la 15,2% la 18,8%).

Tabel 22 Clasamentul societăților de asigurare în funcție de cotele de piață deținute pe segmentul asigurărilor generale

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	11.7%	11.6%	12.1%	12.1%	11.0%	13.5%	21.0%
EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	11.2%	14.1%	12.5%	14.7%	14.1%	18.9%	20.1%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	14.5%	14.2%	14.6%	13.7%	12.1%	15.2%	18.8%
OMNIASIG VIG	14.1%	13.8%	14.6%	15.0%	14.9%	13.9%	15.3%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	12.4%	10.9%	9.1%	4.9%	5.8%	6.3%	7.6%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	7.4%	7.1%	6.5%	6.4%	5.4%	5.4%	5.7%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	0.0%	0.1%	0.4%	1.0%	1.5%	2.1%	3.5%
UNIQA ASIGURARI S.A.	6.2%	5.0%	4.4%	4.3%	4.0%	3.3%	2.8%
POOL-UL DE ASIGURARE P.A.I.D.	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.5%	1.3%
ONIX ASIGURARI S.A.	0.4%	0.4%	0.7%	0.7%	1.7%	1.3%	1.0%
ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	1.3%	1.5%	1.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%
EXIM ROMANIA S.A.	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
ABC ASIGURARI - REASIGURARI S.A.	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
GARANTA ASIGURARI S.A.	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
ASITO KAPITAL S.A.	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
EUROLIFE FFH ASIGURARI GENERALE S.A.	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
NN ASIGURARI S.A.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%

Sursa: ASF

Tabel 23 Modificări ale cotelor de piață pentru activitatea de asigurări generale în anul 2022 față de 2021

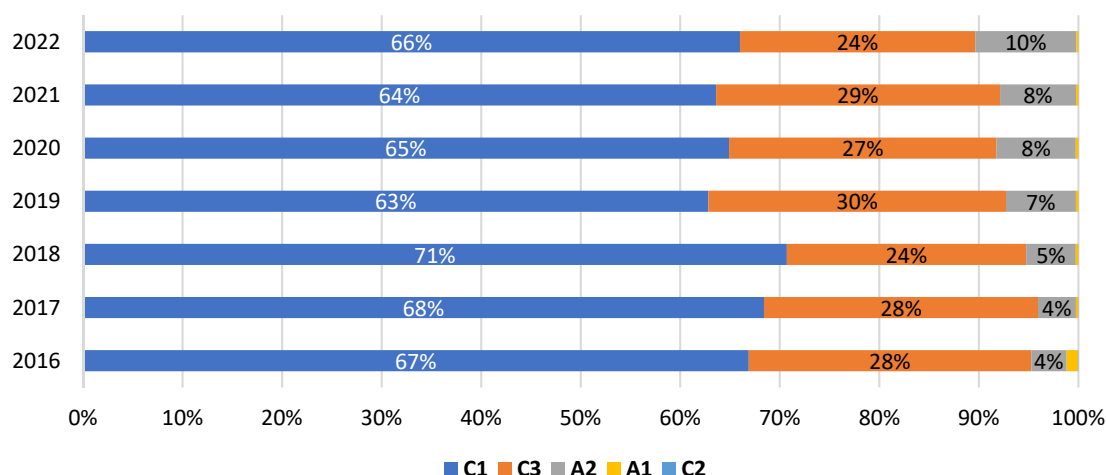
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	7.5%
EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	1.2%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	3.6%
OMNIASIG VIG	1.4%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	1.3%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	0.3%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	1.4%
UNIQA ASIGURARI S.A.	-0.5%
POOL-UL DE ASIGURARE P.A.I.D.	-0.2%
ONIX ASIGURARI S.A.	-0.3%
ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	-0.1%
EXIM ROMANIA S.A.	0.2%
ABC ASIGURARI - REASIGURARI S.A.	-0.1%
GARANTA ASIGURARI S.A.	0.0%
ASITO KAPITAL S.A.	0.0%
EUROLIFE FFH ASIGURARI GENERALE S.A.	0.1%
NN ASIGURARI S.A.	0.0%

Sursa: ASF

Asigurări de viață

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

Grafic 71 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în volumul total al primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

Primele 3 companii dețin o cotă de piață cumulată de 64% în anul 2022, situându-se în ușoară scădere comparativ cu situația existentă la finalul anului precedent (65%).

Tabel 24 Clasamentul societăților de asigurare în funcție de cotele de piață deținute pe segmentul asigurărilor de viață

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NN ASIGURARI DE VIATA SA	39.6%	36.6%	36.7%	36.6%	38.5%	36.0%	36.6%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	14.9%	17.5%	17.4%	16.4%	16.8%	15.6%	17.4%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	6.5%	6.7%	6.9%	7.3%	8.5%	10.1%	10.4%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	7.1%	6.6%	8.7%	13.1%	11.0%	13.6%	8.8%
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	2.4%	2.6%	3.5%	4.5%	5.8%	5.4%	7.7%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA SA	3.1%	2.9%	4.0%	3.6%	3.8%	4.6%	5.8%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	4.1%	3.3%	5.4%	6.7%	5.4%	5.4%	4.3%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	7.0%	6.3%	6.4%	5.2%	4.4%	3.8%	3.6%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	1.9%	1.7%	1.6%	1.6%	2.1%	2.1%	2.2%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	2.7%	2.2%	2.1%	2.0%	2.1%	1.9%	1.9%
EUROLIFE FFH ASIGURARI DE VIATA S.A.	3.5%	5.0%	1.0%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI DE VIATA S.A. (FOSTA ERGO ASIGURARI DE VIATA S.A.)	5.7%	7.6%	6.0%	2.0%	0.6%	0.6%	0.5%
GARANTA ASIGURARI S.A.	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%

Sursa: ASF

Tabel 25 Modificări ale cotelor de piață pentru activitatea de asigurări de viață în anul 2022 față de 2021

NN ASIGURARI DE VIATA SA	0.6%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	1.7%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	0.2%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	-4.8%
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	2.3%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA SA	1.2%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	-1.1%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	-0.2%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	0.1%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	0.1%
EUROLIFE FFH ASIGURARI DE VIATA S.A.	0.0%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI DE VIATA S.A. (FOSTA ERGO ASIGURARI DE VIATA S.A.)	-0.1%
GARANTA ASIGURARI S.A.	-0.1%

Sursa: ASF

În anul 2022, compania care a subscris cel mai mare volum de prime brute pentru activitatea de asigurări de viață (NN Asigurări de Viață) și-a majorat cota de piață cu 0,6%, iar BCR Asigurări de Viață a înregistrat o creștere cu 1,7% a cotei comparativ cu anul 2021. O modificare a clasamentului societăților care practică asigurări de viață s-a înregistrat în cazul BRD Asigurări de Viață, a cărei cotă de piață s-a redus cu 5%.

6. Stabilitatea pieței pensiilor private

Situația geopolitică actuală împreună cu un mediu economico-financiar vulnerabil, pe fondul tranziției accelerate către un regim cu inflație ridicată și persistentă, au determinat amplificarea stresului în sistemul financiar, concomitent cu menținerea riscului de piață la un nivel ridicat. Răspunsul băncilor centrale prin aplicarea unor politici monetare restrictive a dus la înăsprirea condițiilor financiare și creșterea costului creditării, ceea ce a facilitat propagarea tensiunilor pe piețele financiare, împreună cu reevaluări ale prețurilor activelor. Acești factori au avut un impact negativ asupra valorii activelor fondurilor de pensii private în cea de a doua parte a anului 2022, instrumentele din portofolii fiind evaluate prin marcarea la piață, reflectând astfel, pe termen scurt, orice informații și așteptări în prețurile curente.

Cu toate acestea, temperarea avansului inflaționist pe parcursul anului 2023 a avut o influență pozitivă în piețele financiare, acestea recuperând o parte din deprecierile suferite anterior. În continuare, perspectivele asupra stabilității financiare la nivel european rămân fragile, dinamici adverse ale piețelor putând crea și propaga noi șocuri, însoțite de presiuni asupra lichidității.

În primele luni ale anului 2023, valoarea activelor fondurilor de pensii private din România a fost în creștere, la momentul actual sistemul aflându-se în continuare într-o etapă de acumulare, neexistând presiuni pentru vânzare, întrucât nivelul plăților este unul foarte redus. Pe parcursul anului 2022 au fost operate plăți în Pilonul II în valoare de 407 milioane de lei (3,7% din activele totale de la finalul anului), respectiv 101 milioane de lei în Pilonul III (2,8% din active totale). Riscul de lichiditate se află de asemenea la un nivel scăzut, un procent de 4% din active fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt. Politica investițională din cadrul portofoliilor fondurilor de pensii private continuă să fie axată pe piața financiară locală (aproximativ 90% din active având emitenți români), orientată în special în instrumente cu venit fix (71%) și acțiuni (22%).

Din motive structurale ale pieței fondurilor de pensii private din România, se menține un grad ridicat de concentrare, primele trei fonduri de pensii administrate privat cumulând 70% din activele Pilonului II, în timp ce primele trei fonduri facultative însumau 72% din activele Pilonului III. Piața serviciilor de depozitare prezintă de asemenea un grad ridicat de concertare, BRD GSG deținând în custodie peste 82% din activele fondurilor de pensii private.

6.1. Piața pensiilor private în context european

Industria fondurilor de pensii private reprezintă unul din cele mai importante sectoare financiare la nivel local, european și global, datorită contribuției asupra veniturilor populațiilor după vârsta pensionării, precum și din prisma rolului activ pe care îl au fondurile de pensii private în finanțarea pe termen lung a economiilor și în consolidarea stabilității piețelor financiare.

Astfel, prin intermediul diferitelor tipuri de planuri de pensii, persoanele fizice pot acumula economii pentru vârsta pensionării. În funcție de modul în care sunt calculate beneficiile la pensionare și de cine suportă riscul (participantul sau angajatorul care finanțează pensia), planurile de pensii pot fi de tip beneficii definite (DB) sau contribuții definite (DC). În schemele de tip DC, participanții suportă majoritatea riscurilor, iar în schemele de tip DB angajatorii care sponsorizează planul de pensie își asumă o parte din riscuri, în cazul în care valoarea activelor nu acoperă drepturile de pensie. În general, la nivel internațional, persoanele fizice pot avea și opțiunea de a-și deschide un plan personal la un fond de pensii sau la o instituție financiară, fără nicio intervenție din partea angajatorului și nu neapărat în contextul unei relații de muncă.

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

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

Datele preliminare publicate de către OCDE pentru finalul anului 2022²⁹ arată o variație negativă a activelor totale ale fondurilor de pensii private raportate la decembrie 2021, în majoritatea statelor europene, cu excepția Cehiei, Franței și României, unde acestea au înregistrat creșteri anuale. Astfel, valoarea activelor pentru pensionare a scăzut în majoritatea țărilor OCDE în 2022, din cauza ratelor de rentabilitate nominale negative ale investițiilor, obținute pe fondul deprecierii evaluărilor la nivel mondial ale instrumentelor cu venit fix (cea mai mare clasă de active din portofoliile fondurilor de pensii), în contextul inflației ridicate și al ratelor în creștere ale dobânzilor, precum și în urma scăderilor pe scară largă a prețurilor acțiunilor, care au exacerbato randamentele negative în mai multe piețe. În anul 2022, rata nominală de creștere a activelor fondurilor de pensii private în țările OCDE a fost de -15,6% (calculată în USD), iar activele totale au scăzut până la nivelul de 48,1 trilioane de dolari. Ca urmare a acestor evoluții, nu a mai existat nicio țară OCDE în care activele fondurilor de pensii private să depășească de peste două

²⁹ OECD Pension Markets in Focus – Preliminary 2022 Data.

ori PIB-ul național (spre deosebire de anul 2021, când această situație s-a regăsit la Danemarca 233%, Islanda 219% și Olanda 213%).

În contrast, activele fondurilor de pensii private au crescut în 24 din 32 de state non-OCDE raportoare, iar creșterea agregată în aceste 32 de jurisdicții a fost de 4,7%.

Tabel 26 Gradul de penetrare al pensiilor private (activele totale ale mijloacelor de economisire pentru pensionare % PIB) la finalul anului 2022

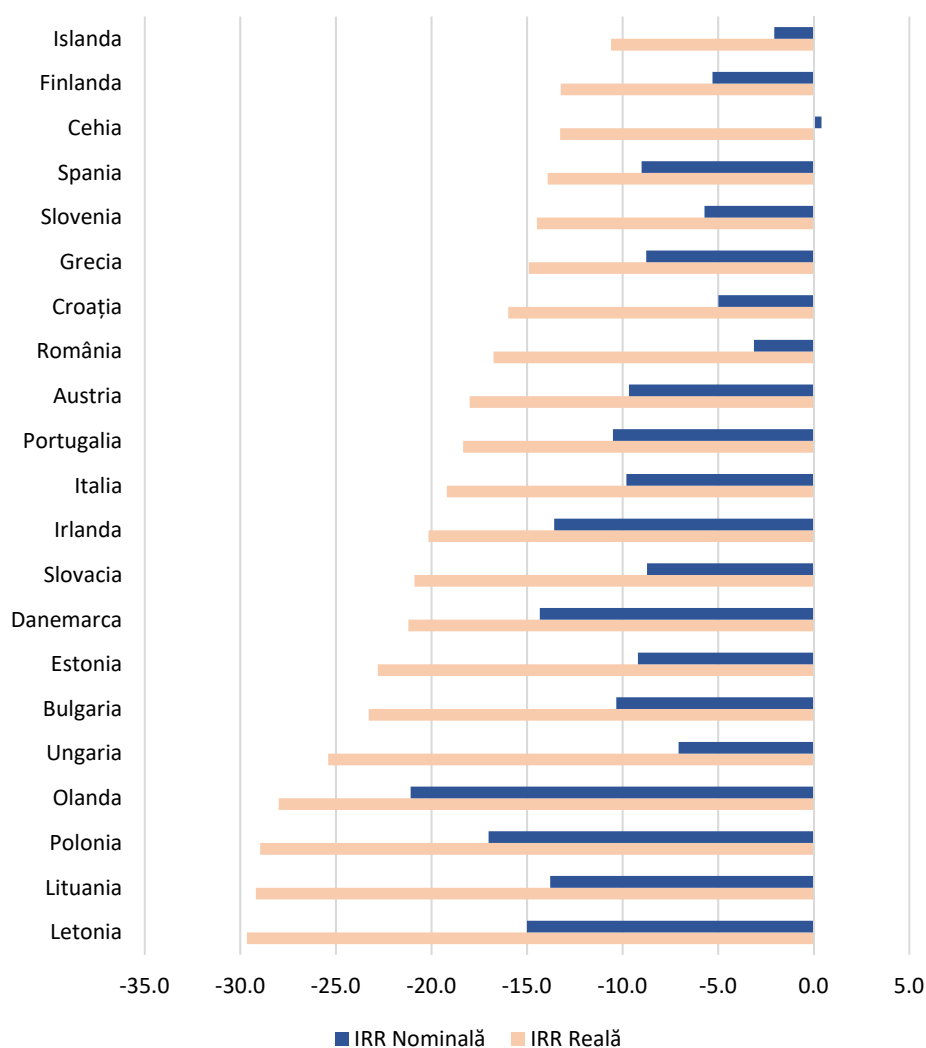
State europene	Active – milioane USD	Variație active față de decembrie 2021 (în monedă locală, %)	Active scheme de pensii private / PIB (%)	Disponibilitatea datelor
Danemarca	766.796	-8,5	191,1	tot sistemul
Islanda	48.592	-1,4	183,2	99% din sistem
Elveția	1.148.286	-7,1	137,5	90% din sistem
Suedia	561.147	-8,2	98,7	toate planurile de pensii disponibile
Regatul Unit	2.402.270	-20,2	88,7	toate planurile de pensii disponibile
Finlanda	154.477	-5,7	54,3	88% din planurile de pensii disponibile
Croația	20.210	-0,3	28,1	tot sistemul
Irlanda	146.222	-11,3	27,3	toate planurile de pensii disponibile
Letonia	6.794	-5,5	16,3	tot sistemul
Portugalia	39.844	-11,3	15,6	91% din planurile de pensii disponibile
Slovacia	16.069	-2,3	14,0	tot sistemul
Estonia	5.032	-8,4	13,0	tot sistemul
Spania	166.388	-9,2	11,8	tot sistemul
Bulgaria	10.520	-1,7	11,7	tot sistemul
Italia	230.396	-3,9	11,3	tot sistemul
Cehia	26.527	4,4	8,8	tot sistemul
Lituania	6.231	-4,7	8,7	tot sistemul
Franța	236.145	197,2	8,4	27% din sistem
Norvegia	44.004	-5,0	7,8	toate planurile de pensii disponibile
România	21.594	8,2	7,1	tot sistemul
Austria	32.990	-11,3	6,9	toate planurile de pensii disponibile
Slovenia	4.232	-2,8	6,7	tot sistemul
Germania	275.299	-10,1	6,7	toate planurile de pensii disponibile
Belgia	36.550	-12,2	6,2	21% din planurile de pensii disponibile
Polonia	35.798	-16,5	5,1	81% din sistem
Ungaria	7.468	-2,6	4,2	toate planurile de pensii disponibile

Luxemburg	1.706	-17,2	2,0	toate planurile de pensii disponibile
Grecia	1.934	-1,4	0,9	toate planurile de pensii disponibile

Sursa: OCDE (2023), *Pension Markets in Focus 2023*, date preliminare, prelucrare ASF

Ratele de rentabilitate a investițiilor au fost negative în aproape toate țările raportoare OCDE în termeni nominali și în toate acestea în termeni reali, explicând cea mai mare parte a scăderii activelor alocate pentru pensionare. Cele mai scăzute randamente reale s-au apropiat de -30% și au fost înregistrate în Olanda (-28%), Polonia (-29%), Lituania (-29,2%) și Letonia (-29,7%).

Grafic 72 Ratele de rentabilitate reale și nominale (calculate de OCDE) pentru state europene (date preliminare: dec. 2022 versus dec. 2021, %)



Sursa: OCDE (2023), *Pension Markets in Focus 2023*, date preliminare, prelucrare ASF

Conform celui mai recent raport al *Pensions Europe*³⁰, finanțarea sustenabilă și investițiile ESG au devenit o preocupare importantă în rândul administratorilor pe plan european, care și-au ajustat politicile pentru a se alinia obiectivelor stabilite prin Acordul de la Paris. Astfel, potrivit surselor citate în raport, strategiile investiționale sustenabile utilizate pot fi clasificate în șapte categorii³¹. *Screeningul negativ* sau *de excludere* constă în evitarea anumitor active în urma luării în considerare a criteriilor ESG care includ elemente morale (de ex. investiții în producători de tutun, sau jocuri de noroc), standarde și norme (de ex. drepturile omului), convingeri etice (de ex. teste efectuate pe animale) sau cerințe legale (interzicerea investițiilor în industria de armament). În contrast, *selectarea celor mai bune rezultate de screening* facilitează decizii de investiții care urmează să fie luate bazându-se pe performanța ESG ridicată a unor anumite sectoare, emitenți sau proiecte.

Screeningul bazat pe norme implică selectarea potențialelor investiții în funcție de respectarea unor standarde internaționale privind riscurile climatice, drepturile omului, condițiile de muncă etc. *Integrarea ESG* implică dezvoltarea unor metodologii noi care să includă sistematic și explicit riscurile și oportunitățile ESG în analiza tradițională a proiectelor de investiții.

Plasamentele tematice includ investițiile axate pe anumite elemente clare de sustenabilitate, cum ar fi tehnologia reciclării, infrastructură, bunuri imobiliare eficiente din punct de vedere energetic sau silvicultură durabilă. *Investițiile de impact* vizează direct crearea unui impact pozitiv din punct de vedere al mediului sau social prin identificarea și soluționarea anumitor probleme concrete, fiind descrise ca „investiții făcute în companii, organizații și fonduri cu intenția de a genera un impact pozitiv asupra mediului și societății, complementar randamentelor financiare obținute”.

Deținerea activă, denumită și „angajamentul corporației și al acționarilor” presupune o abordare diferită asupra finanțării sustenabile, concentrându-se pe implicare și dialog cu companiile din portofolii, ulterior investiției inițiale, pentru a influența strategiile ESG și prin exercitarea drepturilor de proprietate, devenind în felul acesta activiști vizibili.

³⁰ Pensions Europe Report 2022 – Trends and developments in funded pensions

³¹ Gutterman, 2021

6.2. Entități relevante sistemic

Activele totale cumulate pentru Pilonul II și III depășeau valoarea de 100 miliarde lei la sfârșitul lunii decembrie 2022; raportate la PIB, activele totale cumulate ale sistemului de pensii private din România reprezentau circa 7,1% din PIB anual (calculat ca suma ultimelor 4 trimestre).

Tabel 27 Dimensiunea sectorului sistemului de pensii private din România (active totale raportate la PIB)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Fonduri de pensii private	3,64%	4,39%	4,88%	5,17%	6,06%	7,32%	7,79%	7,1%

*PIB calculat ca suma ultimelor 4 trimestre

Sursa: INS, calcule ASF

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

Tabel 28 Dimensiunea sistemică a fondurilor de pensii private

Tip fond	Fond	Activ total (mil. lei) 31 dec. 2022	% în PIB la 31 dec. 2022
P2	NN	33,088	2.35%
P2	AZT VIITORUL TAU	20,400	1.45%
P2	METROPOLITAN LIFE	13,740	0.97%
P2	VITAL	9,815	0.70%
P2	ARIPI	8,660	0.61%
P2	BCR	6,719	0.48%
P2	BRD	4,028	0.29%
P3	NN OPTIM	1,573	0.11%
P3	BCR PLUS	599	0.04%
P3	NN ACTIV	434	0.03%
P3	AZT MODERATO	364	0.03%
P3	BRD MEDIO	190	0.01%
P3	PENSIA MEA	151	0.01%
P3	RAIFFEISEN ACUMULARE	136	0.01%
P3	AZT VIVACE	129	0.01%
P3	GENERALI STABIL	35	0.00%
P3	AEGON ESENTIAL	12	0.00%
TOTAL		100,08	7.10%

Sursa: calcule ASF

Două fonduri de pensii private din Pilonul II au valoarea activului total de peste 1% din PIB, din care un singur fond de pensii se situează peste pragul de 2%, respectiv fondul administrat de NN Pensii

Societate de Administrare a unui Fond de Pensii Administrat Privat SA. Acesta poate fi considerat relevant din punct de vedere sistemic din perspectiva criteriului privind dimensiunea.

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

Riscurile privind stabilitatea și buna funcționare a sistemului de pensii private se mențin la niveluri reduse, fiind implementate mecanisme variate de protejare a drepturilor participanților, printre care separarea activelor administratorilor de activele fondurilor de pensii private și garanțiile absolute, respectiv relative.

6.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România

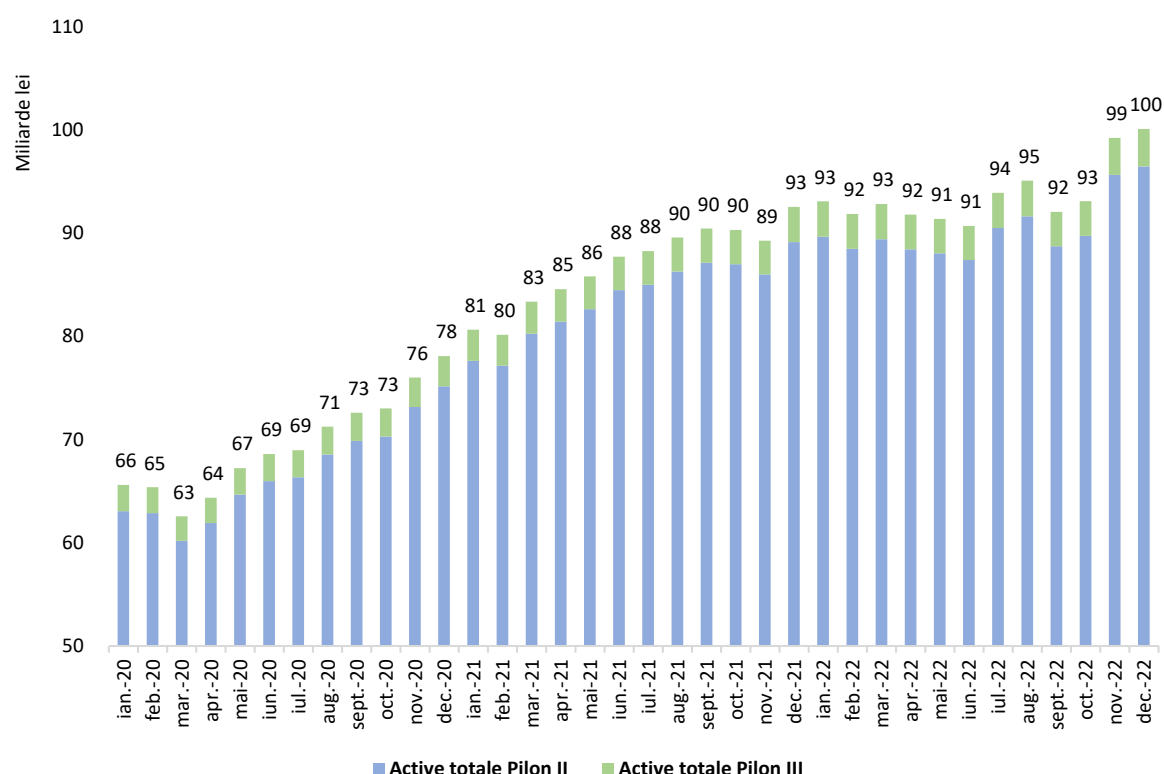
Sistemul de pensii private din România contribuie la finanțarea statului român și a mediului privat, având totodată un rol de stabilizator pe piețele financiare, datorită orizontului investițional pe termen lung. Din punct de vedere social, obiectivul fundamental al fondurilor de pensii private este obținerea unui venit suplimentar pentru participanții săi după vârsta pensionării.

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

Valoarea activelor totale aflate în administrare, la nivelul întregului sistem de pensii private, a depășit la finalul lunii decembrie 2022 nivelul de 100 miliarde de lei, cu un număr de 8.59 milioane de participanți.

La 31 decembrie 2022, politica investițională din cadrul portofoliilor de active ale fondurilor de pensii private continuă să fie concentrată pe piața locală de capital. Ponderea investițiilor în instrumente cu venit fix reprezenta aproximativ 71% din totalul portofoliului investițional al fondurilor de pensii private, în timp ce un procent de 22% a fost investit în acțiuni.

Grafic 73 Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private



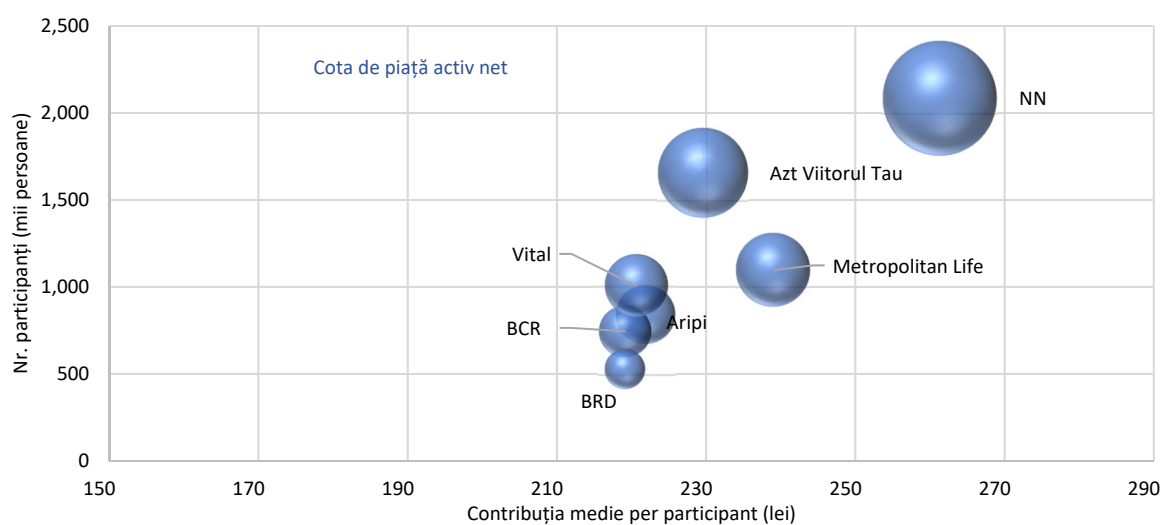
Sursa: prelucrare ASF

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

Pe parcursul anului 2022, au fost virate în sistemul pensiilor administrate privat contribuții brute în valoare de 10,99 miliarde lei, cu 12% mai mult comparativ cu anul anterior. În Pilonul III au fost virate contribuții brute în valoare de 502 milioane lei, în creștere cu 17% față de anul 2021.

La nivelul fondurilor de pensii administrate privat, contribuția medie a participanților în luna decembrie 2022 a fost de circa 237 lei, înregistrând o creștere de 16% comparativ cu aceeași dată a anului anterior. Fondul de pensii administrat privat cu cea mai mare contribuție medie per participant, dar și cu cei mai mulți participanți înscriși a fost FPAP NN, având o cotă de piață de aproximativ 34% (calculată după activele nete).

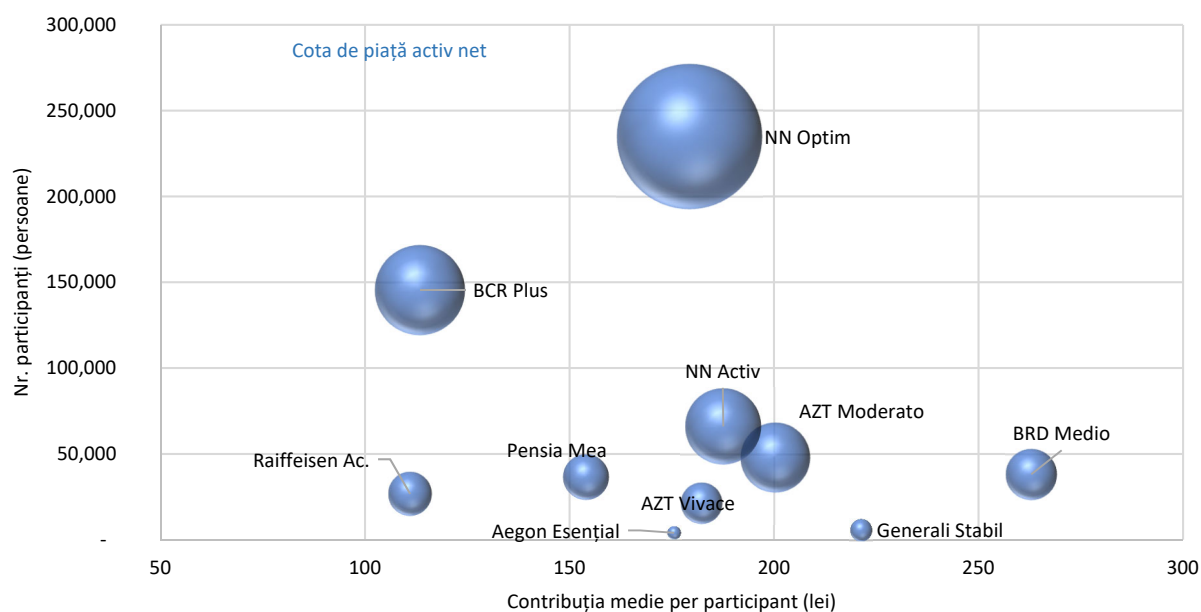
Grafic 74 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2022



Sursa: prelucrare ASF

În ceea ce privește fondurile de pensii facultative, contribuția medie per participant în luna decembrie 2022 a fost de aproximativ 170 lei, valoare mai scăzută cu 18% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2021. Fondul de pensii facultative cu cel mai mare număr de participanți este FPF NN Optim, înregistrând totodată și cota de piață cea mai mare după activele nete (43%).

Grafic 75 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2022



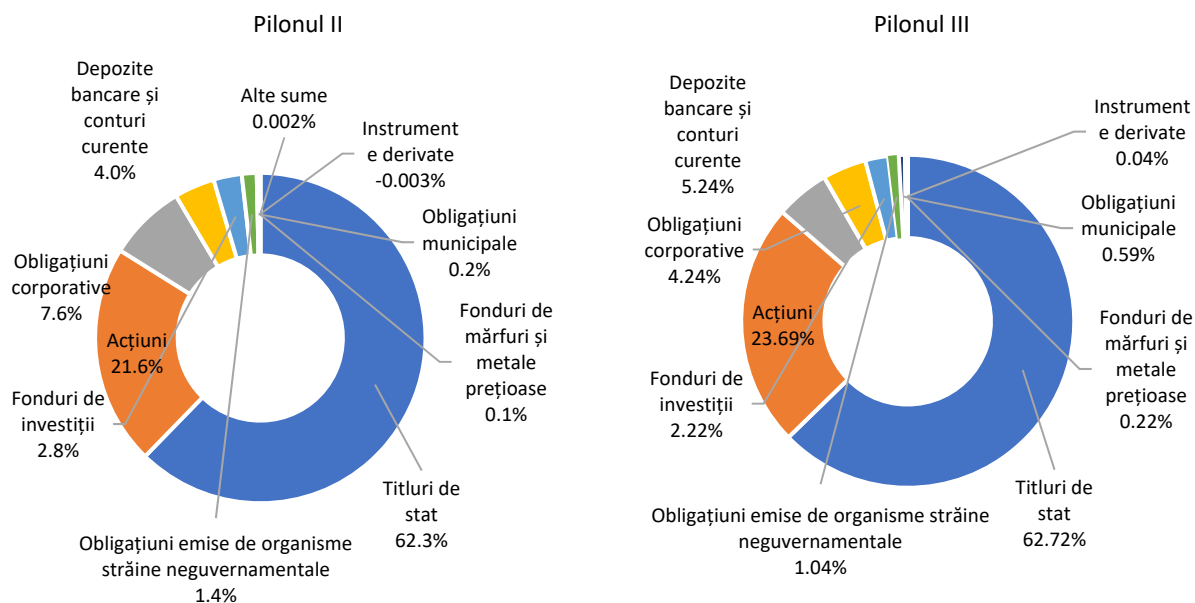
Sursa: prelucrare ASF

Investițiile fondurilor de pensii private se realizează preponderent în obligațiuni suverane, urmate de companii listate pe piața de capital, care sunt transparente și care respectă guvernanta corporativă, stimulând astfel dezvoltarea pieței primare și secundare.

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

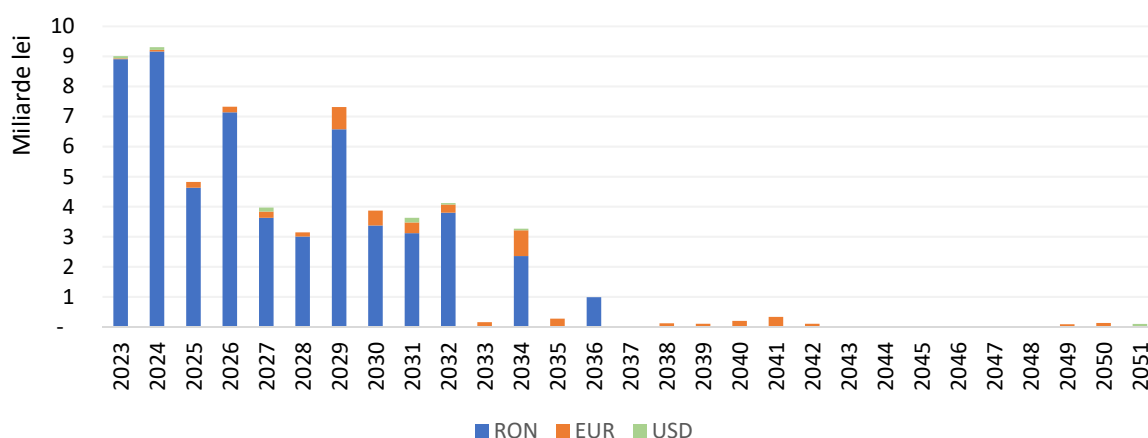
Cea mai mare pondere în portofoliile fondurilor de pensii private a fost deținută în permanență de instrumentele financiare cu venit fix (în special titluri de stat, urmate de obligațiuni corporative, supranaționale și municipale). Fondurilor de pensii private le sunt permise doar investițiile în instrumente cu venit fix ce au calificativul Investment Grade. La 31 decembrie 2022, ponderea instrumentelor cu venit fix era de aproximativ 71% din portofoliile fondurilor de pensii private, din care 62% din active erau investite în titluri emise de statul român. Încă de la înființarea fondurilor de pensii private, investițiile acestora s-au realizat preponderent în emitenți din România, la finalul lunii decembrie 2022, plasamentele fondurilor de pensii fiind efectuate local în procent de 89%. Majoritatea instrumentelor românești sunt reprezentate de titluri de stat, acțiuni listate la Bursa de Valori București, depozite bancare și obligațiuni corporative.

Grafic 76 Structura activelor fondurilor de pensii private la 31 decembrie 2022



Sursa: prelucrare ASF

Grafic 77 Anul maturității titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private la data de 31 decembrie 2022



Sursa: prelucrare ASF

Titlurile de stat din portofoliile fondurilor de pensii private sunt emise de statul român și sunt denominate în RON (91%), EUR (8%) și USD (1%). Din perspectiva orizontului investițional, majoritatea sunt deținute pe termen mediu, cu data maturității până în anul 2036 (aproximativ 98% din totalul titlurilor de stat), restul fiind emisiuni pe termen lung, cu data maturității până în 2051.

Tabel 29 Investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 31 decembrie 2022

Denumire emitent	Valoare dețineri (lei)	% în total acțiuni listate
Fondul Proprietatea SA	4.030.809.831	18,6%
OMV Petrom SA	3.617.768.976	16,7%
Banca Transilvania SA	3.578.543.758	16,5%
Romgaz SA	2.319.211.454	10,7%
BRD - Groupe Societe Generale SA	1.552.171.738	7,2%
Nuclearelectrica SA	1.197.631.868	5,5%
Med Life SA	850.105.490	3,9%
Transgaz SA	694.256.694	3,2%
Electrica SA	641.625.666	3,0%
Digi Communications NV	339.768.104	1,6%
Alți emitenți	2.865.043.046	13,2%
Total	21.686.936.626	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Fondurile de pensii private sunt investitori instituționali semnificativi pe piața de capital, investind în emitenți care respectă guvernanta corporativă și sunt transparenți. La 31 decembrie 2022, sistemul pensiilor private din România a investit în acțiuni în procent de 22%, iar 87% din acest procent este

reprezentat de 10 companii, aflate în topul celor mai tranzacționate companii pe segmentul principal al BVB.

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

Denumire emitent	Țara emitent	Valoare dețineri	% total obligațiuni corporative
Banca Comerciala Romana	RO	1.350.055.726	18,1%
Citigroup Global Markets Holdings Inc	US	1.119.754.282	15,0%
The Goldman Sachs Group INC	US	1.064.658.819	14,2%
Banco Santander SA	ES	1.064.489.344	14,2%
Raiffeisen Bank SA	RO	825.506.097	11,0%
ING Bank NV	NL	558.182.458	7,5%
Citigroup Inc	US	437.768.597	5,9%
BNP Paribas	FR	356.125.138	4,8%
JPMorgan Chase & Co	US	106.737.152	1,4%
UniCredit SpA	IT	105.358.027	1,4%
Alți emitenți		489.898.009	6,6%
Total		7.478.533.649	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Investițiile fondurilor de pensii în obligațiuni corporative au reprezentat un procent de 7,5% din activele totale ale sistemului de pensii private. Astfel, fondurile de pensii private au investit majoritar în obligațiuni corporative emise de către grupuri financiare sau bancare atât locale, cât și străine. Multe dintre obligațiunile corporative au fost emise în SUA (36,5%), România (30,6%) și Spania (14,2%).

Tabel 31 *Plasamentele în depozite bancare ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 31 decembrie 2022*

Denumire bancă	Valoare (RON)	% în total depozite și conturi curente
Banca Comercială Română	1,736,547,099	43.3%
Citibank România	999,617,107	24.9%
ING Bank România	480,595,225	12.0%
BRD - Groupe Societe Generale SA	274,087,177	6.8%
CEC Bank SA	210,491,701	5.3%
Banca Transilvania SA	197,992,519	4.9%
Banca Romanească	54,240,887	1.4%
Raiffeisen Bank SA	39,440,601	1.0%
Unicredit Bank SA	6,218,457	0.2%
Intesa SanPaolo	4,903,846	0.1%
Alte bănci	3,570,749	0.1%
Total	4,007,705,366	100.0%

Sursa: prelucrare ASF

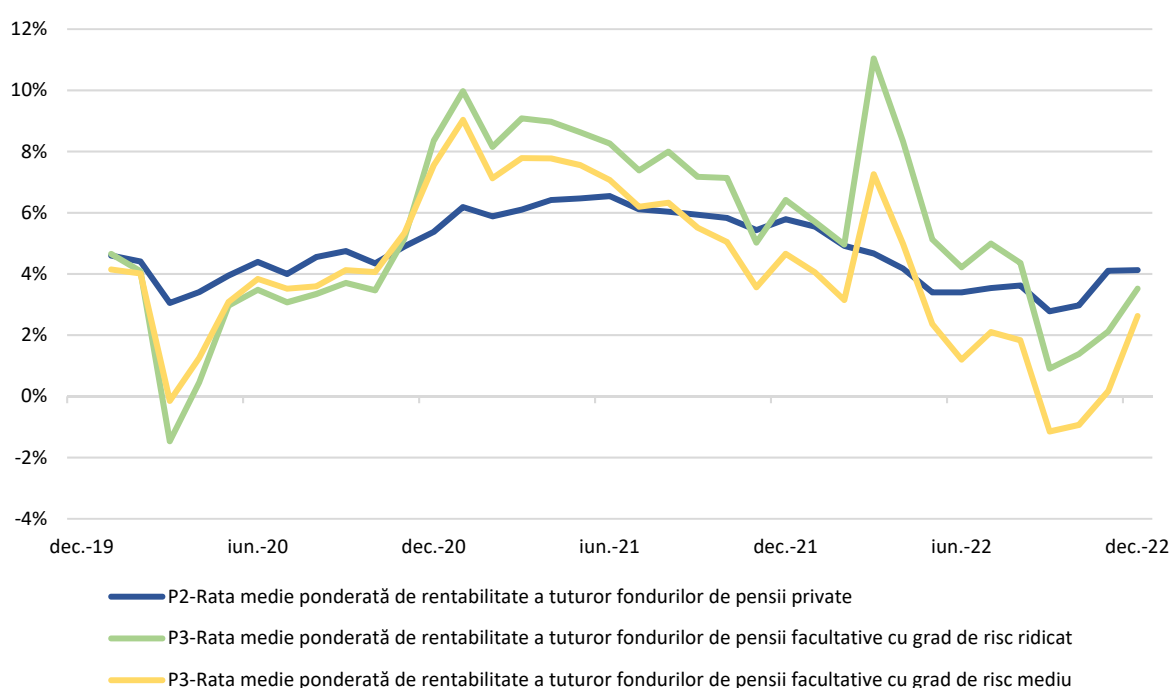
Plasamentele în depozite bancare și conturi curente ale fondurilor de pensii private au reprezentat un procent de 4% din activele totale și au fost realizate exclusiv la bănci din România. Dintre acestea,

depozitele în lei au fost în cuantum de 95,7%, cele în euro 4%, restul de 0,3% fiind denuminate în alte valute. Sumele depuse la Banca Comercială Română, Citibank România și ING Bank România au reprezentat 80% din depozite.

Randamentele unităților de fond

La 31 decembrie 2022, rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii administrate privat (Pilonul II) a fost de 4,1245%, iar în ceea ce privește fondurile de pensii facultative (Pilonul III), rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu grad de risc ridicat a fost de 3,5216%, în vreme ce rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu risc mediu a fost de 2,6235%.

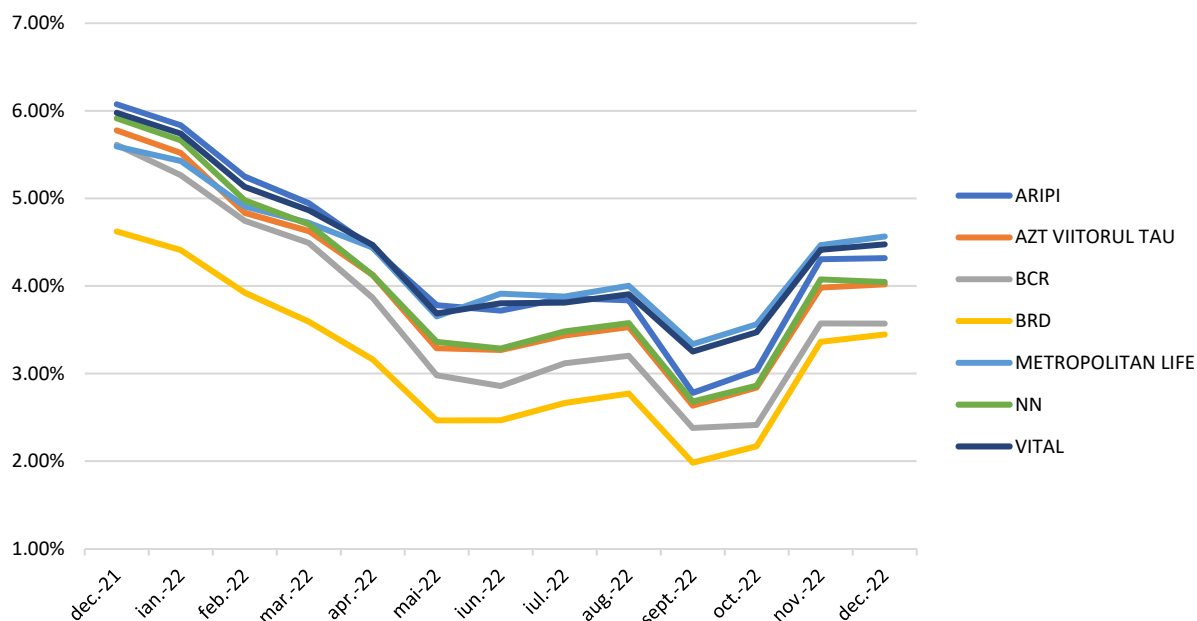
Grafic 78 Evoluția ratelor medii de rentabilitate ale fondurilor de pensii private



Sursa: prelucrare ASF

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

Grafic 79 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat



Sursa: prelucrare ASF

Toate fondurile de pensii administrate privat au înregistrat scăderi ale ratelor de rentabilitate anualizate, la finalul lunii septembrie 2022 comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, pe fondul unui risc de piață crescut și al ratelor ridicate ale dobânzilor. Cu toate acestea, până la finalul anului 2022 au recuperat o mare parte din scăderile de la începutul trimestrului IV.

Pe termen lung, aferent întregii perioade de funcționare a fondurilor de pensii private, randamentul anualizat³² al acestora s-a menținut la un nivel pozitiv. În anul 2022, piețele financiare au traversat o perioadă de volatilitate ridicată determinată pe de o parte de războiul din Ucraina, iar pe de altă parte de creșterea inflației și implicit a ratelor dobânzii la nivel global, ceea ce a afectat negativ în special portofoliile de instrumente cu venit fix ale fondurilor de pensii private.

Tabel 32 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la 31 decembrie 2022 (calculat față de 21.05.2008)

FPAP Aripa	FPAP AZT Viitorul Tău	FPAP BCR	FPAP BRD	FPAP Metropolitan Life	FPAP NN	FPAP Vital
7,37%	6,68%	7,18%	6,00%	7,59%	7,42%	6,86%

Sursa: prelucrare ASF

³² Randamentul anualizat este randamentul mediu anual calculat pe termen lung, de la înființarea sistemului de pensii private până în prezent

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

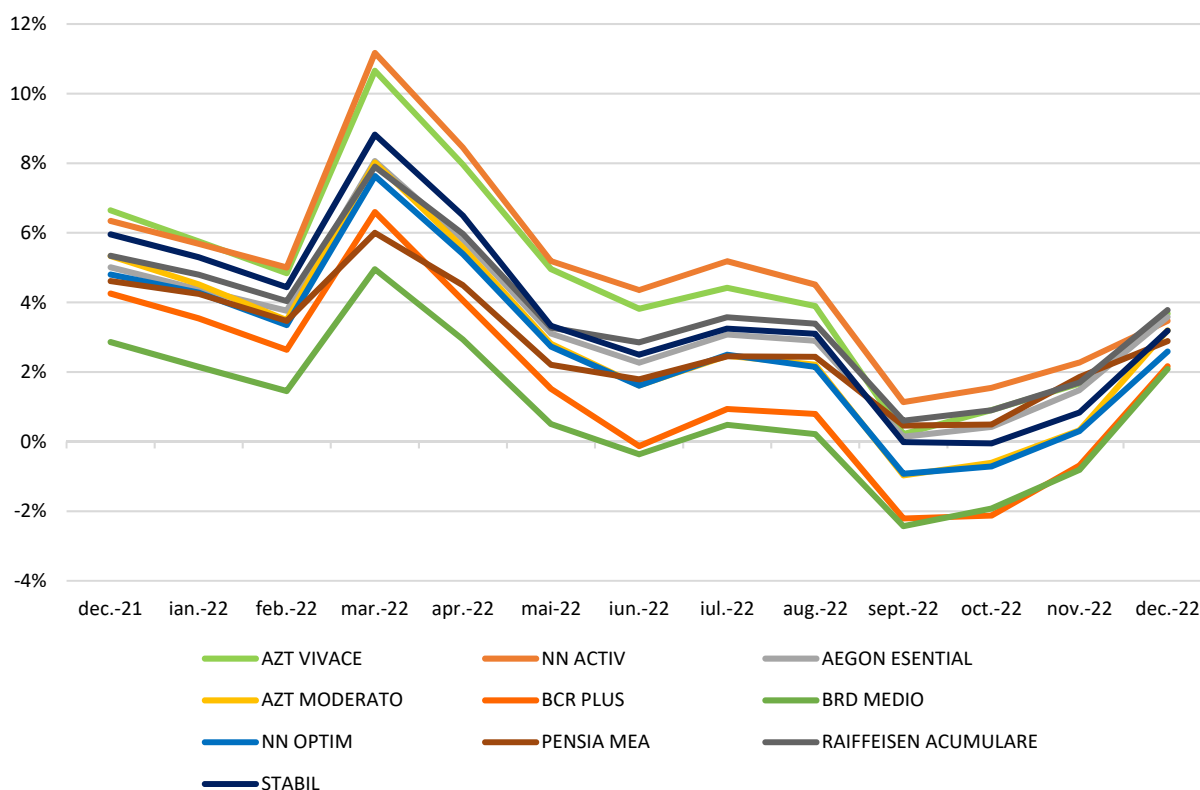
Grafic 80 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei)



Sursa: prelucrare ASF

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

Grafic 81 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative



Similar cu rezultatele observate în Pilonul II, toate fondurile de pensii facultative au înregistrat diminuări ale ratelor de rentabilitate anualizate, la finalul lunii septembrie 2022 comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, recuperând o mare parte din scăderi până la finalul anului.

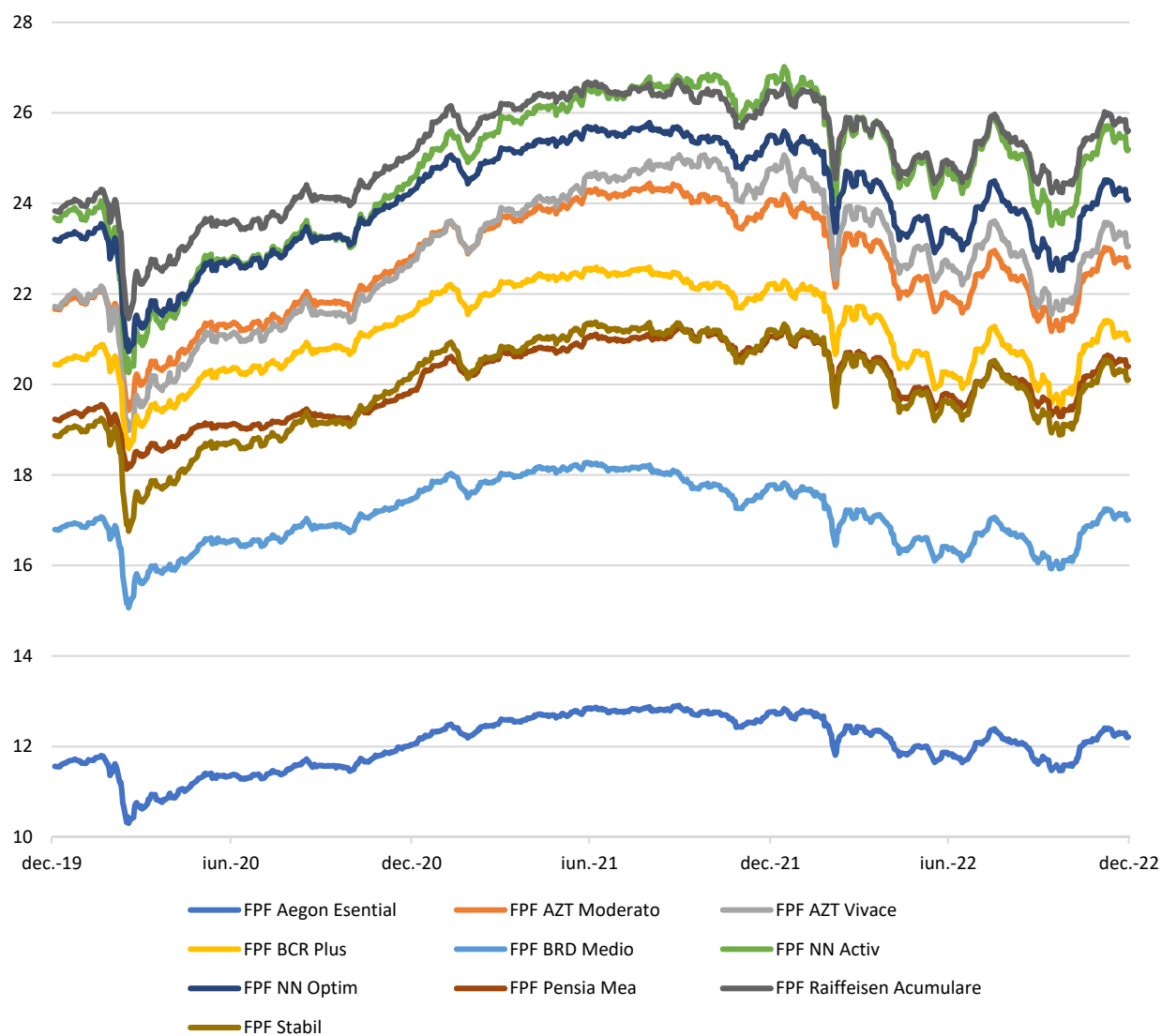
Tabel 33 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la 31 decembrie 2022

FPF Aegon ESENTIAL	FPF AZT Moderato	FPF AZT Vivace	FPF BCR Plus	FPF BRD Medio	FPF NN Activ	FPF NN Optim	FPF Pensia Mea	FPF Raiffeisen Acumulare	FPF Stabil
2,88%	5,39%	5,56%	4,88%	4,01%	6,11%	5,90%	4,68%	6,73%	5,23%

Sursa: prelucrare ASF

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

Grafic 82 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III



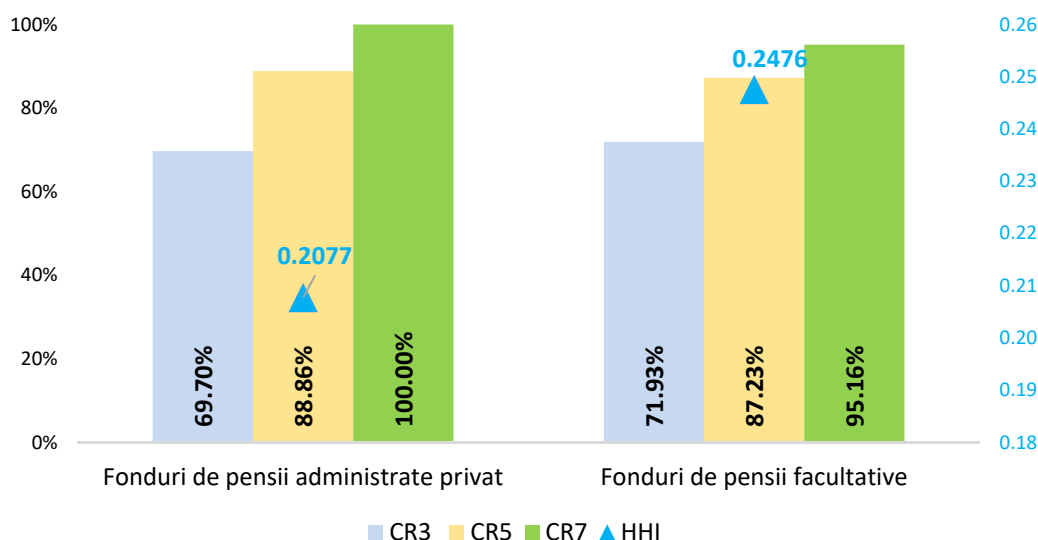
Sursa: prelucrare ASF

6.4. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private

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

Piața pensiilor administrate privat înregistrează un grad ridicat de concentrare, primele trei fonduri de pensii totalizând 70% din active la finalul anului 2022. Și în cazul fondurilor de pensii facultative, gradul de concentrare este asemănător, primele trei fonduri însumând 72% din active. Principalii indicatori utilizați de Consiliul Concurenței subliniază gradul ridicat de concentrare, situație explicabilă din motive legate de structura pieței, a numărului redus de fonduri de pensii private și de mecanismul de înregistrare automată pe Pilonul II, prin care majoritatea participanților nou intrați sunt distribuiți în cote egale tuturor administratorilor de fonduri de pensii administrate privat.

Grafic 83 Gradul de concentrare al fondurilor de pensii private (în funcție de valoarea totală a activelor la 31 decembrie 2022), calculat pe baza indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței



Sursa: prelucrare ASF

Contribuțiile participanților la fondurile de pensii private se virează direct în contul fondului de pensii înregistrat la banca depozitară, aceasta din urmă fiind autorizată, reglementată, supravegheată și controlată de Banca Națională a României. Așadar, depozitarii sunt răspunzători împreună cu

administratorii fondurilor de pensii de activele participanților. Datele cele mai recente de pe piața fondurilor de pensii arată că serviciile de depozitare a activelor sunt oferite de trei instituții de credit autorizate de Banca Națională a României (BNR): BRD, care deține cea mai ridicată pondere a activelor, de aproximativ 82,1%, Raiffeisen, 13,7%, și BCR, 4,2%.

Tabel 34 Cota de piață a depozitarilor fondurilor de pensii private

Depozitar	Valoare active în custodie	% în total active
BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	82,122,030,952	82.1%
RAIFFEISEN BANK SA	13,741,015,488	13.7%
BANCA COMERCIALĂ ROMÂNĂ SA	4,218,256,090	4.2%
Total	100,081,302,530	100%

Sursa: prelucrare ASF

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

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

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

Riscul de piață reprezintă riscul de pierdere rezultat din fluctuațiile nefavorabile ale ratelor de dobândă, ale cursului de schimb sau ale altor prețuri din piață. Acesta este în general gestionat către administratori, prin monitorizarea volatilității prețurilor principalelor instrumente financiare concomitent cu gestionarea activă a portofoliilor pe termen scurt. Apreciem că riscul de piață se menține la un nivel ridicat, ca urmare a creșterii ratelor de dobândă ce au fost determinate de intensificarea presiunilor inflaționiste, dar și de continuarea derulării conflictului armat dintre Rusia și Ucraina. Finalul trimestrului al III-lea și începutul trimestrului al IV-lea din anul 2022 au fost caracterizate printr-un apogeu al

materializării riscului de piață, ceea ce a determinat scăderi generalizate ale prețurilor instrumentelor cu venit fix, ca urmare a creșterii ratelor dobânzilor la nivel local, european și global. De altfel, ESRB a semnalat în Avertismentul emis în luna septembrie 2022 principalele vulnerabilități și surse predominante de riscuri sistemice identificate pentru sistemul financiar al UE, respectiv:

- o perturbare puternică a lanțurilor de aprovizionare, însoțită de o creștere a prețurilor materiilor prime și de o majorare a ratelor dobânzilor, în contextul unei inflații persistent ridicate;
- deteriorarea perspectivelor de rentabilitate pentru bănci, în ciuda impactului pozitiv al majorării ratelor asupra veniturilor din dobânzi și pentru instituțiile nebancare;
- reapariția riscului de finanțare suverană și corporativă și a preocupărilor legate de sustenabilitatea datoriei;
- ajustări abrupte și dezordonate ale prețurilor activelor, care afectează prețurile activelor financiare.

Spre deosebire de acțiuni, obligațiunile au o valoare finită. La scadență, principalul se returnează creditorului împreună cu ultima plată a dobânzii. Prin urmare, cumpărătorii de obligațiuni sunt conștienți de prețul pe care îl plătesc la data achiziției pentru randamentul pe care îl vor obține la scadență.

Spre deosebire de un cumpărător de acțiuni care își asumă un risc de investiție, un cumpărător de obligațiuni împrumută bani unei alte entități pentru o anumită perioadă. Prin urmare, yield-ul sau rata dobânzii (randamentul așteptat) ia în considerare mai multe riscuri: riscul de credit (neplată), riscul de rată a dobânzii (modificarea ratei dobânzii), riscul de inflație, riscul de creștere economică (humped yield curve). Creșterea randamentelor obligațiunilor guvernamentale (și implicit scăderea prețurilor de piață ale acestora) se transmite și asupra altor clase de active, precum obligațiunile corporative. Această creștere a ratelor dobânzilor se reflectă în evaluarea instrumentelor financiare, care sunt afectate în mod negativ de volatilitatea pieței, creând premisele amplificării șocurilor de lichiditate.

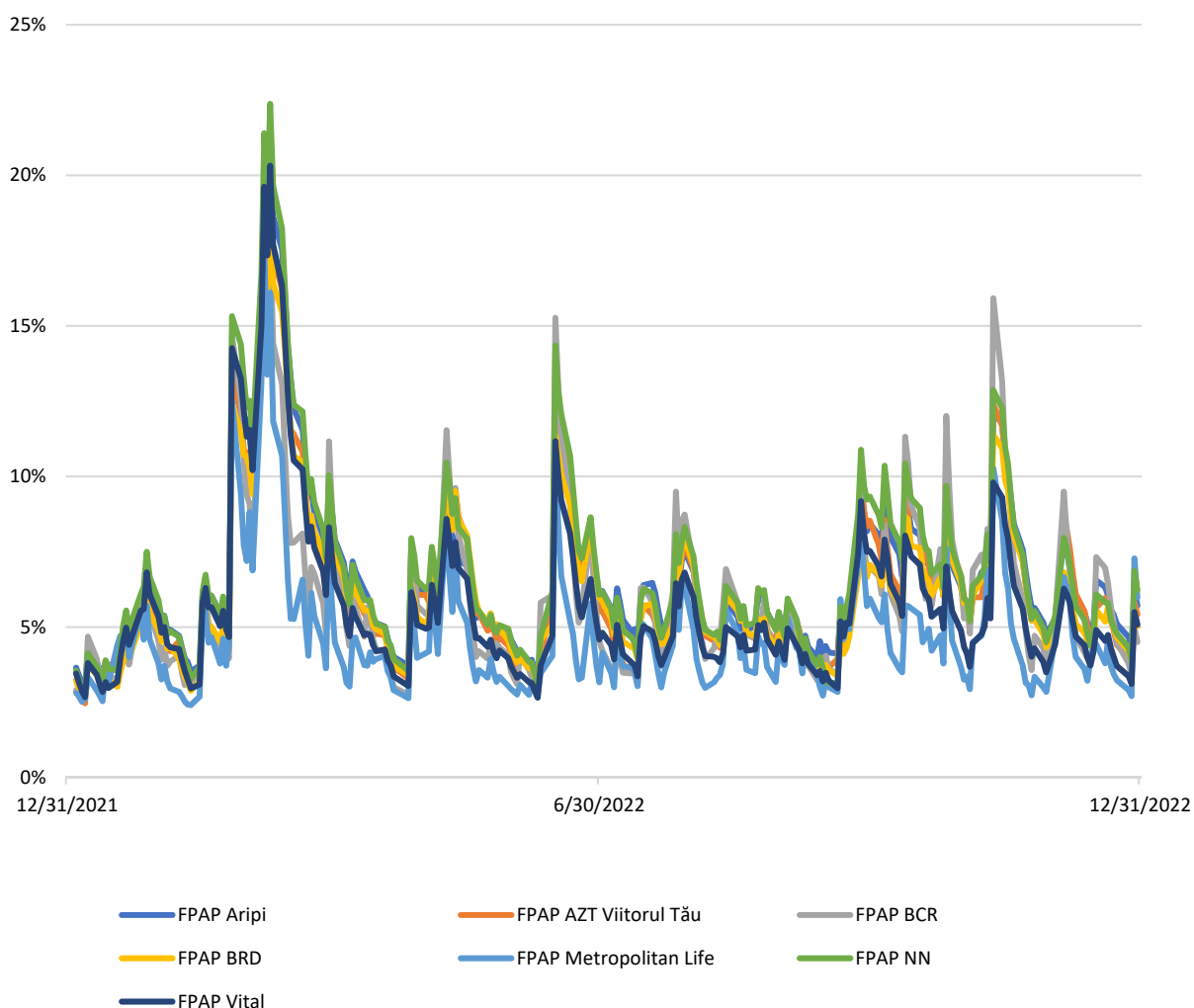
Având în vedere procentul semnificativ al obligațiunilor din portofoliile fondurilor de pensii private, a avut loc o scădere a valorii activelor acestora la finalul lunii septembrie 2022, în contextul tuturor factorilor de risc evidențiați pe piețele financiare. Cu toate acestea, perspectivele și așteptările din piețe s-au ameliorat până la finalul anului, astfel încât o mare parte dintre corecții au fost recuperate. Deși nivelurile de risc se mențin în continuare la cote ridicate, pe fondul incertitudinii persistente și al modificărilor structurale ale economiilor europene, care își concentrează eforturile asupra creșterii sustenabilității, primele luni ale anului 2023 au fost caracterizate de creșteri pe piețele financiare, care s-au reflectat pozitiv în portofoliile fondurilor de pensii private.

La finalul anului 2022, fondurile de pensii private au investit majoritatea activelor în instrumente financiare denominate în monedă locală (peste 90%). Pilonul II și Pilonul III dețineau în portofoliu instrumente financiare denominate în euro în procent de 8,92% și respectiv 8,86%. Ținând cont de expunerea limitată pe instrumente financiare denominate în valută, riscul valutar se situa la un nivel redus, o parte dintre administratori utilizând instrumente financiare derivate pentru protecție și pentru a își conserva valoarea deținerilor denominate în euro sau dolari americani.

În trimestrul al IV-lea al anului 2022, a avut loc încă un șoc pe volatilitatea anualizată a unităților de fond din Pilonul II, sistemul de pensii fiind influențat de tensiunile de pe piețele financiare europene.

Cu toate acestea, până la finalul anului, volatilitatea s-a temperat, pe fondul îmbunătățirii perspectivelor asupra inflației și a ratelor dobânzilor.

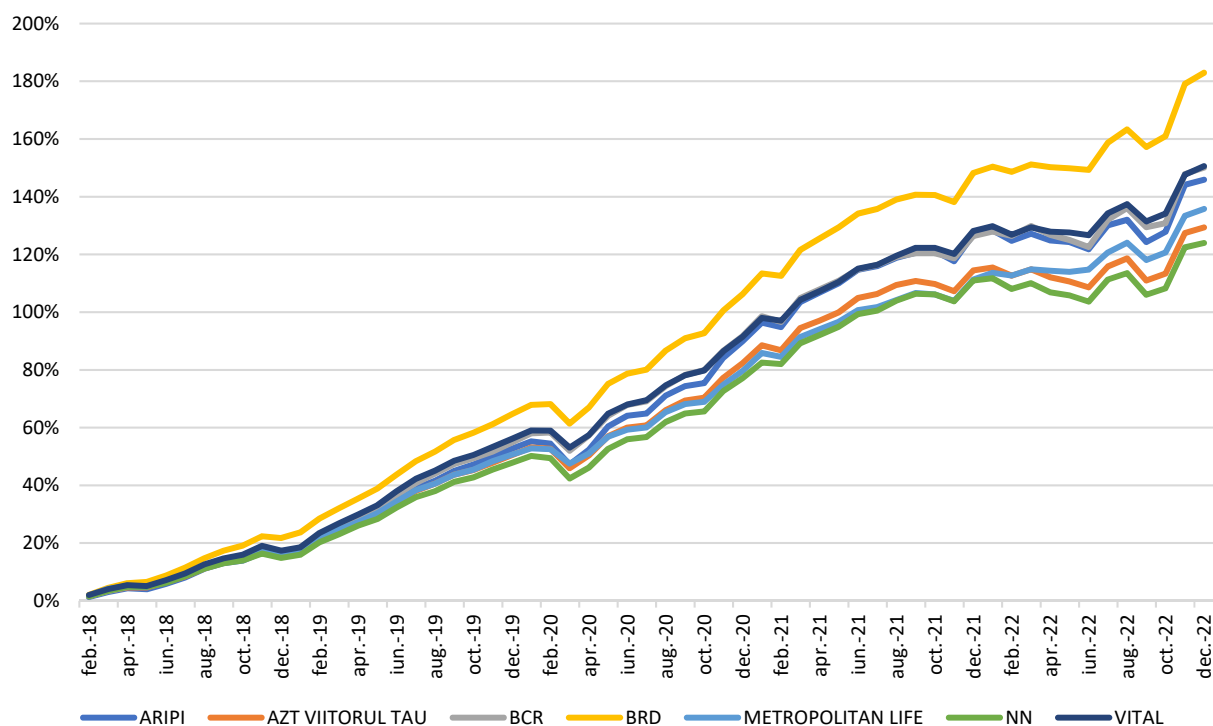
Grafic 84 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II



Sursa: calcule ASF (model Garch)

Valoarea activelor totale aferente fondurilor de pensii administrate privat (Pilon II) a crescut cu mai mult de 100% de la începutul anului 2018 până în luna decembrie 2022, sistemul de pensii private fiind încă în perioada de acumulare, iar plățile situându-se la un nivel redus. Cele mai mari creșteri ale activelor le putem observa în cazul FPAP BRD și FPAP Vital. Perioadele de volatilitate de pe piața financiară se reflectă și asupra activelor fondurilor de pensii private care înregistrează episoade de scădere, evoluția acestora depinzând de climatul macroeconomic. Cu toate acestea, activele fondurilor de pensii au crescut rapid după perioadele de declin.

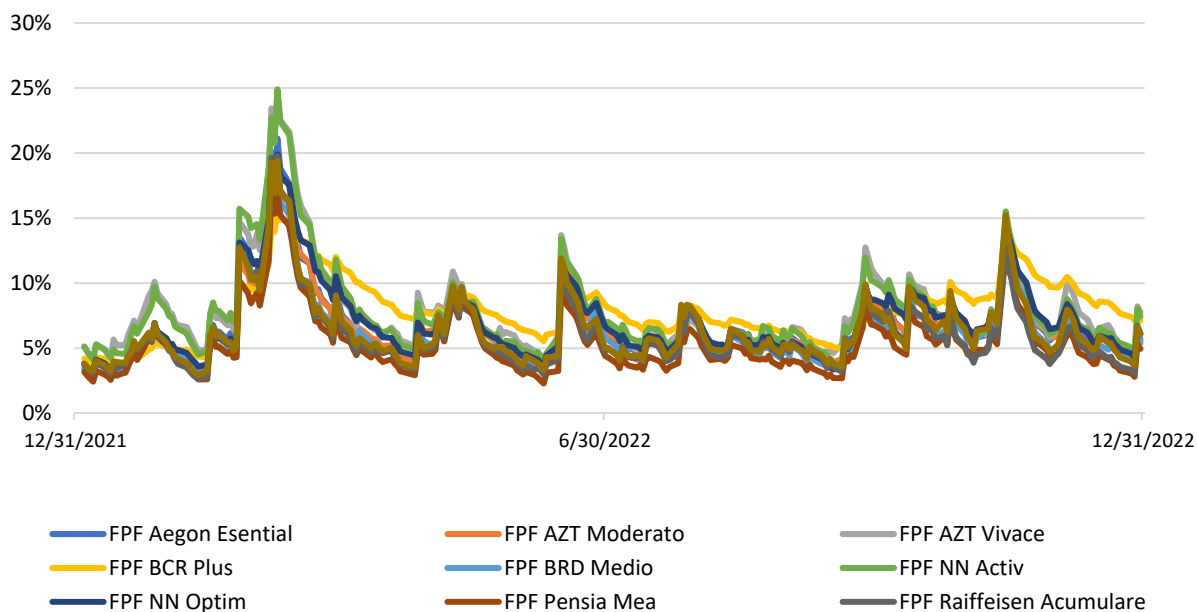
Grafic 85 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (ian. 2018=100%)



Sursa: prelucrare ASF

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

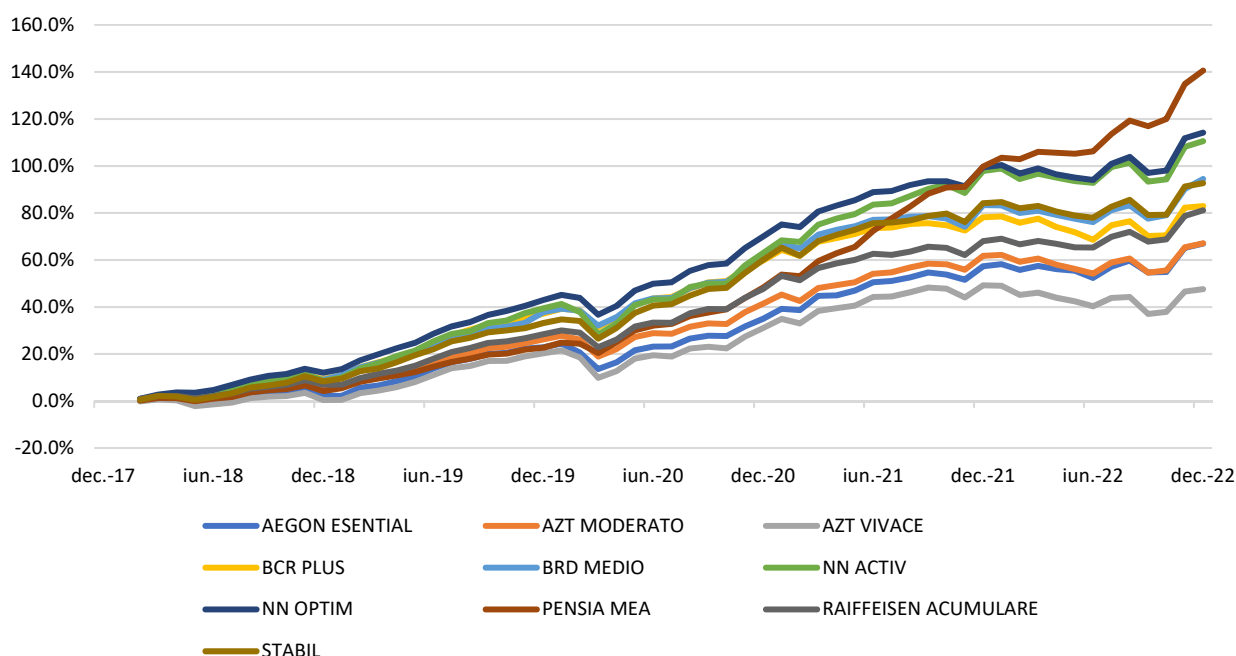
Grafic 86 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III



Sursa: calcule ASF (model Garch)

Și fondurile de pensii facultative au înregistrat creșteri substanțiale ale activelor din anul 2018 până în luna septembrie 2022, de peste 37%.

Grafic 87 *Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (ian. 2018 =100%)*



Sursa: prelucrare ASF

Ținând cont de deteriorarea perspectivelor macrofinanciare, precum și de creșterea probabilității de materializare a unor riscuri, inclusiv sistemice, considerăm că activele fondurilor de pensii private mai pot înregistra scăderi în perioada următoare, acestea fiind direct influențate de mecanismul de evaluare prin marcare la piață. Prin natura lor, fondurile de pensii private sunt investitori pe termen lung, care nu au un comportament speculativ, ci mai degrabă unul de păstrare a instrumentelor până la scadență și încasarea periodică a drepturilor aferente acestora (cupoane, dividende etc.).

Riscul de credit se menține redus datorită calității ridicate a emitenților instrumentelor cu venit fix deținute de fonduri, marea majoritate fiind titluri de stat și obligațiuni emise de instituții financiare internaționale (fondurilor de pensii private le sunt permise doar investițiile în instrumente cu venit fix ce au calificativul Investment Grade). Ponderea depozitelor la instituții de credit și a obligațiunilor corporative (cu rating investițional) a fost de circa 11,5%. În prima parte a anului 2023 au avut loc mai multe episoade de stres în sistemul bancar, care au determinat o serie de falimente ale unor bănci regionale. Cu toate acestea, evoluțiile din piețele financiare au arătat că acestea nu au avut componente sistemice, șocurile nefiind preluate și amplificate în sistemul financiar. În luna februarie 2023, fondurile de pensii private aveau o expunere totală de 9,2% din active pe sectorul bancar, respectiv 9,66 miliarde de lei (acțiuni tranzacționate și obligațiuni corporative). Din aceasta, 7,47 de miliarde de lei era expunere pe bănci românești (77,3%) și 2,19 miliarde de lei pe bănci europene (22,7%).

Riscul de lichiditate se află la un nivel scăzut, un procent de 4% din activele fondurilor de pensii private fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt. Din punctul de vedere al lichidității, în prezent, sistemul de pensii private este rezilient în fața oricăror solicitări de plată a activului, ca urmare a faptului că se află în perioada de acumulare, iar ieșirile din sistem (cauzate de deces, invaliditate, pensionare, transfer) sunt încă reduse.

Pe pilonul II, pe parcursul anului 2022 au fost efectuate plăți ale activului personal net în valoare de circa 407 milioane lei către 23 mii de participanți sau beneficiari. Din valoarea totală a plăților efectuate, un procent de 88% este aferent deschiderii dreptului la pensie, 11% ca urmare a decesului participantului și 1% ca urmare a invalidității. Nivelul plăților efectuate a reprezentat 0,37% din activele totale de la finalul anului. Pe Pilonul III, au fost efectuate plăți ale activului personal net în cuantum de aproximativ 101 milioane lei către aproximativ 10 mii de participanți sau beneficiari. Din valoarea totală a plăților efectuate, un procent de 93,23% este aferent deschiderii dreptului la pensie, 6,40% ca urmare a decesului participantului și 0,36% ca urmare a invalidității. Nivelul plăților efectuate în Pilonul III a reprezentat 2,8% din activele totale.

Pentru acoperirea valorii minime garantate administratorii fondurilor de pensii administrate privat au obligația constituirii din sume proprii a unui provizion tehnic conform prevederilor Normei nr. 13/2012 privind calculul actuarial al provizionului tehnic pentru fondurile de pensii administrate privat. Provizionul tehnic se constituie pentru acoperirea riscurilor aferente garanției investiționale minime obligatorii stabilite prin Legea nr. 411/2004 și este utilizat în cazul în care valoarea activului personal al unui participant scade sub valoarea contribuțiilor plătite către participant, pe întreg parcursul perioadei active, diminuate cu penalitățile de transfer și comisioanele legale. De asemenea, Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private reprezintă o altă pârghie de siguranță a sistemului de pensii private. Apreciem astfel că riscul de solvabilitate în această etapă se menține la un nivel scăzut.

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

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

7. Finanțe sustenabile

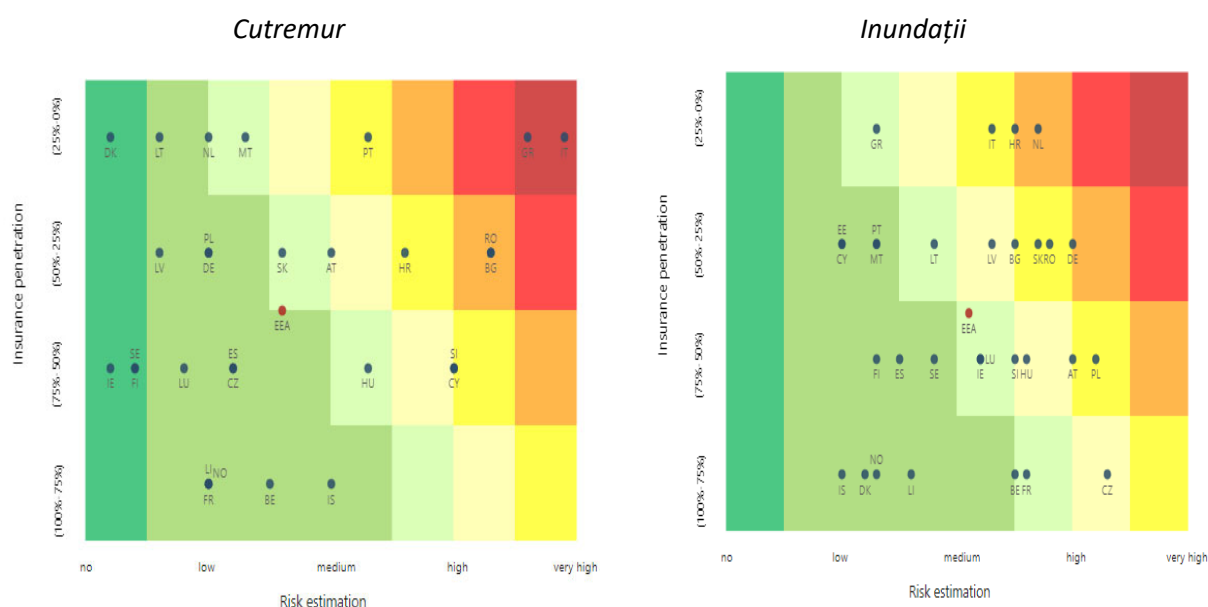
7.1. Deficitul de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale

Autoritatea Europeană pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA) a publicat primul tablou de bord european³³ care prezintă deficitul de protecție a asigurărilor pentru catastrofele naturale. Tabloul a fost dezvoltat pentru îmbunătățirea rezilienței societăților de asigurare în cazul catastrofelor naturale, precum și pentru identificarea măsurilor necesare în vederea limitării pierderilor înregistrate de asigurători în cazul materializării unor astfel de riscuri.

Inițiativa EIOPA cu privire la realizarea tabloului de bord european referitor la deficitul de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale se înscrie în activitățile derulate de autoritate în domeniul finanțelor sustenabile, cu scopul de a facilita tranziția către o economie durabilă și rezilientă.

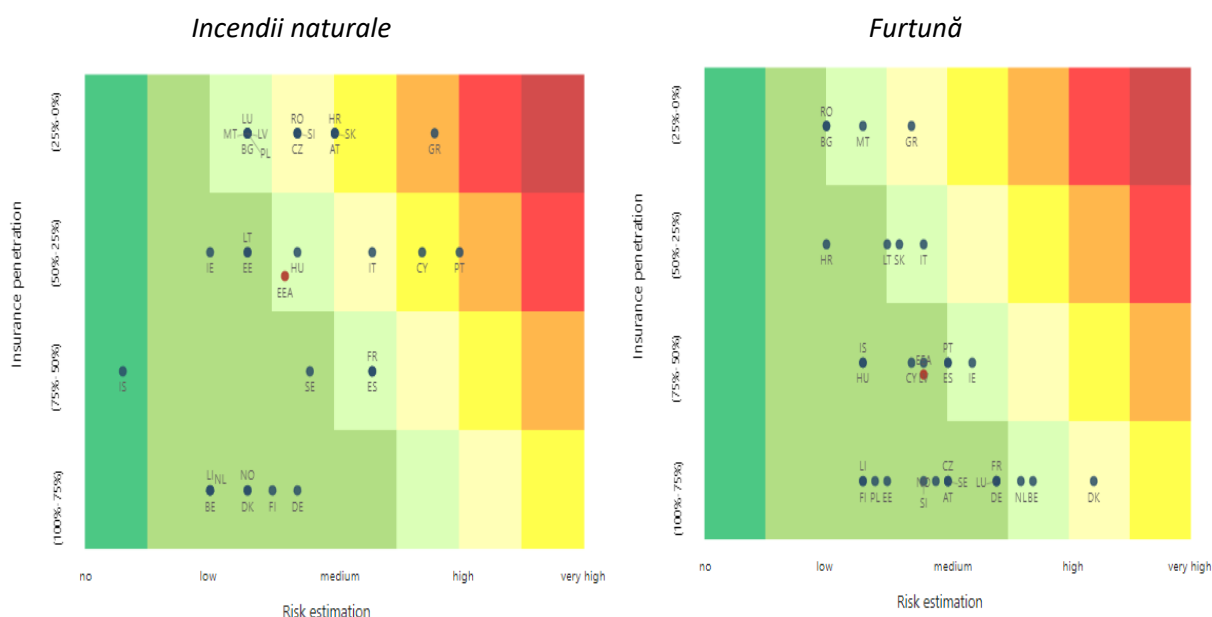
În contextul schimbărilor climatice, accesibilitatea și asigurarea unui grad de protecție adecvat împotriva dezastrelor naturale ar putea deveni preocupări tot mai intense, în condițiile în care, conform EIOPA, doar un sfert din pierderile cauzate de evenimentele climatice din Europa sunt asigurate la momentul actual. Așadar, datele disponibile arată existența unui deficit de protecție a asigurărilor în ceea ce privește catastrofele naturale.

Grafic 88 Deficitul de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale

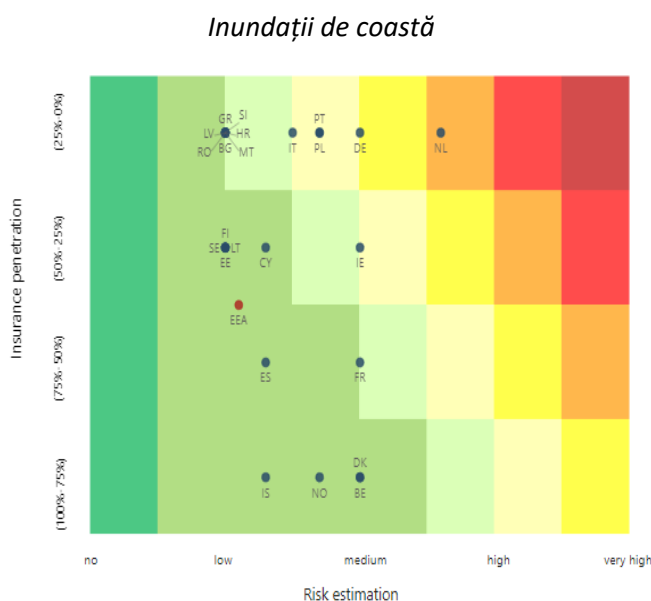


Sursa: EIOPA, Tabloul de bord european cu privire la deficitul de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale

³³ https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/dashboard-insurance-protection-gap-natural-catastrophes_en



Sursa: EIOPA, Tabloul de bord european cu privire la deficitul de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale



Sursa: EIOPA, Tabloul de bord european cu privire la deficitul de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale

Conform metodologiei EIOPA³⁴, pentru estimarea deficitului actual de protecție, sunt necesare următoarele informații: estimarea riscului (care este compus din hazard, vulnerabilitate și expunere) și acoperirea de asigurare (gradul de penetrare a asigurărilor) la momentul actual. Deficitul istoric de protecție a asigurării pentru catastrofe naturale este determinat pe baza datelor istorice privind pierderile/daunele economice și asigurate, care ajută la cunoașterea deficitului de protecție din trecut. Pierderile istorice vor depinde de evenimentele anterioare, expunerile, vulnerabilitățile și acoperirile de asigurare, ultimii trei parametri fiind măsurați la momentul evenimentului.

Rezultatele publicate de EIOPA³⁵ arată existența unui grad ridicat de eterogenitate cu privire la deficitul de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale atât între statele membre, cât și între

³⁴ <https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2022-12/technical-description-dashboard-on-insurance-protection-gap-for-natural-catastrophes.pdf>

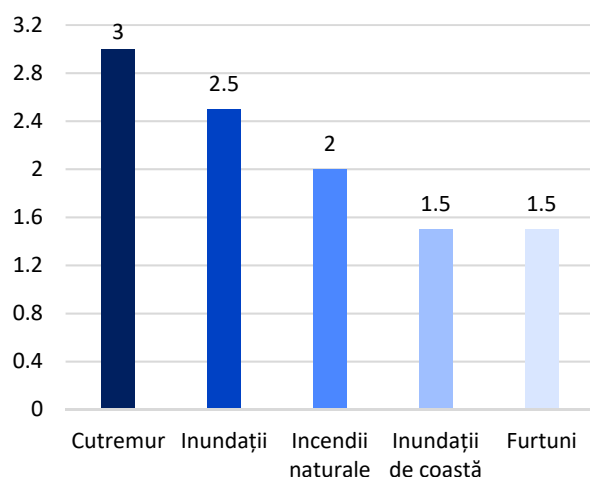
³⁵ <https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2022-12/dashboard-on-insurance-protection-gap-for-natural-catastrophes-in-a-nutshell.pdf>

diferitele categorii de evenimente climatice (cutremur, inundații, incendii naturale, furtuni, inundații de coastă).

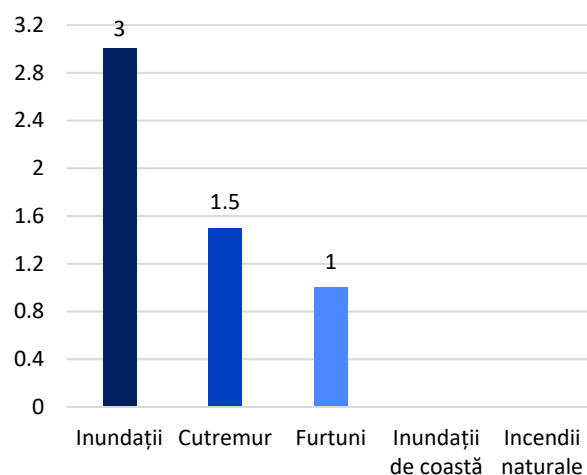
Furtuna reprezintă un risc în general bine asigurat, în special în țările în care există o probabilitate ridicată de apariție. În ceea ce privește inundațiile de coastă, în prezent, o țară (Olanda) prezintă un deficit de protecție (scor ≥ 3), în timp ce un alt stat membru (Germania) ar trebui monitorizat (scor = 2,5). Incendiile naturale sunt, de asemenea, puternic afectate de schimbările climatice. În prezent, două țări (Portugalia și Grecia) prezintă un deficit de protecție (scor ≥ 3), iar alte patru state (Austria, Croația, Slovacia și Cipru) ar trebui monitorizate (scor = 2,5). Pentru inundații, trei țări au un deficit de protecție (Olanda, Germania și Croația), iar cinci țări ar trebui monitorizate îndeaproape (Italia, România, Slovacia, Bulgaria și Austria). Cutremurul este riscul în care scorul deficitului de protecție a asigurărilor este cel mai ridicat atât pentru Grecia, cât și pentru Italia (scor = 4 – deficit foarte ridicat de protecție). Două țări prezintă, de asemenea, un deficit actual de protecție (România și Bulgaria: scor = 3). În plus, alte patru state ar trebui monitorizate (Slovenia, Cipru, Croația și Portugalia: scor = 2,5).

În cazul pieței locale de asigurări, cele mai mari riscuri identificate³⁶ în sensul unui deficit de protecție a asigurărilor au fost cele referitoare la cutremur și inundații, cu un grad de penetrare a asigurărilor situat sub 50%. Așadar, conform celor mai recente estimări publicate de EIOPA, deficitul de protecție în caz de cutremur este relevant, iar cel referitor la inundații necesită monitorizare la momentul actual. O analiză cu privire la pierderile istorice generate de catastrofele naturale arată că cel mai mare deficit de protecție s-a înregistrat în cazul inundațiilor.

Grafic 89 Scorul actual al deficitului de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale în România



Grafic 90 Scorul istoric al deficitului de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale în România



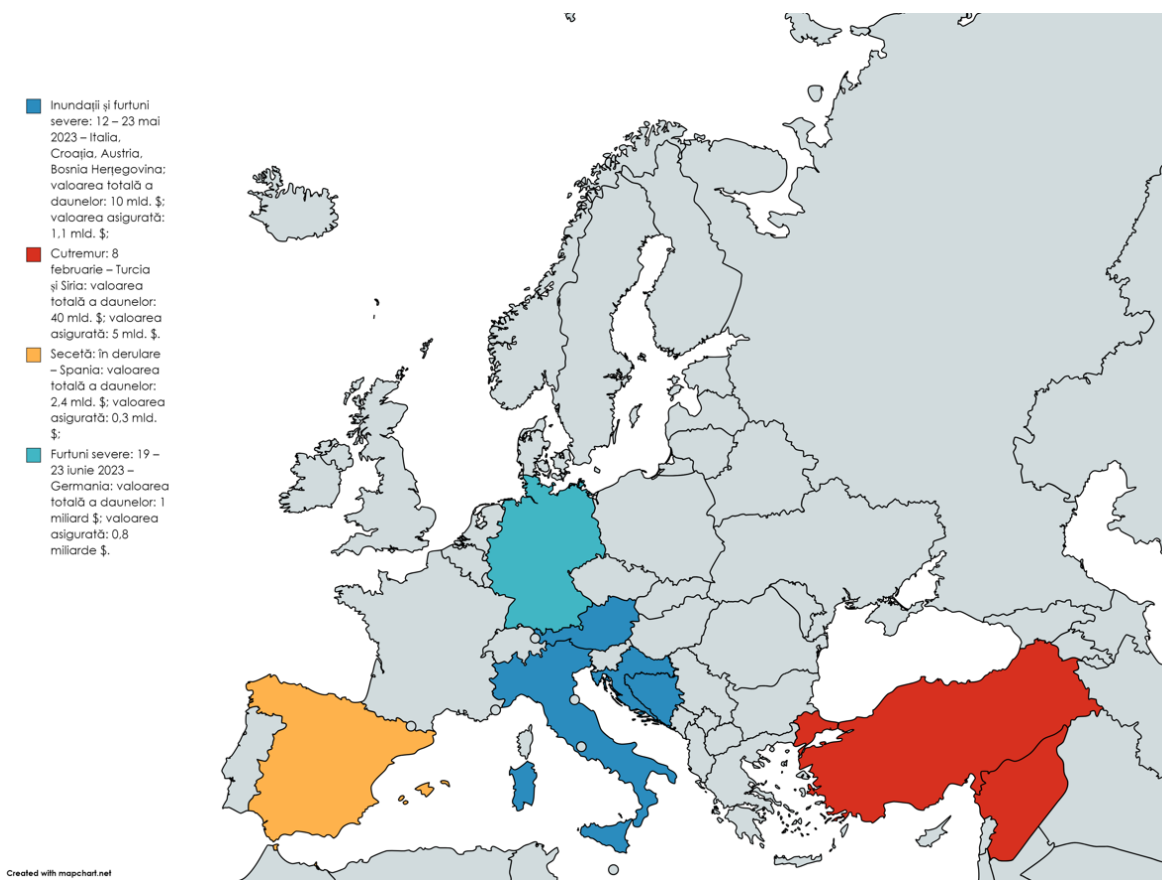
Sursa: EIOPA, Tabloul de bord european cu privire la deficitul de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale; scorurile pot varia între 0 și 4; (scor = 0, când nu există deficit de protecție; scor = 1 deficit de protecție scăzut; scor = 2 deficit de protecție mediu; scor = 3 deficit de protecție ridicat și scor = 4 deficit de protecție foarte ridicat); conform metodologiei EIOPA, un scor sub nivelul de 3 nu este considerat relevant pentru a indica un deficit de protecție; pierderile/daunele istorice cuprind perioada 1980 – 2021.

³⁶ Idem

7.2. Pierderile generate de catastrofele naturale în semestrul I 2023

Conform informațiilor publicate de Munich Re, valoarea totală a pierderilor generate la nivel global de catastrofele naturale a fost de 110 miliarde \$ în semestrul I 2023, cu o valoare asigurată în sumă de 43 miliarde \$, pe baza estimărilor provizorii³⁷. Cele mai mari pierderi au fost cauzate de cutremurele devastatoare din Turcia și Siria de la începutul anului curent (februarie 2023). De altfel, furtunile extreme în SUA au generat aproximativ o treime din pierderile totale înregistrate la nivel global.

Grafic 91 Pierderile cauzate de catastrofele naturale în prima jumătate a anului 2023 în Europa (și Siria)



Sursa: date Munich Re: **Secetă: în derulare** – Spania: valoarea totală a daunelor: 2,4 mld. \$; valoarea asigurată: 0,3 mld. \$. **Furtuni severe:** 19 – 23 iunie 2023 – Germania: valoarea totală a daunelor: 1 miliard \$; valoarea asigurată: 0,8 miliarde \$. **Inundații și furtuni severe:** 12 – 23 mai 2023 – Italia, Croația, Austria, Bosnia Herțegovina; valoarea totală a daunelor: 10 mld. \$; valoarea asigurată: 1,1 mld. \$. **Cutremur:** 8 februarie – Turcia și Siria: valoarea totală a daunelor: 40 mld. \$; valoarea asigurată: 5 mld. \$.

³⁷ <https://www.munichre.com/en/company/media-relations/media-information-and-corporate-news/media-information/2023/natural-disaster-figures-first-half-2023.html>

Deși pierderile totale s-au situat la un nivel mai scăzut comparativ cu perioada similară a anului precedent (semestrul I 2022: 120 de miliarde de dolari), valoarea acestora a depășit semnificativ media ultimilor zece ani (98 de miliarde de dolari, ajustată la inflație). Potrivit datelor furnizate de Munich Re, deficitul de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale este semnificativ și la nivel global, similar cu constatările EIOPA în ceea ce privește Europa.

Așadar, conform Munich Re, în multe țări persistă deficitul mare de protecție împotriva dezastrelor naturale, mai puțin de 40% din pierderile totale înregistrate la nivel global în prima jumătate a anului curent au fost asigurate.

7.3. Cauzele deficitului de protecție a asigurărilor pentru catastrofe naturale și potențiale soluții de diminuare

Având în vedere rezultatele și concluziile Tabloului de bord cu privire la existența unui deficit ridicat de protecție a asigurărilor pentru dezastre naturale, EIOPA a continuat demersul prin identificarea motivelor ce stau la baza adoptării limitate a asigurării în Europa și a barierelor pe partea cererii ce pot determina consumatorii să nu apeleze la astfel de asigurări³⁸.

Principalele bariere pe partea cererii identificate de EIOPA sunt următoarele:

- nivelurile veniturilor consumatorilor și percepția acestora cu privire la inaccesibilitatea acoperirii (consumatorii tind să perceapă în mod eronat asigurarea ca fiind prea scumpă);
- lipsa de claritate în termeni și condiții;
- experiențe negative anterioare cu daunele de asigurare;
- percepția greșită a riscurilor unui eveniment de catastrofe naturale;
- așteptări mari cu privire la intervenția statului în caz de catastrofe;
- percepția că procesul de achiziție a asigurărilor este solicitant.

Soluțiile propuse de EIOPA pentru reducerea deficitului de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale prin creșterea interesului consumatorilor pentru aceste produse sunt, în principal, legate de îmbunătățirea gradului de conștientizare a riscurilor implicate de vremea extremă și evenimentele climatice. Monitorizarea nivelului de risc în regiuni și transmiterea unor mesaje direcționate în momente cheie, cum ar fi cele dinaintea achiziționării unei proprietăți, precum și o standardizare mai mare a produselor în ceea ce privește acoperirea, excluderile și structurile de prețuri ar putea crește încrederea consumatorilor și interesul acestora pentru aceste categorii de asigurări. Cu privire la barierele referitoare la prețul asigurărilor și percepția legată de procesul potențial anevoios de achiziție, EIOPA propune acordarea unor reduceri de prime pentru implementarea măsurilor de diminuare a riscurilor în cazul catastrofelor naturale, dar și oferirea unor procese de cumpărare mai simple și prietenoase, inclusiv prin canale digitale.

³⁸ https://www.eiopa.europa.eu/eiopa-research-sheds-light-why-households-and-businesses-are-reluctant-take-out-natcat-insurance-2023-07-05_en

7.4. Respectarea cerințelor privind sustenabilitatea de către entitățile pieței financiare nebancare din România

Autoritatea de Supraveghere Financiară acordă o atenție deosebită rolului finanțării durabile pe piețele financiare nebancare, atât prin acțiunile legate de integrarea riscurilor de sustenabilitate în procesul de supraveghere a entităților reglementate, cât și prin acțiuni de monitorizare și supraveghere a transparenței informațiilor legate de durabilitate în informațiile precontractuale, pe site-urile web și în rapoartele periodice.

În segmentul fondurilor de investiții, la momentul realizării acestui raport, există un fond de investiții care promovează caracteristici ESG și două fonduri de investiții de tip Feeder, care investesc cel puțin 85% din active în fonduri de tip Master. Toate cele trei fonduri supravegheate de ASF sunt constituite cu respectarea prevederilor art. 8 din Regulamentul UE 2088/2019 și au portofolii în valoare de aproximativ 120 milioane de lei (0,7% din totalul activelor administrate) și un număr de 761 de investitori.

Cerințele de transparență se referă la integrarea riscurilor de durabilitate și includerea în informațiile precontractuale ale fondurilor de investiții descrieri privind: modul în care riscurile legate de durabilitate sunt integrate în deciziile de investiții, precum și efectele negative ale deciziilor de investiții asupra factorilor de durabilitate³⁹.

În urma verificărilor realizate de către ASF, toate fondurile de investiții care operează pe piața locală au inclus cerințele de transparență prevăzute la art. 6 din SFDR în documentele precontractuale și au transmis prospectul revizuit către ASF, fie pentru autorizare (în cazul OPCVM-urilor), fie pentru notificare (în cazul FIA). Totodată, ASF a adus în atenția administratorilor de fonduri de investiții necesitatea reanalizării și actualizării în mod corespunzător a informațiilor publicate pe site, cu luarea în considerare a prevederilor legale, respectiv:

- articolul 3 din Regulamentul SFDR, în ceea ce privește decizia de a integra sau nu riscurile de durabilitate în politicile de investiții pentru fiecare OPC administrat, care trebuie să reprezinte concluzia unei analize temeinice a SAI/AFIA, inclusiv în executarea obligației de diligență, cu privire la modul în care riscurile identificate pot afecta performanța OPC;
- articolul 4 din Regulamentul SFDR, conform căruia SAI/AFIA trebuie să informeze în mod corespunzător investitorii cu privire la modul în care ia în considerare factorii de durabilitate în procesul de luare a deciziilor de investiții; astfel, SAI/AFIA, trebuie să publice pe site dacă ia în considerare efectele negative asupra factorilor de durabilitate sau situația în care nu le ia în considerare;
- articolul 5 din Regulamentul SFDR, conform căruia SAI/AFIA trebuie să stabilească o politică de remunerare prin care să promoveze o gestionare eficientă și solidă a riscurilor legate de durabilitate, fără ca structura de remunerare să încurajeze asumarea de riscuri excesive în raport cu această clasă de riscuri, ci să fie corelată cu performanța ajustată la risc și în acest sens, să informeze în mod corespunzător investitorii;

³⁹ Art. 6 din SFDR

- articolul 10 din Regulamentul SFDR - în situația în care un OPCVM se încadrează în categoria celor prevăzute la art. 8 și art. 9 din Regulament, SAI/AFIA are obligația de a informa în mod corespunzător investitorii, pe site-ul propriu, cu prezentarea caracteristicilor de mediu sau sociale/obiectivul investiției durabile, metodologiile de evaluare și sursele de date.

ASF a verificat website-urile SAI/AFIA pentru a se asigura că investitorii primesc informații corecte și complete, ca urmare a obligațiilor impuse entităților de către Regulamentul SFDR, iar măsurile adoptate de SAI/AFIA au constatat în:

- actualizarea informațiilor prezentate pe site-urile oficiale, cu luarea în considerare a observațiilor particulare ale ASF, în funcție de specificul fiecărei entități ce a constituit obiect al analizei;
- revizuirea politicilor și practicilor de remunerare, respectiv a politicilor privind integrarea riscurilor legate de durabilitate în procesul decizional privind investițiile, după caz, acestea fiind revizuite cu frecvență anuală sau ori de câte ori este necesar pentru a fi adecvate cu natura, dimensiunea și complexitatea activității entităților.

Procesul de evaluare a aspectelor menționate se desfășoară în mod continuu în vederea asigurării informării în mod corespunzător a investitorilor cu privire la orice modificare intervenită, inclusiv ca urmare a apariției unor date noi cu impact asupra analizei inițiale a entităților respective. În acest sens, este utilizat un mix de criterii de natură cantitativă și calitativă, ce au în vedere și aspecte privind compatibilitatea politicii de remunerare cu strategia de afaceri, cu obiectivele, valorile și interesele societății, precum și cu interesele investitorilor OPC administrate.

Activitatea de supraveghere a respectării cerințelor de sustenabilitate de către industria fondurilor de investiții a avut următoarele rezultate:

- Toate SAI/AFIA supravegheate au publicat pe site-urile web și în documentele precontractuale informațiile prevăzute la art. 4 și 6 din SFDR, în care precizează dacă iau în considerare principalele efecte negative ale deciziilor de investiții asupra factorilor de sustenabilitate.
- Majoritatea administratorilor nu țin cont de impactul negativ al deciziilor de investiții asupra factorilor de durabilitate. Cu privire la argumentele acestei poziționări, administratorii de fonduri aduc în discuție, în principal, lipsa, respectiv nivelul incomplet al datelor privind factorii ESG la nivelul emitenților.
- Un singur administrator de pe piața locală, care administrează un fond de art. 8 SFDR, declară că integrează în deciziile sale investiționale Principalele Efecte Negative asupra Factorilor de Durabilitate având două abordări:
 - *folosind excluderi, companii ale căror produse au expunere la arme controversate (mine antipersonal, muniții cu dispersie, arme chimice și biologice)*
 - *prin luarea în considerare a rating-urilor emitenților, fie prin ratinguri interne, fie furnizate de furnizorul de date, în care aceasta investește prin entități administrate.*
- Administratorul menționează și că fondul poate fi influențat de riscurile de durabilitate, atât din perspectiva claselor de active, cât și a emitenților care activează în domenii diferite de activitate.

O evaluare preliminară a riscului de durabilitate, în cazul acestui fond, a condus la concluzia că riscul de durabilitate asupra randamentului probabil al fondului este unul scăzut.

În plus, ASF a informat toate firmele de investiții aflate sub supraveghere că, în momentul deciziei lor de a furniza servicii de management de portofoliu sau servicii de consultanță în investiții, acestea vor trebui să ia toate măsurile necesare pentru a respecta obligațiile de transparență prevăzute de Regulamentul UE nr. 2088/2021.

Printre activitățile specifice desfășurate în cadrul STRE, sunt verificate inclusiv cerințele privind raportarea nefinanciară/ sustenabilitatea prevăzută de Directiva 2014/95/UE (NFRD) aplicabilă emitenților. NFRD⁴⁰ este primul act legislativ care a introdus obligații de raportare nefinanciară pentru companiile mari din UE.

Tabel 35 Sinteza obligațiilor de raportare nefinanciară

Aplicabilitate	Emitenții cu un număr mediu de cel puțin 500 de salariați
Aspecte raportate	• Modelul de afaceri • Politicile de mediu, sociale și de guvernanță corporativă aplicate • Principalele riscuri și oportunități asociate aspectelor de mediu, sociale și de guvernanță • Indicatori de performanță relevanți (KPIs)
Standarde de raportare	NFRD nu face trimitere la/nu conține un anumit set de standarde privind raportarea nefinanciară
Unde se raportează?	Raportul anual sau Raport de sustenabilitate separat
Formatul de raportare	Electronic (format PDF) pe site-ul emitentului sau pe site-ul BVB
Verificare externă (audit)	Nu este obligatorie
Verificare ASF-STRE	Se verifică existența raportării nefinanciare (Declarația nefinanciară/ Raport anual)

Sursa: NFRD – OMFP 2844 / OMFP 1802

Odată cu transpunerea noii directive privind raportarea sustenabilă, numărul emitenților vizați va crește (pentru exemplificare, CSDR se va aplica tuturor emitenților listați pe piața reglementată, cu excepția microîntreprinderilor, indiferent de mărime).

⁴⁰ NFRD a fost transpusă în legislația românească prin OMFP 2844/2016 pentru emitenții admiși la tranzacționare pe piața reglementată (BSE) și OMFP 1802/2014 pentru emitenții din cadrul sistemului multilateral de tranzacționare (SMT) și impune emitenților vizați să publice o declarație nefinanciară anuală care să cuprindă informații privind aspecte de mediu, sociale și de guvernanță corporativă.

În ceea ce privește piața asigurărilor, entitățile vizate de prevederile Directivei NFRD⁴¹ includ o declarație privind guvernanta corporativă în raportul de gestiune. Această declarație este inclusă ca secțiune specifică a raportului de gestiune și conține o descriere a politicii de diversitate aplicată în ceea ce privește structurile de administrație, conducere și supraveghere ale societății.

Cu privire la această raportare, în prima parte a anului 2023, ASF a analizat situația societăților care intră sub incidența prevederilor NFRD, respectiv societățile care au avut peste 500 de angajați în anul 2022 și care au obligația de a întocmi declarația nefinanciară conform NFRD.

Din analiza datelor raportate de entități a reieșit că dintre cele 25 de societăți de asigurare, cinci companii au obligația întocmirii acestor declarații/rapoarte. Potrivit termenului stabilit prin Norma ASF nr. 41/2015, societățile pot transmite declarația odată cu situațiile financiare pentru anul 2022 (ceea ce a fost cazul uneia dintre societățile de asigurări) sau pot îngloba informațiile în cadrul unui raport de sustenabilitate, așa cum au procedat celelalte societăți de asigurare care intră în scopul NFRD. Având în vedere că rapoartele de sustenabilitate au fost publicate pe site-urile societăților începând cu luna iulie, acestea sunt în curs de analiză.

Situația societăților de asigurări care intră în scopul raportărilor privind sustenabilitatea

1	ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.
2	ASIGURAREA ROMANEASCA - ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.
3	BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.
4	BRD ASIGURĂRI DE VIAȚĂ S.A.
5	EUROLIFE FFH ASIGURARI DE VIATA S.A.
6	GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.
7	GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.
8	GROUPAMA ASIGURARI S.A.
9	NN ASIGURARI DE VIATA S.A.
10	OMNIASIG VIG
11	SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.
12	SIGNAL IDUNA ASIGURARI DE VIATA S.A.
13	UNIQA ASIGURARI DE VIATA S.A.
14	UNIQA ASIGURARI S.A.



Societăți cu peste 500 de angajați și autorizate să practice clasa C3



Societăți cu peste 500 de angajați, dar care nu practică asigurări clasa C3



Societăți care sunt autorizate să practice clasa C3 și au sub 500 de angajați

⁴¹ Directiva 2014/95/UE a Parlamentului European și a Consiliului de modificare a Directivei 2013/34/UE în ceea ce privește prezentarea de informații nefinanciare și de informații privind diversitatea de către anumite întreprinderi și grupuri mari

Până la sfârșitul anului 2023 va fi transpusă în legislația din România și Directiva privind raportarea dezvoltării durabile a întreprinderilor - CSRD, Directivă ce va modifica NFRD. Prin modificările aduse de CSRD, companiile de asigurare vor transmite informațiile nefinanciare într-un format standardizat prin intermediul platformei ESEF (European Single Electronic Format).

Pentru anul 2023, ASF are în vedere identificarea produselor de asigurare care promovează sustenabilitatea (asigurarea pentru panouri fotovoltaice, asigurările auto pentru mașinile electrice etc.) printr-o solicitare adresată companiilor de asigurări de a transmite Autorității informații privind acest tip de produse și analiza informațiilor precontractuale.

Pe piața pensiilor private, toți cei 10 administratori asigură transparența și comunicarea publică privind factorii de sustenabilitate, publicând pe pagina de internet proprie informații despre politicile elaborate la nivel intern sau la nivel de grup privind integrarea riscurilor legate de durabilitate în procesele lor de luare a deciziilor privind investițiile, în conformitate cu prevederile art. 3 din Regulamentul UE nr. 2088/2019. Totodată, toți administratorii au publicat pe site-urile lor de internet informații despre modul în care politicile de remunerare sunt compatibile cu integrarea riscurilor legate de durabilitate, în conformitate cu prevederile art. 5 din Regulamentul UE nr. 2088/2019. Administratorii au publicat pe propria pagină de internet și declarația privind luarea în considerare a principalelor efecte negative ale deciziilor de investiții asupra factorilor de sustenabilitate, în conformitate cu prevederile art. 4 alin (1) al Regulamentului UE nr. 2088/2019. În cazul a 3 administratori, aceștia au publicat pe pagina de internet proprie declarația conform căreia aceștia nu iau în considerare principalele efecte negative ale deciziilor de investiții asupra factorilor de sustenabilitate în conformitate cu prevederile art. 4 alin (2) al Regulamentului UE nr. 2088/2019. În ceea ce privește obligațiile de transparență specificate la art. 6 al Regulamentului UE nr. 2088/2019, aceste informații sunt incluse în documentele precontractuale, care în cazul fondurilor de pensii private sunt prospectul schemei de pensii și declarația privind politica de investiții (DPI).

Printre măsurile implementate de către administratori cu privire la integrarea riscurilor ESG, menționăm:

- majoritatea administratorilor includ în Raportul de Risc Semestrial, transmis Autorității de Supraveghere Financiară, informații privind respectarea prevederilor Regulamentului (UE) 2019/2088 cu privire la armonizarea politicilor existente cu noile cerințe legislative privind riscurile ESG, cu toate că nu există o prevedere legislativă pentru administratori de a include riscurile ESG în Raportul de Risc Semestrial.
- modificări în sistemul de raportare a expunerilor la risc și a proceselor de management al riscului prin adăugarea riscurilor de sustenabilitate, precum și prin oferirea unor detalii privind frecvența analizelor aferente riscului operațional. În consecință, o serie de entități analizează riscuri de sustenabilitate în baza unei fișe de scor ESG dezvoltată intern, prin intermediul căreia sunt studiate criteriile de sustenabilitate pentru clasele de active din portofoliu (acțiuni, obligațiuni corporative și fonduri mutuale).
- acoperirea tuturor riscurilor în procesul de management al acestora sens în care a inclus în verificările interne și riscurile ESG. Ca atare, în cadrul analizelor realizate pentru

avizarea/reavizarea emitenților a fost inclusă și evaluarea riscului de durabilitate, pentru emitenții care au avut aceste informații disponibile.

- revizuirea și îmbunătățirea cadrului de evaluare și monitorizare a riscurilor emitenților din portofoliu prin utilizarea informațiilor de tip rating ESG disponibile pe o platformă comercială dedicată acestui tip de evaluări.

Listă tabele

<i>Tabel 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial.....</i>	<i>9</i>
<i>Tabel 2 Riscuri și vulnerabilități în intermedierea financiară nebancaară din UE</i>	<i>17</i>
<i>Tabel 3 Randamentele burselor de acțiuni la 30 iunie 2023.....</i>	<i>44</i>
<i>Tabel 4 Dimensiunea sectorului de asigurări din România (active totale raportate la PIB).....</i>	<i>94</i>
<i>Tabel 5 Activele totale (milioane lei) evaluate conform regimului Solvabilitate II și ponderea activelor în PIB în perioada 2021 - 2022.....</i>	<i>94</i>
<i>Tabel 6 Clasamentul primelor 10 companii din perspectiva volumului de prime brute subscrise în perioada 2021 - 2022.....</i>	<i>95</i>
<i>Tabel 7 Clasamentul societăților de asigurare în funcție de volumul de prime brute subscrise la nivelul pieței CASCO în anul 2022</i>	<i>96</i>
<i>Tabel 8 Dimensiunile pieței asigurărilor de garanții (clasa A15) la 31 decembrie 2022.....</i>	<i>97</i>
<i>Tabel 9 Evoluția cotelor de piață aferente societăților autorizate și reglementate de ASF.....</i>	<i>98</i>
<i>Tabel 10 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurările generale la 31.12.2022.....</i>	<i>105</i>
<i>Tabel 11 Structura rezervelor tehnice brute pentru categoria asigurărilor de viață la data de 31.12.2022</i>	<i>105</i>
<i>Tabel 12 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2016 - 2022 pentru activitatea de asigurări generale.....</i>	<i>106</i>
<i>Tabel 13 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2016 - 2022 pentru activitatea de asigurări de viață.....</i>	<i>107</i>
<i>Tabel 14 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 31 decembrie 2022.....</i>	<i>108</i>
<i>Tabel 15 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 31 decembrie 2021.....</i>	<i>108</i>
<i>Tabel 16 Rezultatul financiar net, la nivelul întregii piețe, în perioada 2016 - 2022</i>	<i>114</i>
<i>Tabel 17 Evoluția primelor brute și a cheltuielilor societăților de asigurare (milioane lei) în perioada 2016 – 2022 pentru activitatea de asigurări generale</i>	<i>115</i>
<i>Tabel 18 Modificarea anuală a primelor brute încasate și a cheltuielilor totale aferente societăților de asigurare pentru activitatea de asigurări generale</i>	<i>116</i>
<i>Tabel 19 Evoluția primelor brute subscrise și încasate (venituri ale asigurătorilor din activitatea de asigurare) și a cheltuielilor efectuate de asigurători pentru clasa A10 (RCA și CMR, milioane lei).....</i>	<i>117</i>
<i>Tabel 20 Cheltuielile societăților de asigurare raportate la primele brute încasate pentru clasa A10.....</i>	<i>118</i>
<i>Tabel 21 Numărul petițiilor și informărilor de neconformitate unice analizate în perioada 2018 - S1 2023, cu evidențierea tipului entității reclamate</i>	<i>118</i>
<i>Tabel 22 Clasamentul societăților de asigurare în funcție de cotele de piață deținute pe segmentul asigurărilor generale.....</i>	<i>121</i>
<i>Tabel 23 Modificări ale cotelor de piață pentru activitatea de asigurări generale în anul 2022 față de 2021</i>	<i>122</i>
<i>Tabel 24 Clasamentul societăților de asigurare în funcție de cotele de piață deținute pe segmentul asigurărilor de viață.....</i>	<i>123</i>
<i>Tabel 25 Modificări ale cotelor de piață pentru activitatea de asigurări de viață în anul 2022 față de 2021</i>	<i>123</i>
<i>Tabel 26 Gradul de penetrare al pensiilor private (activele totale ale mijloacelor de economisire pentru pensionare % PIB) la finalul anului 2022</i>	<i>126</i>
<i>Tabel 27 Dimensiunea sectorului sistemului de pensii private din România (active totale raportate la PIB).....</i>	<i>129</i>
<i>Tabel 28 Dimensiunea sistemică a fondurilor de pensii private</i>	<i>129</i>
<i>Tabel 29 Investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 31 decembrie 2022</i>	<i>134</i>

<i>Tabel 30 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 31 decembrie 2022</i>	<i>135</i>
<i>Tabel 31 Plasamentele în depozite bancare ale fondurilor de pensii private (Pilon II + Pilon III) la 31 decembrie 2022</i>	<i>135</i>
<i>Tabel 32 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la 31 decembrie 2022 (calculat față de 21.05.2008).....</i>	<i>137</i>
<i>Tabel 33 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la 31 decembrie 2022</i>	<i>139</i>
<i>Tabel 34 Cota de piață a depozitarilor fondurilor de pensii private</i>	<i>142</i>
<i>Tabel 35 Sinteza obligațiilor de raportare nefinanciară</i>	<i>155</i>

Listă grafice

Grafic 1 Evoluția indicelui GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index).....	6
Grafic 2 Principalii indici internaționali (1 ianuarie 2022=100)	8
Grafic 3 Indicatori de avertizare timpurie.....	8
Grafic 4 Creștere economică trimestrială (nivel – Indice 2015 – 100)	10
Grafic 5 Creștere economică trimestrială (ca modificare procentuală față de perioada anterioară)	10
Grafic 6 Rata inflației.....	11
Grafic 7 Indicator de sentiment economic (ESI).....	12
Grafic 8 Rata lunară a șomajului	13
Grafic 9 Obligațiuni suverane la 10 ani.....	14
Grafic 10 Principalii indici ai sectorului financiar (1 ianuarie 2022=100)	16
Grafic 11 Ciclul de relaxare cantitativă și întărire cantitativă. Dinamica piețelor de capital	30
Grafic 12 Dependența dintre politica monetară și piețele de capital (Austria, Polonia, România și Ungaria).....	31
Grafic 13 Indicator de stabilitate financiară pentru economia americană (OFR FSI)	32
Grafic 14 Indicator compozit de risc sistemic pentru piețele financiare europene	34
Grafic 15 Indicatori de tensiune financiară (CLIFS): Austria, Bulgaria, Polonia, România, Ungaria	35
Grafic 16 Prețurile contractelor futures pentru gaz natural (maturități de 1 lună, trimestru, semestru, 1 an)	36
Grafic 17 Evoluția sectorului energetic pe țări (1 ian 2022=100)	36
Grafic 18 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru	38
Grafic 19 Tipare ciclice de evoluție financiară. Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România.....	39
Grafic 20 Măsură pe termen lung. Cointegrarea piețelor de capital.....	40
Grafic 21 Măsură pe termen scurt. Corelație dinamică dintre piața de capital din România, Germania, Austria și Polonia (model Dynamic Conditional Correlation-GARCH).....	41
Grafic 22 Indice de contagiune	42
Grafic 23 Rezultate pentru specificația CaViaR – indicele BET	51
Grafic 24 Rezultate pentru specificația CoVaR - indicele BET	55
Grafic 25 Rezultate pentru specificația Delta CoVaR - indicele BET	59
Grafic 26. Rezultate pentru specificația MES - indicele BET	62
Grafic 27 Valori medii pentru măsurile de risc - indicele BET	65
Grafic 28. Rezultate pentru specificația CaViaR – indicele BET NG	68
Grafic 29 Rezultate pentru specificația CoVaR - indicele BET NG	70
Grafic 30. Rezultate pentru specificația Delta CoVaR - indicele BET NG.....	72
Grafic 31. Rezultate pentru specificația MES - indicele BET NG	74
Grafic 32. Valori medii pentru măsurile de risc - indicele BET NG	76
Grafic 33. Bule speculative pentru companiile din componența indicelui BET	81
Grafic 34: Dinamica ratei Sharpe	85
Grafic 35: Dinamica ratei Sortino	86
Grafic 36 Structura investițională agregată a societăților de asigurare (Trim. IV 2022).....	89
Grafic 37 Ponderea asigurărilor în PIB.....	90
Grafic 38 Densitatea asigurărilor (EUR/locuitor).....	90
Grafic 39 Modificarea volumului de prime brute subscrise pe categorii de activități în anul 2022 față de 2021	91
Grafic 40 Structura pieței asigurărilor în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață (Trim. IV 2022)	92
Grafic 41 Rata activelor lichide (%).....	92

Grafic 42 Ratele cerinței de capital de solvabilitate (SCR) (Trim. IV 2022)	93
Grafic 43 Dimensiunea pieței asigurărilor de viață în funcție de clasele de asigurare la 31 decembrie 2022.....	96
Grafic 44 Dimensiunea pieței asigurărilor de răspundere civilă auto (RCA) la 31 decembrie 2022.....	96
Grafic 45 Valoarea primelor brute subscrise (AG)	99
Grafic 46 Valoarea primelor brute subscrise (AV)	100
Grafic 47 Dinamica activelor fata de datorii. Valoarea fondurilor proprii eligibile	100
Grafic 48 Ratele de acoperire a cerințelor de capital (rata SCR și rata MCR) pe societăți de asigurare în anul 2022	101
Grafic 49 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică activitate de asigurări generale.....	101
Grafic 50 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică activitate de asigurări de viață.....	102
Grafic 51 Distribuția ratelor SCR aferente societăților compozite	103
Grafic 52 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări generale	104
Grafic 53 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări de viață.....	105
Grafic 54 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2016 – 2022 pentru activitatea de asigurări generale	106
Grafic 55 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2016 – 2022 pentru activitatea de asigurări de viață	108
Grafic 56 Evoluția valorii activelor lichide si a obligațiilor pe termen scurt.....	109
Grafic 57 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări generale - decembrie 2022 ...	110
Grafic 58 Evoluția indicatorului de lichiditate pe societăți de asigurare pentru activitatea de asigurări generale...	111
Grafic 59 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale	111
Grafic 60 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale în luna mai 2023	111
Grafic 61 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări de viață – decembrie 2022....	112
Grafic 62 Indicatorul de lichiditate aferent societăților de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață	113
Grafic 63 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață	113
Grafic 64 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață.....	113
Grafic 65 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață în luna mai 2023.....	113
Grafic 66 Rezultatul tehnic net la nivelul pieței de asigurări generale în perioada 2016 – 2022	115
Grafic 67 Rezultatul tehnic net la nivelul pieței de asigurări de viață în perioada 2016 - 2022	115
Grafic 68 Evoluția numărului de petiții și informări de neconformitate unice analizate semestrial în perioada 2018 - S1 2023	119
Grafic 69 Numărul de petiții și informări de neconformitate unice analizate în semestrul I 2023 pe societăți autorizate de ASF.....	119
Grafic 70 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în volumul total al primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale	120
Grafic 71 Ponderea primelor brute subscrise pe clase de asigurare în volumul total al primelor brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață	122
Grafic 72 Ratele de rentabilitate reale și nominale (calculate de OCDE) pentru state europene (date preliminare: dec. 2022 versus dec. 2021, %)	127
Grafic 73 Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private	131
Grafic 74 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2022.....	132
Grafic 75 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2022.....	132
Grafic 76 Structura activelor fondurilor de pensii private la 31 decembrie 2022	133

<i>Grafic 77 Anul maturității titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private la data de 31 decembrie 2022</i>	134
<i>Grafic 78 Evoluția ratelor medii de rentabilitate ale fondurilor de pensii private</i>	136
<i>Grafic 79 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat</i>	137
<i>Grafic 80 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei)</i>	138
<i>Grafic 81 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative</i>	139
<i>Grafic 82 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III</i>	140
<i>Grafic 83 Gradul de concentrare al fondurilor de pensii private (în funcție de valoarea totală a activelor la 31 decembrie 2022), calculat pe baza indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței</i>	141
<i>Grafic 84 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II</i>	144
<i>Grafic 85 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (ian. 2018=100%)</i>	145
<i>Grafic 86 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III</i>	145
<i>Grafic 87 Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (ian. 2018 =100%)</i>	146
<i>Grafic 88 Deficitul de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale</i>	148
<i>Grafic 89 Scorul actual al deficitului de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale în România</i>	150
<i>Grafic 90 Scorul istoric al deficitului de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale în România</i>	150
<i>Grafic 91 Pierderile cauzate de catastrofe naturale în prima jumătate a anului 2023 în Europa (și Siria)</i>	151

Bibliografie

1. Acharya, V. V.; Pedersen, L. H.; Philippon, T.; Richardson, M. Measuring systemic risk. *The Review of Financial Studies* 2017, 30(1), 2-47
2. Adrian T.; Brunnermeier M.K. CoVaR. *American Economic Review* 2016, 106(7), 1705–1741
3. Ahmad, W.; Rais, S. Time-varying spillover and the portfolio diversification implications of clean energy equity with commodities and financial assets. *Emerg. Mark. Financ. Trade* 2018, 54, 1837–1855.
4. Battistini, Di Nino, Dossche, Kolndrekaj (2022) Energy prices and private consumption: what are the channels? *ECB Economic Bulletin*, Issue 3/2022 https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2022/html/ecb.ebart202203_01~f7466627b4.en.html
5. Bevilacqua, M., Radu Tunaru, & Davide Vioto. (2023). Options-based systemic risk, financial distress, and macroeconomic downturns. *Journal of Financial Markets*, 100834–100834. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2023.100834>
6. Bouri, E.; Shahzad, S.J.H.; Raza, N.; Roubaud, D. Oil volatility and sovereign risk of BRICS. *Energy Econ.* 2018, 70, 258–269.
7. Caporin M., Fontini F., Panzica, R. (2023). The systemic risk of US oil and natural gas companies. *Energy Economics*, 121, 106650–106650. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2023.106650>
8. Caraiiani, P.; Călin, A.C. Monetary Policy Effects on Energy Sector Bubbles. *Energies* 2019, 12, 472.
9. Creti, A.; Joëts, M.; Mignon, V. On the links between stock and commodity markets' volatility. *Energy Econ.* 2013, 37, 16–28.
10. Deng, Y.; Zhang, Z.; Zhu, L. A model-based index for systemic risk contribution measurement in financial networks. *Econ. Model.* 2021, 95, 35–48.
11. Deng, Y.; Zhang, Z.; Zhu, L. A model-based index for systemic risk contribution measurement in financial networks. *Econ. Model.* 2021, 95, 35–48.
12. ECB Market analysis – Gas and electricity market reports https://energy.ec.europa.eu/data-and-analysis/market-analysis_en
13. EIOPA (decembrie 2022) – Descriere tehnică - Tabloul de bord privind deficitul de protecție a asigurărilor pentru catastrofe naturale
14. EIOPA (decembrie 2022) - Tabloul de bord privind deficitul de protecție a asigurărilor pentru catastrofe naturale pe scurt
15. EIOPA (iulie 2023) – Cercetarea EIOPA pune în lumină de ce gospodăriile și companiile sunt reticente în a încheia asigurări de catastrofe naturale
16. Munich Re (iulie 2023) - Cutremure, furtuni, inundații: cifrele dezastrelor naturale pentru prima jumătate a anului 2023
17. Engle, R.F. and Manganelli, S. (2004), CAViaR: conditional autoregressive value at risk by regression quantiles, *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 22 No. 4, 367-381.

18. Engle, R.F. and Manganelli, S. (2004), CAViaR: conditional autoregressive value at risk by regression quantiles, *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 22 No. 4, 367-381.
19. European Central Bank, Financial Stability Review, December 2009
20. European Central Bank, Financial Stability Review, December 2009
21. European Systemic Risk Board, 2013, "Recommendation of The ESRB on Intermediate Objectives and Instruments of Macro-prudential Policy," *Official Journal of The European Union*, C 170/1, April.
22. Ewing, B.T.; Malik, F. Volatility spillovers between oil prices and the stock market under structural breaks. *Glob. Financ. J.* 2016, 29, 12–23.
23. Financial Stability Board, International Monetary Fund, and Bank for International Settlements, 2011, "Macroprudential Tools and Frameworks," Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, February.
24. Galati, Gabriele dan Richhild Moessner. 2011. Macroprudential Policy – A Literature Review. Working Paper No. 337. Bank for International Settlements, February 2011.
25. Gatzert, N.; Martin, A.; Schmidt, M.; Seith, B.; Vogl, N. Portfolio optimization with irreversible long-term investments in renewable energy under policy risk: A mixed-integer multistage stochastic model and a moving-horizon approach. *Eur. J. Oper. Res.* 2021, 290, 734–748.
26. Geng, J.B.; Du, Y.J.; Ji, Q.; Zhang, D. Modeling return and volatility spillover networks of global new energy companies. *Renew. Sustain. Energy Rev.* 2021, 135, 110214.
27. González-Pedraz, C.; Moreno, M.; Peña, J.I. Tail risk in energy portfolios. *Energy Econ.* 2014, 46, 422–434.
28. Hanif, W.; Arreola-Hernandez, J.; Hussain Shahzad, S.J.; Hoang, T.H.V.; Yoon, S.M. Regional and copula estimation effects on EU and US energy equity portfolios. *Appl. Econ.* 2020, 52, 5311–5342.
29. He, W.-M., He, W., Xu, D., & Yue, P. (2023). Economic volatility, banks' risk accumulation and systemic risk. *Finance Research Letters*, 104115–104115. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104115>
30. Idier, J., Lame G., Mesonnier J.S (2013) How Useful is the Marginal Expected Shortfall for the Measurement of Systemic Exposure? A practical assessment, *European Central Bank Working Papers Series*, no. 1546/May 2013
31. International Monetary Fund. (2011). Macroprudential Policy: An Organizing Framework.
32. International Monetary Fund/Bank of International Settlement/Financial Stability Board Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations, 2009 5-6.
33. International Monetary Fund/Bank of International Settlement/Financial Stability Board Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations, 2009 5-6.
34. Khalifa A., Caporin M., Costola M., Hammoudeh S. (2021). Systemic risk for financial institutions in the major petroleum-based economies: The role of oil. *The Energy Journal*, 42, pp. 247-274

35. Köseadağlı, B.Y.; Kışla, G.H.; Çatık, A.N. The time-varying effects of oil prices on oil–gas stock returns of the fragile five countries. *Financ. Innov.* 2021, 7, 1–22.
36. Lupu, R.; Călin, A.C.; Zeldea, C.G.; Lupu, I. Systemic Risk Spillovers in the European Energy Sector. *Energies* 2021, 14, 6410
37. Lupu, R.; Călin, A.C.; Zeldea, C.G.; Lupu, I. Systemic Risk Spillovers in the European Energy Sector. *Energies* 2021, 14, 6410
38. Nevrla, M. Systemic risk in European financial and energy sectors: Dynamic factor copula approach. *Econ. Syst.* 2020, 44, 100820.
39. Olson, E.; Vivian, A.J.; Wohar, M.E. The relationship between energy and equity markets: Evidence from volatility impulse response functions. *Energy Econ.* 2014, 43, 297–305.
40. Ouyang, Z., Liu, M., Huang, S., & Yao, T. (2022). Does the source of oil price shocks matter for the systemic risk? *Energy Economics*, 109, 105958–105958. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.105958>
41. Ozturk, I.; Acaravci, A. The long-run and causal analysis of energy, growth, openness and financial development on carbon emissions in Turkey. *Energy Econ.* 2013, 36, 262–267.
42. Qin, X. Oil shocks and financial systemic stress: International evidence. *Energy Econ.* 2020, 92, 104945.
43. Si, D.K.; Li, X.L.; Xu, X.; Fang, Y. The risk spillover effect of the COVID-19 pandemic on energy sector: Evidence from China. *Energy Econ.* 2021, 102, 105498.
44. Tiwari, A.K.; Trabelsi, N.; Alqahtani, F.; Raheem, I.D. Systemic risk spillovers between crude oil and stock index returns of G7 economies: Conditional value-at-risk and marginal expected shortfall approaches. *Energy Econ.* 2020, 86, 104646.
45. Umar, Z. The demand of energy from an optimal portfolio choice perspective. *Econ. Model.* 2017, 61, 478–494.
46. Usman M. Bank contribution to financial sector systemic risk and expected returns: Evidence from large U.S. banks, *Borsa Istanbul Review*, Available online 17 October 2022
47. Usman M. Bank contribution to financial sector systemic risk and expected returns: Evidence from large U.S. banks, *Borsa Istanbul Review*, Available online 17 October 2022
48. Wang, G.J.; Jiang, Z.Q.; Lin, M.; Xie, C.; Stanley, H.E. Interconnectedness and systemic risk of China’s financial institutions. *Emerg. Mark. Rev.* 2018, 35, 1–18
49. Wang, G.J.; Jiang, Z.Q.; Lin, M.; Xie, C.; Stanley, H.E. Interconnectedness and systemic risk of China’s financial institutions. *Emerg. Mark. Rev.* 2018, 35, 1–18
50. Warjiyo, P. and Juhro, S.M. (2019), *Central Bank Policy: Theory and Practice*, Emerald Publishing Ltd., London.
51. You, W.; Guo, Y.; Zhu, H.; Tang, Y. Oil price shocks, economic policy uncertainty and industry stock returns in China: Asymmetric effects with quantile regression. *Energy Econ.* 2017, 68, 1–18.

52. Zheng, X.; Su, D. Impacts of oil price shocks on Chinese stock market liquidity. *Int. Rev. Econ. Financ.* 2017, 50, 136–174.