



AUTORITATEA
DE SUPRAVEGHERE
FINANCIARĂ

RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIETELOR FINANCIARE NEBANCIARE



1/2024

RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIETELOR
FINANCIARE NEBANCARE
1/2024

Cuprins

Introducere	4
1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional	10
1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale	11
1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale	15
2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebancale	19
2.1. Piețele europene de capital	19
2.2. Piața asigurărilor și a pensiilor ocupaționale din UE	24
2.3. Riscuri și vulnerabilități la nivel național din perspectiva stabilității financiare	27
3. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare	28
3.1. Piața instrumentelor și investițiilor financiare în context european	29
3.2. Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa	32
3.3. Dinamica pe termen scurt a pieței de capital din România	36
3.4. Riscuri și vulnerabilități ale pieței instrumentelor și investițiilor financiare	39
3.4.1. Analiza evoluției riscului sistemic pentru companiile incluse în indicele BET	40
3.4.2. Analiza fenomenului de formare de bule speculative indicele BET	51
4. Stabilitatea pieței asigurărilor	54
4.1. Piața asigurărilor în context european	56
4.2. Solvabilitate	65
4.3. Lichiditate	70
4.4. Rezerve tehnice	74
4.5. Reasigurare	76
4.6. Riscuri și vulnerabilități la adresa sectorului local de asigurări	79
5. Stabilitatea pieței pensiilor private	99
5.1. Piața pensiilor private în context european	100
5.2. Entități relevante sistemic	105
5.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România	106
5.4. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private	118
6. Finanțe sustenabile	124
6.1. Test de stres pentru riscul climatic	125
6.2. Combaterea dezinformării ecologice (greenwashing). Analize ESMA cu privire la practicile din industria fondurilor de investiții	127
6.3. Datoria verde (emisiuni de obligațiuni verzi)	136
6.4. Raportările de sustenabilitate (NFRD-UE/95/2014)	139
6.4.1. Integrarea aspectelor legate de sustenabilitate în supravegherea organismelor de plasament colectiv	142
6.4.2. Proiectul “Finanțe sustenabile – consolidarea capacității de supraveghere”, finanțat prin fonduri ale Direcției Generale pentru Sprijinirea Reformei Structurale (DG REFORM), din cadrul Comisiei Europene	145

6.4.3. Exercițiul comun de supraveghere privind riscurile și cerințele de transparență în domeniul sustenabilității (Common Supervisory Action on sustainability risks and disclosures)	146
6.5. Pierderile generate de catastrofele naturale la nivel global.....	147
6.6. Deficitul de protecție a asigurărilor din România în cazul catastrofelor naturale	149
6.7. Plasamentele fondurilor de pensii private în acțiuni românești cu rating ESG	151
Anexa 1 -Metodologia de calcul pentru indicatorii CoVaR, Delta CoVaR și Pierderea Marginală Așteptată (MES).....	156
Anexa 2 - Metodologia de calcul pentru testarea bulelor speculative raționale	158
Listă tabele.....	159
Listă grafice.....	160
Bibliografie.....	163

Introducere

Evenimentele negative care au avut loc în ultimii ani, precum pandemia, perturbările lanțurilor de aprovizionare, tensiunile geopolitice externe și amplificarea acestora prin conflictul din Fâșia Gaza, criza energetică, turbulențele înregistrate de unele bănci din SUA și Elveția și tranziția către un regim cu inflație ridicată, concomitent cu creșterea gradului de îndatorare au fost depășite cu bine de către majoritatea instituțiilor financiare, fără a exista șocuri majore cu importanță sistemică. Cu toate acestea, este de așteptat ca economia europeană să continue să se confrunte și pe viitor cu o perioadă de incertitudine care prezintă riscuri semnificative pentru stabilitatea financiară și care necesită vigilență din partea tuturor participanților de pe piața financiară.

Conflictul dintre Gaza și Israel ar putea escalada și mai mult generând efecte de propagare în zona geografică limitrofă, care produce aproximativ 35% din exporturile mondiale de petrol și 14% din exporturile de gaze. Continuarea atacurilor în Marea Roșie – prin care circulă 11% din comerțul mondial – și războiul în curs de desfășurare din Ucraina riscă să genereze noi șocuri negative în materie de aprovizionare pentru redresarea globală, cu creșteri ale costurilor alimentelor, energiei și transportului.

Astfel, prețurile materiilor prime ar putea deveni mai volatile în contextul unor noi tensiuni geopolitice și al unor perturbări legate de schimbările climatice. De la finalul trimestrului II, prețurile petrolului au crescut cu aproximativ 25%, pe fondul reducerilor voluntare ale ofertei de către țările OPEC+. Până în prezent, impactul conflictului din Fâșia Gaza asupra prețurilor mărfurilor a fost unul limitat, însă riscul escaladării conflictului există și ar putea conduce inclusiv la creșterea prețului petrolului, pe fondul întreruperii aprovizionării. Prețurile alimentelor rămân ridicate și ar putea fi perturbate și mai mult de o escaladare a războiului din Ucraina, ceea ce ar putea cauza dificultăți importante pentru multe țări mai puțin dezvoltate. Totodată, în ciuda unei dinamici descendente pentru inflație, nivelul curent rămâne ridicat iar așteptările privind inflația pe termen scurt au crescut peste nivelul estimat.

O scădere mai lentă decât se aștepta a inflației de bază în marile economii, datorată, de exemplu, unei tensiuni persistente pe piața forței de muncă și unor noi tensiuni în lanțurile de aprovizionare, ar putea declanșa o creștere a anticipațiilor privind ratele dobânzilor și o scădere a prețurilor activelor, în mod analog cu începutul anului 2023. Astfel de evoluții ar putea crește riscurile pentru stabilitatea financiară, înăspri condițiile financiare la nivel mondial, declanșa fluxuri de capital de tip "flight-to-safety" și ar putea întări dolarul american, cu consecințe negative asupra comerțului și creșterii economice.

Indicatorii de avertizare timpurie arată că sentimentul economic a rămas relativ stabil, în ciuda vulnerabilităților și a tensiunilor existente. La nivelul economiei europene perspectivele de creștere s-au deteriorat, iar incertitudinea a crescut, inclusiv pe fondul creșterii tensiunilor geopolitice. Previziunile realizate de instituțiile financiare europene arată că mediul macroeconomic ar putea continua să genereze tensiuni asupra firmelor și gospodăriilor în condițiile în care spațiul fiscal este redus. Acestea ar putea genera dezechilibre pe piețele financiare deși în prezent piețele financiare europene sunt stabile și lichide.

Economia zonei euro a slăbit în a doua jumătate a anului 2023, trasă în jos de înăsprirea condițiilor de finanțare, de scăderea încrederii și de pierderile de competitivitate. În prezent, se preconizează că aceasta

se va redresa într-un ritm ușor mai lent decât cel prevăzut în proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie a anului 2023. Indicatorii pe termen scurt sugerează o activitate economică slabă în trimestrul IV 2023. Cu toate acestea, se preconizează o consolidare a creșterii la începutul anului 2024, pe măsură ce veniturile disponibile reale vor crește – susținute de scăderea inflației, de creșterea robustă a salariilor și de reziliența ocupării forței de muncă –, iar creșterea exporturilor se va întări odată cu îmbunătățirea cererii externe¹.

Pe plan local, pe o bază anuală, creșterea PIB-ului României a fost de 2% 2023 față de 2022 conform Institutului Național de Statistică. Aceasta a marcat cea de-a zecea perioadă consecutivă de expansiune, comerțul exterior contribuind pozitiv la economia țării, exporturile scăzând într-un ritm mult mai lent decât importurile.

Rata anuală a inflației din România a scăzut ușor la 6,61% în decembrie 2023, de la 6,72% în luna precedentă. Aceasta a fost cea mai scăzută valoare din septembrie 2021, în timp ce prognozele ECB indică o scădere a inflației globale de la 5,4% în 2023 la 2,7% în 2024, 2,1% în 2025 și 1,9% în 2026.

Monitorizarea periodică a riscurilor de pe piețele financiare nebankare europene este un instrument de politică macroprudentială în măsura în care factorii de risc care acționează asupra acestor piețe au efecte și asupra piețelor financiare nebankare supravegheate de ASF. Cu toate că riscurile la adresa stabilității financiare nu s-au intensificat în anul 2023, acestea au rămas ridicate.

Conform Autorităților europene de supraveghere (ESAs), riscul de rată a dobânzii, riscul de lichiditate și riscul de credit au fost identificate ca fiind de mare importanță în diverse sectoare din industria financiară. Aceste riscuri reprezintă o provocare pentru bănci, asigurători, administratori de active și alte instituții financiare, iar gestionarea adecvată a lor este esențială pentru menținerea stabilității financiare și atenuarea adecvată a riscului sistemic. Până în prezent, instituțiile financiare europene au reușit, în general, să se pregătească și să se adapteze în fața riscurilor previzibile. Cu toate acestea, stresul sistemic ar putea apărea din cauza unor șocuri neprevăzute care se pot materializa rapid.

În 2023, piețele financiare și-au revenit pe fondul scăderii prețurilor la energie și al așteptărilor privind un ritm mai lent de înăsprire a politicii monetare. Indicii bursieri care reflectă activitatea companiilor din sectorul financiar au înregistrat creșteri față de începutul anului 2023. Pe viitor, piețele vor rămâne foarte sensibile, în special la eventualele deteriorări ale fundamentelor economice sau la riscurile din cadrul instituțiilor financiare, urmărind îndeaproape sustenabilitatea datoriei publice și private în contextul menținerii unor rate ridicate ale dobânzilor. În general, riscurile pentru piețele financiare europene rămân la niveluri ridicate sau foarte ridicate. Din punct de vedere al stabilității financiare, piețele vor rămâne sensibile în special la impactul pe piață al ratelor dobânzilor mai mari pe termen lung, la perspectivele macro-financiare și la riscurile geopolitice și periferice. Există un risc ridicat de corecții în contextul unei lichidități fragile pe piețele de acțiuni, obligațiuni și crypto, cu o preocupare specială în ceea ce privește expunerile imobiliare. Inflația a scăzut, dar continuă să aibă impact asupra randamentelor reale ale investitorilor.

¹ ECB, Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area countries

Piețele cu venit fix au fost în general mai scăzute spre sfârșitul anului 2023, cu scăderi accentuate ale randamentelor pentru obligațiunile suverane și corporative în decembrie. Calitatea creditului companiilor nefinanciare cu randament ridicat a continuat să scadă, în special în ceea ce privește sectorul imobiliar, cu o tendință de creștere a ratelor de neplată.

Sectorul fondurilor la nivel european și-a revenit parțial după declinul istoric înregistrat în 2022, în principal din cauza efectelor de evaluare. Performanța a redevenit pozitivă pentru fondurile de acțiuni și obligațiuni. Fluxurile din fondurile de acțiuni au fost reduse, în timp ce fondurile de obligațiuni au primit intrări, ceea ce contrastează cu ieșirile din 2022. Performanțele și fluxurile fondurilor din UE au fost volatile în semestrul II 2023. Performanța fondurilor de acțiuni s-a îmbunătățit, cu variații semnificative pe parcursul perioadei de raportare. În ceea ce privește fluxurile, investitorii au preferat fondurile cu venit fix în detrimentul celor de acțiuni. Fondurile de pe piața monetară au atras în special fluxuri semnificative de intrări pe fondul creșterii ratelor dobânzilor și al inversării curbei randamentelor.

Conform ediției din februarie 2024 a *Tabloului riscurilor* publicat de EIOPA, pe baza datelor din trimestrul III 2023, riscurile de piață pentru sectorul european al asigurărilor se situează la un nivel ridicat, pe când celelalte categorii de risc rămân la un nivel mediu. În timp ce riscurile de natură macroeconomică persistă în sectorul asigurărilor, cu proiecții care indică în continuare o perspectivă moderată de creștere a PIB-ului, există o tendință de scădere, susținută în principal de o reducere a inflației prognozate în toate zonele geografice luate în considerare. Riscurile de credit sunt stabile la un nivel mediu, cu spread-uri pentru cele mai relevante categorii de titluri cu venit fix în ușoară scădere la sfârșitul anului 2023. Riscurile de piață sunt importante, deoarece volatilitatea obligațiunilor rămâne ridicată, iar prețurile imobiliarelor comerciale au continuat să scadă. Totodată, riscurile de lichiditate și de finanțare s-au situat la un nivel mediu, cu o tendință de creștere determinată de evoluția emisiunilor de obligațiuni pentru catastrofe².

Factori de risc la adresa stabilității financiare pentru piețele financiare pentru 2024 sunt date de persistența Ratele dobânzilor mai mari, Riscurile geopolitice și periferice, riscurile generate de evaluarea activelor imobiliare, informațiile înșelătoare din social media și practicile incorecte de greenwashing.

Schimbarea bruscă a mediului ratelor dobânzilor condiționează stabilitatea financiară și rezultatele investitorilor. Costurile de refinanțare au crescut brusc și urmează să afecteze în special corporațiile cu datorii scadente în 2024 și 2025. Ratingurile de credit au înregistrat primele retrogradări. Deteriorarea calității creditelor va afecta în cele din urmă performanța portofoliilor investitorilor.

Confluența de riscuri externe continuă să afecteze mediul economic și de piață. Întrucât incertitudinea și lichiditatea fragilă limitează rezistența sistemului financiar, este de așteptat ca șocurile externe să se traducă printr-o volatilitate ridicată a prețurilor.

Imobiliarele comerciale și rezidențiale au fost afectate în mod deosebit de evoluțiile recente ale ratelor dobânzilor. Criza se reflectă pe piețele financiare și în rândul investitorilor prin scăderea prețului acțiunilor și a prețului datoriilor firmelor din sectorul imobiliar, retrogradarea ratingurilor și scăderea evaluărilor

² O obligațiune pentru catastrofe (CAT) este un instrument de datorie cu randament ridicat, conceput pentru a strânge bani pentru companiile din industria asigurărilor în cazul unui dezastru natural. O obligațiune CAT permite emitentului să primească finanțare din obligațiune doar dacă se produc anumite condiții specifice, cum ar fi un cutremur sau o tornadă.

fondurilor imobiliare și a riscurilor de lichiditate. Expunerile la instrumente financiare derivate și repo sunt limitate, dar concentrate.

Investitorii, în special cei mai puțin sofisticati, cu noțiuni sau resurse limitate, riscă să primească informații false sau înșelătoare prin intermediul rețelelor sociale. Pe măsură ce postările legate de finanțe se extind, investitorii care nu verifică fiabilitatea și calitatea informațiilor pot suferi pierderi.

Greenwashing și practicile incorecte aferente riscă să submineze credibilitatea finanțării sustenabile. Având în vedere că primele ieșiri din fondurile ESG au avut loc în 2023, incidentele viitoare, dacă nu sunt prevenite eficient, pot submina încrederea investitorilor.

Din perspectiva stabilității financiare pe plan local, riscul de piață rămâne la un nivel 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 mediu spre ridicat, cu tendințe de creștere sau de stagnare. Totodată, creșterea riscului sistemic pentru economia românească este explicată într-o mare proporție de riscuri exogene. Piața de capital din România este sensibilă la aceiași factori de risc regionali care influențează randamentele burselor din Austria, Polonia, Ungaria, Bulgaria, piețele de capital importante din punctul de vedere al capitalizării acționând prin transmiterea de volatilitate către piețele de capital mai puțin interconectate și mai mici din punct de vedere al capitalizării. Astfel, 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 STOXX600, care este un indicator *proxy* pentru piața de capital europeană, a înregistrat o creștere moderată peste nivelul de echilibru în anul 2023 ca urmare a ritmului mai lent de înăsprire a politicii monetare, în timp ce indicele pentru piața de capital din România a înregistrat o creștere susținută peste nivelul de echilibru ca urmare a evoluțiilor de pe piața locală în special listarea Hidroelectrică, cel mai mare IPO din Europa în 2023.

Pe piața asigurărilor, creșterea ratei inflației are un impact negativ din două perspective: pe de o parte, majorarea cheltuielilor de achiziție și administrare și a valorii daunelor determină o creștere a costurilor pentru asigurători, iar pe de altă parte scăderea puterii de cumpărare a populației ca urmare a creșterii generalizate a prețurilor poate determina o contracție a cererii. Așadar, societățile de asigurare sunt expuse la două potențiale riscuri: creșterea costurilor și o potențială scădere a veniturilor. Cu toate acestea, pe plan local, piața asigurărilor rămâne dominată de segmentul asigurărilor auto obligatorii, ceea ce diminuează riscul de scădere semnificativă a veniturilor asigurătorilor. Expunerea societăților de asigurare din România față de obligațiunile guvernamentale se menține semnificativă, menținându-se riscul generat de creșterea bruscă a randamentelor guvernamentale cu impact asupra valorii de piață a titlurilor de stat aflate în portofoliile asigurătorilor.

În același timp, contextul macroeconomic fragil a condus la o creștere a riscului de credit și lichiditate, ce pot induce riscuri suplimentare și în ceea ce privește activele societăților de asigurare. Creșterea ratelor dobânzii s-a suprapus peste o serie de vulnerabilități preexistente ale sistemului financiar, inclusiv nivelul ridicat de îndatorare atât privată, cât și publică. Așadar, perspectivele cu privire la nivelul ridicat de îndatorare s-au înrăutățit odată cu creșterea ratelor dobânzii, exacerbând vulnerabilitățile instituțiilor

financiare. Din acest punct de vedere, rămân de actualitate riscurile în ceea ce privește o deteriorare a ratingurilor de credit ale emitenților, precum și ale instrumentelor financiare, și chiar riscurile referitoare la potențiale insolvențe ale contrapărților asigurătorilor.

Diminuarea avansului inflaționist pe parcursul anului 2023 a avut o influență pozitivă în piețele financiare, acestea recuperând o parte din deprecierea 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. Fondurile de pensii private din România au înregistrat creșteri importante ale activelor în anul 2023, 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 2023 au fost operate plăți în Pilonul II în valoare de 919 milioane de lei (0,73% din activele totale de la finalul lunii decembrie), respectiv 113 milioane de lei în Pilonul III (2,38% din active totale). Riscul de lichiditate se află de asemenea la un nivel scăzut, un procent de 1,14% din activele întregului sistem fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt (aprox. 1,5 miliarde de lei). Politica investițională din cadrul portofoliilor fondurilor de pensii private continuă să fie axată pe piața financiară locală (aproximativ 93% din active având emitenți români), orientată în special în instrumente cu venit fix (73%) și acțiuni (23%). La finalul lunii decembrie 2023, fondurile de pensii private aveau plasamente în valoare de 17,07 miliarde de lei într-un număr de 14 emitenți de acțiuni cu scor ESG, reprezentând 55,5% din totalul investițiilor în acțiuni, respectiv 13% din activele totale.

Banca Centrală Europeană a derulat cel de-al doilea test de stres privind riscul climatic, ce a completat testul de stres climatic pentru supravegherea bancară al BCE ce viza riscurile la adresa băncilor, prin extinderea domeniului de aplicare, analizând totodată și firmele și gospodăriile, exercițiul având ca obiectiv testarea rezistenței firmelor, gospodăriilor și a băncilor în trei scenarii de tranziție: tranziție accelerată, tranziție de tip late-push și tranziție întârziată. Rezultatele au arătat că întârzierea tranziției și lipsa totală de acțiune sunt mai costisitoare pe termen lung comparativ cu o tranziție mai rapidă care, deși ar implica inițial costuri mai mari cu investițiile și energia, pe termen mediu riscurile financiare ar scădea, investițiile în energie regenerabilă amortizându-se mai repede și, în cele din urmă, reducând cheltuielile cu energia.

În contextul interesului crescut pentru investițiile ESG, cresc și riscurile generate de dezinformarea ecologică. Pe lângă pierderile cauzate investitorilor individuali, dezinformarea ecologică poate avea consecințe profunde asupra încrederii întregii comunități de investitori în eficacitatea regimurilor de publicare a informațiilor legate de durabilitate, cu efecte secundare negative asupra finanțării necesare pentru tranziția la o economie mai sustenabilă.

Din perspectiva efectelor schimbărilor climatice, se observă pe parcursul ultimilor ani o creștere la nivel global a frecvenței și severității dezastrelor naturale. Impactul unor astfel de evoluții este semnificativ pentru societățile de asigurare, ca urmare a creșterii în timp a valorii daunelor plătite pentru evenimentele de catastrofe naturale legate de vreme/climă. În ceea ce privește România, Banca Mondială confirmă în Raportul de Țară privind Clima și Dezvoltarea vulnerabilitatea la catastrofele naturale cauzate de schimbările climatice. Inundațiile și seceta sunt principalele categorii de dezastre naturale identificate de BM la care țara este expusă, putând genera riscuri macro-financiare semnificative. Având în vedere gradul scăzut de cuprindere în asigurare din România, este necesară și creșterea gradului de conștientizare a populației cu privire la riscurile ce decurg din schimbările climatice și a pierderilor potențiale generate de acestea. Asigurarea împotriva catastrofelor naturale reprezintă un instrument cheie pentru atenuarea

pierderilor generate de evenimentele extreme legate de climă, oferind finanțare gospodăriilor și companiilor în cazul materializării acestor riscuri.

1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional

În ultimii ani au avut loc o serie de evenimente negative, cum ar fi pandemia, întreruperile lanțului de aprovizionare, agresiunea rusă împotriva Ucrainei, criza energetică, criza fondurilor de pensii din Marea Britanie și turbulențele băncilor mijlocii din SUA și Elveția, pe care majoritatea instituțiilor financiare le-au depășit cu bine.

Cu toate că sectorul bancar din Uniunea Europeană beneficiază de o profitabilitate puternică și de o poziție solidă în materie de lichidități, este bine poziționat pentru a face față provocărilor care decurg din mediul de risc, economia europeană va continua să se confrunte și pe viitor cu o perioadă de incertitudine care prezintă riscuri semnificative pentru stabilitatea financiară și care necesită vigilență din partea tuturor participanților de pe piața financiară. Recentul test de stres realizat de EBA a arătat că băncile europene rămân rezistente în condițiile unui scenariu advers.

Conflictul dintre Gaza și Israel ar putea escalada și mai mult generând efecte de propagare în zona geografică limitrofă, care produce aproximativ 35% din exporturile mondiale de petrol și 14% din exporturile de gaze. Continuarea atacurilor în Marea Roșie – prin care circulă 11% din comerțul mondial – și războiul în curs de desfășurare din Ucraina riscă să genereze noi șocuri negative în materie de aprovizionare pentru redresarea globală, cu creșteri ale costurilor alimentelor, energiei și transportului.

O scădere mai lentă decât se aștepta a inflației de bază în marile economii, datorată, de exemplu, unei tensiuni persistente pe piața forței de muncă și unor noi tensiuni în lanțurile de aprovizionare, ar putea declanșa o creștere a anticipațiilor privind ratele dobânzilor și o scădere a prețurilor activelor, în mod analog cu începutul anului 2023. Astfel de evoluții ar putea crește riscurile pentru stabilitatea financiară, înăspri condițiile financiare la nivel mondial, declanșa fluxuri de capital de tip "*flight-to-safety*" și ar putea întări dolarul american, cu consecințe negative asupra comerțului și creșterii economice.

Consolidarea fiscală este necesară în multe economii pentru a face față ratelor de îndatorare în creștere. Însă o trecere prea bruscă la creșteri de taxe și reduceri de cheltuieli, dincolo de ceea ce se preconizează, ar putea genera efecte nefaste pentru creșterea pe termen scurt³.

Prețul petrolului a fost volatil, cu o medie de 83 dolari/baril, față de 100 dolari/baril în 2022, influențat de evenimente precum conflictul din Orientul Mijlociu. Prețurile la gazele naturale și cărbune au scăzut, de asemenea, în mod considerabil, deoarece țările europene au redus cererea de energie. Se preconizează că prețurile gazelor naturale vor scădea în continuare în 2024 și 2025, datorită creșterii producției și a exporturilor de gaze naturale lichefiate. Prețurile metalelor au scăzut cu 10% în 2023 din cauza cererii slabe din partea marilor economii, în special a Chinei, care reprezintă 60% din consumul mondial de metale. Prețurile la alimente, cea mai mare componentă a indicelui prețurilor din agricultură, au scăzut cu 9% în 2023, datorită ofertelor ample de recolte importante, în special de cereale.

³ IMF, World Economic Outlook Update, Moderating Inflation Steady Growth Open Path to Soft Landing, Ianuarie 2024.

În ciuda performanțelor slabe din 2023, se preconizează că schimburile comerciale mondiale se vor accelera până la 2,3% în 2024, aliniindu-se la creșterea preconizată a producției mondiale⁴.

Astfel, prețurile materiilor prime ar putea deveni mai volatile în contextul unor noi tensiuni geopolitice și al unor perturbări legate de schimbările climatice. De la finalul trimestrului II, prețurile petrolului au crescut cu aproximativ 25%, pe fondul reducerilor voluntare ale ofertei de către țările OPEC+. Până în prezent, impactul conflictului din Fâșia Gaza asupra prețurilor mărfurilor a fost unul limitat, însă riscul escaladării conflictului există și ar putea conduce inclusiv la creșterea prețului petrolului, pe fondul întreruperii aprovizionării. Prețurile alimentelor rămân ridicate și ar putea fi perturbate și mai mult de o escaladare a războiului din Ucraina, ceea ce ar putea cauza dificultăți importante pentru multe țări mai puțin dezvoltate. Totodată, în ciuda unei dinamici descendente pentru inflație, nivelul curent rămâne ridicat, iar așteptările privind inflația pe termen scurt au crescut peste nivelul estimat.

1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale

Redresarea economică globală în urma pandemiei COVID-19, a invaziei Rusiei în Ucraina și a crizei legate de costul vieții s-a dovedit surprinzător de puternică pe fondul reducerii ratei inflației și reflectă succesul măsurilor de înăsprire a politicii monetare de către băncile centrale, care au menținut ancorate așteptările inflaționiste. Cu toate acestea, FMI apreciază că ratele ridicate ale dobânzilor menite să combată inflația și retragerea sprijinului fiscal pe fondul unei datorii ridicate ar putea afecta creșterea în 2024⁵.

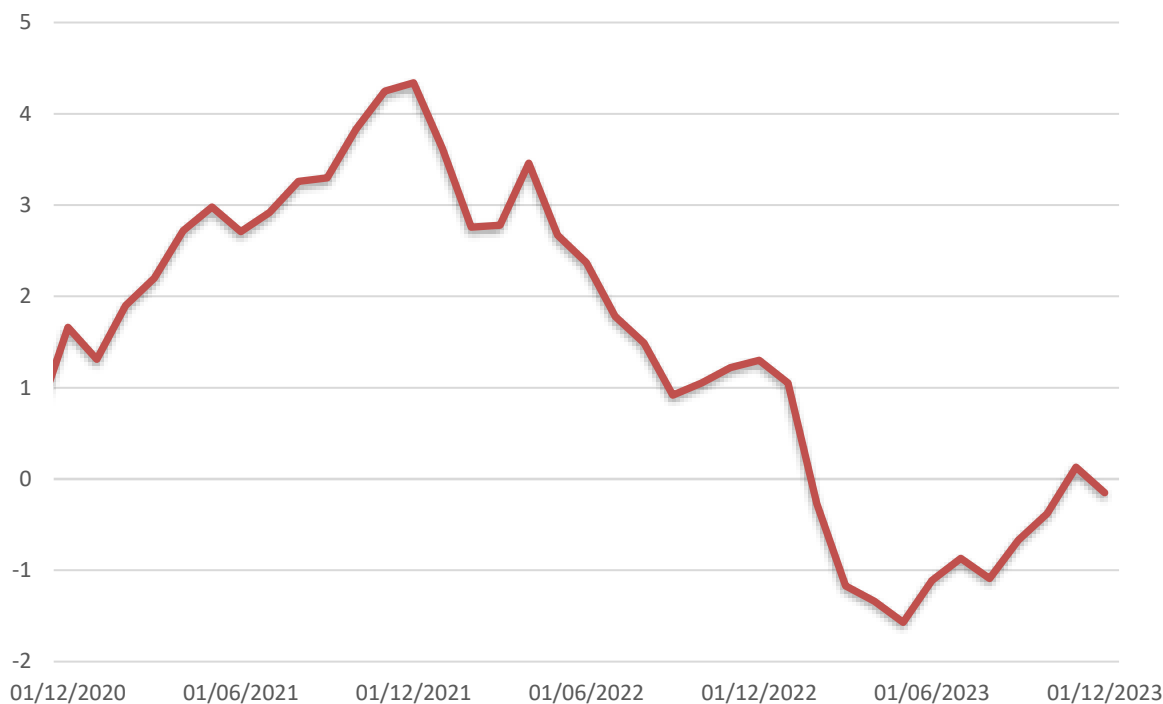
Evoluțiile favorabile pe partea ofertei sunt reflectate și de dinamica indicelui GSCPI. Indicele GSCPI (*Global Supply Chain Pressure Index*) măsoară întreruperile lanțului de aprovizionare și este calculat pe baza unei serii de indicatori, precum: *Baltic Dry Index* (BDI), *Harpex index*, indicii costurilor 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, Marea Britanie și Statele Unite.

Evoluția indicelui GSCPI 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 bunurile și prețurile la nivel de producător.

⁴ World Bank, *Global Economic Prospects*, Ianuarie 2024.

⁵ IMF, *World Economic Outlook Update, Moderating Inflation Steady Growth Open Path to Soft Landing*, Ianuarie 2024.

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



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

La nivel mondial, inflația a scăzut într-un ritm mai rapid decât se anticipa, în mare parte datorită evoluțiilor pozitive ale ofertei la nivel global. Evaluările lunare recente indică niveluri ale inflației apropiate de media de dinaintea pandemiei, atât pentru inflația globală, cât și pentru inflația de bază. În trimestrul al patrulea din 2023, se estimează că inflația globală va fi cu 0,3 puncte procentuale mai mică decât se preconiza în raportul asupra perspectivelor economiei mondiale din octombrie 2023, pe o bază trimestrială ajustată sezonier. Această reducere este atribuită impactului tot mai mic al șocurilor prețurilor relative, în special al prețurilor la energie, și transmiterii reduse a acestora către inflația de bază. Așteptările privind inflația pe termen scurt au scăzut în principalele economii, în timp ce așteptările pe termen lung rămân stabile⁶.

La nivelul economiei europene, inflația se află pe o pantă de scădere ca urmare a scăderii prețurilor la energie, înăsprirea politicii monetare și reducerea blocajelor de aprovizionare. Deși s-a înregistrat o scurtă creștere la 2,4% în noiembrie 2023, se așteaptă ca aceasta să se relanseze temporar datorită unei reveniri a inflației în sectorul energetic. Se anticipează că procesul dezinflaționist subiacent va continua în pofida creșterilor puternice ale costurilor forței de muncă, care determină în prezent inflația IAPC, cu excepția energiei și a alimentelor. Prognozele indică faptul că inflația globală IAPC va scădea de la 5,4% în 2023 la 2,7% în 2024, 2,1% în 2025 și 1,9% în 2026.⁷

⁶ IMF, World Economic Outlook Update, Moderating Inflation Steady Growth Open Path to Soft Landing, Ianuarie 2024.

⁷ ECB, Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area countries.

În 2023, principalele bănci centrale au majorat ratele dobânzilor de politică monetară pentru a reduce inflația, ceea ce a condus la costuri ridicate ale creditelor ipotecare, la dificultăți în refinanțarea datoriilor, la o mai mare disponibilitate a creditelor și la o slăbire a investițiilor în întreprinderi și în sectorul rezidențial. Sectorul imobiliar comercial, care se confruntă atât cu costuri mai mari ale împrumuturilor, cât și cu schimbări structurale post-pandemice, a fost afectat în mod deosebit.

Pe măsură ce inflația se atenuază, așteptările privind viitoarele reduceri ale ratelor dobânzilor pe termen lung au stimulat piețele de acțiuni. Dinamica principalilor indici internaționali este prezentată în figura 2 pentru perioada ianuarie 2022 - decembrie 2023. Indicii au fost normalizați la 100 pentru a facilita comparația dintre aceștia. Dinamica indicilor sugerează o tendință de normalizare la nivel global și o ușoară reducere ca urmare a temperării politicii monetare de întărire cantitativă. Față de începutul anului 2023, toți indicii analizați au înregistrat creșteri.

Figura 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 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. Riscul economic pe termen scurt pentru economia globală a înregistrat o tendință de scădere în ultimele trei trimestre din 2023.

Figura 3 Indicatori de avertizare timpurie si riscul macroeconomic



Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

Figura 4 prezintă evoluția creșterii economice în intervalul 2020 –T4 2023⁸. Detalierea dinamicii PIB pentru România pe trimestre în intervalul 2021 – 2023 este prezentată sintetic în Tabelul 1. Produsul Intern Brut (PIB) al României a înregistrat o valoare de 300,69 miliarde de dolari în 2022, potrivit datelor oficiale ale Băncii Mondiale. Valoarea PIB-ului României reprezintă 0,13% din economia mondială.

Tabelul 1 prezintă estimările semnal pentru dinamica PIB la nivelul trimestrului patru din anul 2023⁹. Conform acestora, comparativ cu anul 2022, produsul intern brut a crescut cu 2%. Pentru trimestrul patru, PIB în termeni reali a fost cu 0,4% inferior trimestrului anterior.

Tabelul 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial

		T1	T2	T3	T4	An
- în % față de perioada corespunzătoare din anul precedent -						
SERIE BRUTĂ	2021	99.9	115.2	106.3	102.5	105.7
	2022	105.0	105.1	103.8	104.6	104.1
	2023	102.4	101.0	101.1	102.9	102.0
SERIE AJUSTATĂ SEZONIER	2021	101.0	112.7	107.1	102.7	-
	2022	105.0	103.9	103.3	104.4	-
	2023	101.0	102.8	103.2	101.0	-
- în % față de trimestrul precedent -						
SERIE AJUSTATĂ SEZONIER	2021	100.4	100.5	101.0	100.7	-
	2022	102.6	99.5	100.4	101.8	-
	2023	99.3	101.3	100.8	99.6	-

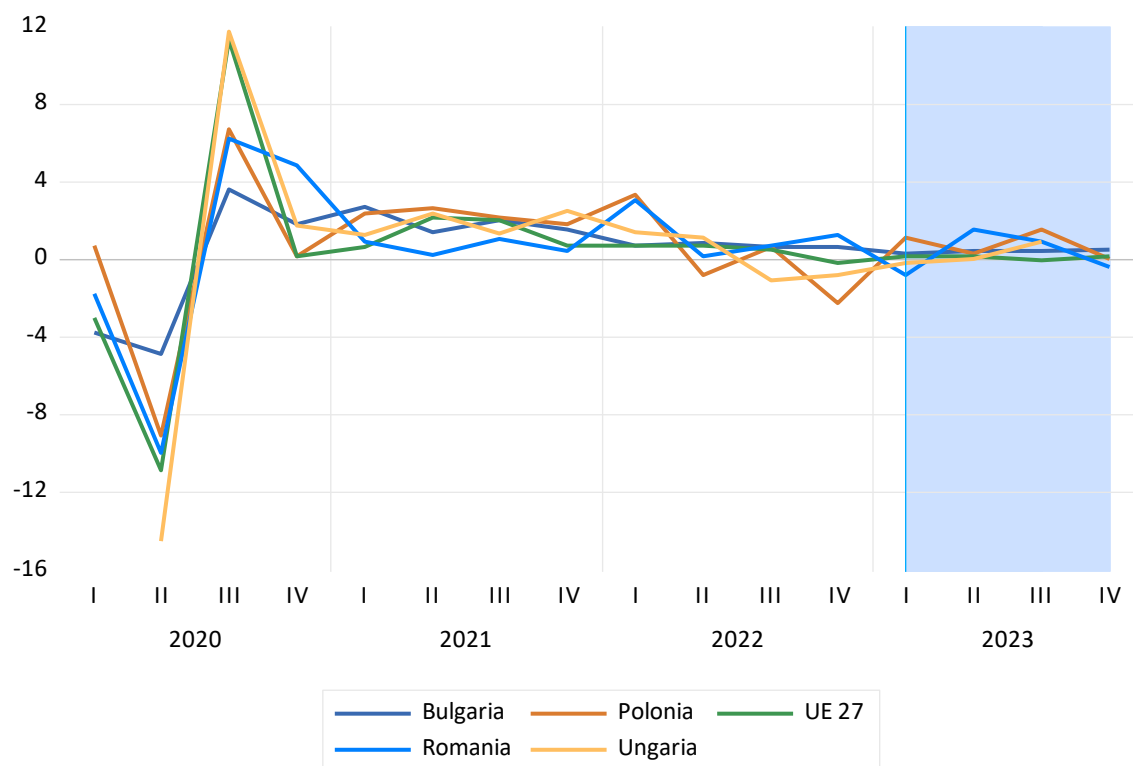
Sursa: Date INS

⁸ Datele pentru graficele de mai jos au fost colectate de pe pagina Eurostat la data de 13.02.2024 și adaptate cu estimările semnal pentru PIB emise ulterior, conform ajustării Eurostat din 22.02.2024.

⁹ Comunicatul de presă emis de Institutul National de Statistica (INS) la 14.02.2024, https://insse.ro/cms/sites/default/files/com_presa/com_pdf/pib_tr4r2023_0.pdf

În ciuda acestui fapt, comparativ cu același trimestru al anului 2022, PIB a înregistrat în T4 2023 o creștere cu 2,9% pe seria brută și cu 1,0% pe seria ajustată sezonier. Inflația ridicată și creșterea redusă a creditului privat au constrâns cererea internă în 2023, în timp ce cererea externă a fost slabă. O creștere puternică a formării brute de capital fix, stimulată de investițiile în infrastructura publică finanțate de UE, a compensat încetinirea consumului privat și scăderea stocurilor, în timp ce contribuția negativă a exporturilor nete la creștere s-a atenuat¹⁰.

Figura 4 Creștere economică trimestrială (ca modificare procentuală față de perioada anterioară)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Pe o bază anuală, creșterea PIB-ului României a fost de 1,1% în trimestrul al treilea din 2023, fără a fi revizuită față de estimările preliminare și în creștere de la o creștere de 1% în trimestrul anterior, conform Institutului Național de Statistică. Aceasta a marcat cea de-a zecea perioadă consecutivă de expansiune, comerțul exterior contribuind pozitiv la economia țării, exporturile (-3,6%) scăzând într-un ritm mult mai lent decât importurile (-6,5%). În plus, formarea brută de capital fix (11,9% față de 9,1% în trimestrul al doilea) a crescut într-un ritm mai rapid. Între timp, consumul gospodăriilor (2,6% față de 4%) a crescut mai lent, în timp ce cheltuielile publice (-7,1% față de 11,7%) s-au prăbușit. Pe o bază trimestrială ajustată sezonier, PIB-ul României a crescut cu 0,9% în trimestrul al treilea din 2023, încetinind de la o creștere de 1,3% în perioada precedentă de trei luni.

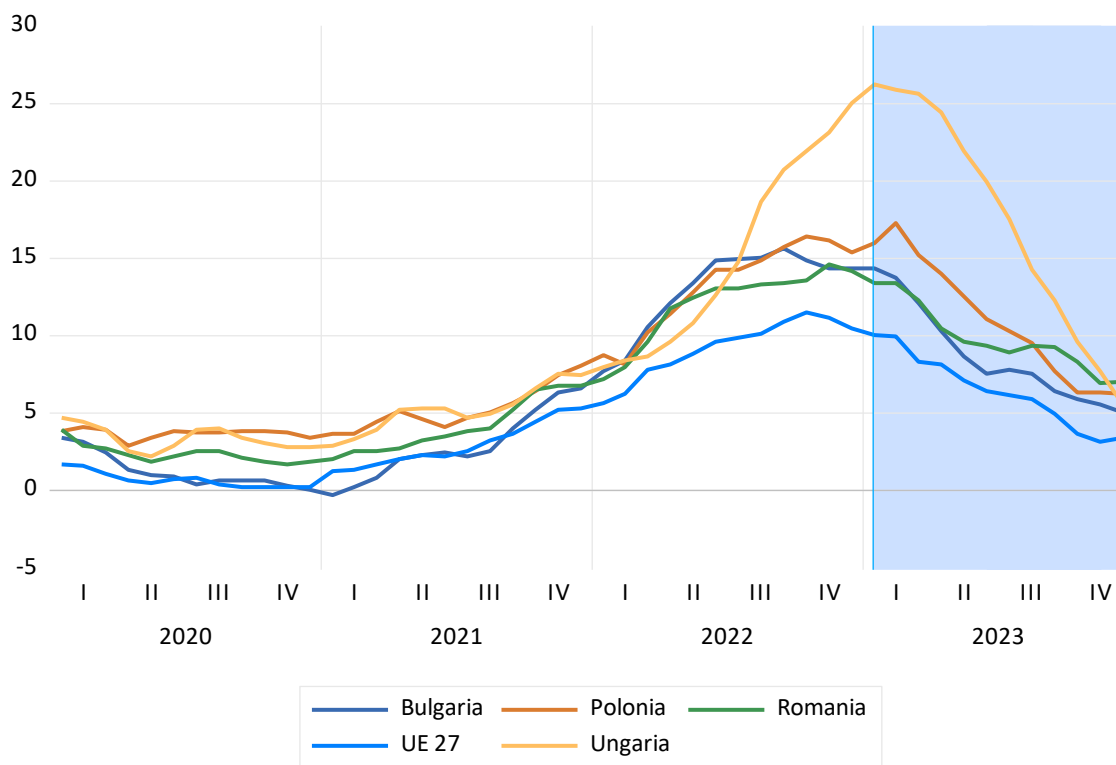
¹⁰ European Commission, Economic forecast for Romania, Winter 2024 Economic Forecast.

Potrivit datelor Eurostat, economia Uniunii Europene a stagnat în trimestrul IV 2023, după o contracție de 0,1% în perioada precedentă.

Dinamica inflației

Rata anuală a inflației din România a scăzut ușor la 6,61% în decembrie 2023, de la 6,72% în luna precedentă. Aceasta a fost cea mai scăzută valoare din septembrie 2021, în condițiile în care prețurile alimentelor s-au temperat (5,82% față de 6,84% în noiembrie), datorită costurilor mai mici ale uleiului, untului și grăsimilor (-25,32% față de -25,02%), potrivit Institutului Național de Statistică. În schimb, inflația a crescut ușor pentru produsele nealimentare (5,51% vs 5,08%) și pentru servicii (11,21% vs 11,18%). Pe o bază lunară, prețurile de consum au crescut cu 0,26% în decembrie, revenind de la o scădere de 0,01% în noiembrie.

Figura 5 Rata inflației



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

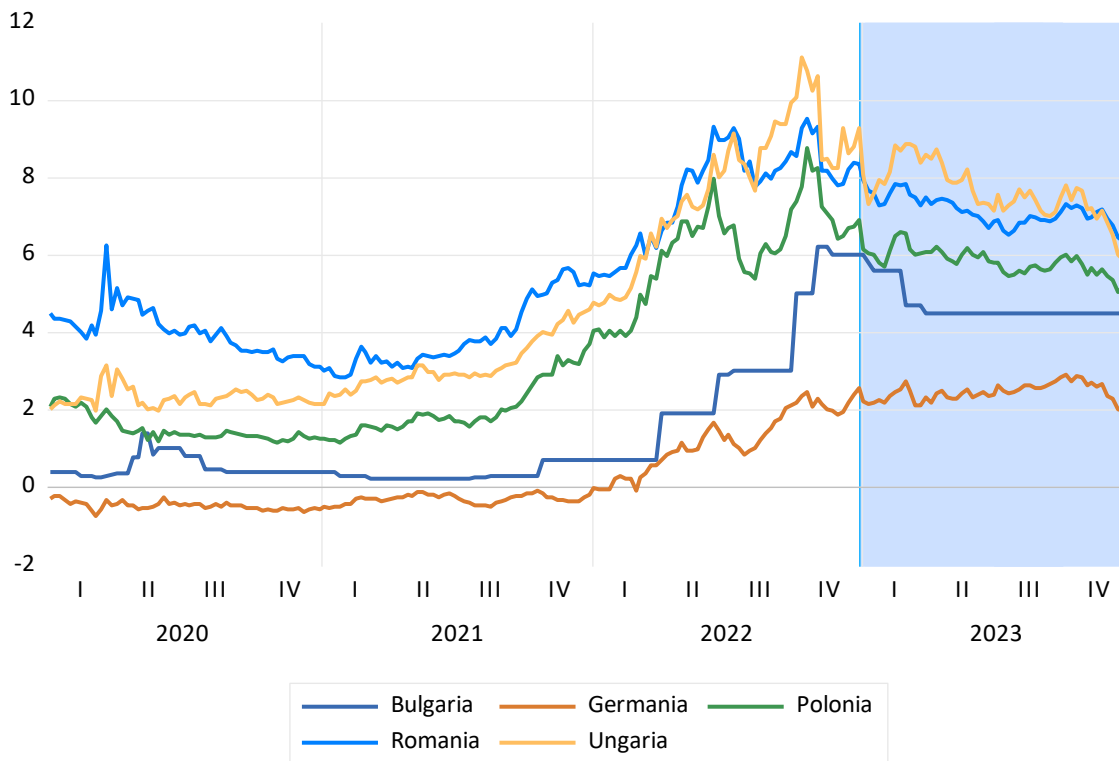
Rata inflației în Uniunea Europeană a crescut la 3,40% în decembrie, de la 3,1% în noiembrie 2023, conform rapoartelor Eurostat.

Rata dobânzii

Figura 6 prezintă dinamica obligațiunilor suverane la 10 ani pentru statele incluse în analiză, Germania fiind tratată drept referință pentru evoluția europeană. Randamentele obligațiunilor guvernamentale și-au continuat traiectoria descendentă, manifestând însă o ușoară tendință de apreciere la finalul anului 2023.

În trimestrul IV din 2023, Banca Națională a României nu a modificat valorile ratei de politică monetară și ratele facilităților de creditare și depozit față de valorile înregistrate anterior.

Figura 6 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani)



Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebankare

Monitorizarea periodică a riscurilor de pe piețele financiare nebankare europene este un instrument de politică macroprudențială în măsura în care factorii de risc care acționează asupra acestor piețe au efecte și asupra piețelor financiare nebankare supravegheate de ASF.

Cu toate că riscurile la adresa stabilității financiare nu s-au intensificat în 2023, acestea au rămas ridicate.

La nivelul economiei europene perspectivele de creștere s-au deteriorat, iar incertitudinea a crescut, inclusiv pe fondul creșterii tensiunilor geopolitice. Previziunile realizate de instituțiile financiare europene arată că mediul macroeconomic ar putea continua să genereze tensiuni asupra firmelor și gospodăriilor în condițiile în care spațiul fiscal este redus. Acestea ar putea genera dezechilibre pe piețele financiare deși în prezent piețele financiare europene sunt stabile și lichide.

2.1. Piețele europene de capital

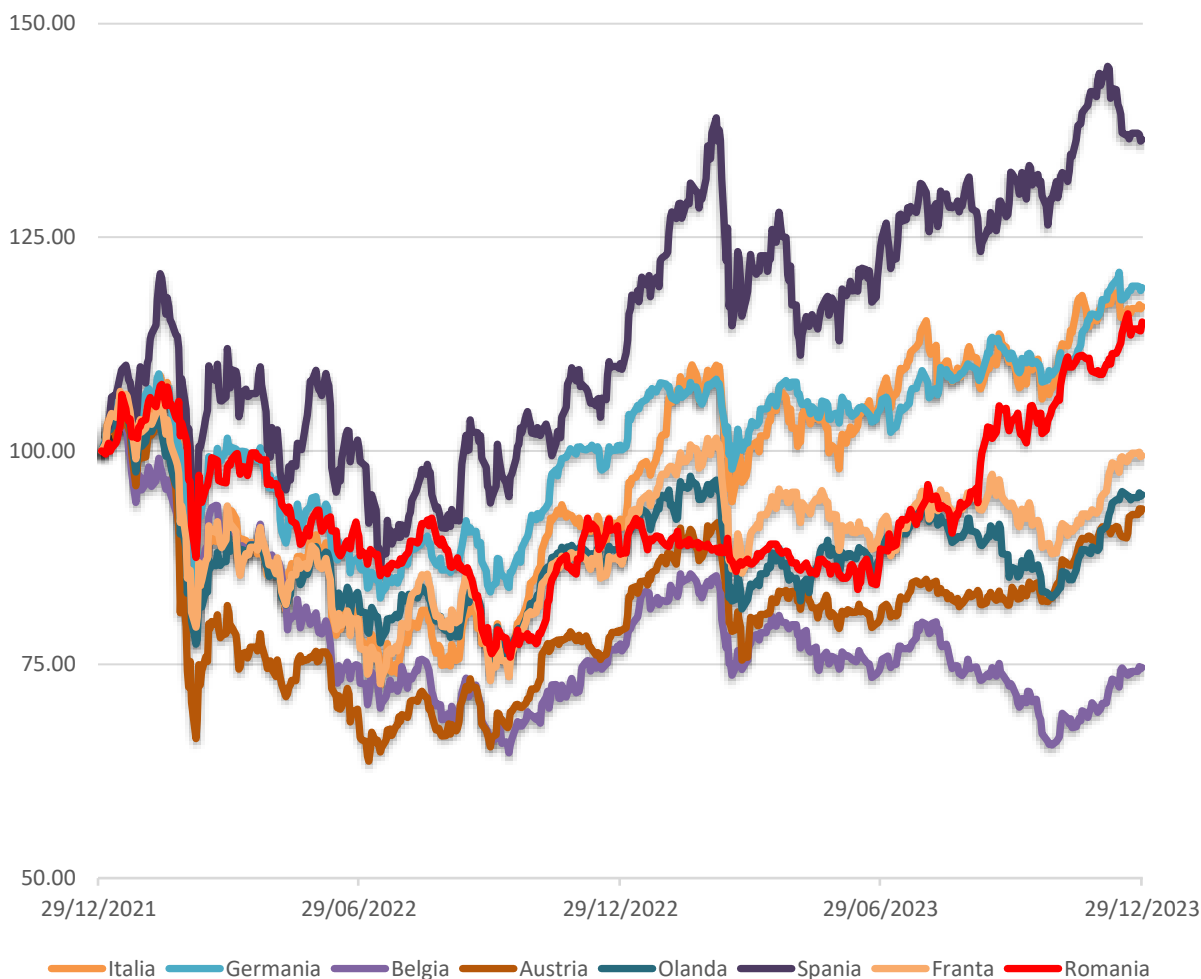
Raportul ESMA privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile, ediția nr. 1/2024¹¹

Evaluările acțiunilor au crescut moderat în semestrul II 2023, datorită unei creșteri de sfârșit de an legate de așteptările de scădere a ratelor dobânzilor în 2024. Volatilitatea a rămas limitată, în timp ce diferențele dintre prețurile de cumpărare și cele de vânzare au fost relativ ridicate (*bid-ask spread*), subliniind nervozitatea pieței.

În figura 7 sunt prezentați principalii indici bursieri sectoriali ce reflectă evoluția sectorului financiar din Uniunea Europeană în 2023. Eșantionul este compus din România, Italia, Germania, Belgia, Austria, Olanda, Spania și Franța.

¹¹ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA50-524821-3107_TRV_1-24_risk_monitor.pdf

Figura 7 Indici bursieri (sectorul financiar)



Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

În 2023, piețele financiare și-au revenit pe fondul scăderii prețurilor la energie și al așteptărilor privind un ritm mai lent de înăsprire a politicii monetare. Indicii bursieri care reflectă activitatea companiilor din sectorul financiar au înregistrat creșteri față de începutul anului 2023.

Pe viitor, piețele vor rămâne foarte sensibile, în special la eventualele deteriorări ale fundamentelor economice sau la riscurile din cadrul instituțiilor financiare, urmărind îndeaproape sustenabilitatea datoriei publice și private în contextul menținerii unor rate ridicate ale dobânzilor.

Piețele financiare au crescut în 2023 în Uniunea Europeană pe fondul creșterii volatilității și a inflației, concomitent cu riscurile pe termen scurt pentru consumatori.

În general, riscurile pentru piețele financiare europene rămân la niveluri ridicate sau foarte ridicate. Din punct de vedere al stabilității financiare, piețele vor rămâne sensibile în special la impactul pe piață al ratelor dobânzilor mai mari pe termen lung, la perspectivele macro-financiare și la riscurile geopolitice și periferice. Există un risc ridicat de corecții în contextul unei lichidități fragile pe piețele de acțiuni, obligațiuni

și cripto, cu o preocupare specială în ceea ce privește expunerile imobiliare. Inflația a scăzut, dar continuă să aibă impact asupra randamentelor reale ale investitorilor.

Piețele cu venit fix au fost în general mai scăzute spre sfârșitul anului 2023, cu scăderi accentuate ale randamentelor pentru obligațiunile suverane și corporative în decembrie. Calitatea creditului companiilor nefinanciare cu randament ridicat a continuat să scadă, în special în ceea ce privește sectorul imobiliar, cu o tendință de creștere a ratelor de neplată.







Sectorul fondurilor și-a revenit parțial după declinul istoric înregistrat în 2022, în principal din cauza efectelor de evaluare. Performanța a redevenit pozitivă pentru fondurile de acțiuni și obligațiuni. Fluxurile din fondurile de acțiuni au fost reduse, în timp ce fondurile de obligațiuni au primit intrări, ceea ce contrastează cu ieșirile din 2022. Performanțele și fluxurile fondurilor din UE au fost volatile în semestrul II 2023. Performanța fondurilor de acțiuni s-a îmbunătățit, cu variații semnificative pe parcursul perioadei de raportare. În ceea ce privește fluxurile, investitorii au preferat fondurile cu venit fix în detrimentul celor de acțiuni. Fondurile de pe piața monetară au atras în special fluxuri semnificative de intrări pe fondul creșterii ratelor dobânzilor și al inversării curbei randamentelor.

Sentimentul investitorilor a rămas slab pe fondul incertitudinii geopolitice și al creșterii economice reduse, în ciuda scăderii inflației. În condițiile unor rate ale dobânzii mai ridicate, investitorii și-au majorat deținerile de obligațiuni, atât direct, cât și prin intermediul fondurilor de investiții. Expunerile imobiliare prin intermediul FIA de retail reprezintă o sursă de risc.

Piața UE pentru produse ESG și investiții sustenabile a continuat să crească într-un ritm robust, în ciuda unei încetiniri a emisiunilor de obligațiuni ESG în semestrul I 2023, iar cererea de fonduri cu un obiectiv de investiții sustenabile a rămas puternică. După mai mulți ani de creștere neîntreruptă, adoptarea investițiilor ESG și creșterea piețelor ESG s-au stabilizat în ultimele trimestre. Piața obligațiunilor ESG a crescut într-un ritm mai lent, cu o valoare totală în circulație de 1,9 miliarde EUR în T4 2023, în creștere cu 21% într-un an, în timp ce volumul brut al emisiunilor a scăzut. Fondurile în temeiul articolului 9 din Regulamentul privind publicarea de informații privind finanțarea durabilă (SFDR) cu un obiectiv de investiții sustenabile s-au confruntat cu ieșiri nete pentru prima dată în trimestrul IV 2023, iar ieșirile de la fondurile în temeiul articolului 8 din SFDR care promovează caracteristici sociale sau de mediu s-au accelerat, utilizarea termenilor legați de ESG în denumirile fondurilor fiind un factor cheie de diferențiere între aceste fonduri.

Evaluările criptoactivelor au revenit în 2023, alimentate de speranța că ETF-urile cripto la vedere vor obține aprobarea SEC din SUA, ceea ce s-a întâmplat în ianuarie 2024. Cu toate acestea, la 1,5 mld. euro, capitalizarea totală de piață a criptoactivelor rămâne la jumătate față de vârful istoric din 2021. Utilizarea inteligenței artificiale în finanțe este în creștere în jurul unei game largi de aplicații, chiar dacă instrumentele dedicate investițiilor în inteligență artificială rămân limitate. Piețele financiare au început să exploreze implicațiile potențiale ale inteligenței artificiale după ce au fost lansate diverse instrumente de inteligență artificială generativă în 2023. Efectul lor ar putea fi transformațional, iar autoritățile analizează beneficiile și riscurile pentru consumatori și pentru stabilitatea financiară.

Tabloul riscurilor¹²

Factori de risc			
Categorie	Nivel	Perspectivă	
Riscuri de lichiditate			→
Riscuri de piață			↘
Riscuri de credit ¹³			↗
Riscuri de contagiune			→
Riscuri operaționale			→
Riscuri de mediu			→

Piețe de valori mobiliare

Riscuri

- Incertitudinea continuă cauzată de invazia rusă, recente tensiuni geopolitice, riscurile de volatilitate a pieței;
- Continuarea incertitudinilor macrofinanciare legate de înăsprirea condițiilor financiare la nivel mondial și de mediul macroeconomic slab;
- Riscuri de credit din ce în ce mai mari pe măsură ce creșterea economică scăzută sporește gradul de îndatorare deja ridicat, iar nevoile și costurile de refinanțare a datoriilor cresc;
- Nervozitatea pieței este legată de reacția puternică la evenimentele adverse.

Nivel



Perspectivă



Gestionarea activelor

Riscuri

- Presiuni continue asupra randamentelor reale ale portofoliilor din cauza perspectivelor economice slabe pe termen mediu și a 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;

Nivel



Perspectivă



¹² 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; potrocaliu = 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 pe indicatori cantitativi și pe aprecieri ale analiștilor.

¹³ 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.

- Adaptarea continuă la noul mediu al ratelor dobânzilor, în special în sectoare expuse la pierderi nerealizate.

Investitori

Riscuri

- Expunerea la proprietăți imobiliare prin intermediul FIA de retail;
- Marketingul agresiv, în special în ceea ce privește produsele structurate cu risc ridicat și criptoactive;
- Digitalizarea, inclusiv utilizarea emergentă a instrumentelor de inteligență artificială pentru serviciile pentru clienți;
- Lipsa de competență a consumatorilor în ceea ce privește tranzacționarea bazată pe social-media și tranzacționarea prin copiere;
- Potențialul greenwashing și cunoștințele limitate în materie de investiții ESG;
- Costuri ridicate și slab comunicate.

Nivel



Perspectivă



Infrastructuri și servicii

Riscuri

- Riscul operațional permanent al atacurilor cibernetice;
- Un risc operațional semnificativ și continuu pentru infrastructuri în general, inclusiv expunerea datorată digitalizării crescânde și utilizării serviciilor cloud în procesele principale de producție;
- Reactivitatea ridicată la evenimentele de pe piață sporește riscurile de încălcare a marjelor și de întrerupere a tranzacțiilor.

Nivel



Perspectivă



2.2. Piața asigurărilor și a pensiilor ocupaționale din UE

Conform ediției din februarie 2024 a Tabloului riscurilor publicat de EIOPA, pe baza datelor din trimestrul III 2023, riscurile de piață pentru sectorul european al asigurărilor se situează la un nivel ridicat, pe când celelalte categorii de risc sunt toate la un nivel mediu. În timp ce riscurile de natură macroeconomică persistă în sectorul asigurărilor, cu proiecții care indică în continuare o perspectivă moderată de creștere a PIB-ului, există o tendință de scădere, susținută în principal de o reducere a inflației prognozate în toate zonele geografice luate în considerare. Riscurile de credit sunt stabile la un nivel mediu, cu spread-uri pentru cele mai relevante categorii de titluri cu venit fix în ușoară scădere la sfârșitul anului 2023. Riscurile de piață sunt importante, deoarece volatilitatea obligațiunilor rămâne ridicată, iar prețurile imobieliarelor comerciale au continuat să scadă.

Riscurile de lichiditate și de finanțare s-au situat la un nivel mediu, cu o tendință de creștere determinată de evoluția emisiunilor de obligațiuni pentru catastrofe¹⁴. Mediana deținerilor de numerar a scăzut ușor față de trimestrul precedent. Riscurile de profitabilitate și de solvabilitate rămân stabile, cu o ușoară scădere a raportului median dintre active și pasive și a ratei medii de solvabilitate a grupurilor de asigurare. Raportul median SCR al companiilor de asigurări generale a raportat o creștere, în timp ce distribuția pentru companiile de asigurări de viață este în general neschimbată.

Riscurile de interconexiuni și dezechilibre sunt, de asemenea, stabile la un nivel mediu. Expunerile mediane față de bănci, datoria suverană națională și deținerile de instrumente financiare derivate, precum și partea reasigurată a primelor, au scăzut ușor față de trimestrele precedente. Riscurile de asigurare rămân la un nivel mediu, cu o creștere mediană pozitivă a primelor de asigurare de la an la an, atât pentru asigurările de viață, cât și pentru cele non-viață, și cu o deteriorare suplimentară a ratei daunei.

Percepțiile pieței arată o subperformanță a acțiunilor din domeniul asigurărilor de viață și non-viață în comparație cu piața în general pentru al patrulea trimestru al anului 2023.

Riscurile legate de ESG rămân stabile la un nivel mediu. Expunerea mediană la active relevante pentru climă se situează în jurul valorii de 3,3% din totalul activelor, în timp ce investițiile în obligațiuni verzi reprezintă aproximativ 7% din totalul obligațiunilor verzi în circulație.

Riscurile legate de digitalizare și riscurile cibernetice au scăzut la un nivel mediu, dar se așteaptă ca acestea să crească în continuare, conform evaluării autorităților naționale de supraveghere a asigurărilor. Sentimentul negativ privind riscurile cibernetice indică, de asemenea, o preocupare din ce în ce mai mare în al patrulea trimestru al anului 2023. Rata anuală de variație a frecvenței incidentelor cibernetice cu impact asupra tuturor sectoarelor de activitate, măsurată pe baza celor mai recente date disponibile în mod public, a rămas ridicată în trimestrul al treilea din 2023, dar în scădere față de trimestrul anterior.

¹⁴ O obligațiune pentru catastrofe (CAT) este un instrument de datorie cu randament ridicat, conceput pentru a strânge bani pentru companiile din industria asigurărilor în cazul unui dezastru natural. O obligațiune CAT permite emitentului să primească finanțare din obligațiune doar dacă se produc anumite condiții specifice, cum ar fi un cutremur sau o tornadă.

Tabelul 2 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, februarie 2024¹⁵

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

Sursa: EIOPA, Tabloul riscurilor pe piața asigurărilor din UE (februarie 2024)

EIOPA a publicat prima ediție a tabloului riscurilor privind instituțiile pentru furnizarea de pensii ocupaționale (IORP)¹⁶. Pe baza rapoartelor individuale reglementare a pensiilor ocupaționale, tabloul sintetizează principalele riscuri și vulnerabilități din sectorul IORP din Spațiul Economic European (SEE) pentru diferitele sisteme, și anume cele cu beneficii definite (DB) și contribuții definite (DC). Acesta include un set de indicatori de risc care acoperă categoriile tradiționale de risc, cum ar fi riscurile de piață și de credit, riscurile de lichiditate, riscurile de rezervă și de finanțare, precum și amenințările emergente, cum ar fi riscurile ESG și riscurile cibernetice.

¹⁵ Data de referință pentru datele societății este T3-2023 pentru indicatorii trimestriali și 2022-YE pentru indicatorii anuali. Data-limită pentru majoritatea indicatorilor de piață este sfârșitul lunii decembrie 2023, Nivelul (culoarea) corespunde nivelului de risc la data de referință, Tendința este afișată pentru cele 3 luni care preced data de referință, iar Perspectiva este afișată pentru cele 12 luni de după data de referință. Aceasta din urmă se bazează pe răspunsurile primite de la 24 de autorități naționale competente (ANC) și este clasificată în funcție de modificarea preconizată a pragului de semnificație a fiecărui risc (scădere substanțială, scădere, neschimbată, creștere și creștere substanțială).

























¹⁶ https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/occupational-pensions-risk-dashboard_en

Tabloul riscurilor a fost elaborat în cooperare cu autoritățile naționale competente, cu obiectivul de a: (1) monitoriza și evalua riscurile și evoluția acestora în sectorul IORP dintr-o perspectivă macroprudențială; și (2) de a analiza vulnerabilitățile potențiale ale poziției financiare a IORP și implicațiile acestora asupra stabilității financiare la nivelul SEE.

Prima ediție arată că expunerea IORP la riscurile de rentabilitate a pieței și a activelor se plasează la un nivel ridicat, ceea ce face ca această categorie de risc să fie cea mai relevantă pentru acest sector, având în vedere volatilitatea încă crescută a piețelor de obligațiuni. Riscurile macroeconomice se situează la un nivel mediu: există evoluții pozitive legate de o reducere a inflației prognozate, parțial contrabalansate de o perspectivă de creștere a PIB-ului care rămâne slabă în raport cu standardele istorice. Riscurile de lichiditate se află la un nivel mediu, dar prezintă o tendință de creștere în comparație cu trimestrul precedent, determinată de evoluția pozițiilor pe instrumente financiare derivate. Valoarea activului net al pozițiilor pe instrumente financiare derivate ale IORP a intrat și mai mult în teritoriu negativ din cauza creșterii continue a ratelor dobânzilor în T3-2023.

Toate celelalte categorii de risc sunt evaluate în prezent la un nivel mediu, cu creșteri preconizate pentru riscurile de credit, precum și pentru riscurile de digitalizare și cibernetice în următoarele 12 luni.

Tabloul 3 Tabloul riscurilor piața pensiilor ocupaționale din UE, EIOPA, februarie 2024¹⁷

Riscuri	Nivel	Trend (ultimele 3 luni)	Perspective (următoarele 12 luni)
Riscuri macro			
Riscuri de credit			
Riscuri legate de piață și de randamentul activelor			
Riscuri de lichiditate			
Riscuri legate de rezerve și de finanțare (scheme DB)			
Riscuri de concentrare			
Riscuri legate de ESG			
Digitalizarea și riscurile cibernetice			















Sursa: EIOPA, Tabloul riscurilor pe piața pensiilor ocupaționale din UE (februarie 2024)

¹⁷ Data de referință pentru datele IORP este Q3-2023 pentru indicatorii trimestriali și 2022-YE pentru indicatorii anuali. Data de referință pentru indicatorii care se bazează pe date din surse externe este sfârșitul lunii decembrie 2023. Nivelul (culoarea) corespunde nivelului de risc de la data de referință, Tendința este afișată pentru cele 3 luni anterioare datei de referință, iar Perspectiva este afișată pentru cele 12 luni de după data de referință. Aceasta din urmă se bazează pe răspunsurile primite de la 21 de autorități naționale competente (ANC) și este clasificată în funcție de modificarea preconizată a pragului de semnificație a fiecărui risc (scădere substanțială, scădere, neschimbată, creștere și creștere substanțială).

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

Situația economică-financiară rămâne în continuare fragilă la nivel global și vulnerabilă în fața turbulențelor care pot genera noi șocuri, în timp ce tensiunile geopolitice externe s-au intensificat pe fondul conflictului din Fâșia Gaza. Inflația este persistentă, chiar dacă ritmul acesteia s-a temperat ca urmare a rezultatelor politicilor monetare restrictive. Factorii analizați conduc la menținerea evaluării riscului macroeconomic la un nivel ridicat, cu tendințe de creștere, în contextul vulnerabilităților și a incertitudinilor externe. Riscul de piață rămâne la un nivel 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 mediu spre ridicat, cu tendințe de creștere sau stagnare.

Tabelul 4 Tabloul riscurilor la nivel național¹⁸

Categoriile de risc	Factorii determinanți		
	Nivel	Perspectivă	
Riscul macroeconomic			Deteriorarea perspectivelor macroeconomice și riscurile de recesiune, în ciuda îmbunătățirii rezultatelor pe termen scurt, pe fondul intensificării tensiunilor geopolitice
Riscul de piață			Volatilitatea piețelor financiare, contagiunea și interconectarea acestora; incertitudinile existente pe plan geopolitic
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
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 geopolitice externe

Sursa: ASF

¹⁸ Pentru unitatea raportului, a fost utilizată aceeași codificare a riscurilor ca cea realizată de ESMA.

3. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare

Condițiile financiare globale au reflectat transmiterea condițiilor monetare în costuri mai mari ale împrumuturilor, în timp ce fluxurile de credite au scăzut. Turbulențele din martie 2023 din sectorul bancar, ca urmare a falimentelor unor bănci americane de dimensiuni medii și a Credit Suisse din Elveția, au dus la o reacție bruscă provizorie a pieței și la o scădere temporară puternică a prețurilor acțiunilor băncilor europene, deși într-o măsură mai mică decât a băncilor regionale din SUA, pe fondul temerilor tranzitorii de contagiune.

Implicațiile pe piață ale evenimentelor din martie evidențiază sensibilitatea continuă a sistemului financiar european la șocurile exogene și incertitudinea ridicată care persistă pe piață. Nervozitatea pieței și veștile negative despre anumite părți ale sistemului financiar se pot răspândi rapid și pot conduce la o creștere generală a aversiunii față de risc. În pofida beneficiilor aduse de creșterea ratelor dobânzilor pentru veniturile nete din dobânzi ale băncilor, persistă unele îngrijorări cu privire la potențialele pierderi nerealizate în cazul titlurilor cu venit fix, evaluarea activelor imobiliare, dar și la serviciile financiare private.

Incetitudinea actuală este, de asemenea, exacerbată de nivelul ridicat și continuu al riscului geopolitic. Deși impactul economic inițial al războiului din Ucraina s-a diminuat, nu există încă niciun semn de încetare a conflictului. În plus, tensiunile dintre SUA și China rămân ridicate. În cele din urmă, acest lucru ar putea duce la o mai mare fragmentare a comerțului mondial, cu un impact economic semnificativ pentru UE.

Analiza privind piața instrumentelor și investițiilor financiare s-a concentrat în special asupra dinamicii indicilor bursieri, contribuției companiilor semnificative de pe piața locală de capital la riscul sistemic, sensibilității randamentelor companiilor la riscul sistemic, precum și asupra testelor specifice pentru identificarea bulelor speculative ce s-ar putea forma pe fondul așteptărilor investitorilor de creștere.

O analiză a evoluției riscului sistemic pentru șase companii incluse în indicele BET, din perspectiva valorii la risc (VaR) și valorii la risc condiționate (CoVaR), arată că în anul 2023 contribuțiile companiilor selectate la riscul sistemic s-au situat la un nivel mai scăzut.

Pe de altă parte, analizând sensibilitatea celor șase companii la riscul sistemic, contribuțiile de risc manifestă dinamici relativ stabile, ce se situează la valori scăzute în anul 2023 comparativ cu media perioadei 2018-2023, fiind obținute rezultate similare ca cele înregistrate în cazul specificației CoVaR.

A fost aplicat testul Supremum augmented Dickey-Fuller (SADF) pentru a detecta dacă indicele BET înregistrează o dinamică explozivă în prezent, atât pe seriile lunare, cât și pe cele săptămânale ale indicatorului Preț/Dividend. Rezultatele testului nu au indicat dinamici explozive care pot fi asociate cu bulele raționale speculative.

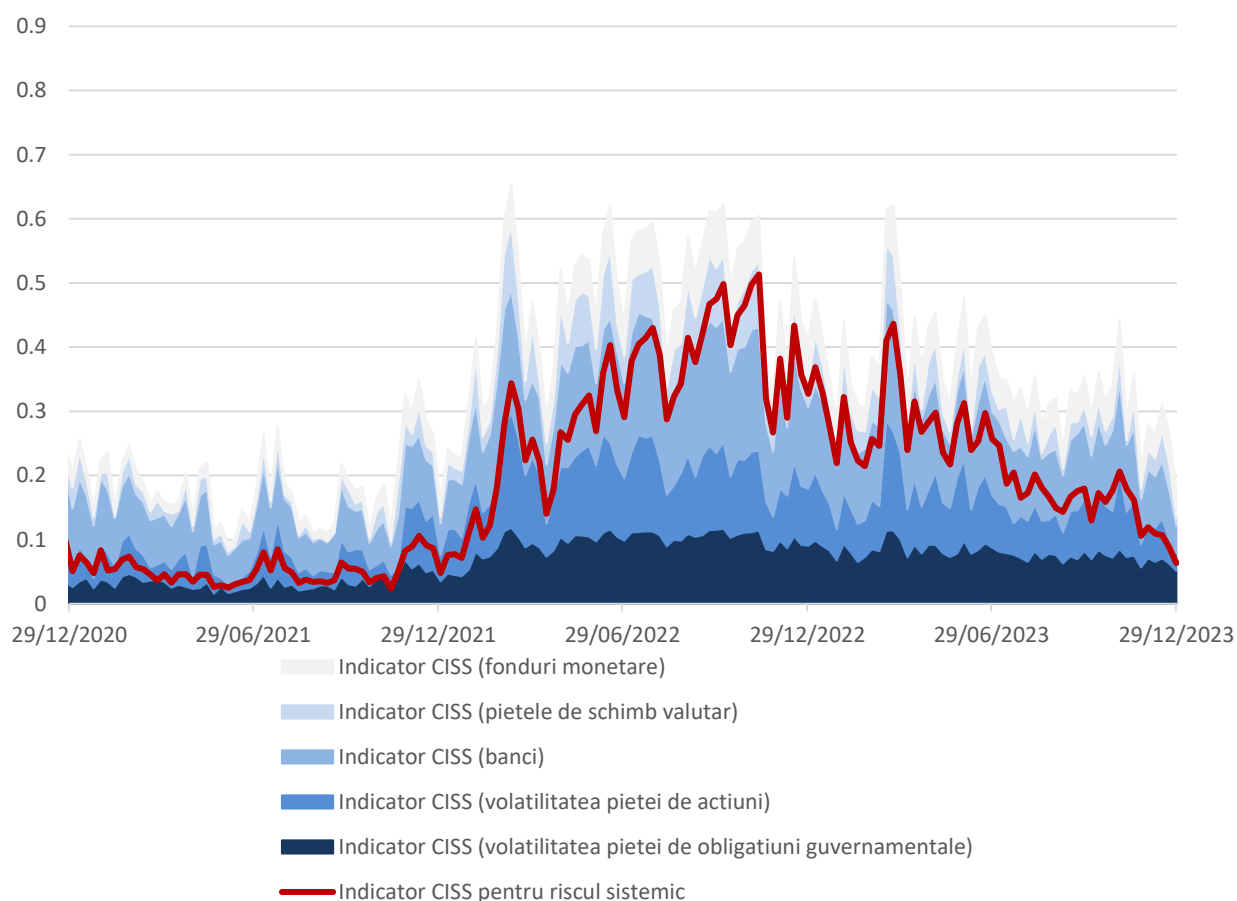
3.1. Piața instrumentelor și investițiilor financiare în context european

Măsurarea riscului sistemic pentru piețele europene este realizată cu ajutorul indicatorului CISS¹⁹, care este un indicator compozit pentru riscurile sistemice calculat de Banca Centrală Europeană. Indicatorul CISS este construit pentru a arăta măsura în care stresul financiar sistemic contribuie la instabilitatea financiară a piețelor europene.

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

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

Figura 8 Indicator compozit de risc sistemic pentru piețele financiare europene



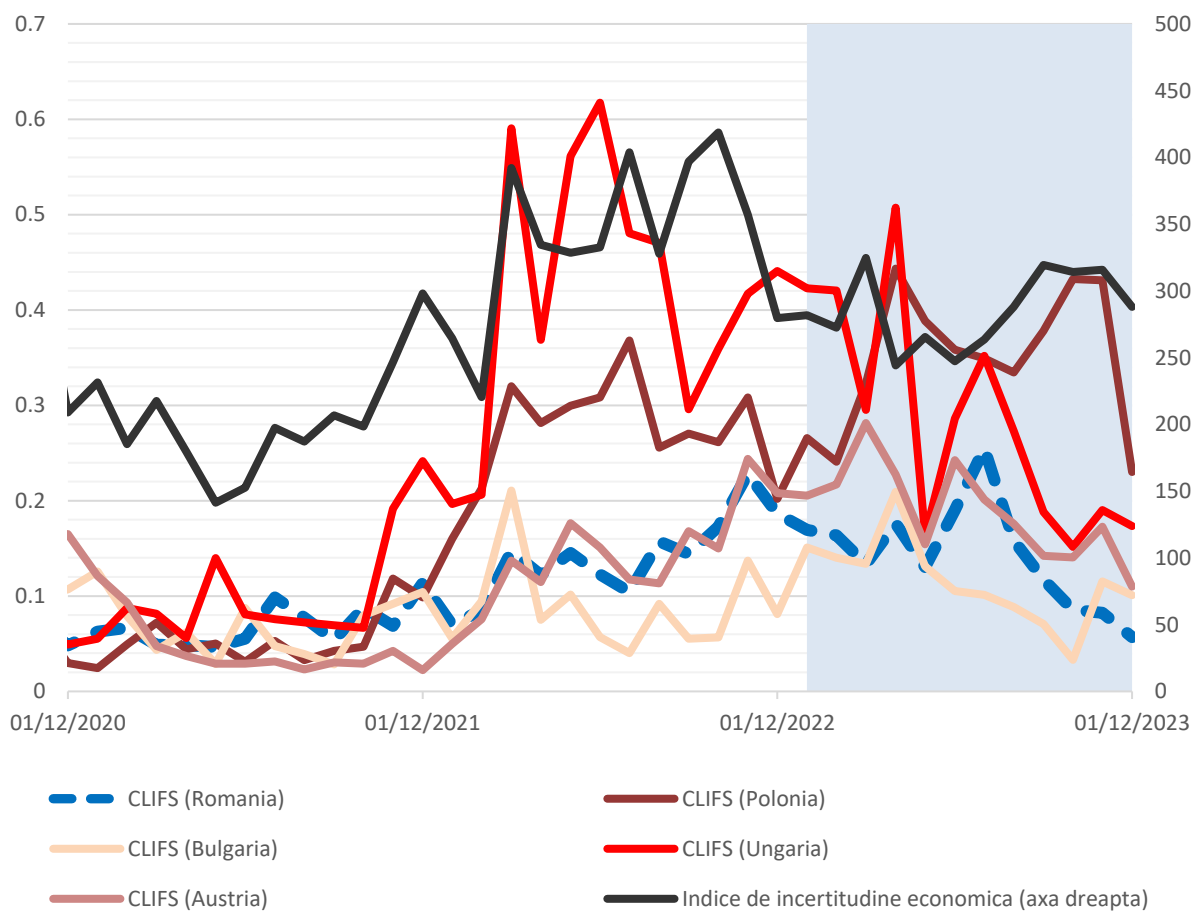
Sursa: Banca Centrala Europeană, prelucrare ASF

¹⁹ CISS - Composite Indicator of Systemic Stress

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 2023 indicele CLIFS calculat pentru România a cunoscut o tendință de creștere urmată de o reducere rapidă a gradului de tensiune financiară.

Creșterea riscului sistemic pentru economia românească este explicată într-o mare proporție de șocuri exogene. În figura 9 se poate observa gradul ridicat de co-dependență al indicatorului CLIFS de indicele de incertitudine economică calculat pentru economia europeană pentru 2023.

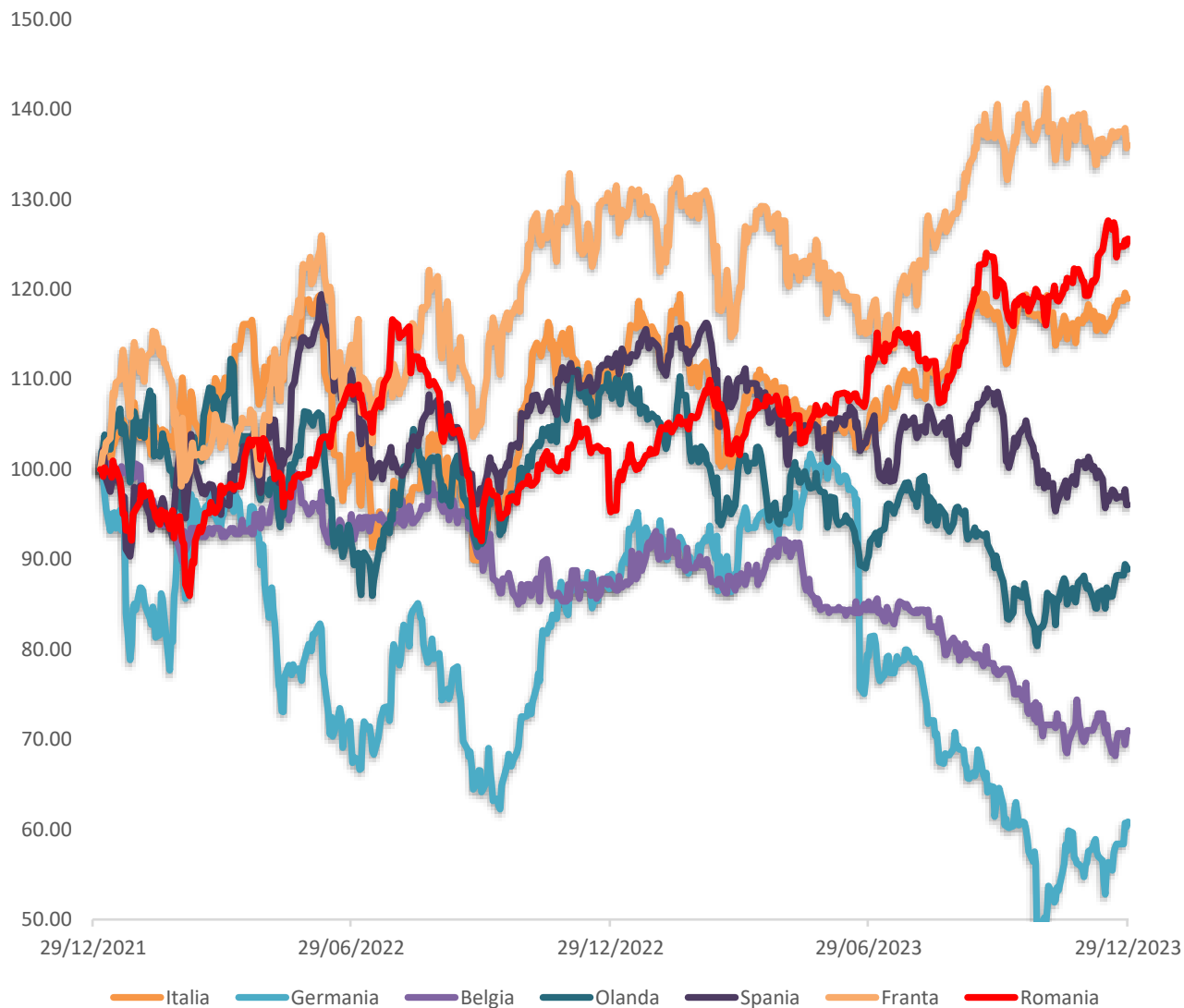
Figura 9 Indicatori de tensiune financiară (CLIFS): Austria, Bulgaria, Polonia, România, Ungaria



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

Evaluările companiilor listate pe burse din domeniul energetic au înregistrat randamente mixte în 2023. Indicele sectorial care reflectă evoluția sectorului energetic din România a cunoscut o creștere rapidă în 2023.

Figura 10 Evoluția sectorul energetic pe țări (1 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*²⁰) 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).

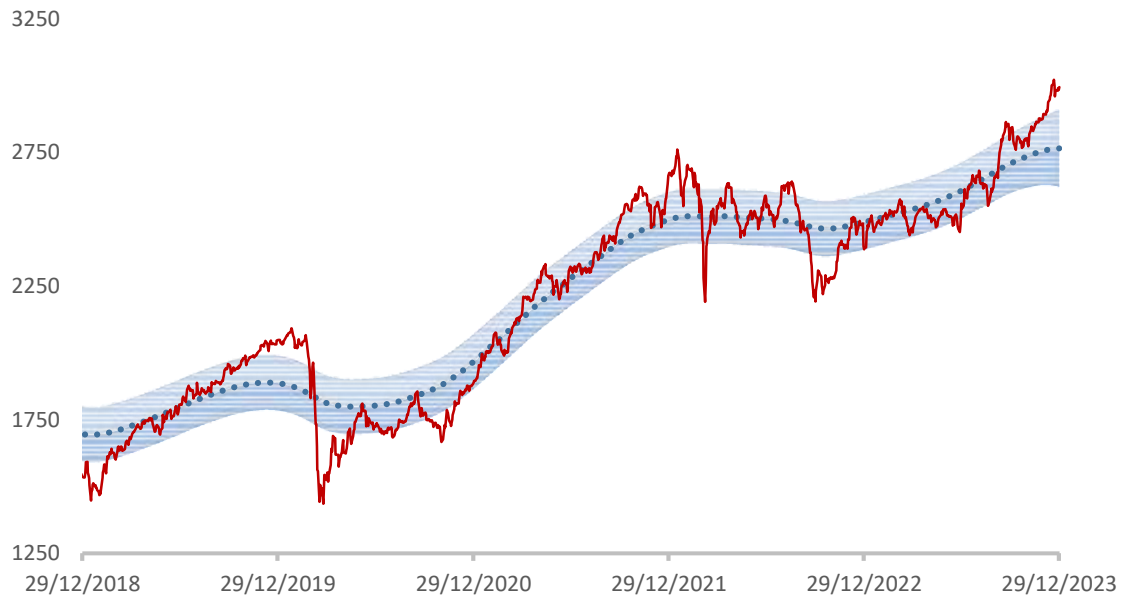
Reprezentarea grafică a nivelului de echilibru și a benzilor de încredere (90%) indică nivelul de echilibru, intervalele de încredere pentru acesta și valorile zilnice de închidere pentru indicii reprezentați.

Indicele STOXX600, care este un *proxy* pentru piața de capital europeană, a înregistrat o creștere moderată peste nivelul de echilibru în 2023 pe fondul așteptărilor de temperare a politicilor de întărire cantitativă. În figura 11 sunt prezentate doar evoluțiile de pe piețele de capital din Austria, România și Polonia, alături de evoluția indicelui STOXX 600.

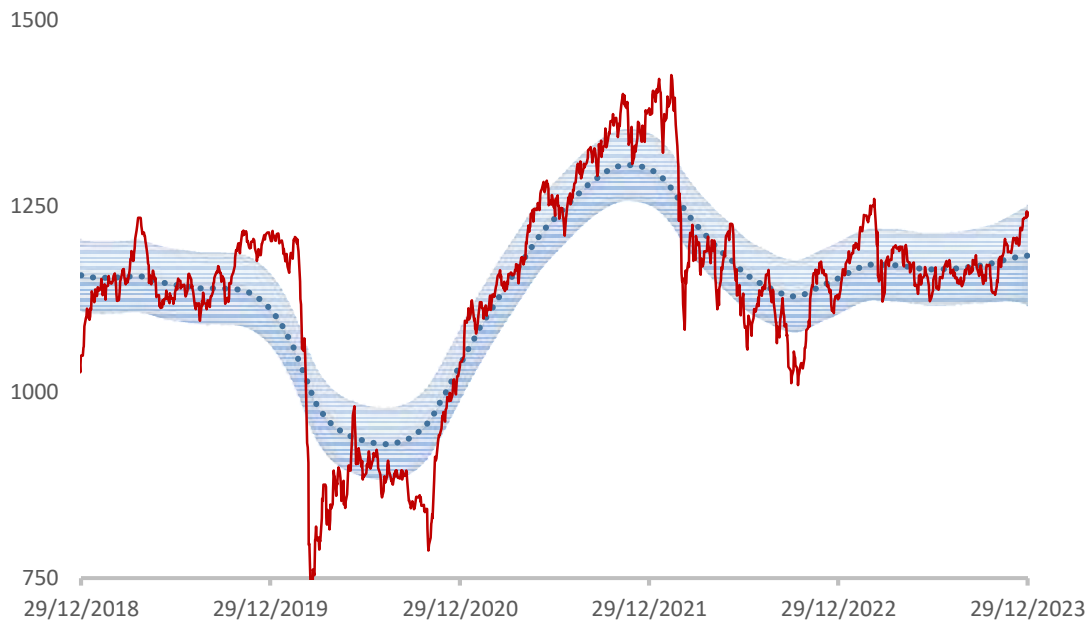
Indicele pentru piața de capital din România a înregistrat o creștere susținută peste nivelul de echilibru ca urmare a evoluțiilor de pe piața locală în special listarea Hidroelectrică, cel mai mare IPO din Europa în 2023.

²⁰ Durbin, J. and Koopman, S.J., 2012. *Time series analysis by state space methods*. Oxford University Press.

Figura 11 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru



inferior interval superior interval Nivel de echilibru Romania



interval inferior interval superior Nivel de echilibru Austria

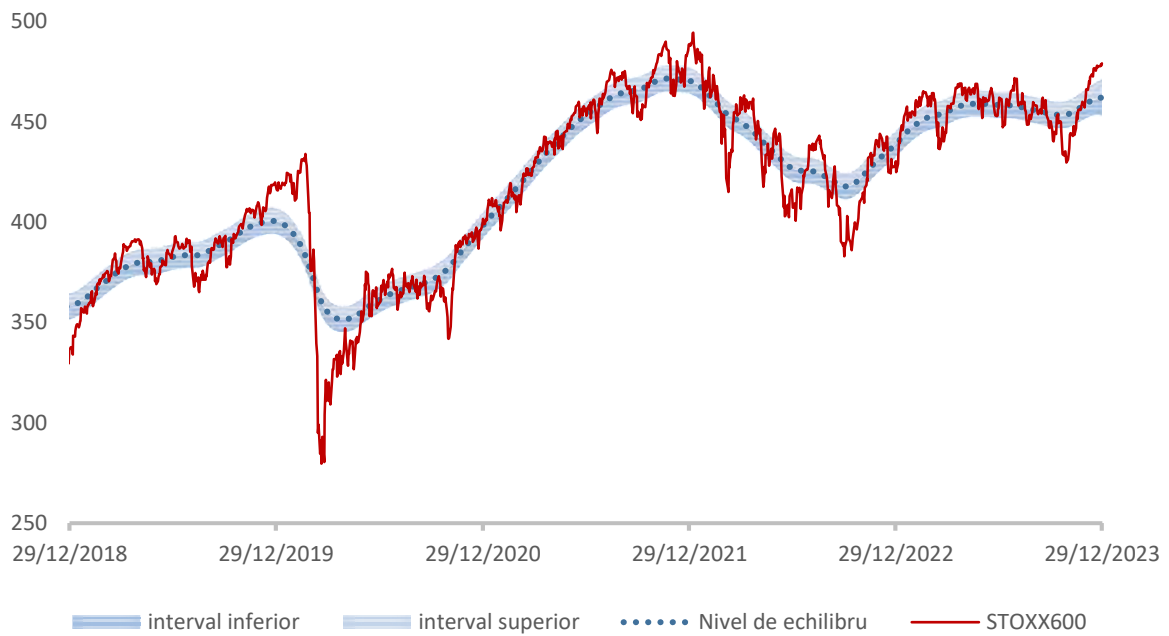
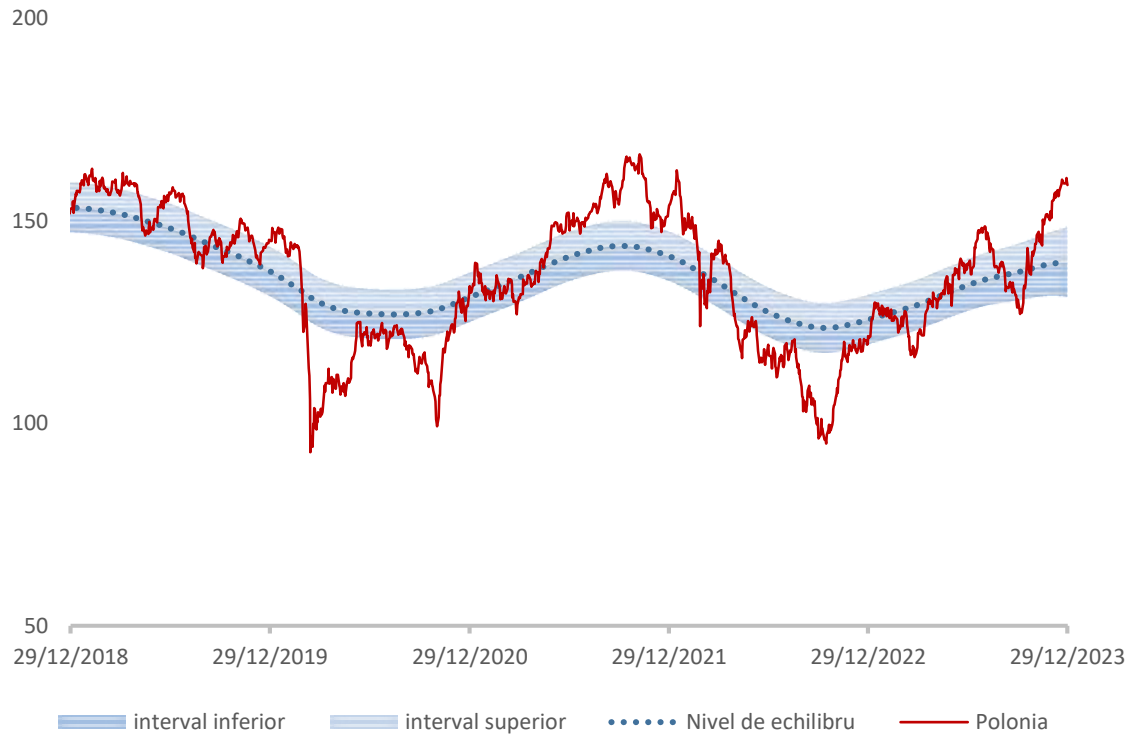
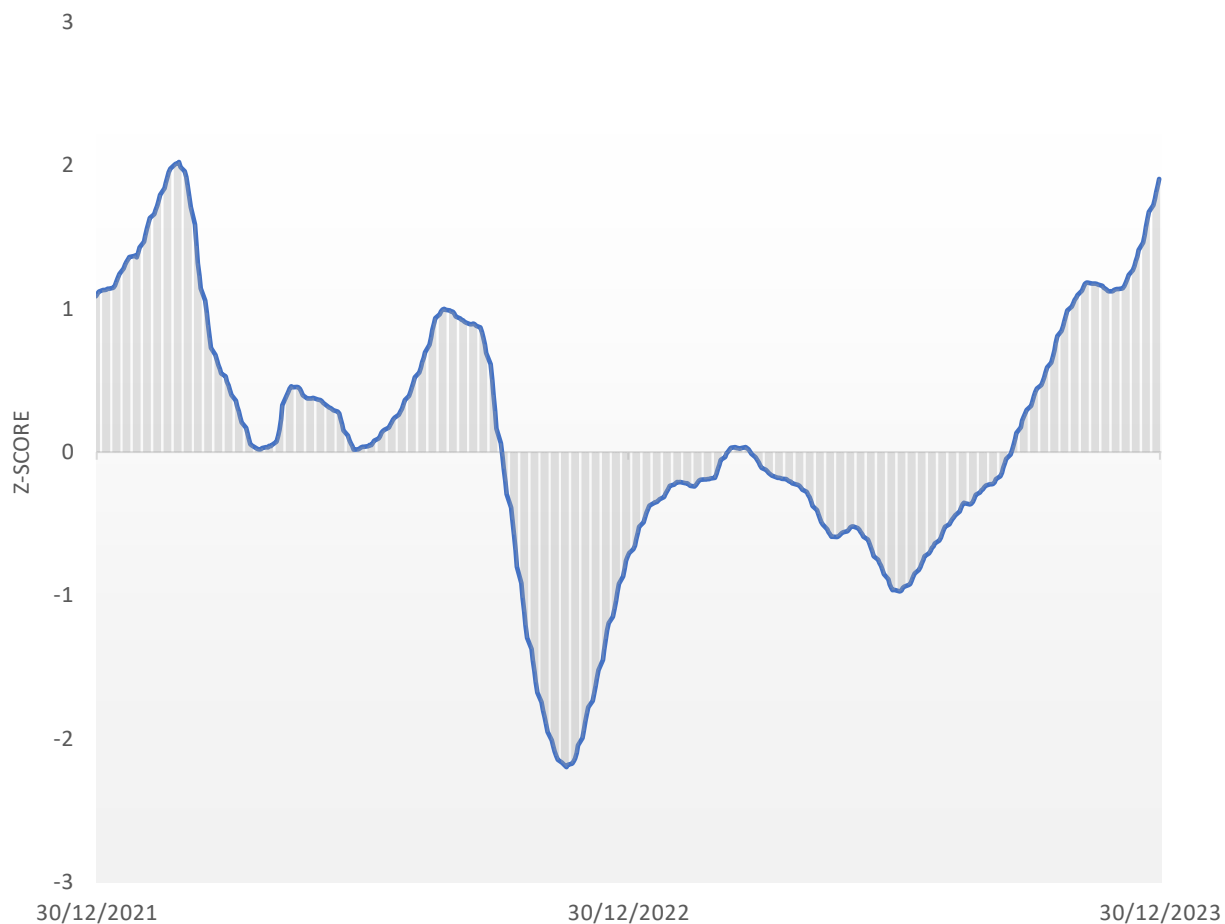


Figura 12 Tipare ciclice de evoluție financiară. Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Pe baza modelului estimat mai sus, a fost extras *ciclul financiar* pentru activele tranzacționate pe piața de capital din România. 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, în timp ce creșterea din cel de al doilea semestru este datorată listării companiei Hidroelectrica.

Rezultatele confirmă testele obținute la capitolul 3.4.2 cu testul ADF că piața de capital din România a cunoscut un episod de creștere susținută peste nivelul de echilibru estimat econometric. Analizând ritmul de creștere putem aprecia că piața de capital din România nu a înregistrat un episod de bulă speculativă. Bulele speculative sunt asociate în literatura de specialitate cu creșteri de peste 3 deviații standard peste nivelul de echilibru.

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

La finalul anului 2023, indicii europeni analizați au prezentat evoluții pozitive, pe fondul unor politici monetare mai puțin stricte din partea marilor bănci centrale în 2024. Cea mai semnificativă creștere a fost înregistrată de indicele DAX (DE: +8,87%), urmat de indicele EUROSTOXX (EA: +7,54%).

Totodată, în cazul principalilor indici americani și asiatici au fost observate modificări similare cu indicii europeni, cu excepția indicelui SSEA (SHG: -4,36%). Indicele DJIA (US: +12,48%), care urmărește evoluția celor mai importante 30 de blue chip-uri din Statele Unite, a avut cea mai considerabilă creștere la finalul anului 2023, datorită faptului că economia americană a crescut în trimestrul IV 2023 într-un ritm mai rapid decât se aștepta iar inflația a încetinit. Indicele NIFTY 50 (IN: +10,66%), care reprezintă cele mai importante 50 de companii din India, a încheiat anul 2023 cu o performanță considerabilă, marcând al optulea an consecutiv de randamente pozitive. Acțiunile indiene au continuat să fie preferate de investitorii instituționali datorită stabilității macroeconomice a țării și a dinamicii câștigurilor.

Indicii bursei BVB au indicat evoluții pozitive. Listarea Hidroelectrică a fost principalul factor intern al evoluției pieței bursiere locale, în ultimele șase luni ale anului acțiunile majorității companiilor din BET având creșteri substanțiale. Dinamicile înregistrate (3 luni) au fost cuprinse între +4,85%, în cazul indicelui BET-NG (care reflectă evoluția companiilor listate pe piața reglementată a BVB care au domeniul principal de activitate energia și utilitățile aferente) și +9,63%, în cazul indicelui BET-FI (care reflectă evoluția societăților de investiții financiare (SIF-uri) și a altor entități asimilabile acestora).

Tabelul 5 Randamentele burselor de acțiuni la 29 decembrie 2023

Indici internaționali	3 luni	6 luni	12 luni
EA (EUROSTOXX)	7,54%	2,78%	15,66%
FR (CAC 40)	5,72%	1,93%	16,52%
DE (DAX)	8,87%	3,74%	20,31%
IT (FTSE MIB)	7,47%	7,51%	28,03%
GR (ASE)	6,93%	1,14%	39,08%
IE (ISEQ)	4,08%	0,43%	23,23%
ES (IBEX)	7,15%	5,31%	22,76%
UK (FTSE 100)	1,65%	2,68%	3,78%
US (DJIA)	12,48%	9,54%	13,70%
IN (NIFTY 50)	10,66%	13,25%	20,03%
SHG (SSEA)	-4,36%	-7,08%	-3,68%
JPN (N225)	5,04%	0,83%	28,24%

Indici BVB	3 luni	6 luni	12 luni
BET	7,21%	23,13%	31,79%
BET-BK	7,90%	22,89%	31,08%
BET-FI	9,63%	21,25%	17,95%
BET-NG	4,85%	16,85%	31,42%
BET-TR	8,24%	27,24%	39,93%
BET-TRN	8,15%	25,26%	37,45%
BET-XT	6,93%	22,12%	29,96%
BET-XT-TR	7,71%	25,61%	37,27%
BET-XT-TRN	7,64%	23,82%	35,02%
BETAeRO	6,85%	12,76%	19,98%
BETPlus	6,89%	22,62%	30,42%
ROTX	7,88%	22,72%	31,24%

Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Notă: 3 luni=29.12.2023 vs. 29.09.2023; 6 luni=29.12.2023 vs. 30.06.2023; 12 luni=29.12.2023 vs. 30.12.2022

Indicele de contagiune²¹ 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. Extinderea eșantionului de date pentru a cuprinde toate piețele de capital din Europa arată că piețele de capital importante din punctul de vedere al capitalizării acționează prin transmiterea de volatilitate către piețele de capital mai puțin interconectate și mai mici din punct de vedere al capitalizării.

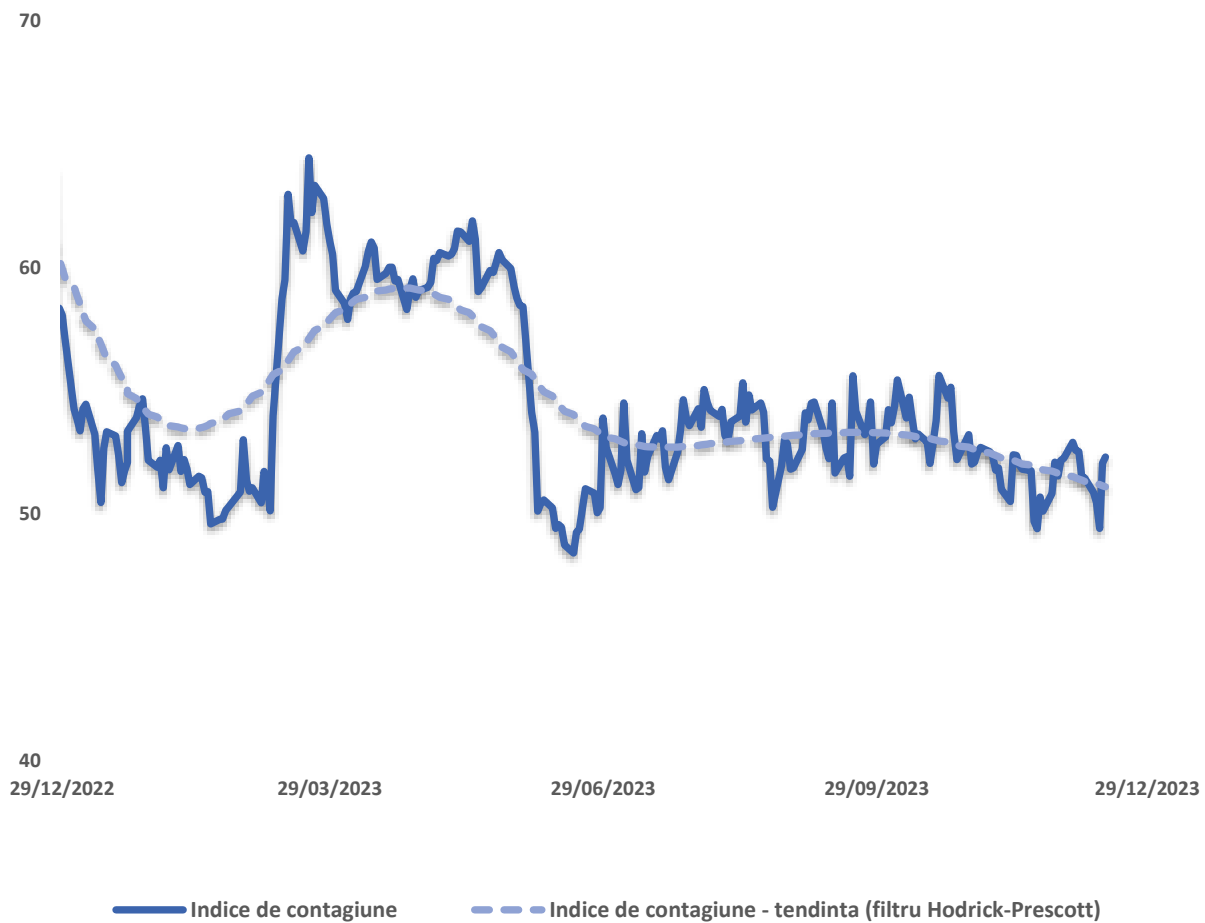
Există o legătură puternică între efectul de contagiune și randamentul companiilor, deoarece creșterea contagiunii are tendința de a diminua randamentul companiilor listate la Bursa de Valori București.

Indicele de contagiune a avut o dinamică staționară și o volatilitate redusă în 2023 comparativ cu anul precedent, ca urmare a reducerii tensiunilor financiare de pe piețele analizate pe fondul unei tendințe de creștere a randamentelor acestora. Reducerea tensiunilor financiare pe piețele financiare europene este reprezentată succint mai sus în evoluția descrescătoare a indicelui CISS.

Evoluția intensității fenomenelor de contagiune este realizată prin comparație cu valorile anterioare ale indicelui și indică o reducere a contagiunii pentru indicii bursieri analizați.

²¹ Metodologia de calcul utilizată este adaptată după „*Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers with Application to Global Equity Markets*” (Diebold, F.X și Yilmaz, K.,2009). Indicele este construit din 5 indici bursieri reprezentativi pentru piețele bursiere din Germania, Austria, România, Ungaria și Polonia pe baza unui model Vector Autoregresiv (VAR) cu 10 pași de prognoză pentru o fereastră de estimare de 200 de zile prin însumarea erorii varianței de prognoză a indicilor. Eșantionul utilizat conține date zilnice în intervalul decembrie 2011-decembrie 2023.

Figura 13 Indice de contagiune



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

3.4. Riscuri și vulnerabilități ale pieței instrumentelor și investițiilor financiare

Într-o accepție generală, riscul sistemic denotă posibilitatea ca instabilitatea financiară să devină atât de răspândită încât să influențeze sistemul financiar într-o măsură în care sunt afectate creșterea economică și bunăstarea.

Stabilitatea financiară²² desemnează starea în care sistemul financiar poate rezista șocurilor fără a suferi perturbări semnificative și în care sistemul financiar, incluzând intermediari financiari, piețe și infrastructuri de piață, este capabil să facă față șocurilor și dinamicilor adverse generate de dezechilibre financiare care au un impact negativ asupra activității economice reale.

Un sistem financiar stabil este capabil să aloce eficient resursele, să evalueze și să gestioneze riscurile financiare, să mențină nivelurile de ocupare a forței de muncă aproape de rata reală naturală a dobânzii și să elimine mișcările prețurilor relative ale activelor reale sau financiare care vor afecta stabilitatea monetară sau nivelurile de ocupare a forței de muncă. În condiții de stabilitate, sistemul va absorbi șocurile în principal prin mecanisme de auto-corecție, reducând efectele adverse asupra economiei reale.²³

În perioadele de instabilitate financiară, băncile sunt mai reticente în a finanța inclusiv proiecte profitabile, prețurile activelor se abat excesiv de mult de la valorile lor intrinseci, iar plățile sunt efectuate cu întârziere. Un nivel major de instabilitate poate conduce la deficiențe pentru instituțiile financiare, hiperinflație sau prăbușirea pieței bursiere. Aceasta poate zdruncina grav încrederea în sistemele financiare și economice.

În prezent, inflația de bază se află încă la un nivel ridicat, ceea ce motivează băncile centrale să mențină o politică monetară mai strictă pentru o perioadă mai lungă de timp.

Cu toate că tensiunile acute din sistemul bancar mondial s-au diminuat, există în continuare riscul declanșării unor corecții pe piețele financiare în cazul unei înăspriți bruște a condițiilor financiare, ceea ce ar putea pune din nou la încercare rezistența sistemului financiar internațional. În special, ciclul global al creditelor a început să se inverseze, pe măsură ce capacitatea de rambursare a datoriiilor de către debitori se diminuează și creșterea creditelor încetinește.

Măsura *Growth-at-Risk* a FMI sintetizează această evaluare, indicând faptul că riscurile pentru creșterea globală sunt la un nivel ridicat, în mod similar cu evaluarea realizată în luna aprilie 2023.²⁴

²² European Central Bank, The Concept of Systemic Risk.

²³ The World Bank, Global Financial Development Report.

²⁴ International Monetary Fund, Global Financial Stability Report October 2023: Financial and Climate Policies for a High-Interest-Rate Era.

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

Riscul sistemic este unul dintre conceptele cheie în analiza macrofinanciară contemporană. Acest risc subminează stabilitatea financiară prin afectarea funcționării unei mari părți a sistemului financiar și prin exercitarea de efecte negative asupra economiei reale (Freixas, Laeven, & Peydró, 2015). Acumularea riscului sistemic este una dintre repercusiunile globalizării financiare, care a sporit interconectarea între piețele și instituțiile financiare (Evanoff, Hoelscher, & Kaufman, 2009).

Neglijat în mare măsură de cercetători și practicieni înainte de criza financiară globală din 2008, riscul sistemic a căpătat o doză mult mai mare de atenție ce a fost materializată într-o serie consistentă de investigații, concluziile acestora fiind relevante pentru gestionarea riscurilor bancare, reglementare și politica macroprudențială. Multe dintre acestea au pus accentul pe dimensiunea globală a riscului sistemic și pe efectele sale negative asupra economiei mondiale, de exemplu Ellis et al., 2014, Kanno, 2015, Bostandzic și Weiß, 2018, McLemore et al., 2022. Riscul sistemic reprezintă un fenomen cu impact asupra tuturor dimensiunilor sistemului financiar, investigațiile de natură academică acoperind un spectru variat de forma: instituții bancare (Lehar, 2005, Bostandzic & Weiss, 2018), piețe financiare (Caporin et al., 2021, Umar et al., 2022), piețe valoare (Borri, 2018), sau criptoactive (Akhtaruzzaman et al., 2022, Shahzad et al., 2022).

Literatura de specialitate a identificat două clase principale de modele utilizate în detectarea riscului sistemic. Prima dintre acestea pornește de la conceptul de Valoare-la-Risc (*Value-at-Risk*, VaR), în timp ce a doua este construită în jurul conceptului de *Expected Shortfall* (ES).

Modelele utilizate în această analiză dedicată companiilor aflate în componența indicelui BET sunt CoVaR și *Marginal Expected Shortfall*. Principalele detalii de construcție metodologică sunt prezentate în Anexa 1.

Prezenta analiză se concentrează pe un număr de 6 companii ce au fost selectate în funcție de ponderea lor în indicele BET. Setul de date conține astfel următoarea serie de companii: BANCA TRANSILVANIA S.A. (TLV – 19,99%), S.P.E.E.H. HIDROELECTRICA S.A. (H2O – 18,28%), OMV PETROM S.A. (SNP – 16,83%) S.N.G.N. ROMGAZ S.A. (SNG – 9,26%), BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE S.A. (BRD – 7,83%), și S.N. NUCLEARELECTRICA S.A. (SNN - 4,78%)²⁵. Pentru aceste companii și pentru indicele BET am colectat prețuri zilnice de pe platforma Refinitiv pentru intervalul 01.01.2018 – 29.12.2023. Tabelul 6 redă prezentarea succintă a companiilor de mai sus.

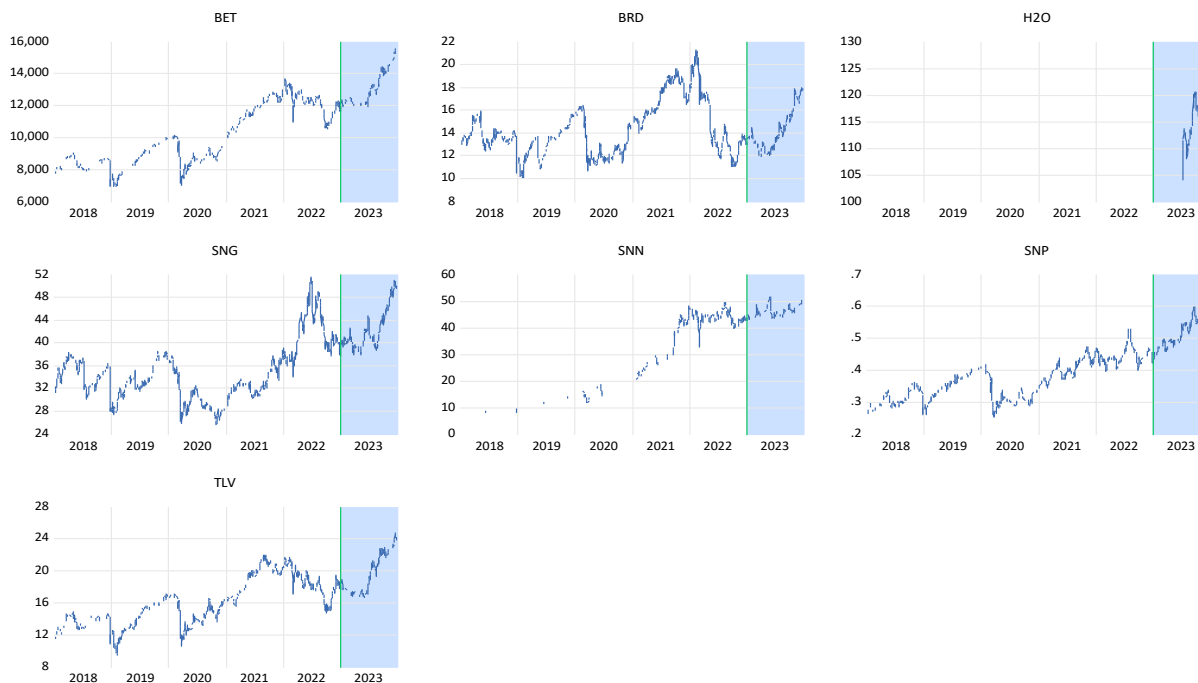
²⁵ Ponderile companiilor în indice sunt specifice ajustării periodice din data de 08.12.2023. Pentru mai multe detalii vezi www.bvb.ro.

Tabelul 6 Descrierea companiilor analizate

Simbol	Descriere
TLV	<i>Banca Transilvania (TLV)</i> se situează în fruntea sistemului bancar românesc în ceea ce privește activele. Activitatea sa este structurată pe trei linii principale de afaceri: Corporate, IMM și Retail.
H2O	<i>HIDROELECTRICA S.A</i> a fost formată în data de 13 iulie 2000, ca urmare a reorganizării Companiei Naționale de Electricitate "CONEL". Având în vedere capacitatea sa de producție, Hidroelectrica furnizează aproximativ 30% din producția națională. În același timp, pe parcursul ultimilor 10 ani, media volumului de servicii de sistem gravitează în jurul următoarelor coordonate: 70% din totalul serviciului de reglaj secundar, aproximativ 84% din serviciul de rezervă terțiară rapidă și 100% din serviciul de asigurare a energiei reactive din necesarul Sistemului Energetic Național.
SNP	<i>OMV Petrom</i> reprezintă cea mai extinsă companie de energie din Europa de Sud-Est. Compania desfășoară activități pe întregul lanț valoric al energiei, cuprinzând explorarea și producția de țiței și gaze, rafinarea și distribuția de carburanți, precum și generarea de energie electrică, alături de comercializarea gazelor naturale și a energiei electrice.
SNG	<i>S.N.G.N. ROMGAZ S.A.</i> deține o vastă experiență în domeniul explorării și producției de gaze naturale, fiind astfel într-unul dintre cei mai importanți producători și principal furnizor de gaze naturale din România. Începând cu data de 12 noiembrie 2013, acțiunile emise de <i>S.N.G.N. ROMGAZ S.A.</i> sunt tranzacționate pe piața reglementată administrată de Bursa de Valori București. În același timp, acțiunile societății servesc ca suport pentru certificatele globale de depozit (GDR-uri) emise de The Bank of New York Mellon, GDR-uri care sunt tranzacționate pe Bursa de Valori din Londra.
BRD	<i>BRD Groupe Société Générale</i> reprezintă a doua bancă din România în funcție de totalul activelor și ocupă poziția a patra în ceea ce privește capitalizarea bursieră la Bursa de Valori București.
SNN	<i>Societatea Națională Nuclearelectrică S.A.</i> reprezintă unicul producător de energie nucleară din România și furnizorul exclusiv de combustibil specific tehnologiei CANDU 6. În luna octombrie a anului 2013, SNN s-a listat la Bursa de Valori București, acțiunile emise de SNN fiind incluse în categoria I a Bursei de Valori București începând cu data de 4 noiembrie 2013.

Sursa: Prelucrare ASF

Figura 14 Prețuri de închidere²⁶



Sursa: Refinitiv, Prelucrare ASF

În figura 14 sunt prezentate prețurile de închidere pentru activele financiare incluse în analiză. Aceasta cuprinde 7 cadrane, primul fiind dedicat indicelui BET, iar restul celor 6 companii din eșantion. Zona hașurată marchează perioada care intră sub incidența acestui raport. Se remarcă o tendință ascendentă pentru toate titlurile financiare, aceasta manifestând în general puncte de maxim la finalul trimestrului IV al anului 2023. Cele mai reprezentative creșteri sunt vizibile pentru H2O, SNG, BRD și TLV.

Seria de tabele 7 și 8 prezintă în manieră sintetică matricile de corelație Spearman estimate pentru companiile din eșantion și indicele BET. Prima analiză vizează eșantionul extins (2018:01 – 2023:12), iar a doua vizează dinamica pentru anul 2023.

Tabelul 7. Corelații Spearman pentru perioada 2018 - 2023

	BET	BRD	H2O	SNG	SNN	SNP	TLV
BET	1.000000	0.596086	0.437647	0.618340	0.508777	0.632331	0.783245
BRD	0.596086	1.000000	0.176618	0.394793	0.356974	0.390519	0.458964
H2O	0.437647	0.176618	1.000000	0.187777	0.108684	0.146420	0.233063
SNG	0.618340	0.394793	0.187777	1.000000	0.377282	0.427506	0.487734
SNN	0.508777	0.356974	0.108684	0.377282	1.000000	0.279899	0.379873
SNP	0.632331	0.390519	0.146420	0.427506	0.279899	1.000000	0.368955
TLV	0.783245	0.458964	0.233063	0.487734	0.379873	0.368955	1.000000

Sursa: Refinitiv, Prelucrare ASF

²⁶ Eșantionul de date folosit pentru compania Hidroelectrică este limitat de data listării companiei.

Valorile prezentate în Tabelul 7 indică corelații pozitive între activele financiare. Acestea se plasează la niște valori semnificative (p-value) având în vedere poziția și domeniul de activitate al companiilor selectate. În Tabelul 8, ce este dedicat anului 2023 se pot observa de asemenea corelații pozitive. Acestea sunt în general mai puțin puternice, valorile coeficienților fiind inferioare comparativ cu rezultatele inițiale.

Tabelul 8 Corelații Spearman pentru perioada 2023 (ianuarie – decembrie)

	BET	BRD	H2O	SNG	SNN	TLV	SNP
BET	1.000000	0.596086	0.437647	0.618340	0.508777	0.783245	0.632331
BRD	0.596086	1.000000	0.176618	0.394793	0.356974	0.458964	0.390519
H2O	0.437647	0.176618	1.000000	0.187777	0.108684	0.233063	0.146420
SNG	0.618340	0.394793	0.187777	1.000000	0.377282	0.487734	0.427506
SNN	0.508777	0.356974	0.108684	0.377282	1.000000	0.379873	0.279899
TLV	0.783245	0.458964	0.233063	0.487734	0.379873	1.000000	0.368955
SNP	0.632331	0.390519	0.146420	0.427506	0.279899	0.368955	1.000000

Sursa: Refinitiv, Prelucrare ASF

Menționăm faptul că rezultatele analizei de corelație în acest caz au o dinamica particulară ce derivă din dimensiunea eșantionului de date pentru compania Hidroelectrică.

Figura 15 Randamente și volatilitate condiționată pentru indicele BET

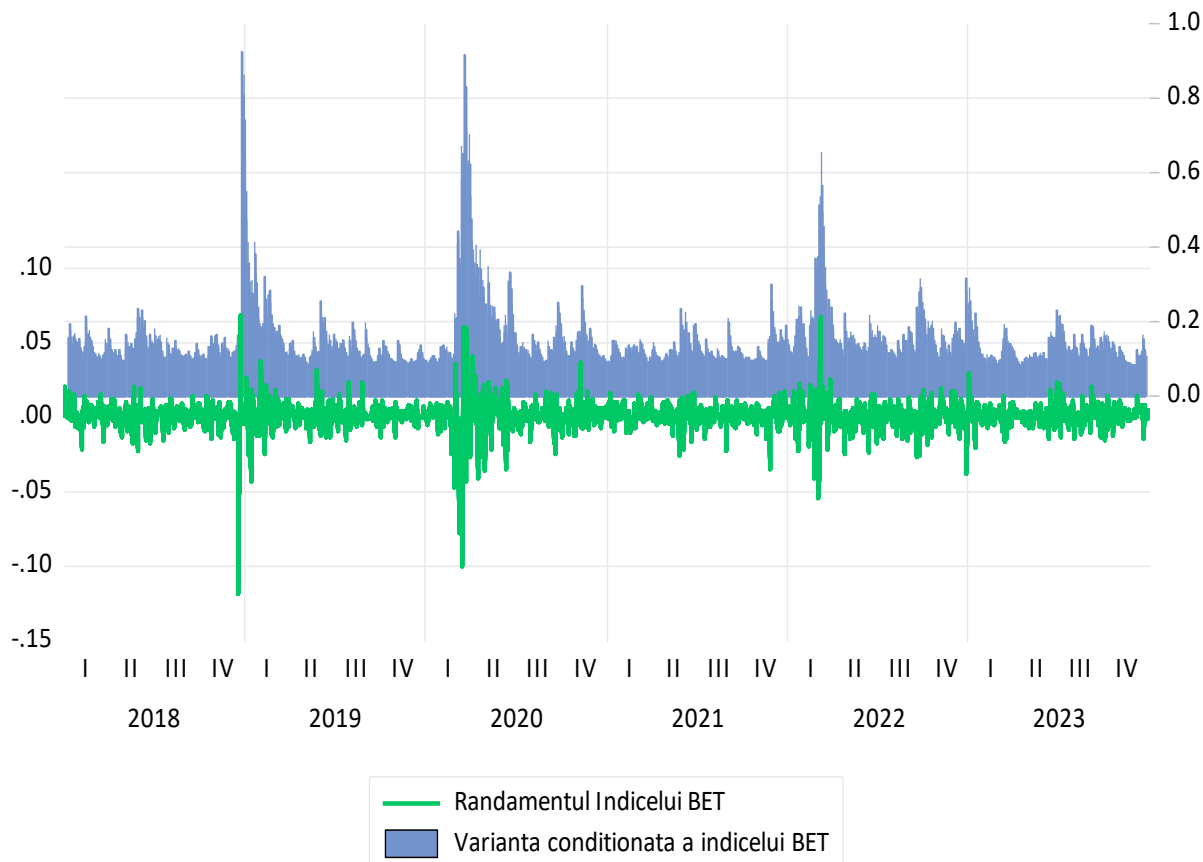


Figura 16 Randamente și volatilitate condiționată pentru BRD

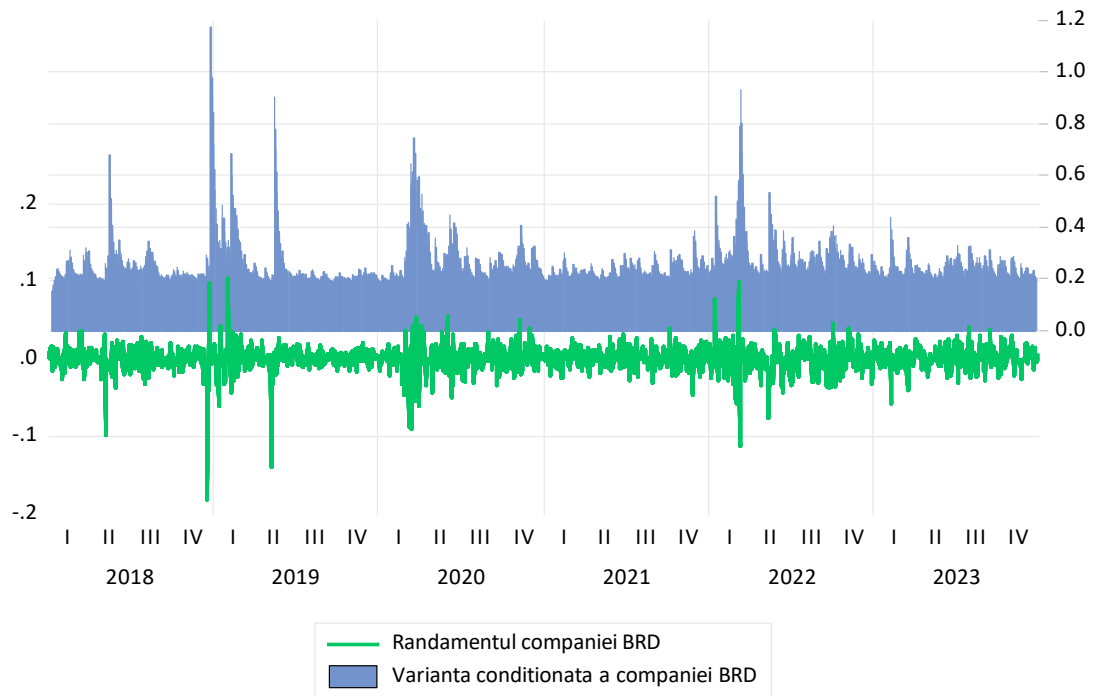


Figura 17 Randamente și volatilitate condiționată pentru H2O

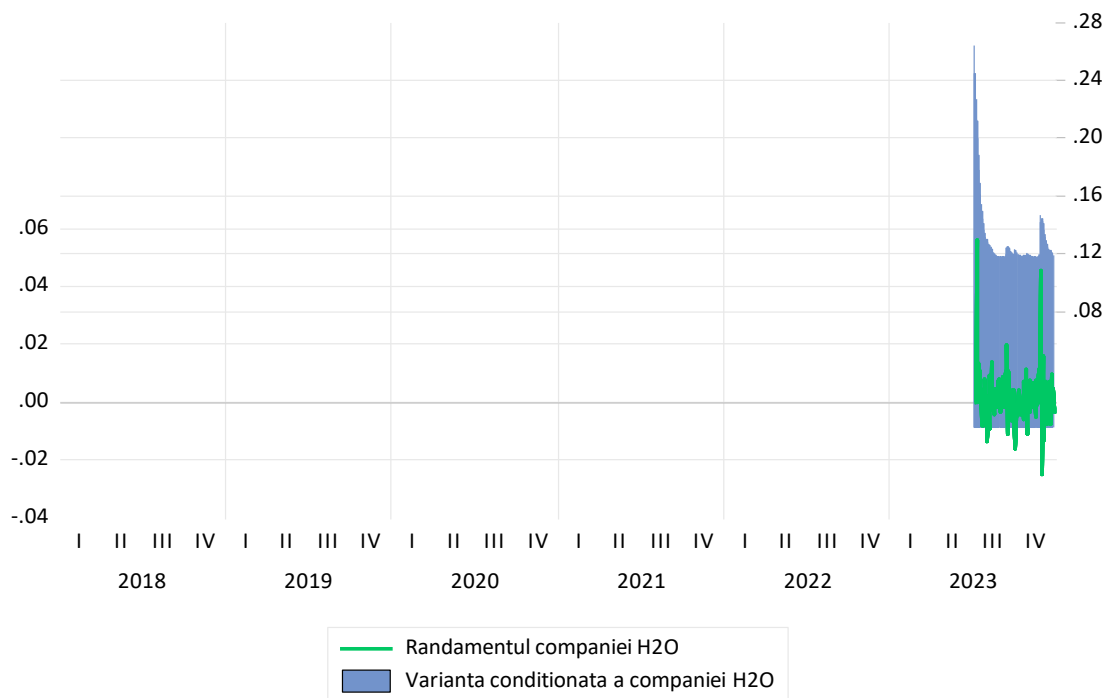


Figura 18 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNG

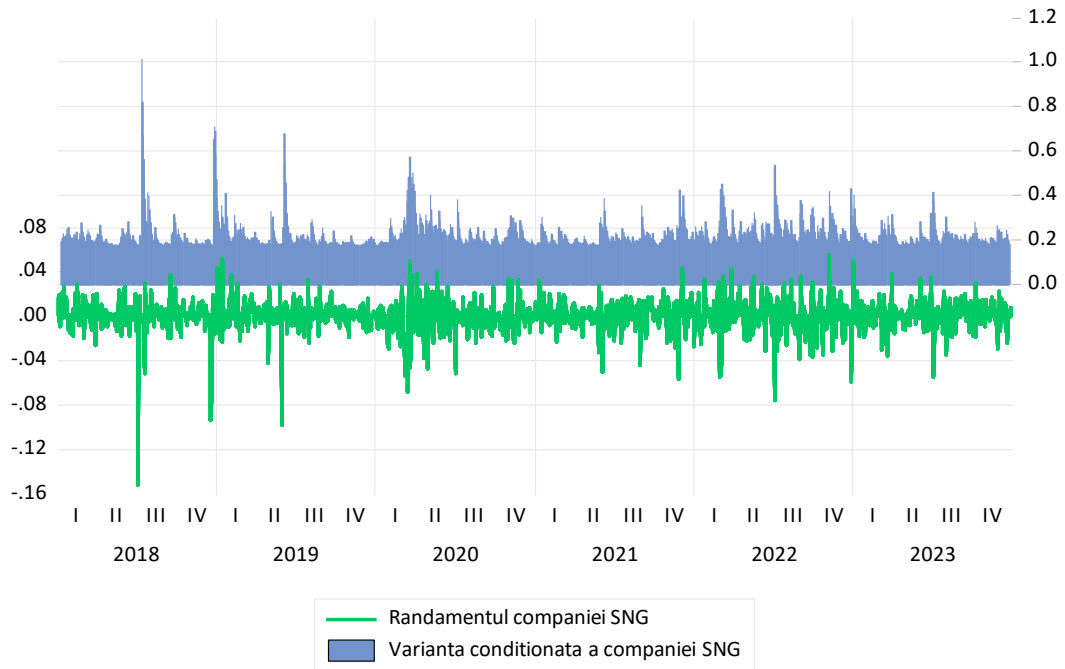


Figura 19 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNN

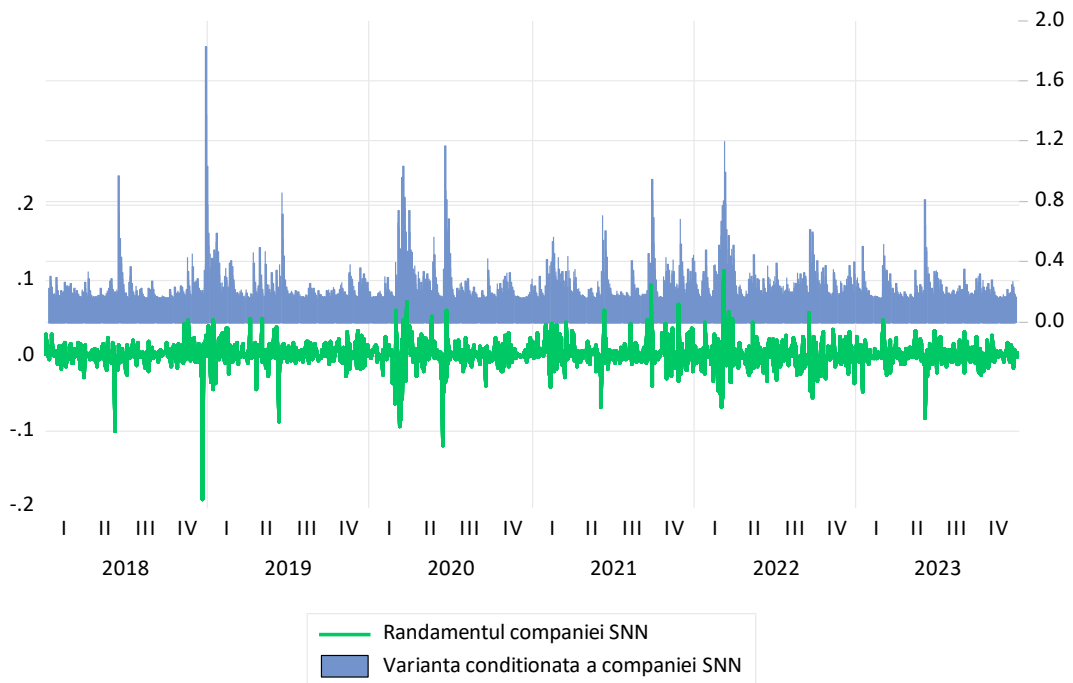


Figura 20 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNP

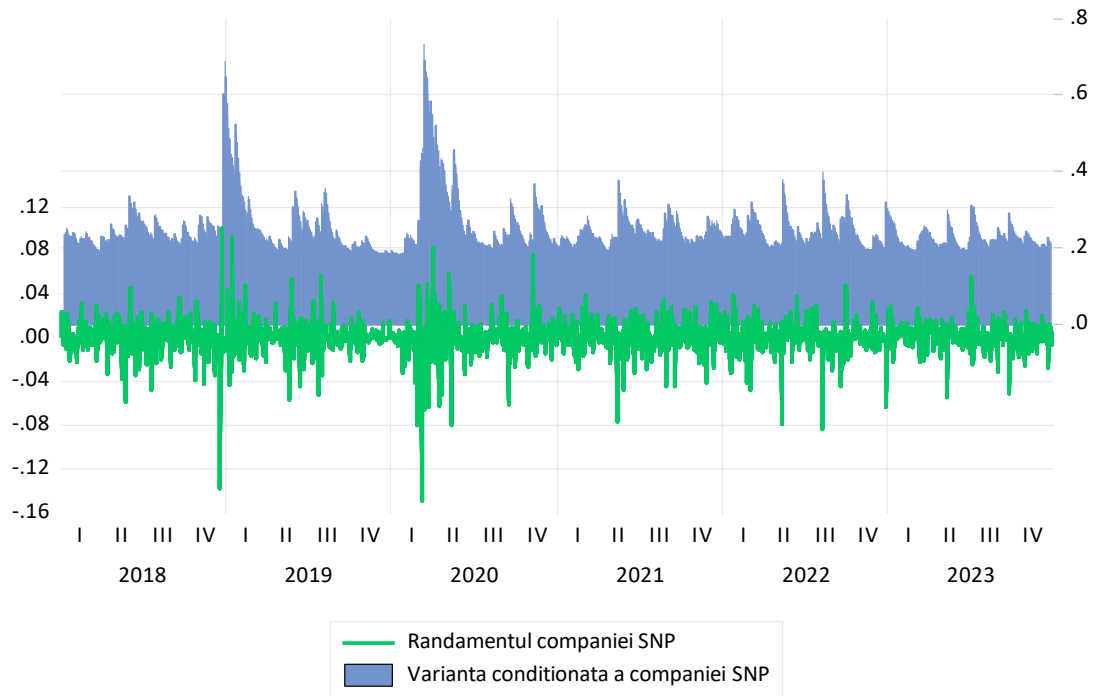
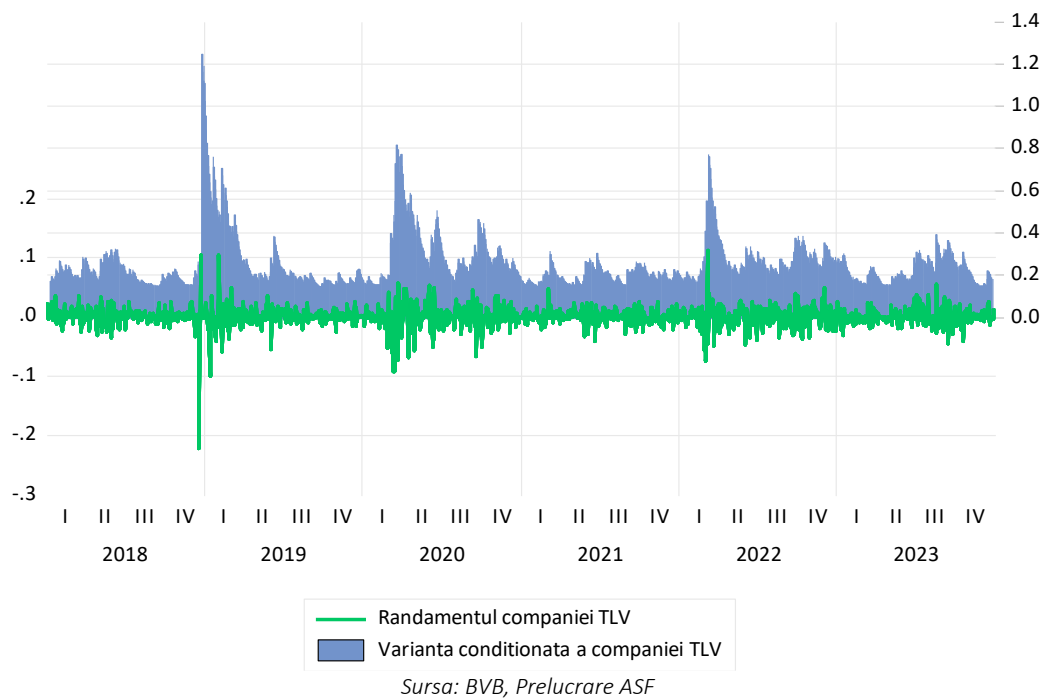


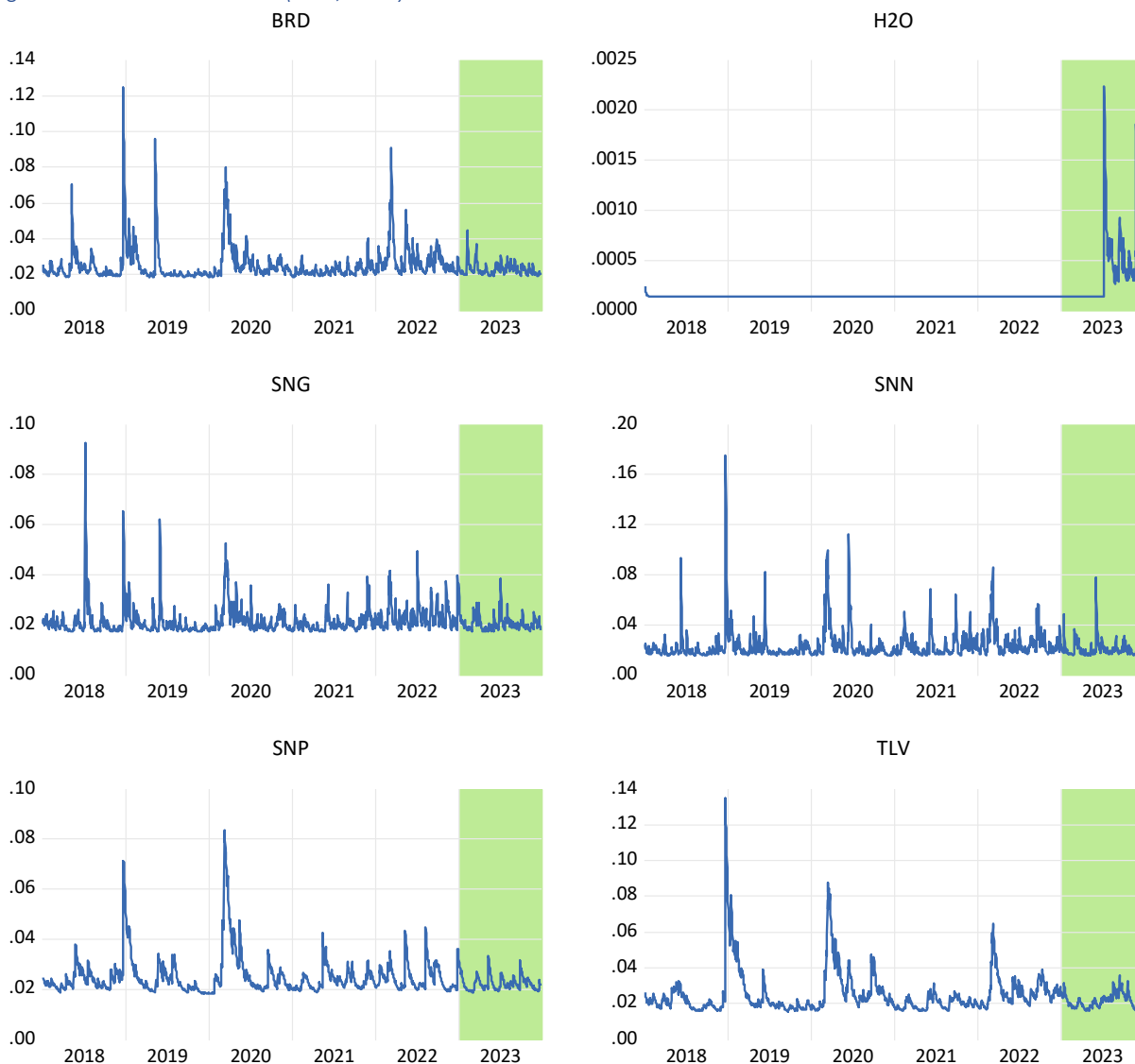
Figura 21 Randamente și volatilitate condiționată pentru TLV



Figurile 15-21 prezintă într-o manieră simultană evoluția randamentelor obținute de activele financiare comparativ la dinamica varianței condiționate manifestate de acestea. Estimarea volatilității a fost realizată cu un model GARCH (1,1), valorile obținute fiind plasate pe axa din stânga. Randamentele sunt reprezentate pe axa din dreapta. Remarcăm faptul că activele financiare tind să manifeste dinamici comune atât în termeni de randament, cât și de volatilitate în jurul unor momente cheie.

Observăm puseuri de volatilitate la nivelul anului 2023 în lunile ianuarie, martie, iunie și septembrie. Se poate sesiza de asemenea o aplatizare a varianțelor condiționate către finalul lunii decembrie 2023.

Figura 22 Valoarea-la-Risc (VaR, 95%)



Sursa: Refinitiv, Prelucrare ASF

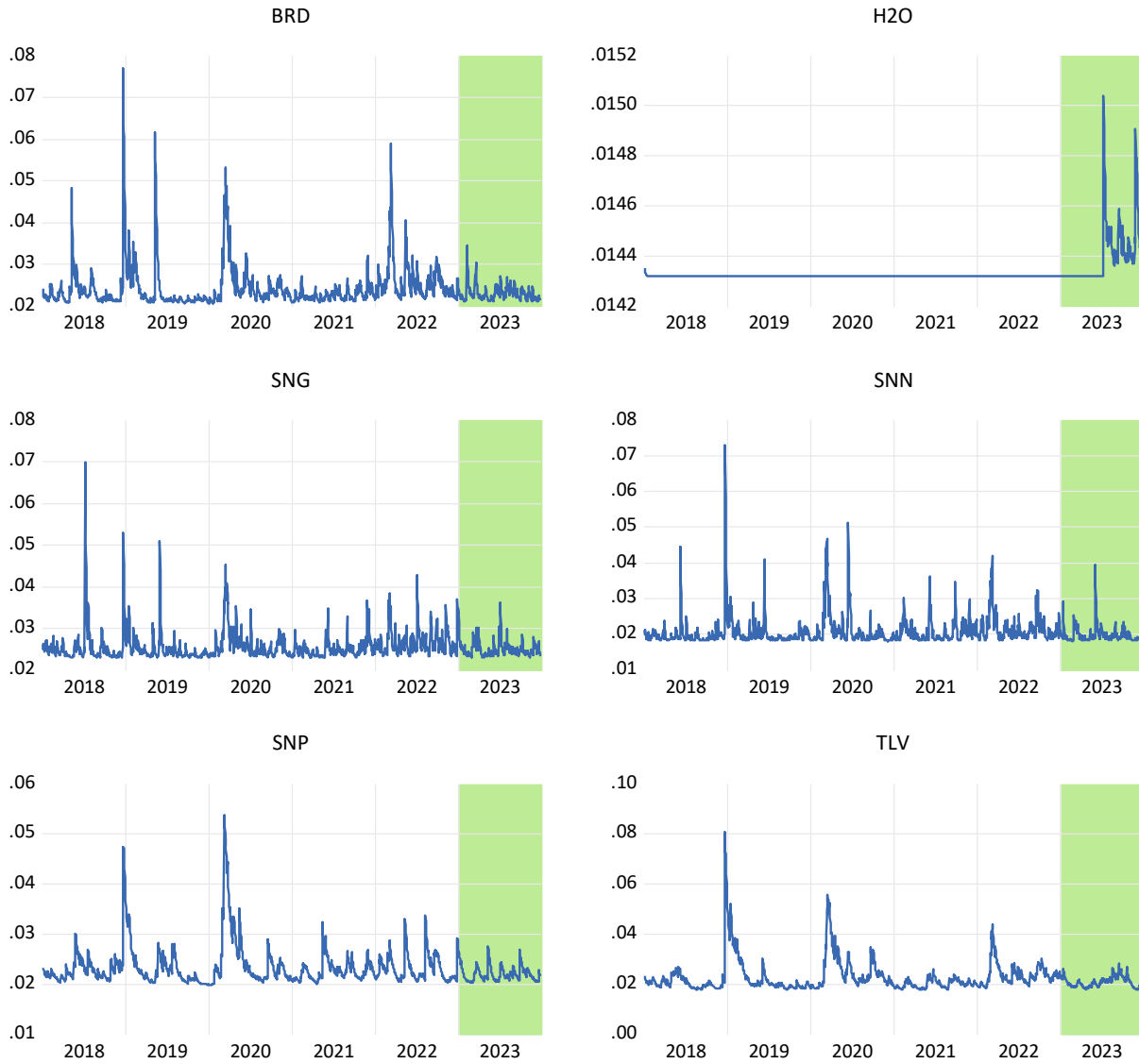
În Figura 22 sunt prezentate rezultatele pentru statistica Value at Risk pentru companiile din eșantion. Zona hașurată reprezintă perioada de analiză ce intră direct sub incidența acestui raport. În acest interval, remarcăm evoluții în medie de creștere pentru toate activele și o traiectorie particulară pentru H2O.

Figurile 23 și 24 sunt dedicate rezultatelor obținute prin utilizarea a două măsuri de risc sistemic. Graficele prezentate în figura 23 indică evoluția riscului sistemic detectat cu ajutorul specificației CoVaR.

Așa cum notam la nivelul raportului anterior, observăm în continuare o variație semnificativă în ceea ce privește rezultatele modelului CoVaR pentru companiile din eșantion. Motivul principal pentru acest rezultat este faptul că firmele incluse în analiză provin din sectoare economice diferite caracterizate de dinamici particulare. Alte elemente identificate de literatura de specialitate ca factori ce determină acest nivel de heterogenitate sunt percepția asupra pieței, poziția financiară, condițiile de piață și dimensiunea și ponderea în indice.

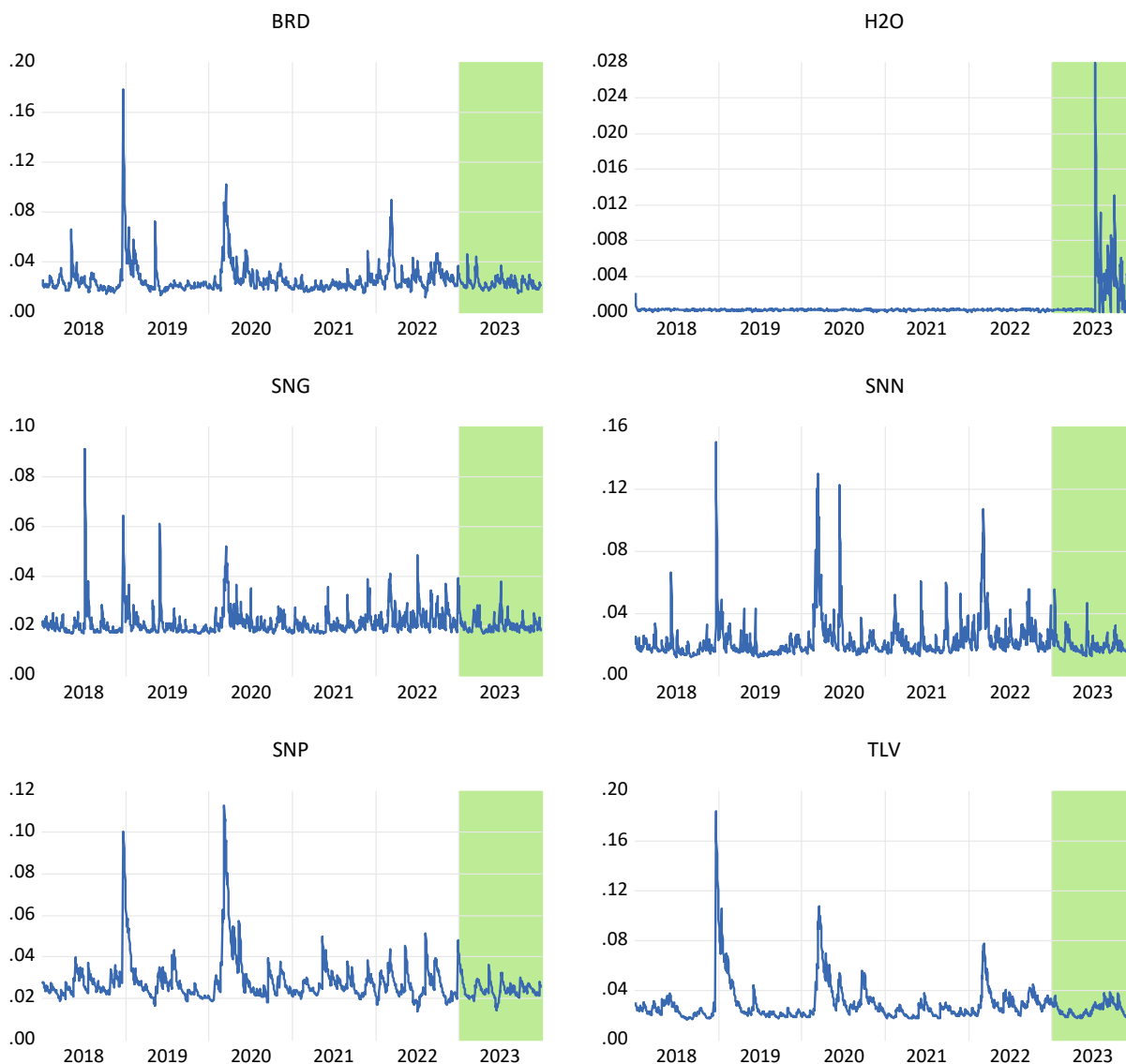
Pentru intervalul 2018 – 2023 sunt vizibile instanțe de creștere simultană a contribuțiilor la risc în următoarele perioade: decembrie 2018 – februarie 2019, mai 2019, martie 2020 – iunie 2020, martie - mai 2022, și septembrie 2022. Comparativ, pe parcursul anului 2023, privind agregat, contribuțiile la riscul sistemic au fost inferioare. Cele mai mari 10% valori observate pentru specificația CoVaR au fost prezente la nivelul lunilor ianuarie, martie, iunie și august, în timp ce cele mai mici 10% dintre rezultate au fost detectate pentru lunile noiembrie și decembrie.

Figura 23 Valoarea-la-Risc Condiționată (CoVaR, 95%)



Sursa: Refinitiv, Prelucrare ASF

Figura 24 Pierdere Marginală Așteptată (MES, 95%)



Sursa: Refinitiv, Prelucrare ASF

Specificația intitulată *Pierdere Marginală Așteptată* (Marginal Expected Shortfall, MES) capturează pierderea așteptată pentru o anumită companie în cazul unui șoc sistemic pentru un grad de încredere de 95% și un grad de semnificație de 5%. Pentru intervalul 2018 – 2023 cele mai mari valori sunt observate pentru perioadele: mai – iulie 2018, decembrie 2018 – martie 2019, februarie – mai 2020, martie 2022, septembrie - octombrie 2022, și decembrie 2022. În mod agregat, pentru anul 2023 se observă valori inferioare mediei pentru intervalul 2018 – 2023. Cele mai mari 10% valori observate pentru specificația MES sunt prezente în lunile: ianuarie, martie, iulie și septembrie. Cele mai mici 10% valori returnate de această statistică corespund lunilor: mai și intervalul noiembrie – decembrie. Contribuțiile companiilor din eșantion la riscul sistemic manifestă rezultate similare pentru cele două măsuri de risc utilizate.

3.4.2. Analiza fenomenului de formare de bule speculative indicele BET

Teoria bulelor raționale este un concept de teorie economică care explică existența unor *creșteri accelerate* (bule) ale prețurilor activelor determinate de un comportament rațional al investitorilor. Aceasta contrastează cu viziunea tradițională conform căreia bulele sunt fenomene pur iraționale, generate de speculații și de comportamentul mimetic investițional. Astfel, o bulă irațională se referă la situația în care prețul unui activ crește în mod artificial din cauza speculațiilor și tranzacționării excesive în ciuda caracteristicilor fundamentale ale activului.

Teoria bulei raționale consideră că prețurile activelor pot crește uneori la niveluri ce depășesc *valorile lor fundamentale* (valoarea intrinsecă) care trebuie estimate prin alte modele cantitative, iar aceste creșteri de preț sunt determinate de investitori raționali care iau decizii pe baza elementelor economice fundamentale și a informațiilor disponibile la momentul respectiv. Atât bulele iraționale, cât și cele raționale sunt dificil de identificat în timp real, deoarece participanții de pe piață tind să fie convinși că prețul actual reflectă valoarea reală a activului.

În cazul bulelor raționale, investitorii cumpără active cu speranța că prețurile vor continua să crească și în viitor. Aceste așteptări privind randamentele viitoare se bazează pe evaluări raționale ale condițiilor economice, cum ar fi veniturile viitoare preconizate sau creșterea profiturilor. Investitorii anticipează că aceste abateri se vor corecta în cele din urmă, pe măsură ce condițiile economice se vor schimba, și sunt dispuși să cumpere la prețuri ridicate deoarece cred că pot vinde activele în viitor la un preț și mai mare. Teoria bulei raționale este adesea asociată cu *ipoteza pieței eficiente*, care presupune că prețurile activelor reflectă toate informațiile disponibile în piață și, prin urmare, sunt întotdeauna la valoarea lor justă. Din acest punct de vedere, chiar dacă prețurile se abat temporar de la datele fundamentale, se consideră că dinamica acestora este un răspuns rațional la noile informații.

Unele dintre testele și abordările utilizate în mod obișnuit pentru identificarea bulelor prețurilor activelor se bazează pe: raportul preț/capital (P/E), raportul preț/valoare contabilă (P/B), modelele de evaluare fundamentală, cum ar fi modelele de actualizare a fluxurilor de numerar (eng. Discounted Cash Flow, DCF) sau modelele de actualizare a dividendelor (eng. Dividend Discount Model, DDM). Interpretarea acestor indicatori poate fi subiectivă și generează adesea rezultate fals pozitive, respectiv nu reușesc să identifice bulele reale ale prețurilor activelor sau mișcările explozive în seriile de date temporale atunci când acestea există.

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 (Supremum augmented Dickey–Fuller, SADF) 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 a 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).

Testele lui Phillips et al. (2011, denumit în continuare PWY) și Phillips et al. (2015) au utilizat modelul de actualizare a dividendelor (DDM)²⁷ și au fost aplicate la inversul randamentului dividendelor, Preț/Dividend, ceea ce înseamnă că testul analizează dacă prețul se îndepărtează semnificativ față de dividendul așteptat. Ideea de bază din spatele testelor este detectarea situațiilor în care o serie de timp prezintă un comportament exploziv în sens ascendent, care este adesea asociat cu bulele prețurilor activelor.

Bula rațională poate fi exprimată pur și simplu ca diferența dintre prețul de piață al activului la un moment dat P_t și valoarea sa fundamentală (P_t^*).

$$B_t = P_t - P_t^*$$

Bulele din prețurile activelor sunt abateri de la valoarea fundamentală. Dacă $B_t > 0$, atunci există o bulă care induce o dinamică explozivă în seria temporală a prețurilor P_t .

Testul SADF se bazează pe testul ADF, care testează dacă o serie de timp este nestaționară, cu un comportament exploziv în coada dreaptă a distribuției. Testele pentru bule raționale Phillips et al. (2015) pot genera rezultate fals pozitive din următoarele motive:

- **Volatilitatea pe termen scurt** sau fluctuațiile temporare ale prețului acțiunilor pot duce uneori la depășirea valorilor critice ale statisticii testului, sugerând un comportament exploziv sau existența unei bule speculative;
- **Fundamente puternice:** în cazul în care compania are fundamente financiare puternice și în curs de îmbunătățire, cum ar fi creșterea veniturilor, profiturilor și a cotei de piață, creșterea pe termen lung a prețului acțiunilor sale ar putea fi justificată. Deoarece testul nu ține cont de astfel de factori fundamentali, acesta poate produce rezultate fals pozitiv. Bulele speculative pot fi determinate atât de dinamica pieței financiare, cât și de factorii economici fundamentali, iar testul poate să nu-i surprindă în mod eficient pe aceștia din urmă;
- **Sentimentul pieței:** Testul poate fi, de asemenea, influențat de sentimentul pieței și de comportamentul speculativ. În cazul în care există o creștere temporară a sentimentului pozitiv sau a tranzacțiilor speculative cu acțiuni, aceasta ar putea duce la un fals pozitiv, chiar dacă elementele fundamentale de bază rămân puternice;
- **Date istorice limitate:** Acuratețea testelor poate fi afectată de lungimea datelor istorice disponibile. În cazul în care seriile de timp sunt relativ scurte, testele generează rezultate fals pozitive, deoarece dispune de mai puține informații pentru a distinge între volatilitatea pe termen scurt și un comportament exploziv autentic;
- **Serii de date care conțin rupturi structurale:** de exemplu, statistica testului poate fi eronată pentru companiile care nu au plătit dividende în perioada pandemiei sau au restricționat plata dividendelor;
- **Robustețea testelor:** frecvența la care este realizat testul poate influența rezultatele.

În figura 25 este aplicat testul SADF pentru a detecta dacă indicele BET înregistrează o dinamică explozivă în prezent, în condițiile în care piața de capital a înregistrat o creștere rapidă peste nivelul de echilibru estimat (vezi subcapitolul 3.2). Testul SADF a fost aplicat pentru robustețe atât pe seriile lunare, cât și pe

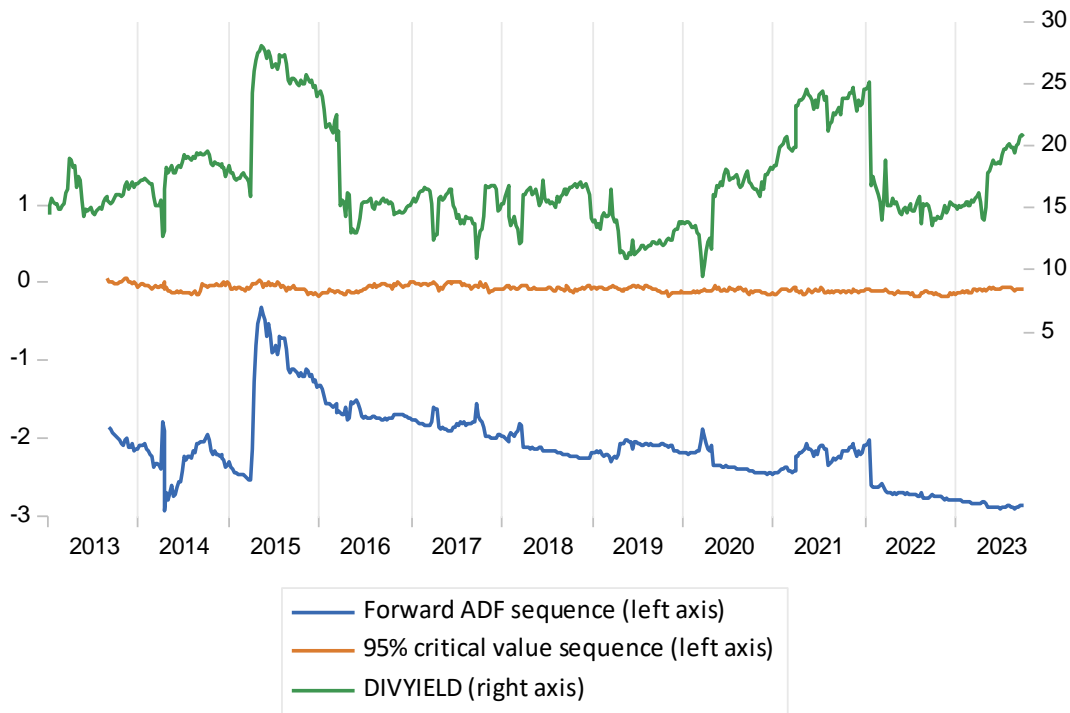
²⁷ Testele sunt explicate succint în Anexa 2.

cele săptămânale ale indicatorului Preț/Dividend. Seriile de date au fost extrase din platforma Refinitiv pentru o perioadă de 10 ani (2013 - decembrie 2023).

Rezultatele testului nu au indicat dinamici explozive care pot fi asociate cu bulele raționale speculative.

Figura 25 Test SADF pentru detectarea unei dinamice de tip bulă rațională pentru indicele BET

SADF test



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Legenda: DIVYIELD=este inversul raportului dividend/preț, 95% valoare critică; Forward ADF=valoarea testului statistic

4. Stabilitatea pieței asigurărilor

Principalele evoluții macroeconomice indică la nivel global creșteri economice modeste, dar și o încetinire a ratei inflației și așteptări privind o tranziție graduală către o politică monetară mai acomodativă pe parcursul următorilor ani.

Cu toate acestea, așteptările pe termen mai scurt în ceea ce privește nivelul ratelor dobânzii sunt de menținere a politicii monetare restrictive în cea mai mare parte a anului 2024, fără să existe semne de întoarcere la contextul macroeconomic caracterizat prin rate foarte scăzute ale dobânzii dinainte de perioada 2021-2022.

În ceea ce privește rata inflației, deși aceasta și-a atenuat ritmul de creștere, se mențin în continuare presiuni inflaționiste suplimentare. Un grad ridicat de incertitudine este legat de evoluția viitoare a prețurilor energiei, în contextul tensiunilor geopolitice actuale. O potențială escaladare a tensiunilor geopolitice din Ucraina sau Orientul Mijlociu ar putea conduce la întreruperi în aprovizionare și, implicit, la creșterea prețurilor energiei.

Așadar, contextul macroeconomic fragil a condus la o creștere a riscului de credit și lichiditate, ce pot induce riscuri suplimentare și în ceea ce privește activele societăților de asigurare. Creșterea ratelor dobânzii s-a suprapus peste o serie de vulnerabilități preexistente ale sistemului financiar, inclusiv nivelul ridicat de îndatorare atât privată, cât și publică. Așadar, perspectivele cu privire la nivelul ridicat de îndatorare s-au înrăutățit odată cu creșterea ratelor dobânzii, exacerbând vulnerabilitățile instituțiilor financiare.

Din acest punct de vedere, rămân de actualitate riscurile în ceea ce privește o deteriorare a ratingurilor de credit ale emitenților, precum și ale instrumentelor financiare, și chiar riscurile referitoare la potențiale insolvențe ale contrapărților asigurătorilor.

În contextual actual, atât Fondul Monetar Internațional²⁸, cât și EIOPA au demarat analize cu privire la expunerea societăților de asigurare din SUA, respectiv Europa față de activele alternative, într-un demers de a măsura riscul de credit la care este expusă piața asigurărilor.

Având în vedere principalele evoluții pe piața asigurărilor din SUA, analiza FMI s-a axat pe societățile de asigurări de viață deținute de companii de private equity.

Perioada lungă caracterizată de rate ale dobânzii extrem de scăzute a pus presiune asupra asigurărilor tradiționale de viață, mai ales în ceea ce privește produsele cu randamente garantate, în cazul cărora societățile suportau cea mai mare parte a riscurilor (investiționale, de mortalitate și longevitate). Așadar, asigurătorii de viață s-au confruntat cu o serie de provocări în ceea ce privește evaluarea activelor și

²⁸ <https://www.imf.org/en/Publications/global-financial-stability-notes/Issues/2023/12/13/Private-Equity-and-Life-Insurers-541437>

cerințele de capital necesare pentru solvabilitate. În acest context, societățile și-au schimbat modelele de afaceri, orientându-se spre asigurările cu componentă investițională (unit-linked).

În special după criza financiară din 2008, companiile de capital privat (private equity) au preluat o serie de societăți de asigurări de viață pentru a beneficia de expunerea la pasivele pe termen lung din bilanțurile asigurătorilor de viață.

Cu toate acestea, FMI observa că asigurătorii de viață deținuți de companii de PE își schimbă, de asemenea, profilurile de risc, prin majorarea expunerii față de investiții nelichide în produse structurate complexe.

În ceea ce privește EIOPA, Autoritatea europeană a derulat recent un exercițiu de evaluare a expunerii societăților de asigurare din Spațiul Economic European (SEE) față de activele alternative/nelichide, rezultatele fiind prezentate și în cadrul Raportului de stabilitate financiară publicat de EIOPA în decembrie 2023²⁹.

Asigurătorii la nivel european investesc o parte semnificativă a portofoliilor în active alternative. Clasele de active alternative luate în considerare de EIOPA pentru evaluarea expunerii sunt imobiliarele: terenuri și clădiri, fondurile imobiliare, fondurile de capital privat, de infrastructură, fondurile alternative, împrumuturile cu excepția creditelor ipotecare, ipotecile, valorile mobiliare garantate și obligațiunile structurate. Această clasificare se bazează pe analize publicate anterior de Banca Centrală Europeană (**mai 2019** - *Financial Stability Review* - Investițiile asigurătorilor în active alternative, caseta 9 și **mai 2023** - *Financial Stability Review*, grafic 4.8). Obiectivul demersului EIOPA a fost analiza reajustării portofoliilor asigurătorilor către investițiile tradiționale în instrumente cu venit fix, în contextul creșterii ratelor dobânzilor. Contextul macroeconomic anterior, caracterizat prin perioade prelungite de rate ale dobânzii extrem de scăzute, a determinat societățile de asigurare să caute randamente mai bune, majorându-și expunerea față de investițiile alternative. Deși așteptările în mediul economic actual erau legate de o revenire la investițiile tradiționale, analiza EIOPA arată că asigurătorii au continuat să își majoreze investițiile în active alternative.

Pe plan local, societățile de asigurare investesc preponderent în instrumente financiare cu venit fix, având o expunere ridicată față de obligațiunile guvernamentale. Cea mai mare parte dintre acestea reprezintă titluri de stat emise de Ministerul Finanțelor. Așadar, societățile de asigurare din România sunt mai prudente din acest punct de vedere, neavând expuneri ridicate față de instrumente financiare complexe sau active alternative. Trebuie menționat însă că analiza vizează expunerile directe ale asigurătorilor, neluând în calcul expunerile contrapărților. De exemplu, societățile cedează în reasigurare o parte din primele brute subscrise, gradul de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți pentru activitatea de asigurări generale variind între 33% și 40% în ultimii cinci ani, iar activitatea de asigurări generale reprezintă la momentul actual 84% din piața asigurărilor din România. Cu privire la reasigurători, datele EIOPA indică faptul că investițiile societăților de reasigurare din Spațiul Economic European (SEE) în acțiuni nelistate

²⁹ https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-12/EIOPA%20Financial%20Stability%20Report%20December%202023_1.pdf

dețin o pondere de 56% în totalul investițiilor lor. Deci au o expunere ridicată față de această clasă de active, iar EIOPA notează că cea mai mare parte din acțiunile nelistate sunt acțiuni deținute la societăți afiliate.

Așadar, investițiile semnificative ale societăților de asigurare din România în titluri de stat arată o expunere a portofoliilor la riscul de rată a dobânzii, în timp ce riscul de scădere a prețului acțiunilor ar avea un impact mai redus pe piața locală a asigurărilor, având în vedere deținerile limitate în această clasă de active.

În condițiile așteptărilor privind menținerea unei politici monetare restrictive pe parcursul lui 2024 și a unor presiuni inflaționiste suplimentare, riscul de credit rămâne o potențială îngrijorare și pe plan local. În pofida expunerii limitate față de activele alternative/nelichide ale societăților de asigurare din România, un factor important de luat în considerare în contextul creșterii riscului de credit este metoda de evaluare folosită de societăți. Metodele inadecvate/inexacte pot denatura semnificativ poziția societății din perspectiva solvabilității.

În ceea ce privește indicatorul de lichiditate, acesta a crescut pe plan local în decembrie 2023 față de decembrie 2022 atât pentru activitatea de asigurări generale, cât și pentru activitatea de asigurări de viață, conform raportărilor societăților. Această evoluție arată că societățile au la dispoziție un nivel mai ridicat al activelor lichide pentru a acoperi obligațiile pe termen scurt.

Ratele de solvabilitate la nivelul pieței asigurărilor din România se mențin supraunitare, conform raportărilor, însă se află sub nivelul înregistrat la nivel european. Comparativ cu trimestrele anterioare (T1-T3 2023), în trimestrul 4 2023 se observă o scădere a ratelor de solvabilitate, pe fondul creșterii mai rapide a cerințelor de capital comparativ cu valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere necesarul de capital.

4.1. Piața asigurărilor în context european

Volumul de prime brute subscrise în România, cuprinzând atât activitatea de asigurări generale, cât și cea de asigurări de viață a înregistrat creșteri în ritm anual în toată perioada analizată. Comparativ cu alte state membre din regiune, care au înregistrat contracții pe partea de subscriere în perioada ianuarie – septembrie 2020 comparativ cu perioada similară din 2019, piața asigurărilor din România a înregistrat un avans susținut de creșterea înregistrată pe segmentul asigurărilor generale. Contractiile înregistrate de celelalte piețe în intervalul menționat au avut loc pe fondul restricțiilor impuse în perioada pandemiei, efectele însă nu s-au resimțit la fel pe piața locală de asigurări.

Figura 26 Volumul de prime brute subscrise (milioane EUR) în perioada ianuarie – septembrie 2019 – 2023 în România și alte țări din regiune

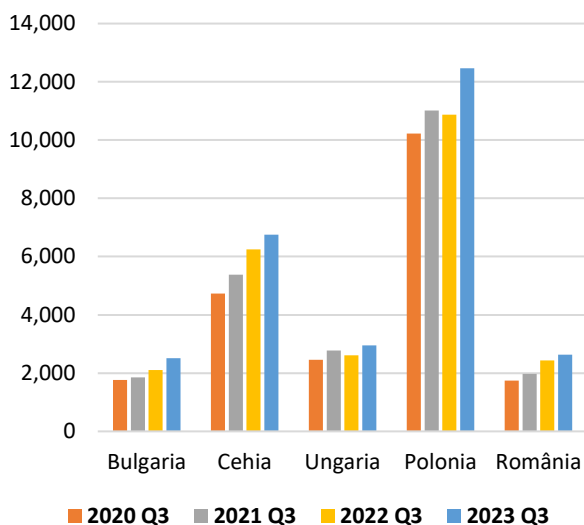
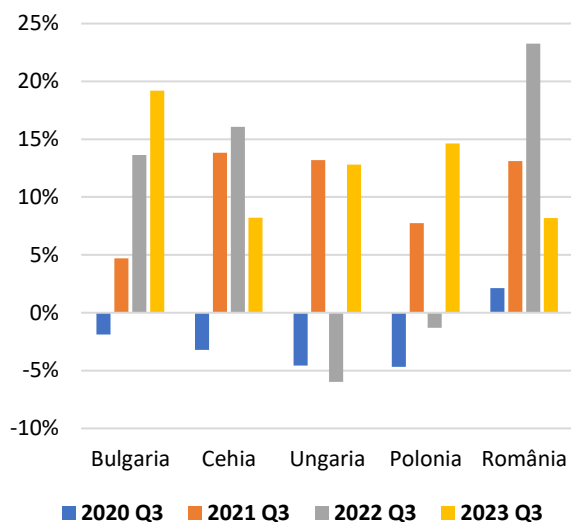


Figura 27 Ritmul anual de modificare a volumului de prime brute subscrise în perioada ianuarie – septembrie 2020 – 2023 în România și alte țări din regiune



Sursa: EIOPA, calcule ASF, raportări trimestriale solo Solvency II, S.05.01; cuprind atât activitatea de asigurări directe, cât și primirea în reasigurare

O analiză a structurii piețelor de asigurare din România și alte state membre din regiune arată că în România, cu excepția Bulgariei, sectorul asigurărilor de viață este cel mai slab reprezentat din perspectiva volumului de prime brute subscrise. Astfel, ponderea primelor brute subscrise pentru asigurările de viață a variat între 15% și 18% în perioada analizată. Piața asigurărilor din Cehia, Ungaria și Polonia prezintă un grad mai ridicat de diversificare, segmentul de asigurări de viață reprezentând peste 20% din piața asigurărilor.

Tabelul 9 Structura activității de subscriere pe categorii de activități

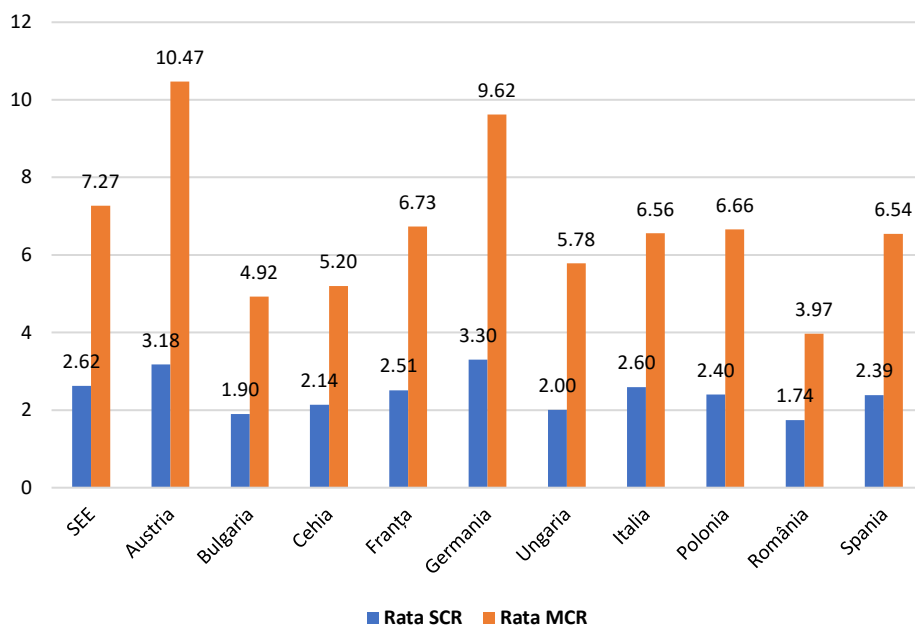
Țară	Tip activitate	2019 Q3	2020 Q3	2021 Q3	2022 Q3	2023 Q3
Bulgaria	AG	93%	93%	91%	92%	91%
	AV	7%	7%	9%	8%	9%
Cehia	AG	68%	74%	75%	77%	78%
	AV	32%	26%	25%	23%	22%
Ungaria	AG	58%	58%	56%	58%	64%
	AV	42%	42%	44%	42%	36%
Polonia	AG	67%	68%	69%	71%	72%
	AV	33%	32%	31%	29%	28%
România	AG	82%	83%	81%	85%	84%
	AV	18%	17%	19%	15%	16%

Sursa: EIOPA, calcule ASF, raportări trimestriale solo Solvency II, S.05.01; cuprind atât activitatea de asigurări directe, cât și primirea în reasigurare

În ceea ce privește solvabilitatea sistemului european de asigurări, conform statisticilor publicate de EIOPA, rata SCR la nivelul Spațiului Economic European (cele 30 de țări ce raportează către EIOPA) s-a situat în trimestrul 3 2023 la un nivel de 262%, iar rata MCR se afla la o valoare de 727%, ceea ce arată nivelul solid de capitalizare la nivel european.

În România, rata SCR la nivelul pieței asigurărilor se situa la 174% în trimestrul 3 2023, respectiv la 168% în trimestrul 4 2023.

Figura 28 Ratele cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței minime de capital (MCR) (Trim. III 2023)



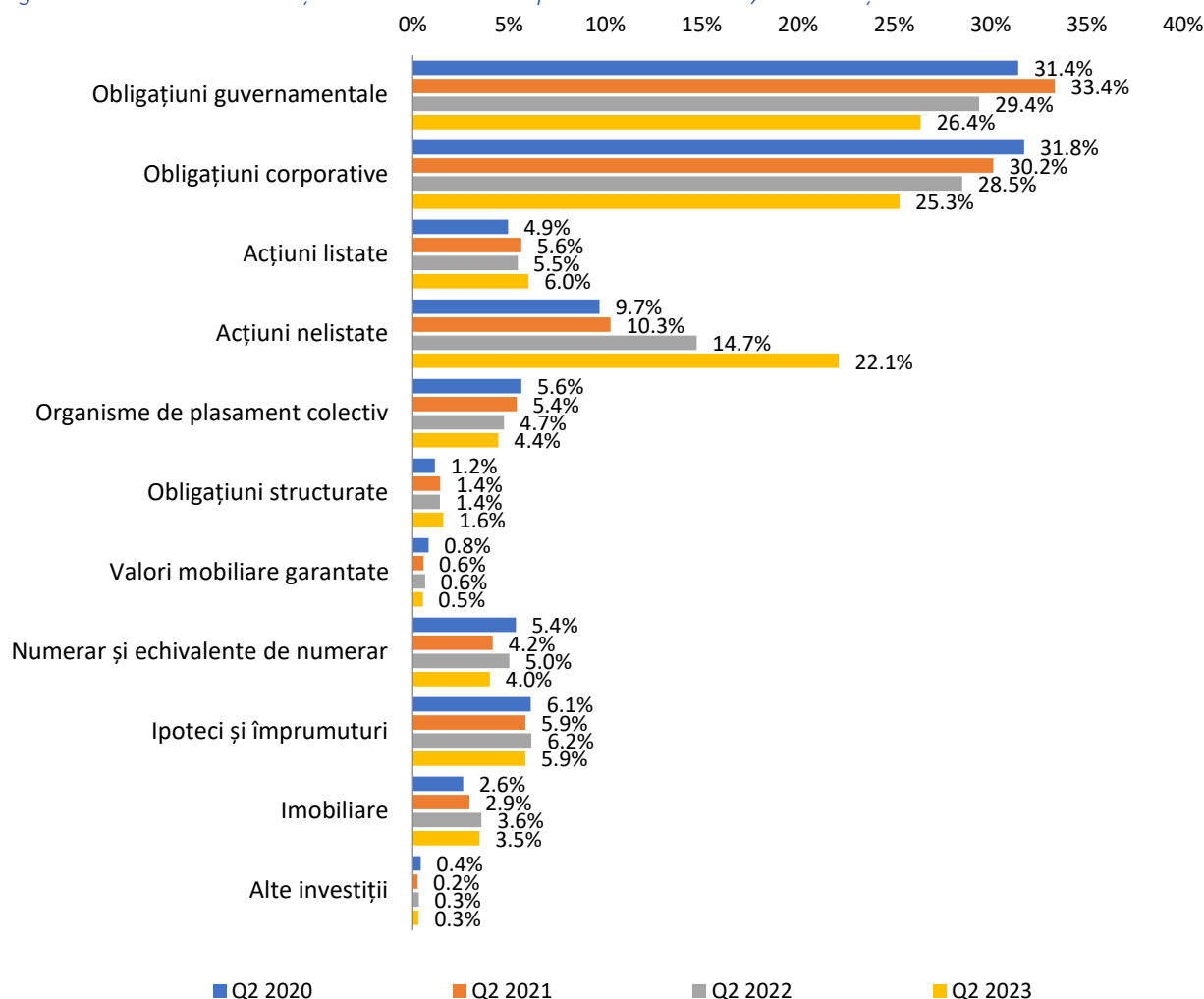
Sursa: EIOPA, prelucrare ASF

Conform *Raportului de Stabilitate Financiară* publicat de EIOPA în decembrie 2023, investițiile asigurătorilor au rămas dominate de activele cu venit fix, urmate de plasamentele în acțiuni. Obligațiunile guvernamentale și corporative reprezintă mai mult de jumătate din portofoliul total de investiții³⁰, urmate de acțiuni (listate și nelistate). Acest lucru expune portofoliile la riscul de piață (rata dobânzii și scăderea prețului acțiunilor) și de credit.

³⁰ Sunt excluse activele deținute pentru contractele unit-linked; este folosită analiza fondurilor pentru a determina expunerea pe clase de active

Dacă în ceea ce privește investițiile în obligațiuni guvernamentale și corporative ponderea acestora în total investiții a scăzut la finalul trimestrului 2 2023 față de perioada similară din 2022, se observă creșterea expunerii față de acțiuni, în principal față de cele nelistate.

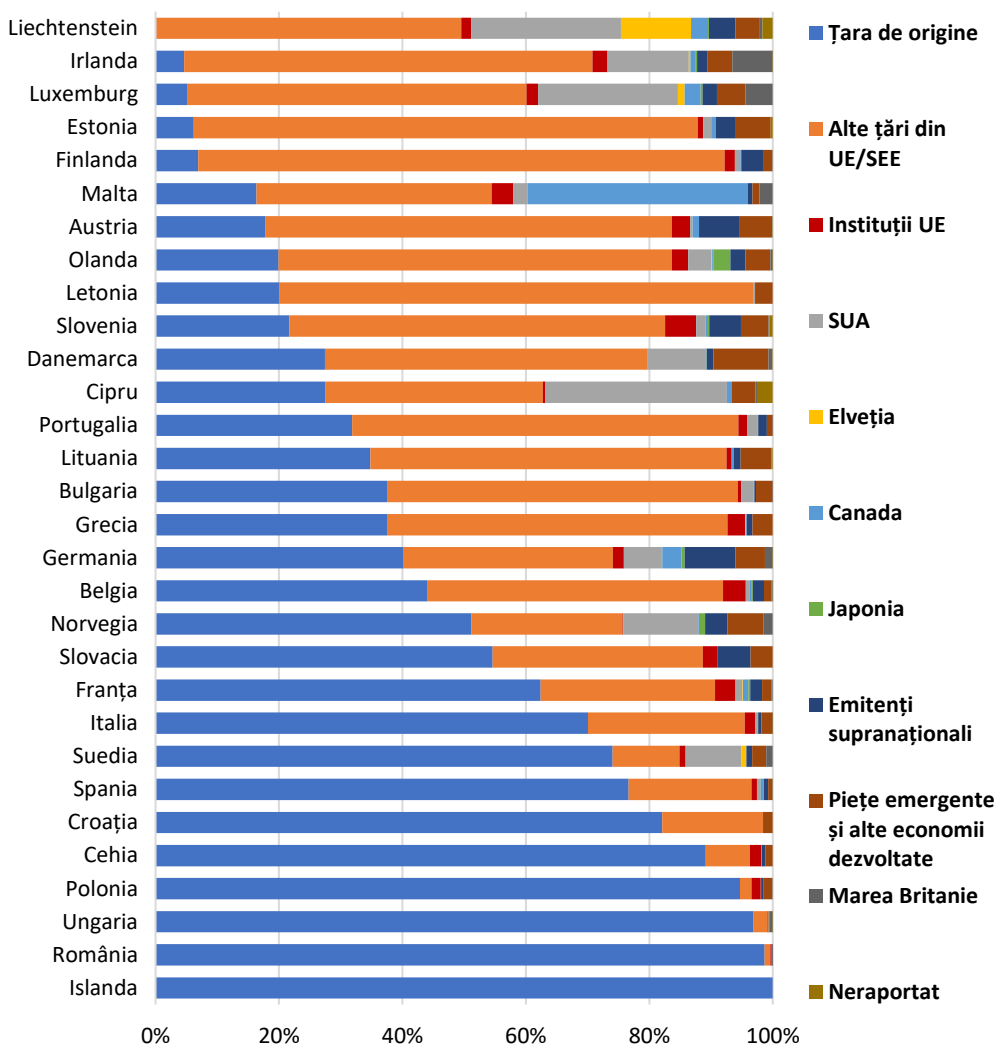
Figura 29 Structura investițiilor în T2 2023 comparativ cu T2 2020, T2 2021 și T2 2022



Sursa: EIOPA, raportul de stabilitate financiară (decembrie 2023), raportări trimestriale solo S2, nu sunt incluse activele deținute pentru contractele unit-linked; cifrele bazate pe verificarea/analiza fondurilor

Structura investițiilor societăților în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă diferă de la un stat la altul. În Islanda, România, Ungaria și Polonia expunerea față de obligațiunile guvernamentale emise pe plan local depășește ponderea de 95%, în timp ce la polul opus se află Liechtenstein, Irlanda, Luxemburg și Estonia care au investit preponderent în titluri de stat emise de alte țări decât cea de origine, din Uniunea Europeană sau Spațiul Economic European și SUA.

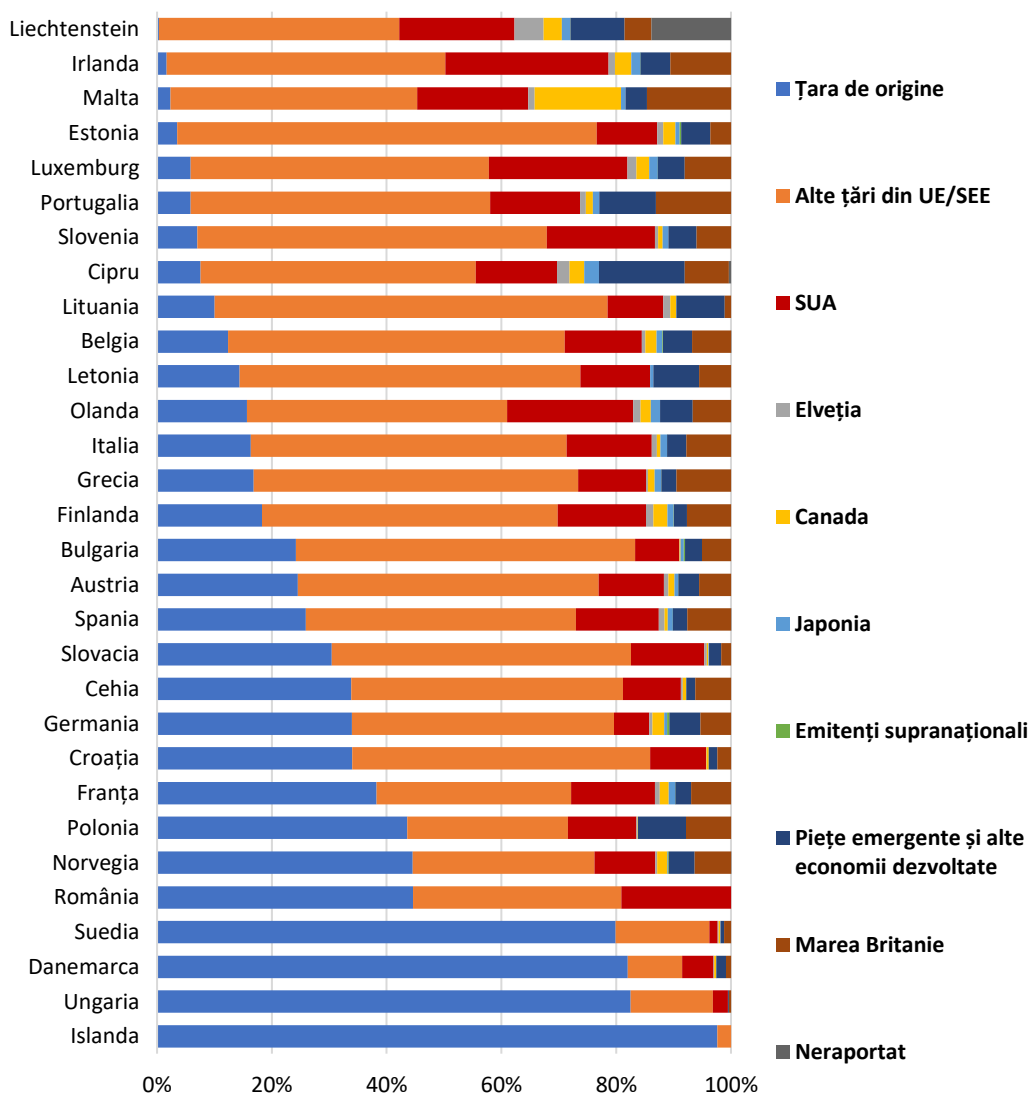
Figura 30 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile guvernamentale în funcție de țara emitentă



Sursa: EIOPA, raportul de stabilitate financiară (decembrie 2023), raportări trimestriale solo; data de referință: Q2 2023; sunt incluse activele deținute pentru contractele unit-linked

În ceea ce privește investițiile în obligațiuni corporative ale societăților de asigurare din România, expunerea este mai diversificată. Ponderea investițiilor în obligațiuni corporative emise de companii din România este de 45%, în timp ce investițiile asigurătorilor români în obligațiuni corporative emise de companii din alte țări ale Uniunii Europene sau din Spațiul Economic European (SEE) se situau la 36% din valoarea totală a plasamentelor în această clasă de active.

Figura 31 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile corporative în funcție de țara emitentă



Sursa: EIOPA, raportul de stabilitate financiară (decembrie 2023), rapoartări trimestriale solo; data de referință: Q2 2023; sunt incluse activele deținute pentru contractele unit-linked

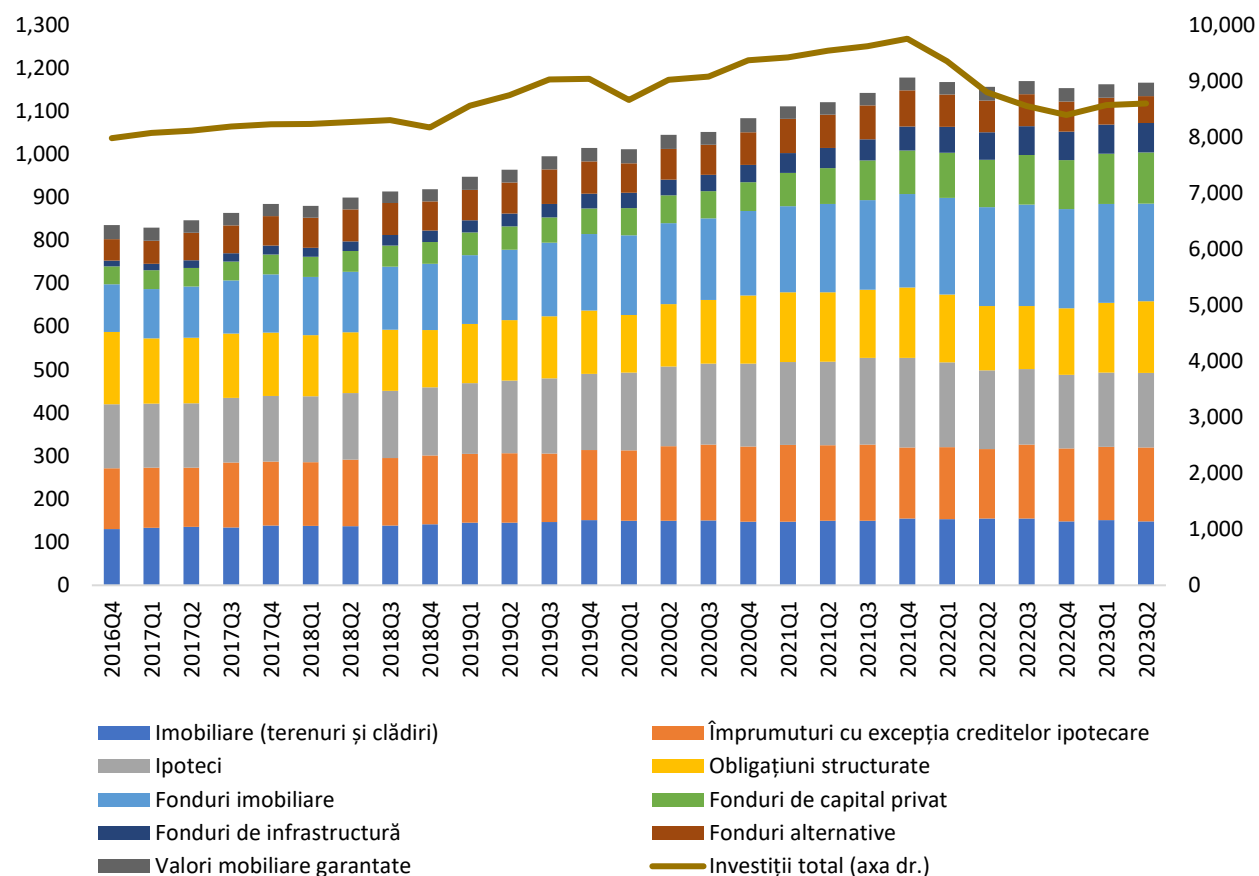
Activele alternative au o serie de caracteristici comune, în funcție de tipul de activ. Cu toate acestea, în general, activele alternative implică acces limitat pentru investitorii de retail și lichiditate redusă, care ar trebui compensată cu o primă de ilichiditate.

Investițiile în activele alternative au devenit mai atractive în perioada mediului caracterizat prin rate foarte scăzute ale dobânzii, când societățile erau în căutarea unor investiții ce ofereau randamente mai mari. De asemenea, acestea conferă investitorilor beneficii de diversificare, având în vedere corelațiile mai scăzute dintre prețurile activelor alternative și cele ale obligațiunilor și acțiunilor.

Activele alternative sunt mai puțin lichide față de cele tradiționale, însă gradul de lichiditate variază în funcție de clasa de active. Unele active alternative oferă plăți periodice, pe termen lung, în timp ce altele implică plăți doar ulterior vânzării investițiilor și presupun blocarea capitalului pe termen mai lung (plasamentele în fonduri de capital privat).

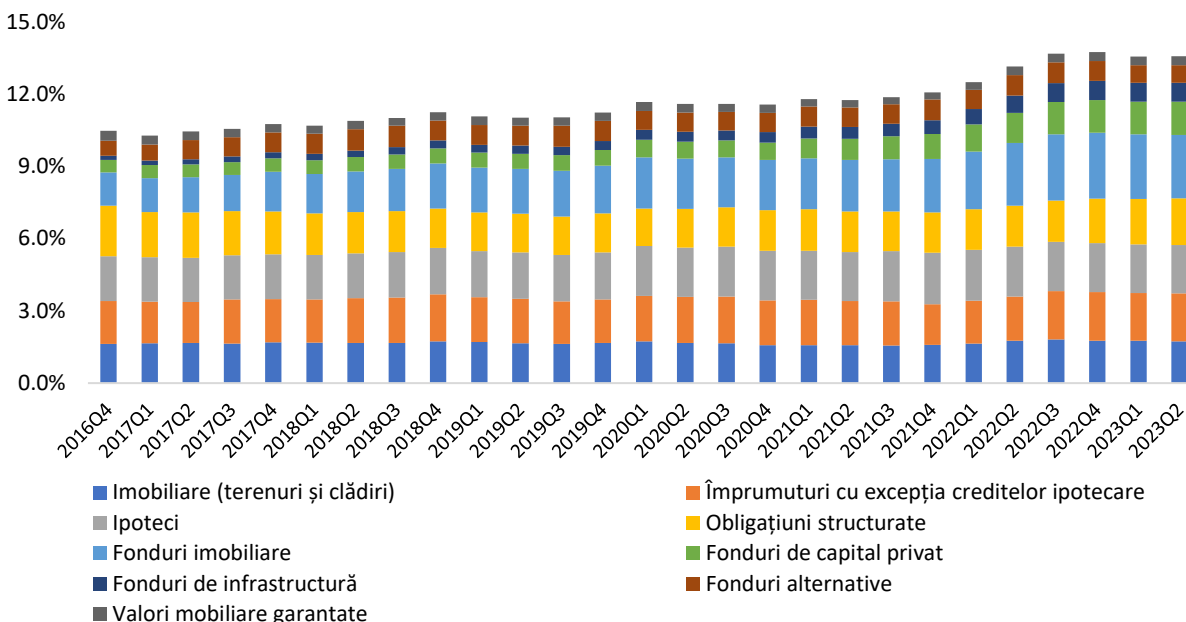
Valoarea investițiilor alternative, excluzând creditele ipotecare, așa cum sunt luate în calcul în raportul de stabilitate financiară publicat de EIOPA, a crescut constant, de la 10,5% din investițiile totale în T4 2016 la 13,6% în T2 2023.

Figura 32 Investițiile societăților de asigurare în active alternative (miliarde EUR)



Sursa: EIOPA, raportul de stabilitate financiară (decembrie 2023), raportări trimestriale solo S2, lista activelor S.06.02, sunt incluse activele deținute pentru contractele unit-linked

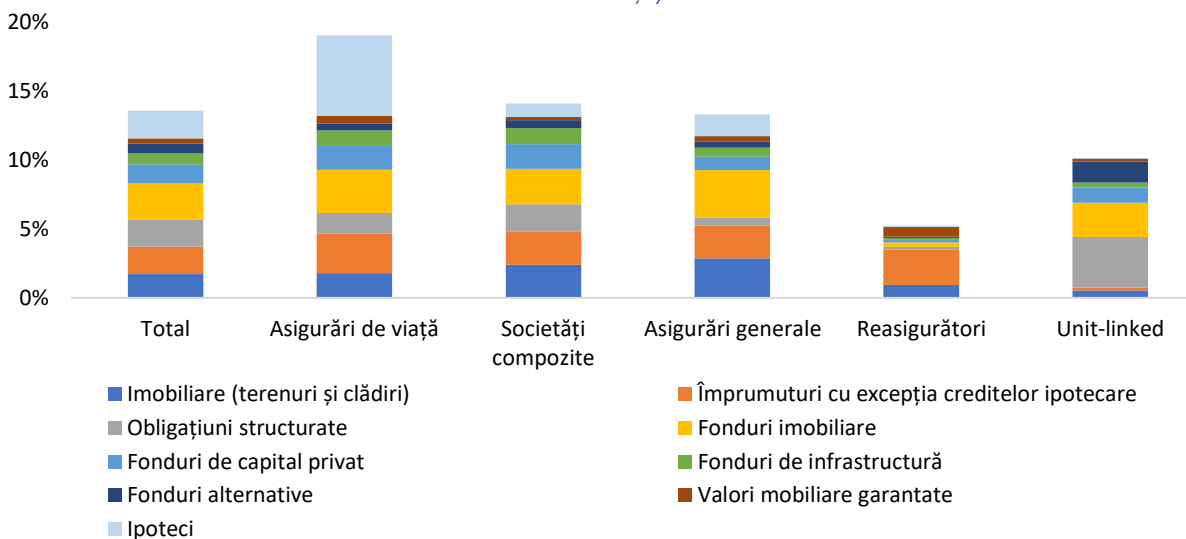
Figura 33 Investițiile societăților de asigurare în active alternative (% în total investiții)



Sursa: EIOPA, calcule ASF, raportul de stabilitate financiară (decembrie 2023), raportări trimestriale solo S2, lista activelor S.06.02, sunt incluse activele deținute pentru contractele unit-linked

Ponderea activelor alternative în totalul activelor diferă în funcție de tipurile de asigurători. Cea mai mare pondere este deținută de asigurătorii de viață și compoziți, cu aproximativ 19% și 14% în T2 2023.

Figura 34 Investițiile societăților de asigurare în active alternative pe categorii de societăți (% în total investiții)



Sursa: EIOPA, calcule ASF, raportul de stabilitate financiară (decembrie 2023), raportări trimestriale solo S2, lista activelor S.06.02, sunt incluse activele deținute pentru contractele unit-linked

Prime brute subscrise

Volumul primelor brute subscrise (PBS) de societățile autorizate și reglementate de ASF s-a situat la 18,2 miliarde lei în anul 2023, din care 15,2 miliarde lei (84% din PBS) reprezintă prime subscrise pentru activitatea de asigurări generale. Dinamica pozitivă a indicatorului a fost susținută, în principal, de creșterea înregistrată de asigurările generale (+1,3 miliarde lei), dar și segmentul asigurărilor de viață a avut o contribuție pozitivă, activitatea de subscriere majorându-se cu 319 milioane lei. Așadar, ritmul anual de creștere înregistrat de segmentul asigurărilor generale a fost de 10%, iar segmentul asigurărilor de viață a crescut cu 12% în anul 2023 față de 2022.

Figura 35 Ritmul anual de modificare al volumului de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață

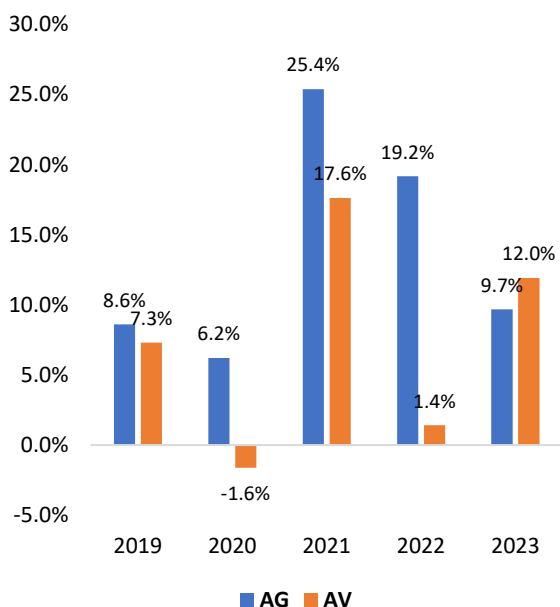
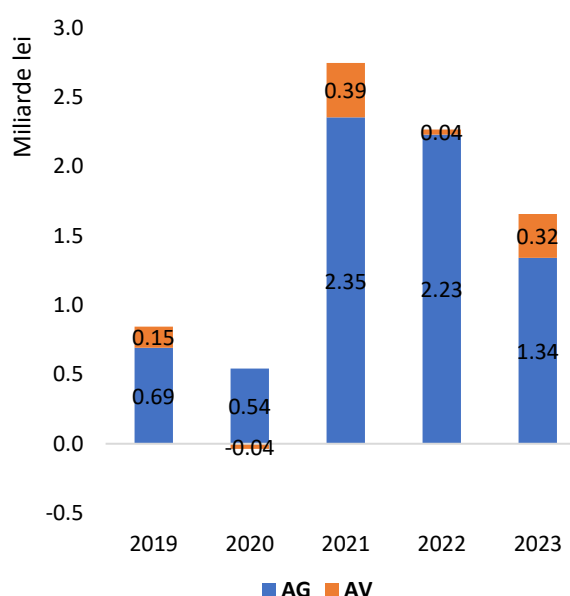


Figura 36 Modificarea anuală a volumului de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață



Sursa: ASF

Cele mai mari creșteri au fost înregistrate în ceea ce privește primele brute subscrise pentru clasa A3 (+487 milioane lei), A10 (416 milioane lei) și A8 (+280 milioane lei) în anul 2023 comparativ cu 2022. Cu privire la segmentul asigurărilor de viață, dinamica pozitivă înregistrată a fost susținută de majorarea volumului de prime brute subscrise pentru clasa C3 (+315 milioane lei) și A2 (+69 milioane lei), contrabalansată parțial de scăderea cu 72 milioane lei a activității de subscriere aferente clasei C1.

Figura 37 Modificarea volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurări generale în anul 2023 față de 2022

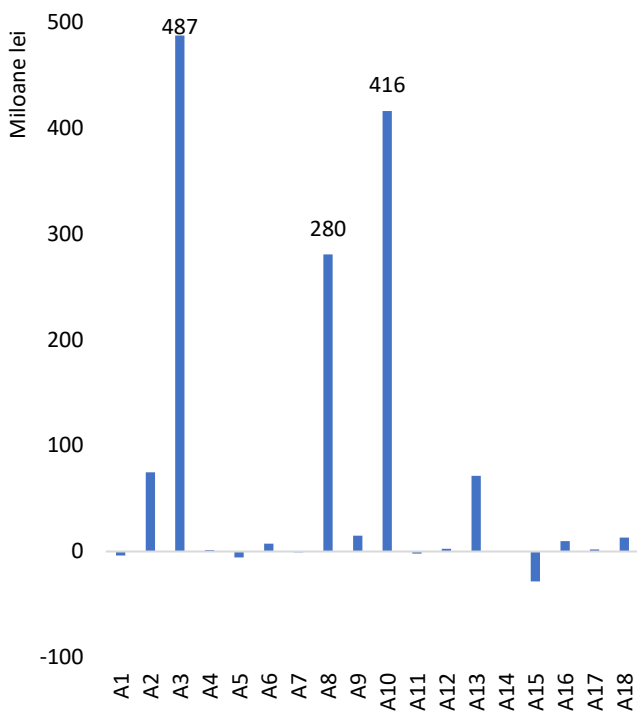
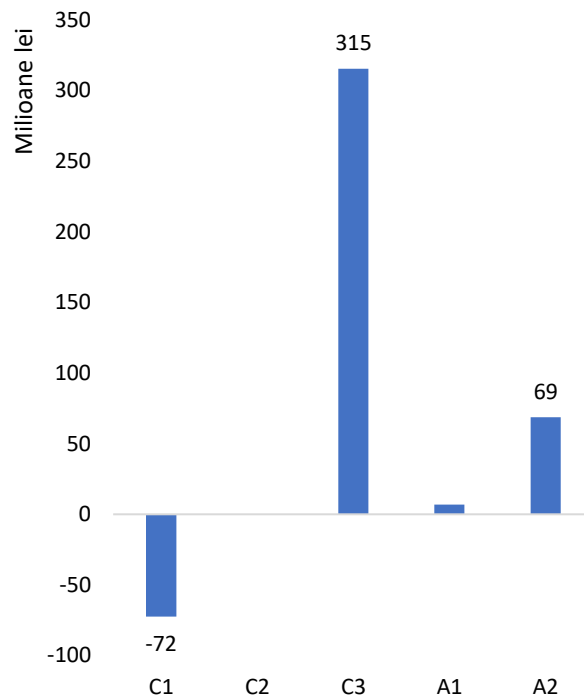


Figura 38 Modificarea volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurări generale în anul 2023 față de 2022



Sursa: ASF

4.2. Solvabilitate

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 2023, excedentul activelor față de obligații la nivelul întregii piețe a asigurărilor se situa la 7,9 miliarde lei, în creștere cu 63% comparativ cu 31 decembrie 2022. Această dinamică este explicată și prin faptul că informațiile la 31 decembrie 2022 cuprind ajustările efectuate de ASF în urma acțiunilor de supraveghere și control la societatea Euroins România (la 30 septembrie 2022).

Valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital de solvabilitate se afla la finalul lunii decembrie 2023 la nivelul de circa 8,2 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 63% comparativ cu perioada similară din anul anterior. Ca și în cazul dinamicii excedentului de active față de obligații, creșterea

semnificativă a valorii fondurilor proprii eligibile derivă și din faptul că datele la nivelul pieței asigurărilor la trimestrul IV 2022 includ ajustările ASF pentru societatea Euroins România.

Figura 39 Excedentul activelor față de datorii (mld. lei)

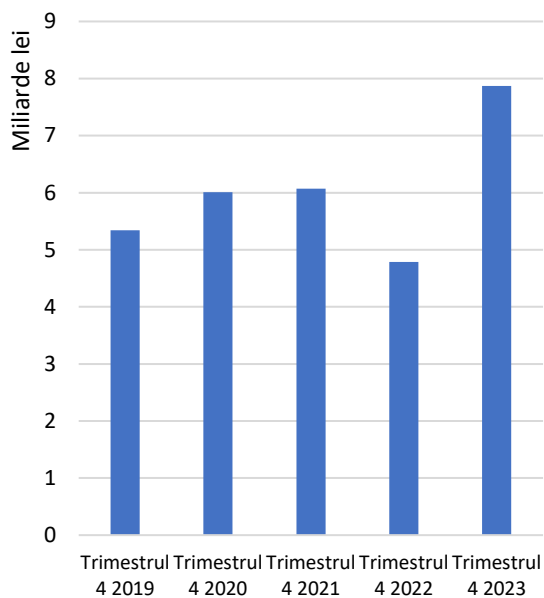
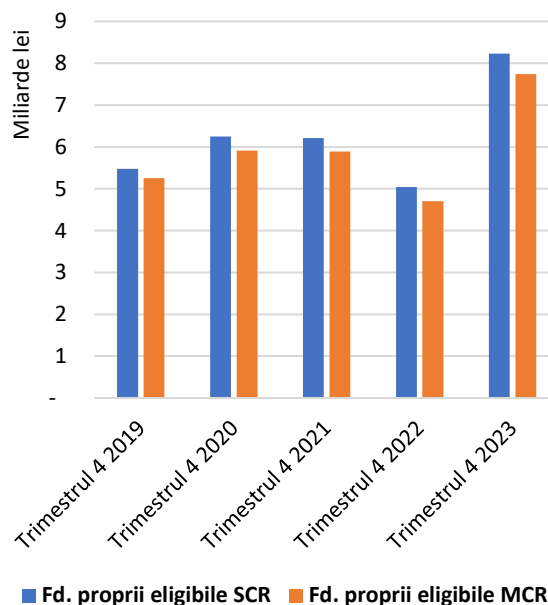
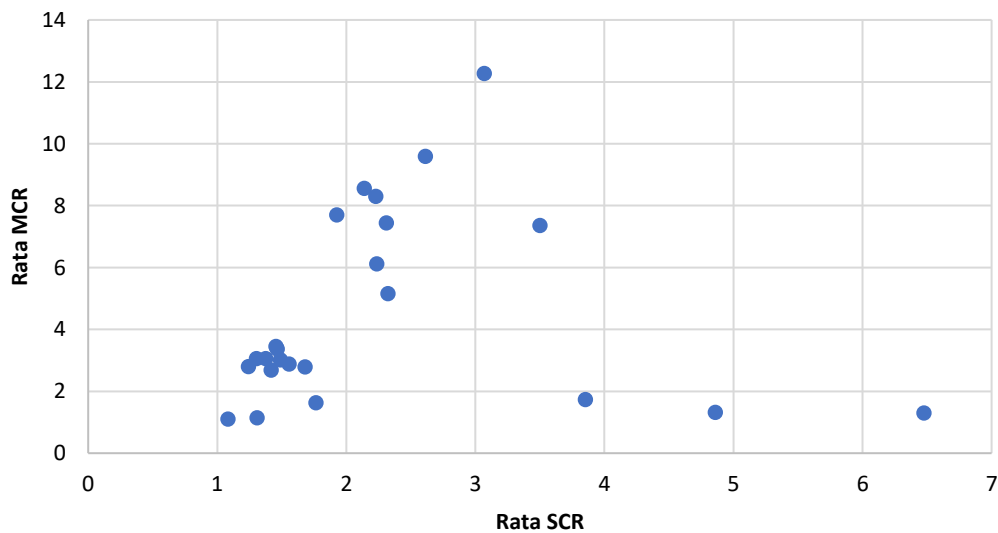


Figura 40 Valoarea fondurilor proprii eligibile care acoperă cerințele de capital (mld. lei)



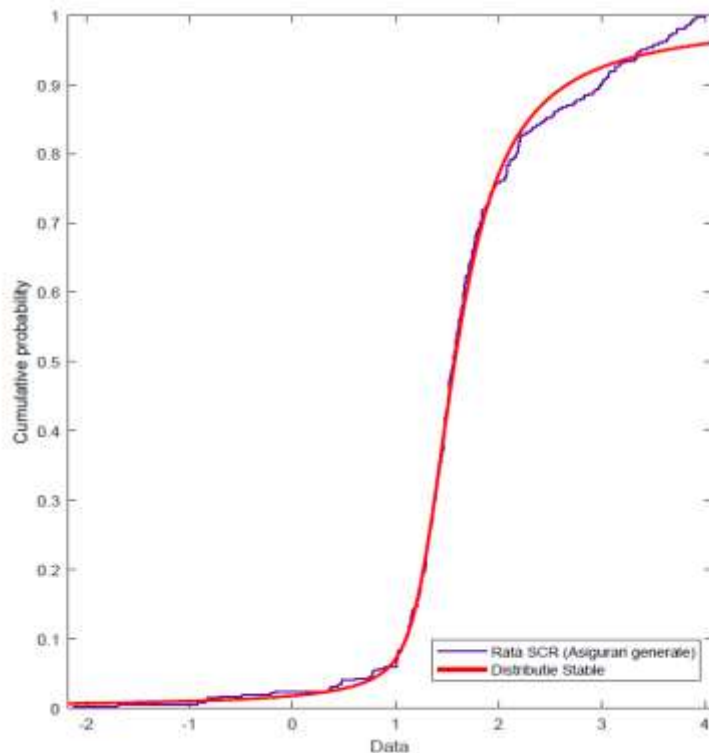
Sursa: ASF; pentru T4 2022 sunt incluse datele societății Euroins la 30.09.2022, conform ajustărilor efectuate de ASF în urma acțiunilor de supraveghere și control

Figura 41 Ratele de acoperire a cerințelor de capital (rata SCR și rata MCR) aferente societăților de asigurare la finalul trimestrului IV 2023



Sursa: ASF

Figura 42 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări generale



Sursa: ASF, N= 423

Se observă că probabilitatea asociată înregistrării unei rate SCR subunitare se menține sub 10%, dacă luăm în calcul ratele SCR aferente societăților care practică activitate de asigurări generale în perioada 2016 – 2023 (423 observații).

Indicele de stabilitate al distribuției stabile³¹ (α , 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%).

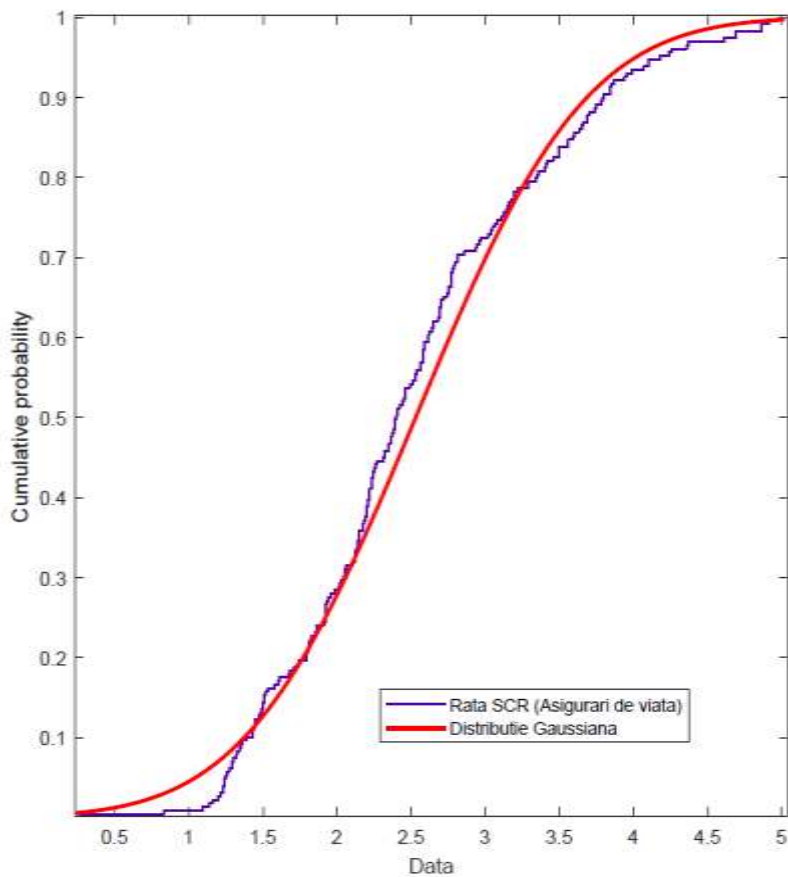
Parametrul de asimetrie, β , ia valori între -1 și 1. Având în vedere că pentru distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică activitate de asigurări generale, parametrul β se situează la o valoare de 0,57, valoarea pozitivă a parametrului indică faptul că distribuția este înclinată spre dreapta.

Parametrul de scală, ce determină lățimea și, implicit, dispersia probabilității de densitate se situează la 0,28. Parametrul de locație (1,51) reprezintă în cazul distribuției Stabile ceea ce media reprezintă în distribuția normală.

Față de media pe termen lung calculată pentru perioada 2016 – 2023, patru dintre cele 12 societăți care au practicat activitate de asigurări generale au raportat o rată SCR care se situează sub media pe termen lung.

³¹ Distribuția Stable <https://mathworld.wolfram.com/StableDistribution.html>

Figura 43 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică activitate de asigurări de viață



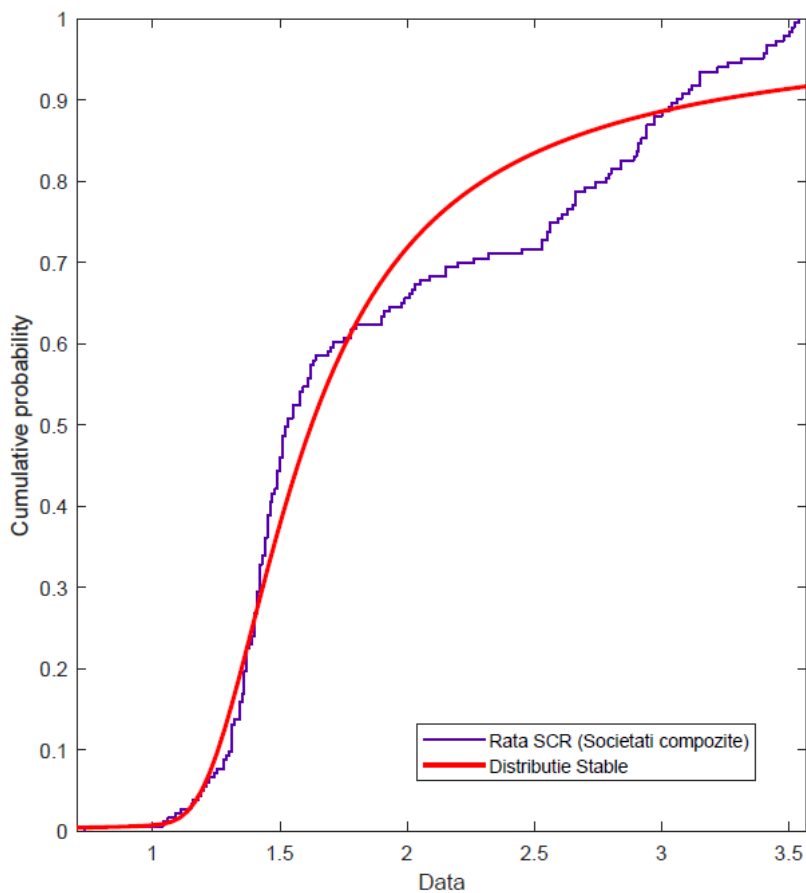
Sursa: ASF, N=229

Media distribuției ratelor SCR aferente societăților ce practică activitate de asigurări de viață în perioada 2016 – 2023 (frecvență trimestrială: 229 observații) s-a situat la 253%.

Dintre cele șase societăți care au raportat către ASF și practică exclusiv asigurări de viață, trei societăți au înregistrat la finalul trimestrului IV 2023 o rată SCR situată sub media pe termen lung a distribuției ratelor SCR. Așadar, în cazul celor trei 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 a fost înregistrată de o societate de asigurări de viață a cărei rată la finalul trimestrului IV 2023 se situează la 0,7 deviații standard sub medie.

Figura 44 Distribuția ratelor SCR aferente societăților compozite



Sursa: ASF, N=183

Dacă luăm în considerare ratele SCR aferente celor șase societăți compozite în perioada 2016 – 2023 (frecvență trimestrială; 183 observații), observăm că o singură societate a raportat o rată SCR subunitară în intervalul analizat, la intrarea în vigoare a regimului Solvabilitate II (T1 2016). Ulterior, începând cu trimestrul II 2016, societatea a înregistrat rate SCR supraunitare, conform raportărilor transmise.

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.

4.3. Lichiditate

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 asiguraților.

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

La 31 decembrie 2023, indicatorul de lichiditate pentru fiecare dintre categoriile de asigurări, precum și elementele care contribuie la formarea acestuia au înregistrat următoarele valori:

Tabelul 10 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 31 decembrie 2023

	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 lichiditate
AG*	11.300	79	678	1.716	259	4.461	3,15
AV	5.109	68	1.620	201	124	1.940	3,67

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

Tabelul 11 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 lichiditate
AG*	7.584	32	442	1.619	204	3.524	2,80
AV	4.152	50	1.432	227	130	1.749	3,43

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

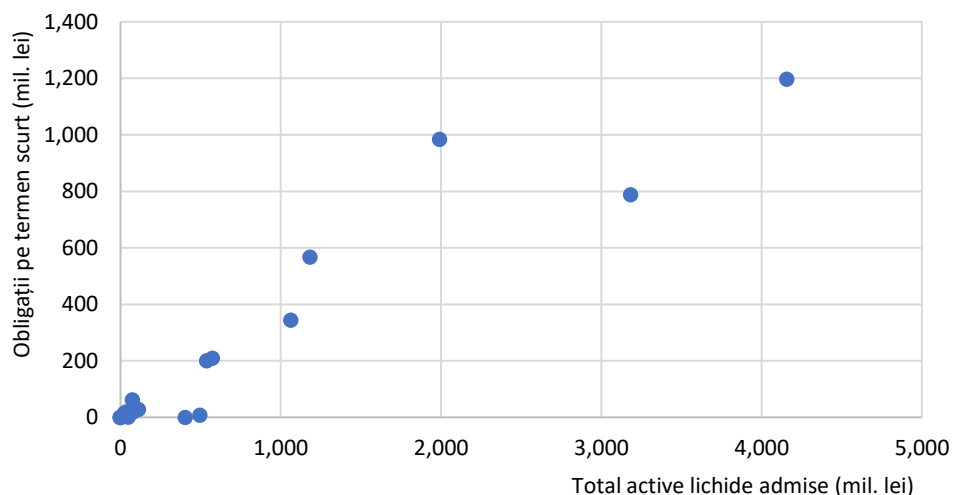
Asigurări generale

La nivelul pieței asigurărilor, se observă creșterea indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale (3,15) în luna decembrie 2023 comparativ cu decembrie 2022 (2,80).

Valoarea activelor lichide s-a situat la un nivel de circa 14 miliarde lei, în creștere cu 42% față de situația de la finalul anului 2022, conform raportărilor transmise de societățile de asigurare. Creșterea a avut loc pentru toate clasele de active, cu excepția acțiunilor listate. Cu toate acestea, valoarea totală a investițiilor în acțiuni tranzacționate este una extrem de redusă, neavând o influență asupra dinamicii activelor lichide.

Valoarea depozitelor se situa la 1,72 miliarde lei, în creștere cu 6% în decembrie 2023 față de finele anului 2022. Pe de altă parte, obligațiile pe termen scurt ale asigurătorilor, reprezentate de rezerva brută de daună avizată, au crescut cu 27%, de la 3,5 miliarde lei (decembrie 2022) la 4,5 miliarde lei (decembrie 2023).

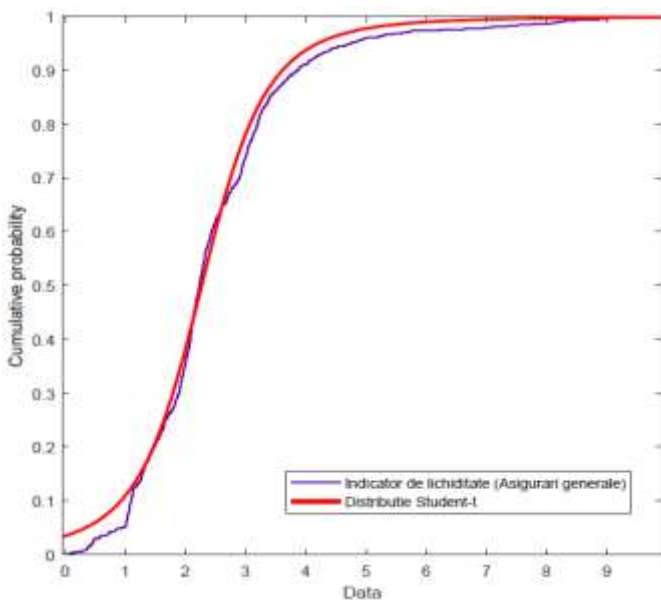
Figura 45 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări generale – decembrie 2023



Luând în considerare indicatorul de lichiditate pe societăți pentru activitatea de asigurări generale, cu frecvență lunară, în perioada 2016 – 2023, observăm că media distribuției indicatorului în perioada analizată a fost 2,26. Probabilitatea asociată înregistrării unui indicator de lichiditate subunitar se află sub 10%, dacă luăm în considerare toate valorile înregistrate de societăți în perioada 2016 –2023 (N=1.419 observații).

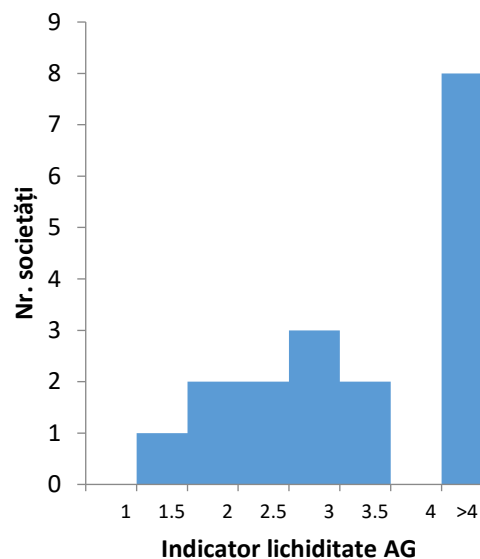
În luna decembrie 2023, cele mai multe societăți au înregistrat un indicator de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale ce depășea nivelul de 4. Dintre toate societățile ce au derulat activitate pe segmentul asigurărilor generale în luna decembrie 2023, doar cinci asigurători au înregistrat un indicator de lichiditate situat sub media pe termen lung calculată pentru perioada 2016 – 2023. Abaterea de la media pe termen lung a celor cinci societăți a variat între 0,2 și 1,3 deviații standard sub medie. Cu toate acestea, indicatorul de lichiditate se menține supraunitar în cazul tuturor societăților, conform raportărilor asigurătorilor.

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



Sursa: ASF, N=1419; frecvență lunară, 2016 –2023

Figura 47 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale în luna decembrie 2023

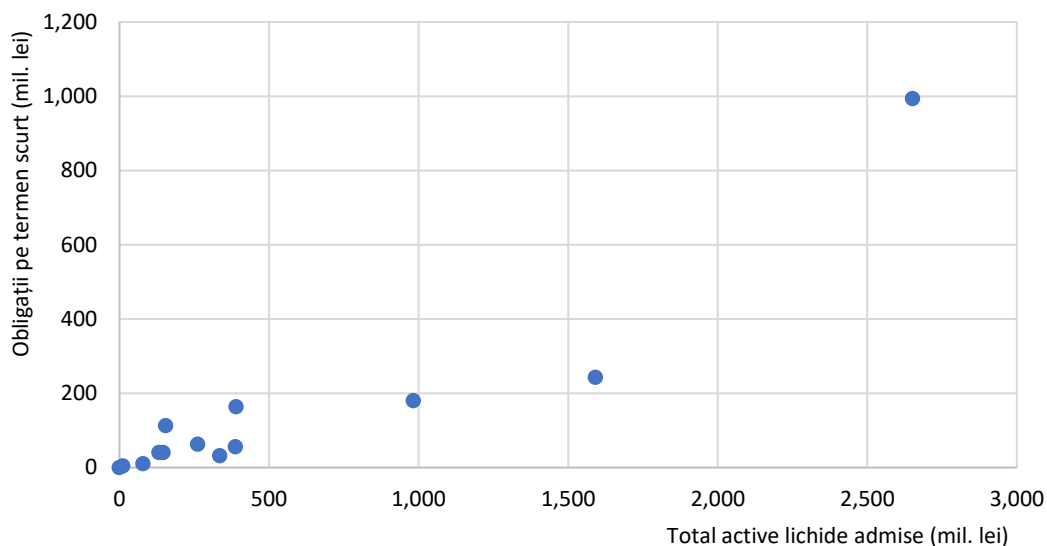


Asigurări de viață

În ceea ce privește indicatorul de lichiditate aferent pieței de asigurări de viață, se constată o creștere a acestuia, de la un nivel de 3,43 (decembrie 2022) la 3,67 (decembrie 2023).

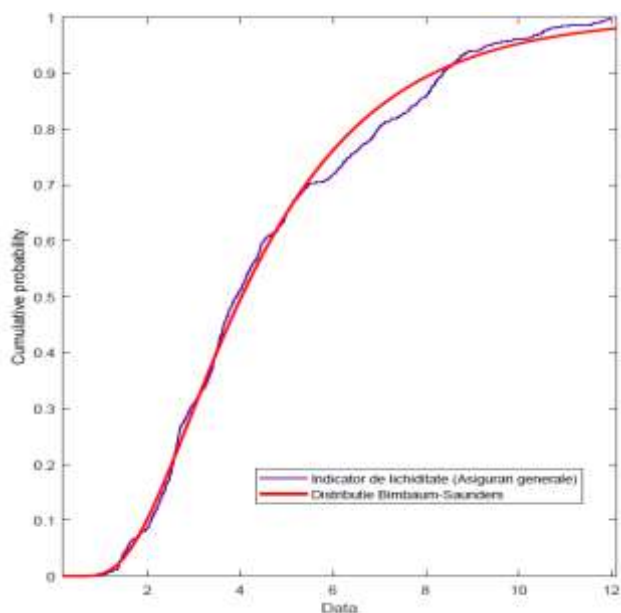
Valoarea activelor lichide s-a situat la un nivel de 7,1 miliarde lei, în creștere cu circa 19% în decembrie 2023 față de finalul anului precedent. Creșterea a fost influențată în principal de majorarea valorii investițiilor în titluri de stat și titluri OPCVM. Obligațiile pe termen scurt au fost în sumă de 1,94 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 11% față de decembrie 2022.

Figura 48 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări de viață – decembrie 2023



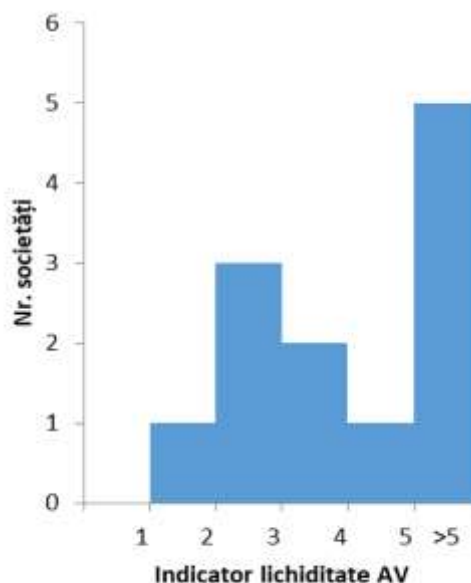
Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață arată că doar aproximativ 10% din observații se află sub valoarea de 2, cu o medie pe termen lung de 4,66, luând în calcul raportările lunare ale societăților în perioada 2016 – 2023.

Figura 49 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF, N= 1225; frecvență lunară, 2016 – 2023

Figura 50 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață în luna decembrie 2023



În luna decembrie 2023, cinci societăți înregistrau un indicator de lichiditate mai mare de 5.

Șapte societăți dintre cele 12 care derulau și activitate de asigurări de viață în decembrie 2023 au înregistrat un indicator de lichiditate situat sub media pe termen lung (4,66). Cea mai mare abatere în acest sens de la media pe termen lung a fost înregistrată de o societate cu o cotă de piață de circa 10% pe piața asigurărilor de viață, însă indicatorul de lichiditate este supraunitar, conform raportărilor.

4.4. 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.

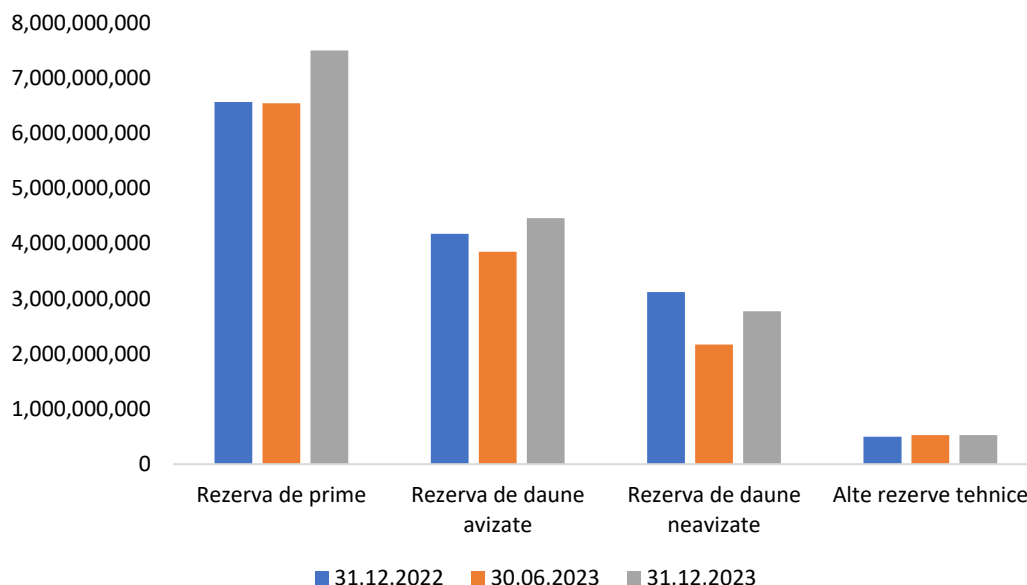
La finalul lunii decembrie 2023, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare totală de 25,6 miliarde lei, conform raportărilor statutare, în creștere cu circa 9% față de finele anului 2022 (23,5 miliarde lei, incluzând rezervele tehnice constituite de Euroins România, conform situațiilor financiare), repartizate pe cele două categorii de asigurare, după cum urmează:

- rezervele tehnice brute constituite pentru asigurările generale au înregistrat un volum de 15,3 miliarde lei, reprezentând 60% din totalul rezervelor tehnice;
- pentru asigurări de viață, societățile au constituit rezerve în valoare de 10,3 miliarde lei, nivel aferent unei ponderi de 40% din totalul rezervelor tehnice.

Asigurări generale

Pentru activitatea de asigurări generale, la sfârșitul lunii decembrie 2023, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare de 15,3 miliarde lei.

Figura 51 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF; pentru 31.12.2022 sunt incluse rezervele tehnice constituite de Euroins România, conform situațiilor financiare

Tabelul 12 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurările generale la 31 decembrie 2023

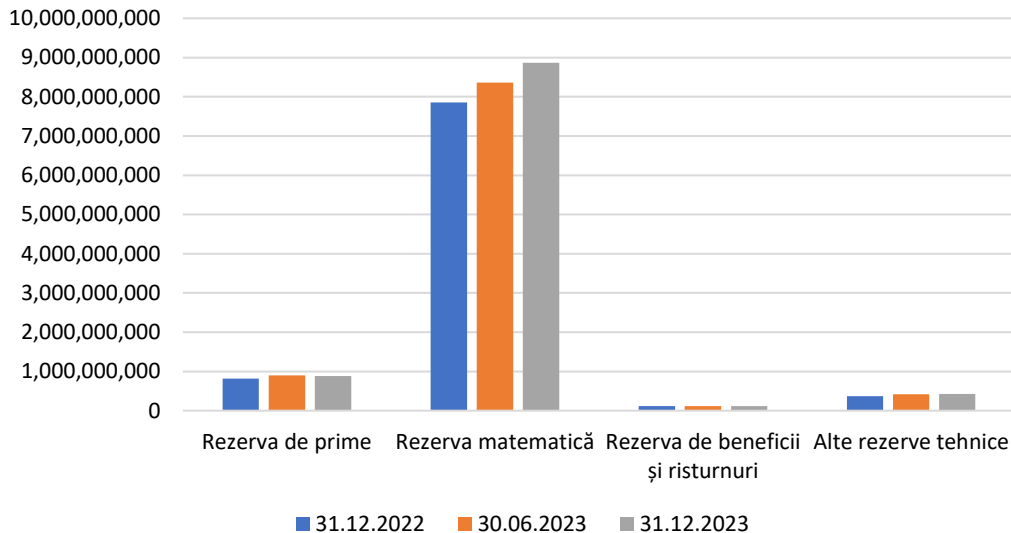
	31.12.2023	Pondere în total	A10	A3	A8	Pondere clase semnificative
	lei	(%)	lei	lei	lei	(%)
Rezerva de prime	7.503.004.750	49,2%	3.845.509.409	1.849.294.362	888.252.426	87,7%
Rezerva de daune avizate	4.461.432.223	29,2%	2.308.171.085	845.782.067	548.457.136	83,0%
Rezerva de daune neavizate	2.770.678.015	18,2%	2.357.839.719	133.555.951	88.438.861	93,1%
Alte rezerve tehnice	526.074.824	3,4%	5.318.098	106.294.453	304.159.481	79,0%
Total rezerve	15.261.189.812	100,0%	8.516.838.311	2.934.926.833	1.829.307.903	87,0%

Sursa: ASF

Asigurări de viață

Pentru activitatea de asigurări de viață, la data de 31 decembrie 2023, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare de 10,3 miliarde lei.

Figura 52 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

Tabelul 13 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurările de viață la 31 decembrie 2023

	30.12.2023 (lei)	Pondere în total (%)
Rezerva de prime	883.348.652	8,6%
Rezerva matematică	8.866.021.009	86,1%
Rezerva de beneficii și risturnuri	117.640.810	1,1%
Alte rezerve tehnice	428.244.020	4,2%
Total rezerve tehnice aferente asigurărilor de viață	10.295.254.491	100,0%

Sursa: ASF

4.5. 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 2023, aproximativ 34% din primele brute subscrise au fost cedate în reasigurare.

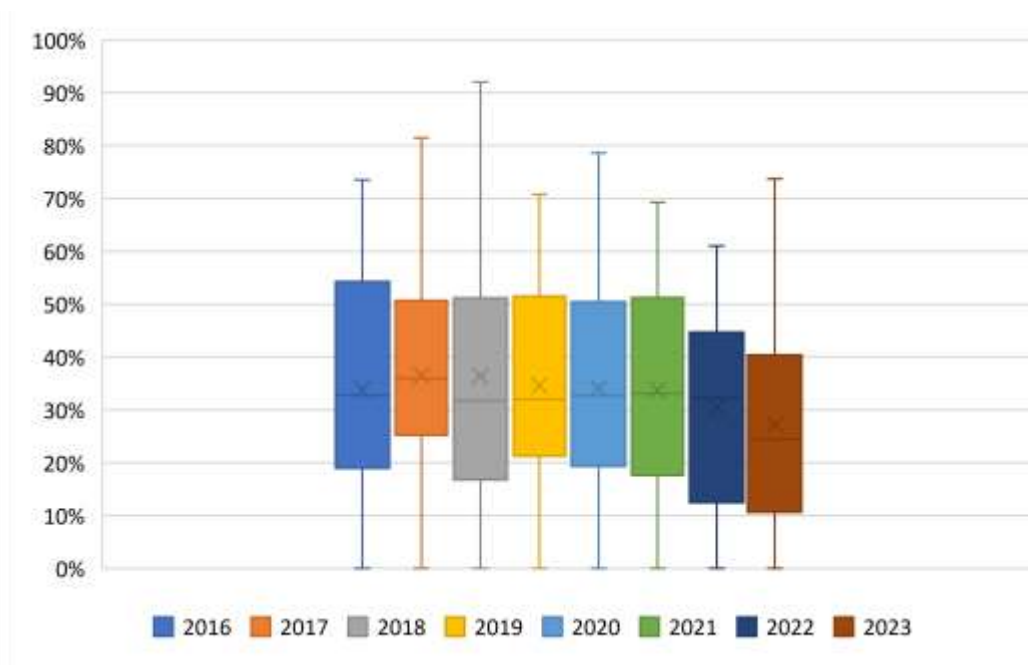
Tabelul 14 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2019 –2023 pentru activitatea de asigurări generale

Perioada	PBS (lei)	Prime nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare (%)
2019	8.734.210.208	5.426.479.935	62,13%	37,87%
2020	9.276.298.576	5.549.407.679	59,82%	40,18%
2021	11.630.849.176	7.521.877.687	64,67%	35,33%
2022	13.859.994.108	9.242.937.544	66,69%	33,31%
2023	15.200.643.338	10.061.763.605	66,19%	33,81%

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.

Figura 53 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2016 – 2023 pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF; nu cuprinde datele societății Euroins pentru 2023

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) și 74% (valoarea maximă observată, excluzând însă datele societății Euroins România pentru trimestrul I 2023, ce reflectă efectele contractului de reasigurare încheiat de societate) în anul 2023.

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.

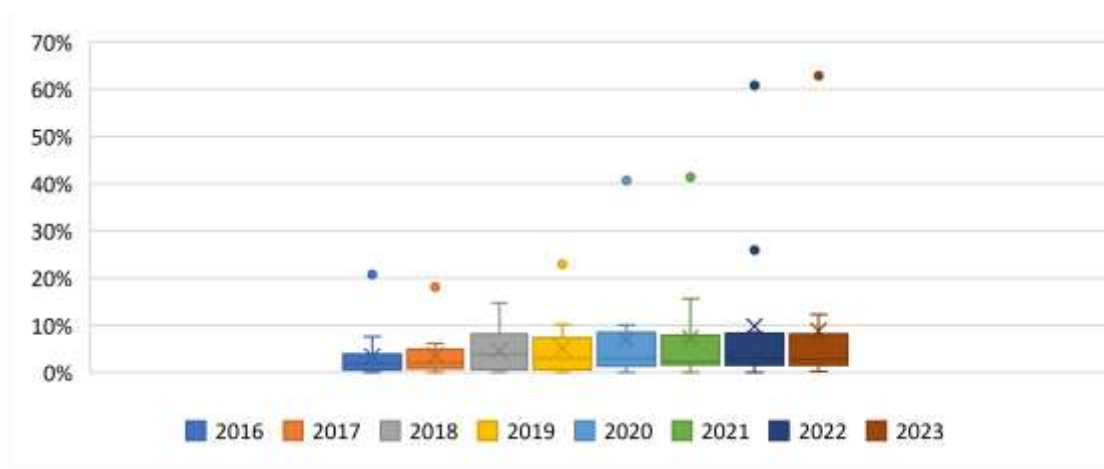
Tabelul 15 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2019 – 2023 pentru activitatea de asigurări de viață

Perioada	Prime brute subscrise (lei)	Prime nete de reasigurare (lei)	Gradul de reținere	Gradul de cedare în reasigurare
2019	2.256.015.186	2.106.855.807	93,39%	6,61%
2020	2.219.296.835	2.047.536.678	92,26%	7,74%
2021	2.610.269.095	2.396.932.537	91,83%	8,17%
2022	2.646.990.610	2.359.998.726	89,16%	10,84%
2023	2.965.632.432	2.688.595.684	90,66%	9,34%

Sursa: ASF

Gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări de viață a variat între 0,2% (pentru o societate ce deține o cotă de piață de circa 9% pe segmentul asigurărilor de viață) și 63% (valoarea maximă înregistrată) la nivelul anului 2023.

Figura 54 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2016 – 2023 pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

4.6. Riscuri și vulnerabilități la adresa sectorului local de asigurări

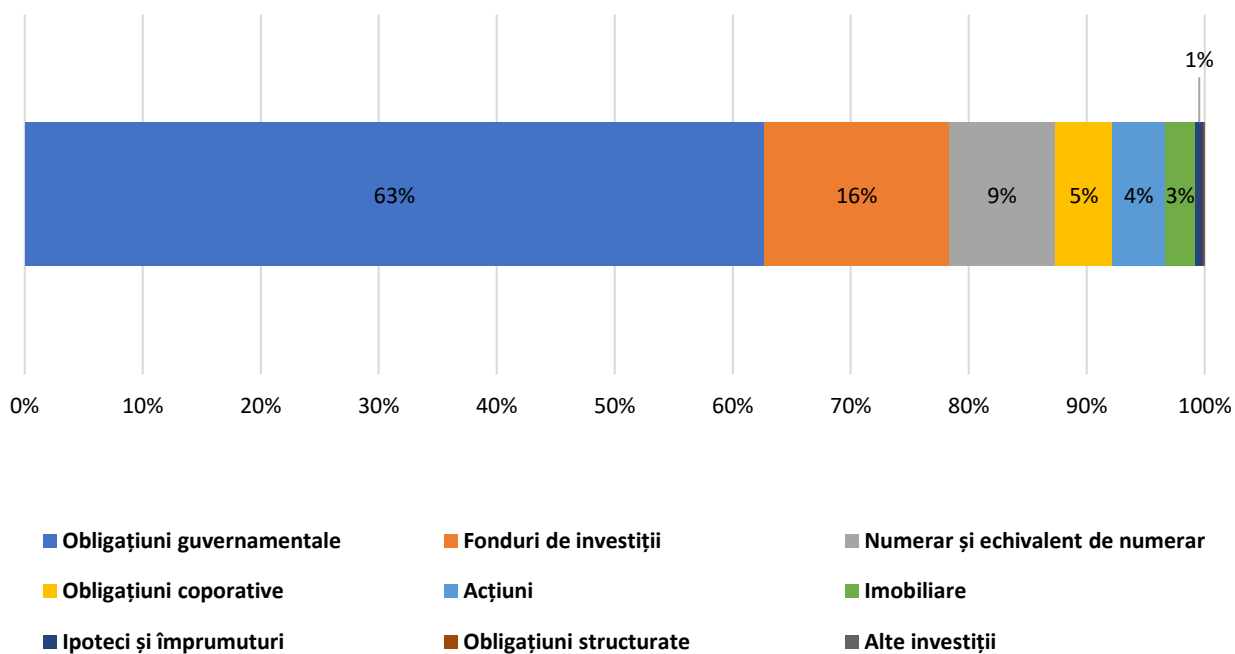
Structura investițională – alocarea activelor

Valoarea totală a investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF (incluzând și activele deținute pentru contractele unit-linked) era de circa 27 miliarde lei la 31 decembrie 2023.

Investițiile societăților de asigurare în funcție de sectorul de activitate al contrapărții arată o expunere semnificativă față de sectorul financiar (activități financiare și de asigurări), cu o valoare totală a investițiilor de 8,9 miliarde lei, reprezentând 33% din investițiile totale. Din expunerea totală față de sectorul financiar, expunerea față de bănci (depozite, obligațiuni corporative, acțiuni) era de circa 3,5 miliarde lei, adică 13% din valoarea totală a investițiilor asigurătorilor. De altfel, în principal ca urmare a valorii ridicate a investițiilor în obligațiuni guvernamentale, cea mai semnificativă expunere a societăților de asigurare este față de sectorul administrației publice, cu plasamente ale asigurătorilor de 16,9 miliarde lei, reprezentând circa 63% din valoarea plasamentelor.

Societățile de asigurare autorizate și supravegheate de ASF investesc preponderent în obligațiuni guvernamentale. Dacă luăm în considerare investițiile totale (incluzând și activele deținute pentru contractele unit-linked), plasamentele societăților în titluri de stat dețin o pondere de 63%, fiind urmate de investițiile în fonduri de investiții (16%) și deținerile de numerar și depozite (9%).

Figura 55 Investițiile totale ale societăților de asigurare pe clase de active la 31 decembrie 2023



Sursa: ASF, raportări solo S2, listă active S.06.02; incl. activele deținute pentru contractele unit-linked

Obligațiuni guvernamentale

Valoarea investițiilor în obligațiuni guvernamentale aferente societăților de asigurare din România se situa la 16,9 miliarde lei. O analiză pe țările de origine ale emitenților arată că 98,8% din investițiile în obligațiuni guvernamentale sunt emise de instituții financiare din România.

Așadar, principala expunere a societăților este față de Ministerul Finanțelor, investițiile în titluri de stat emise de administrația publică centrală deținând o pondere de 97,8%, iar 0,9% reprezentând plasamente în obligațiuni municipale.

Figura 56 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă la 31 decembrie 2023



Sursa: ASF, raportări solo S2, listă active S.06.02; incl. activele deținute pentru contractele unit-linked

Așadar, expunerea față de emitenți din alte țări din perspectiva investițiilor în obligațiuni guvernamentale este extrem de redusă.

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

În cazul investițiilor societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale, 98% din plasamentele în titluri de stat au un nivel de calitate a creditului de 3, similar unui rating BBB, ceea ce indică un risc de credit

mediu. Având în vedere expunerea semnificativă față de Ministerul Finanțelor, nivelul de calitate a creditului este dat în principal de rating-ul de țară al României. Așadar, riscul de credit se află la un nivel mediu, însă o potențială deteriorare a rating-ului de țară poate conduce la creșterea costului de finanțare și, implicit, a randamentelor așteptate de investitori, ceea ce poate determina o scădere a valorii de piață a titlurilor de stat deținute de asigurători.

1,2% din valoarea investițiilor în titluri de stat reprezintă titluri de stat fără rating.

Tabelul 16 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului

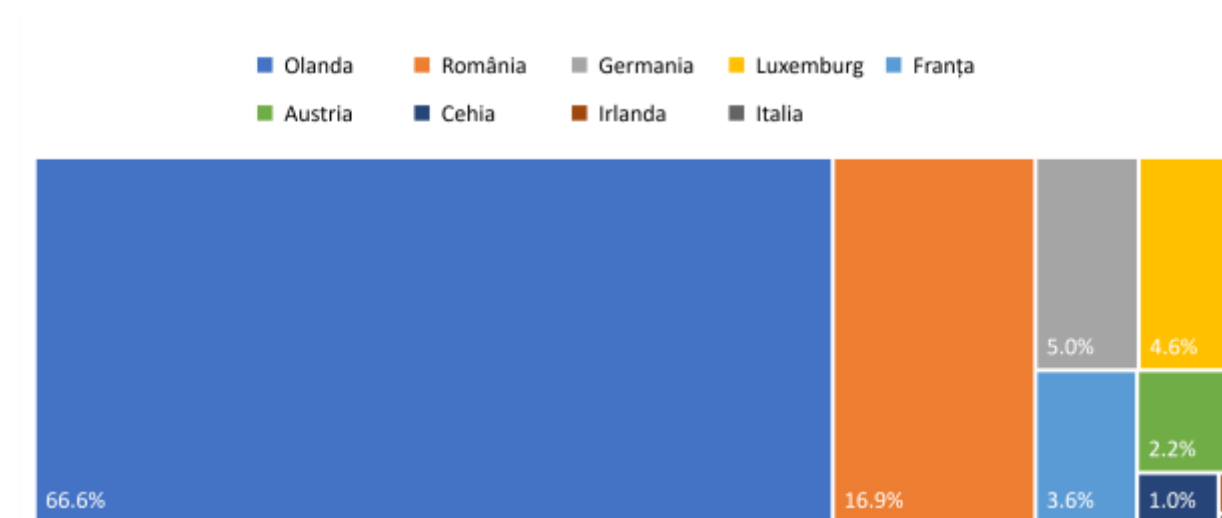
Nivel de calitate a creditului	Pondere în total investiții în obligațiuni guvernamentale
0	0.4%
1	0.4%
2	0.0%
3	98.0%
4	0.0%
Fără rating	1.2%

Sursa: ASF, raportări solo S2, listă active S.06.02; incl. activele deținute pentru contractele unit-linked

Fonduri de investiții

Valoarea investițiilor în organisme de plasament colectiv se situa la 4,2 miliarde lei, din care circa 67% reprezentau investiții în fonduri domiciliate în Olanda.

Figura 57 Investițiile societăților de asigurare în organisme de plasament colectiv în funcție de țara de origine a emitentului la 31 decembrie 2023



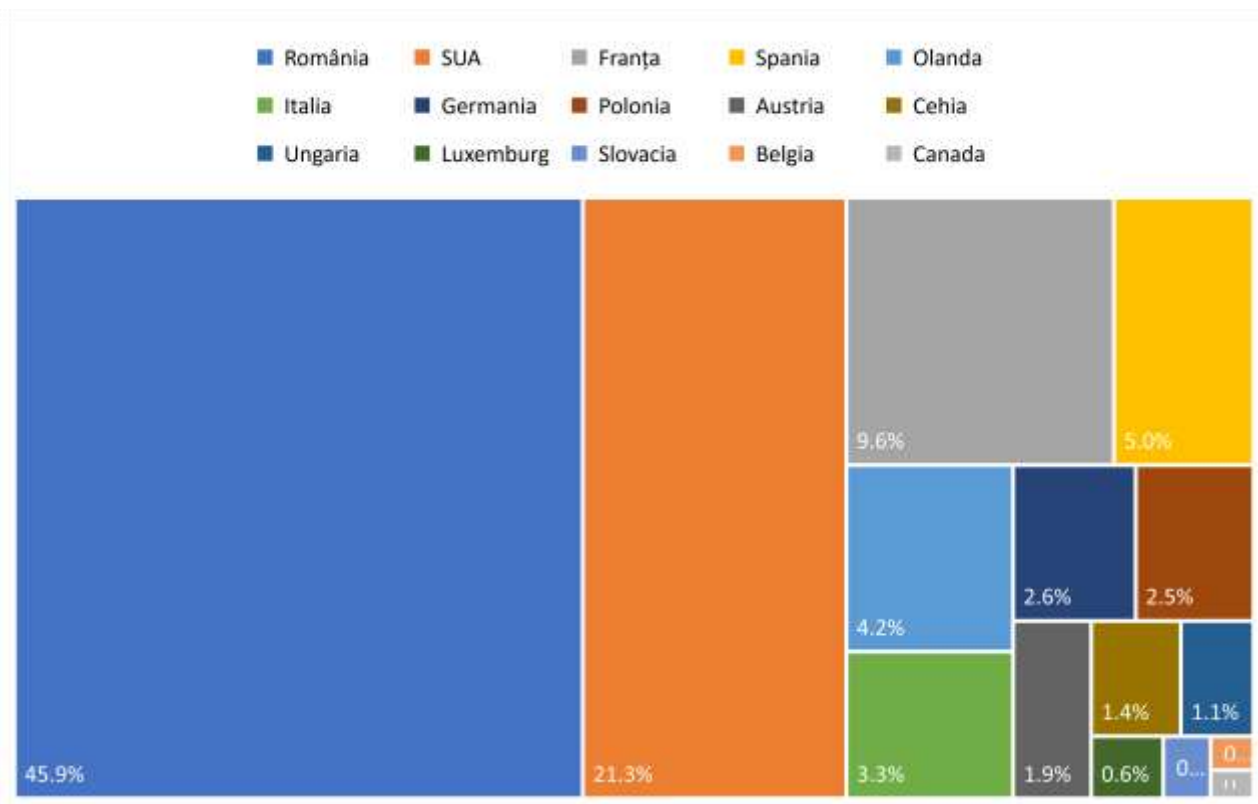
Sursa: ASF, raportări solo S2, listă active S.06.02; incl. activele deținute pentru contractele unit-linked

Obligațiuni corporative

Valoarea investițiilor în obligațiuni corporative a societăților de asigurare se situa la circa 1,3 miliarde lei, reprezentând 5% din investițiile totale ale asigurătorilor.

În ceea ce privește țara de origine a emitenților obligațiunilor corporative deținute de societăți, gradul de diversificare este mai ridicat, doar 46% din investițiile în obligațiuni corporative fiind emise de contrapărți din România. 21% din valoarea investițiilor în obligațiuni corporative sunt emise de companii din SUA.

Figura 58 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni corporative în funcție de țara de origine a emitentului la 31 decembrie 2023



Sursa: ASF, raportări solo S2, listă active S.06.02; incl. activele deținute pentru contractele unit-linked

54% din investițiile în obligațiuni corporative reprezintă investiții în obligațiuni cu un nivel de calitate a creditului de 3, în timp ce 10% din investițiile în obligațiuni corporative sunt plasamente în obligațiuni fără rating.

Tabelul 17 Investițiile în obligațiuni corporative în funcție de nivelul de calitate a creditului

Nivel de calitate a creditului	Pondere în total investiții în obligațiuni corporative
0	0.4%
1	1.6%
2	29.6%
3	53.8%
4	4.1%
5	0.3%
Fără rating	10.2%

Sursa: ASF, raportări solo S2, listă active S.06.02; incl. activele deținute pentru contractele unit-linked

Expunerea societăților de asigurare față de sectorul imobiliar

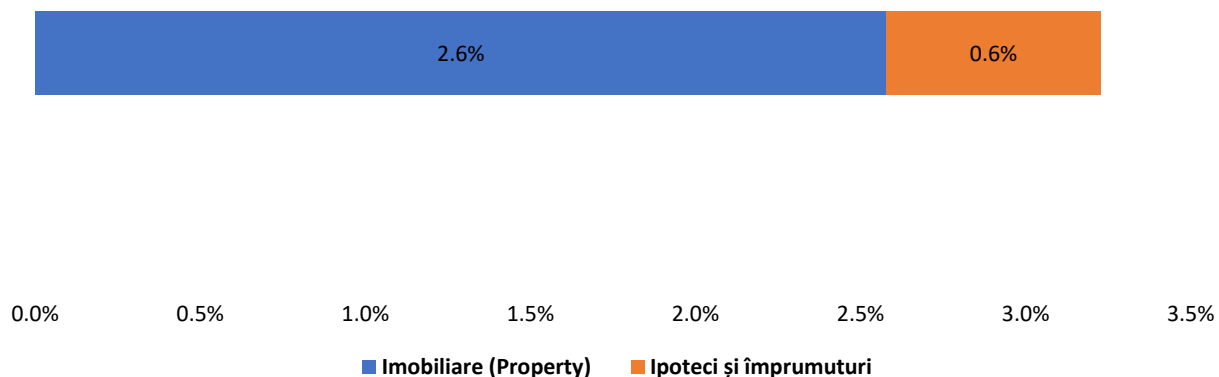
Un subiect de interes la nivel global este expunerea față de sectorul imobiliar, în principal față de piața imobiliară comercială. Comitetul European pentru Riscuri Sistemice (ESRB) a emis o recomandare pentru a aborda aceste categorii de vulnerabilități la adresa sistemului financiar, adresând, de altfel, autorităților europene și naționale recomandarea de a îmbunătăți monitorizarea sectorului imobiliar comercial.

Riscurile mai ridicate din această perspectivă derivă din principalele evoluții macroeconomice, creșterea inflației și deteriorarea perspectivelor de creștere economică.

Creșterea interesului Autorităților europene față de monitorizarea expunerii față de sectorul imobiliar a avut loc pe fondul indiciilor conform cărora piața imobiliară din Europa a atins un nivel maxim, după o perioadă prelungită de creștere a prețurilor. Contextul macroeconomic actual, caracterizat prin rate ridicate ale dobânzii și inflației, poate afecta negativ perspectivele pe termen scurt. Majorarea ratelor dobânzii au determinat creșterea costului finanțării, descurajând investițiile. Totodată, ratele ridicate ale inflației au erodat puterea de cumpărare a gospodăriilor. Mai mult, perioada pandemiei a determinat schimbări structurale persistente, ducând la o scădere a cererii pentru imobile comerciale/sedii, în condițiile desfășurării activităților în sistem hibrid, atât cu prezență fizică, cât și în regim de muncă de la distanță.

Investițiile societăților de asigurare în sectorul imobiliar s-au situat la o valoare de 695 milioane lei, reprezentând 2,6% în totalul investițiilor. Valoarea plasamentelor cuprinde atât imobilizările corporale pentru uzul propriu (terenuri, clădiri, echipamente), cât și investițiile în sectorul imobiliar comercial și rezidențial.

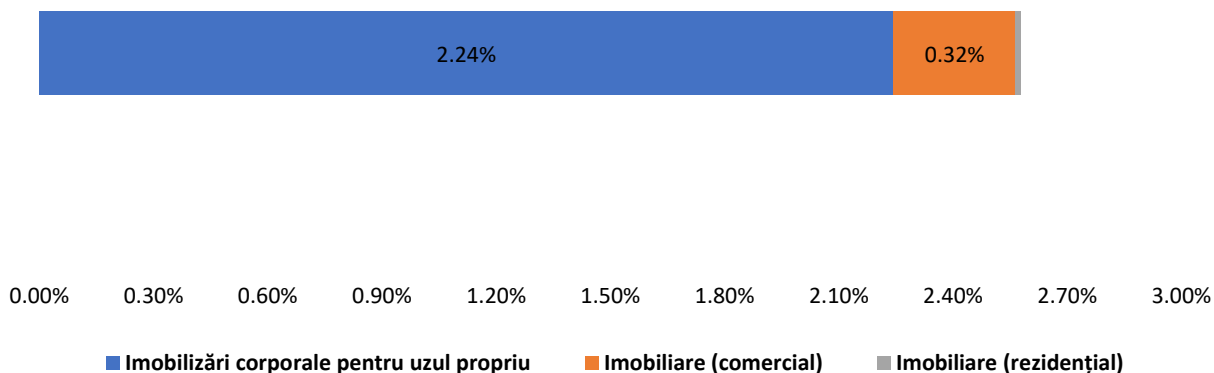
Figura 59 Expunerea societăților de asigurare din România față de sectorul imobiliar ca pondere în total investiții la 31 decembrie 2023



Sursa: ASF, raportări solo S2, investițiile totale cuprind și activele deținute pentru contractele unit-linked

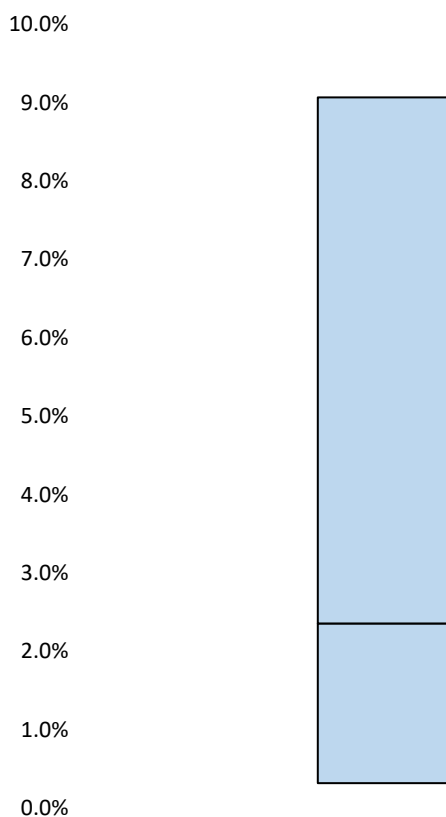
Expunerea față de sectorul imobiliar comercial se situa la 0,3% ca pondere în total investiții, cu o valoare de circa 87 milioane lei, conform raportărilor societăților de asigurare.

Figura 60 Expunerea societăților de asigurare din România față de sectorul imobiliar pe categorii de investiții ca pondere în total investiții la 31 decembrie 2023



Sursa: ASF, raportări solo S2, investițiile totale cuprind și activele deținute pentru contractele unit-linked

Figura 61 Distribuția expunerii societăților de asigurare față de sectorul imobiliar



Sursa: ASF, raportări solo S2; N=24; graficul prezintă percentila 10, mediana și percentila 90.

O analiză a expunerii pe societăți de asigurare arată ca valoarea mediană a indicatorului se situează la 2,4%, în timp ce percentila 90 se situează la 9,07%, ceea ce arată că 21 dintre cele 24 de societăți care raportează conform regimului Solvabilitate II (nu este inclusă Gerroma) înregistrează o expunere mai redusă de 9,07%.

Așadar, trei societăți înregistrează o expunere față de sectorul imobiliar mai mare de 9,1%, cel mai ridicat nivel fiind de 29%. Cu toate acestea, societățile nu au expunere ridicată față de sectorul imobiliar comercial și rezidențial, ci cea mai mare parte a investițiilor vizează imobilizările corporale pentru uzul propriu.

Investițiile în sectorul imobiliar rezidențial aferente societății cu cea mare expunere (29%) dețin o pondere de 5,5% în total investiții, restul reprezentând imobilizări corporale pentru uz propriu.

Metode de evaluare a activelor raportate sub regimul Solvabilitate 2


Analiza cu privire la structura investițională a societăților de asigurare din România arată că expunerea cea mai ridicată este față de obligațiunile guvernamentale, principala contraparte a asiguratorilor fiind Ministerul Finanțelor.

Deși structura alocării activelor arată că societățile ce desfășoară activitate pe plan local sunt mai prudente și nu investesc masiv în instrumente financiare complexe, expunerea față de activele alternative/nelichide fiind relativ limitată atât la nivelul pieței, cât și pe fiecare societate în parte, evoluțiile macroeconomice specifice ultimilor ani au determinat o creștere a riscului de credit și lichiditate. Mai mult, organismele internaționale și autoritățile europene (FMI, EIOPA) au inițiat demersuri pentru analiza investițiilor societăților de asigurare din perspectiva riscurilor pe care acestea le pot induce în ceea ce privește stabilitatea financiară.

În acest context, pe lângă analiza privind structura investițiilor, un factor important de luat în considerare, mai ales în contextul creșterii riscului de credit, este metoda de evaluare folosită de societăți.

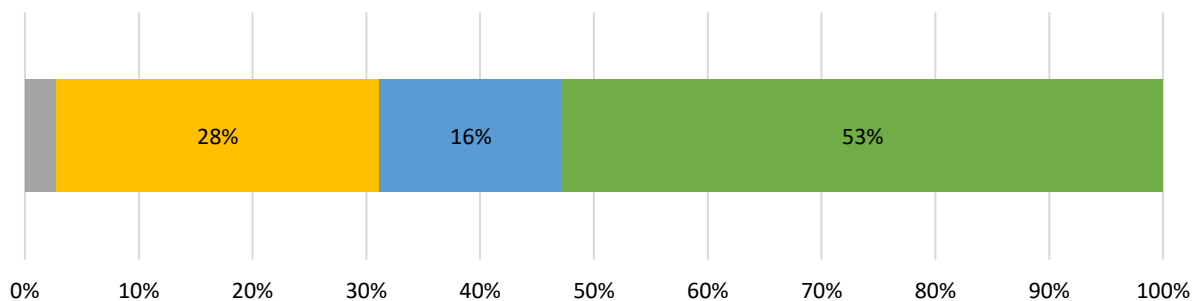
Metodele inadecvate/inexacte pot denatura semnificativ poziția societății din perspectiva solvabilității. Așadar, am identificat în continuare metodele folosite de companiile supravegheate de ASF în vederea evaluării activelor, conform raportărilor depuse de companii.

Tabelul 18 Gradul de fiabilitate aferent metodelor de evaluare a activelor utilizate de societățile de asigurare

Metodă de evaluare folosită		
Prețul de piață cotation pe piețele active pentru aceleași active	Metoda implicită de evaluare a modului în care societățile trebuie să evalueze activele	 <p>Prioritate și grad de fiabilitate</p>
Prețul de piață cotation pe piețele active pentru active similare		
Metode alternative de evaluare	Atunci când utilizează metode alternative de evaluare, societățile de asigurare ar trebui să se bazeze în principal pe inputurile relevante ale pieței (ex: curbe de randament, rate ale dobânzii, volatilități implicite etc) și cât mai puțin posibil pe inputuri specifice societății	
Metode ajustate de echivalență	Aplicabile pentru evaluarea participațiilor	
Metode IFRS echivalente	Aplicabile pentru evaluarea participațiilor	
Evaluarea de piață conform articolului 9(4) din Regulamentul Delegat 2015/35	Numai dacă este proporțional cu natura, amploarea și complexitatea riscurilor inerente activității societății, societățile de asigurare pot recunoaște și evalua un activ pe baza metodei de evaluare pe care o utilizează pentru întocmirea situațiilor lor financiare anuale sau consolidate.	

Sursa: EIOPA, prelucrare ASF

Figura 62 Ponderea activelor raportate sub regimul Solvabilitate 2 în funcție de metoda de evaluare utilizată în total investiții



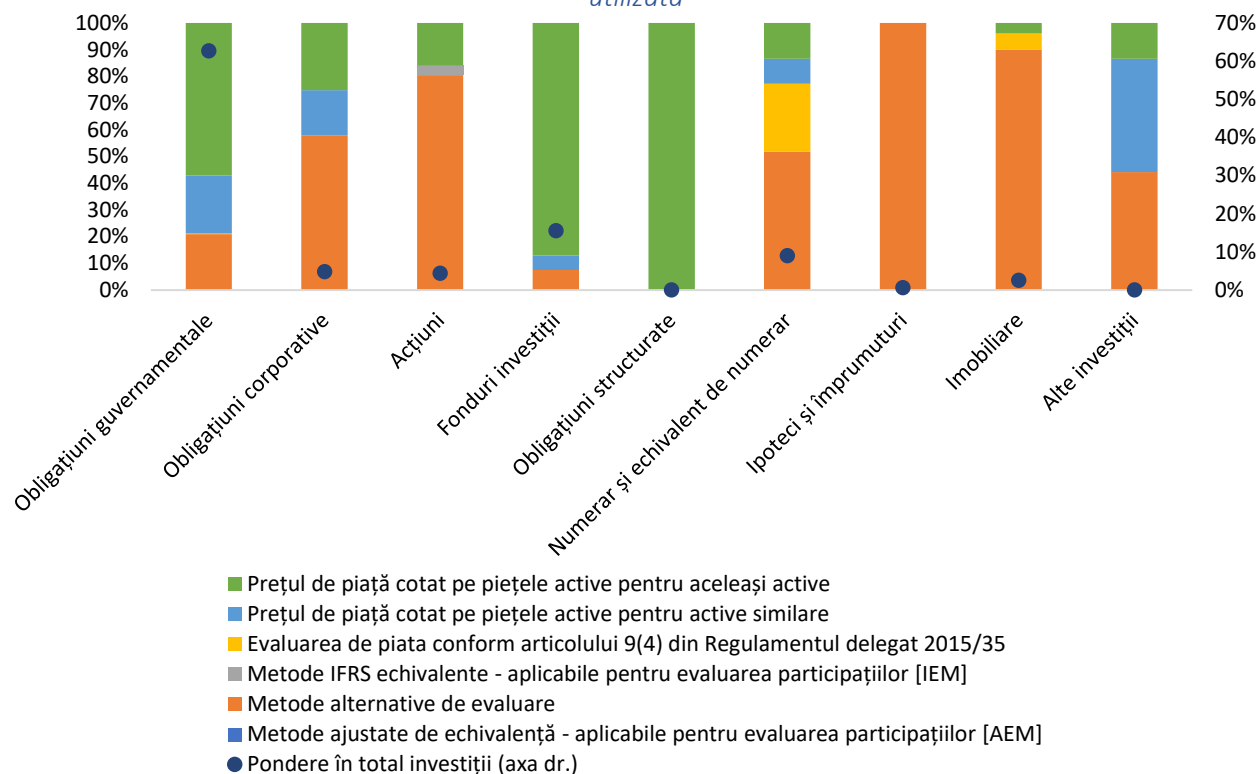
- Metode ajustate de echivalență - aplicabile pentru evaluarea participațiilor [AEM]
- Metode IFRS echivalente - aplicabile pentru evaluarea participațiilor [IEM]
- Evaluarea de piata conform articolului 9(4) din Regulamentul delegat 2015/35
- Metode alternative de evaluare
- Prețul de piață cotate pe piețele active pentru active similare
- Prețul de piață cotate pe piețele active pentru aceleași active

Sursa: ASF, raportări solo S2, T4 2023; incl. activele deținute pentru contractele unit-linked

La finalul trimestrului IV 2023, 53% din investițiile societăților de asigurare (incluzând și activele deținute pentru contractele unit-linked) erau evaluate conform unei metode cu grad ridicat de credibilitate, utilizând prețurile de piață cotate pe piețe active pentru aceleași active.

Cu toate acestea, 28% din valoarea investițiilor în active era evaluată folosind metode alternative de evaluare.

Figura 63 Activele raportate sub regimul Solvabilitate 2 în funcție de clasa de active și metoda de evaluare utilizată



Sursa: ASF, raportări solo S2, T4 2023; incl. activele deținute pentru contractele unit-linked

Entități relevante sistemic

Valoarea activelor totale aferente societăților de asigurare ce raportează pe baza regimului Solvabilitate II era de circa 31 miliarde lei la 31 decembrie 2023, reprezentând o pondere de 2% din produsul intern brut (PIB).

Tabelul 19 Valoarea activelor totale aferente societăților de asigurare (S2) și ponderea în PIB

Societate	T4 2022* (mil. lei)	% PIB	T4 2023 (mil. lei)	% PIB
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	4.083	0,29%	5.673	0,37%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	3.926	0,28%	5.406	0,35%
NN ASIGURARI DE VIATA SA	4.206	0,30%	4.868	0,31%
OMNIASIG VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	2.528	0,18%	3.204	0,21%
ASIGURAREA ROMANEASCA - ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	1.847	0,13%	2.339	0,15%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	1.565	0,11%	1.968	0,13%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	1.610	0,11%	1.818	0,12%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	942	0,07%	1.588	0,10%
UNIQA ASIGURARI S.A.	743	0,05%	772	0,05%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	641	0,05%	771	0,05%
POOL-UL DE ASIGURARE IMPOTRIVA DEZASTRELOR NATURALE S.A.	439	0,03%	488	0,03%
ONIX ASIGURARI S.A.	437	0,03%	485	0,03%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA S.A.	217	0,02%	282	0,02%

Societate	T4 2022* (mil. lei)	% PIB	T4 2023 (mil. lei)	% PIB
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	181	0,01%	262	0,02%
ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	189	0,01%	191	0,01%
COMPANIA DE ASIGURARI - REASIGURARI EXIM ROMANIA	144	0,01%	149	0,01%
ABC ASIGURARI-REASIGURARI S.A.	90	0,01%	130	0,01%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI S.A.	107	0,01%	114	0,01%
GARANTA ASIGURARI S.A.	106	0,01%	95	0,01%
EUROLIFE ERB ASIGURARI DE VIATA S.A.	87	0,01%	85	0,01%
ASITO KAPITAL S.A.	62	0,00%	64	0,00%
NN ASIGURARI S.A.	36	0,00%	52	0,00%
EUROLIFE ERB ASIGURARI GENERALE S.A.	34	0,00%	35	0,00%
EAZY ASIGURARI S.A.	-	0,00%	29	0,00%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI DE VIATA S.A.	117	0,01%	-	0,00%
Total active	24.337	1,7%	30.869	2,0%

Sursa: ASF, raportări solo S2, deci nu este inclusă societatea Gerroma ce nu raportează pe baza regimului Solvabilitate II; *nu este inclusă societatea Euroins România la 31.12.2022

Societatea Allianz Tiriac înregistrează cea mai mare valoare a activelor totale, cu o pondere de circa 0,4% în PIB, urmată de Groupama (0,35%) și NN Asigurări de Viață (0,31%).

Tabelul 20 Cotele de piață aferente societăților de asigurare în anul 2023 (asigurări generale și de viață)

Societate	PBS (lei)	Cotă piață
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	4.087.128.393	22,5%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	3.492.340.904	19,2%
OMNIASIG VIG	2.381.726.531	13,1%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	1.602.425.889	8,8%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	1.426.601.804	7,9%
NN ASIGURARI DE VIATA SA	1.019.391.746	5,6%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	986.692.078	5,4%
EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	701.524.294	3,9%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	478.636.130	2,6%
UNIQA ASIGURARI S.A.	414.855.122	2,3%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	295.024.962	1,6%
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	274.042.129	1,5%
POOL-UL DE ASIGURARE P.A.I.D.	205.290.467	1,1%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA SA	177.020.607	1,0%
ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	111.107.439	0,6%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI S.A. (FOSTA ERGO ASIGURARI S.A.)	93.141.920	0,5%
ONIX ASIGURARI S.A.	90.021.643	0,5%
ABC ASIGURARI - REASIGURARI S.A.	79.748.939	0,4%
EXIM ROMANIA S.A.	76.606.999	0,4%
GARANTA ASIGURARI S.A.	55.471.508	0,3%
EUROLIFE FFH ASIGURARI GENERALE S.A.	41.156.556	0,2%
ASITO KAPITAL S.A.	35.907.909	0,2%

Societate	PBS (lei)	Cotă piață
NN ASIGURARI S.A.	19.203.320	0,1%
EUROLIFE FFH ASIGURARI DE VIATA S.A.	16.101.301	0,1%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI DE VIATA S.A.*	3.481.391	0,0%
GERMAN ROMANIAN ASSURANCE S.A.	1.625.789	0,0%
Total	18.166.275.770	100,0%

Sursa: ASF; * în cursul lunii august 2023, Signal Iduna Asigurări de Viață, fosta Ergo Asigurări de Viață, a primit aprobarea pentru a-și transfera portofoliul către Signal Iduna Asigurare Reasigurare

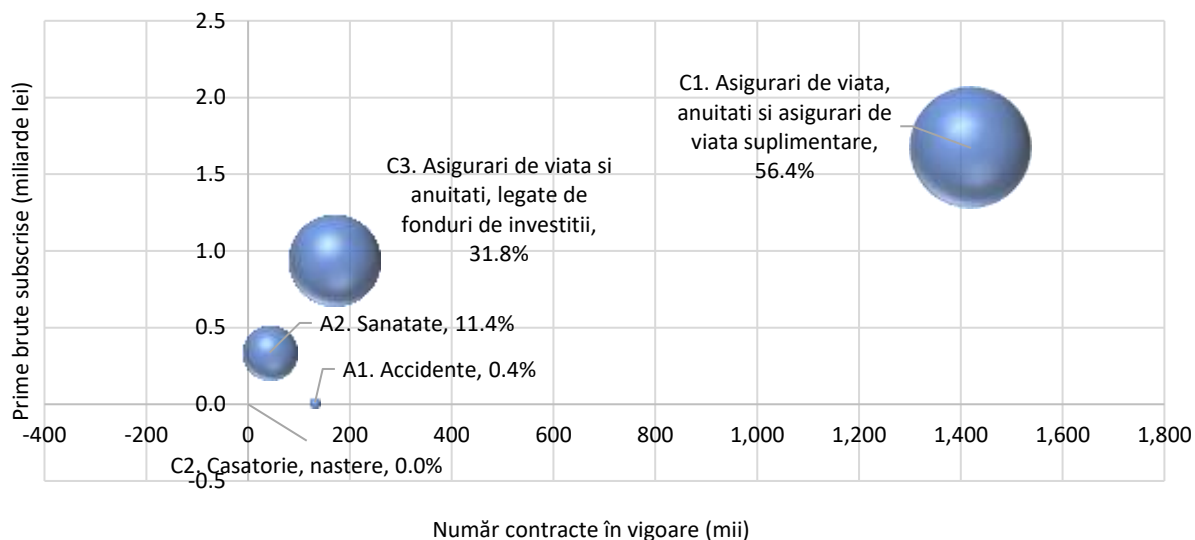
Din perspectiva dimensiunii (indiferent de modalitatea de măsurare - prime brute subscrise, active, rezerve tehnice), nicio societate de asigurare nu depășește 1% din PIB, deci nu ar exista argumente pentru a fi considerată sistemică potrivit acestui criteriu.

Din perspectiva analizei gradului de substituibilitate 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).

La 31 decembrie 2023, 12 societăți practica activitate de asigurări de viață, din care șase societăți desfășoară exclusiv activitate de asigurări de viață, iar șase sunt companii compozite.

Figura 64 Dimensiunea pieței asigurărilor de viață



Sursa: ASF

Gradul de concentrare este ridicat atât pe piața asigurărilor auto facultative, cât și pe cea aferentă asigurărilor auto obligatorii (RCA).

Primele 3 societăți pe piața RCA dețin o cotă cumulată de 57% din portofoliul de asigurări RCA din România (inclusiv sucursale), în scădere comparativ cu perioadele anterioare, pe fondul avansului înregistrat de volumul de prime brute subscrise de cele două sucursale ce derulează activitate pe acest segment.

Tabelul 21 Dimensiunea pieței RCA la 31 decembrie 2023

	Prime brute subscrise	Cotă de piață	Nr. contracte încheiate	Nr. unități anuale expunere
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	1.928.386.481	20,8%	1.359.217	1.325.824
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	856.525.842	9,3%	735.827	563.141
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	584.454.427	6,3%	435.180	427.960
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	901.260.682	9,7%	1.075.109	963.137
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	2.433.482.759	26,3%	2.554.484	2.161.122
EUROINS ROMÂNIA	651.973.484	7,0%	734.092	693.322
OMNIASIG VIG	555.528.487	6,0%	370.615	357.086
AXERIA IARD	789.074.634	8,5%	1.071.830	971.490
HD Insurance	551.628.552	6,0%	675.727	564.475
TOTAL	9.252.315.348	100,0%	9.012.081	8.027.556

Sursa: ASF; inclusiv sucursale

Valoarea primelor brute subscrise de societățile autorizate și reglementate de ASF s-a situat la circa 3,5 miliarde lei pentru segmentul asigurărilor auto facultative (Clasa A3), în creștere cu 16% comparativ cu anul

2022 (3,1 miliarde lei). Primele 3 societăți de asigurare însumează o cotă de piață de 74% din perspectiva volumului de prime brute subscrise pentru clasa A3 (fără sucursale).

Tabelul 22 Clasamentul societăților în funcție de cota de piață pentru clasa A3 în anul 2023

Societate	2023		2022	
	Prime brute subscrise	Cotă de piață	Prime brute subscrise	Cotă de piață
OMNIASIG VIG	1.088.963.584	30,7%	944.858.457	30,9%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	1.024.991.050	28,9%	812.604.807	26,6%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	513.985.376	14,5%	483.996.413	15,8%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	399.347.761	11,3%	307.944.943	10,1%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	298.600.054	8,4%	247.388.968	8,1%
Total 1-5	3.325.887.825	93,8%	2.796.793.588	91,4%
UNIQA ASIGURARI S.A.	121.138.732	3,4%	147.978.149	4,8%
ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	43.866.561	1,2%	41.601.572	1,4%
GARANTA ASIGURARI S.A.	17.147.860	0,5%	20.325.300	0,7%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	15.231.955	0,4%	8.800.785	0,3%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI S.A. (FOSTA ERGO ASIGURARI S.A.)	14.562.481	0,4%	12.943.558	0,4%
Altele	8.445.485	0,2%	30.602.617	1,0%
Total	3.546.280.899	100,0%	3.059.045.569	100,0%

Sursa: ASF; sunt incluse și datele Euroins la T1 2023

În anul 2023, primele brute subscrise pentru asigurările de garanții s-au situat la o valoare de circa 270 milioane lei, înregistrând o scădere cu aproximativ 9,5% față de anul anterior.

Tabelul 23 Clasamentul societăților în funcție de cota de piață pentru clasa A15 în anul 2023

Societate	Prime brute subscrise	Cotă de piață
ONIX ASIGURARI	90.021.643	33,32%
ABC ASIGURARI - REASIGURARI	54.846.814	20,30%
EXIM ROMANIA	48.664.940	18,01%
OMNIASIG VIG	17.351.442	6,42%
GROUPAMA ASIGURARI	17.338.231	6,42%
Total 1-5	228.223.070	84,46%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI	14.896.353	5,51%
ASIROM VIG	11.010.185	4,07%
ASITO KAPITAL	10.296.124	3,81%
EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE	4.801.867	1,78%
ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI	871.541	0,32%
Total 1-10	270.099.140	99,96%
Altele	106.477	0,04%
Total	270.205.617	100,00%

Tabelul 24 Clasamentul societăților în funcție de cota de piață pentru clasa A15 în anul 2022

Societate	Prime brute subscrise	Cotă de piață
ONIX ASIGURARI S.A.	136.967.404	45,9%
EXIM ROMANIA S.A.	41.827.944	14,0%
ABC ASIGURARI - REASIGURARI	39.153.557	13,1%
EUROINS ROMANIA	28.558.866	9,6%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	14.035.048	4,7%
Total 1-5	260.542.819	87,3%
OMNIASIG VIG	12.111.060	4,1%
ASITO KAPITAL S.A.	10.230.362	3,4%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	9.555.465	3,2%
ASIROM VIG S.A.	4.493.722	1,5%
ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI	1.373.291	0,5%
Total 1-10	298.306.719	99,9%
Altele	216.205	0,1%
Total	298.522.924	100,0%

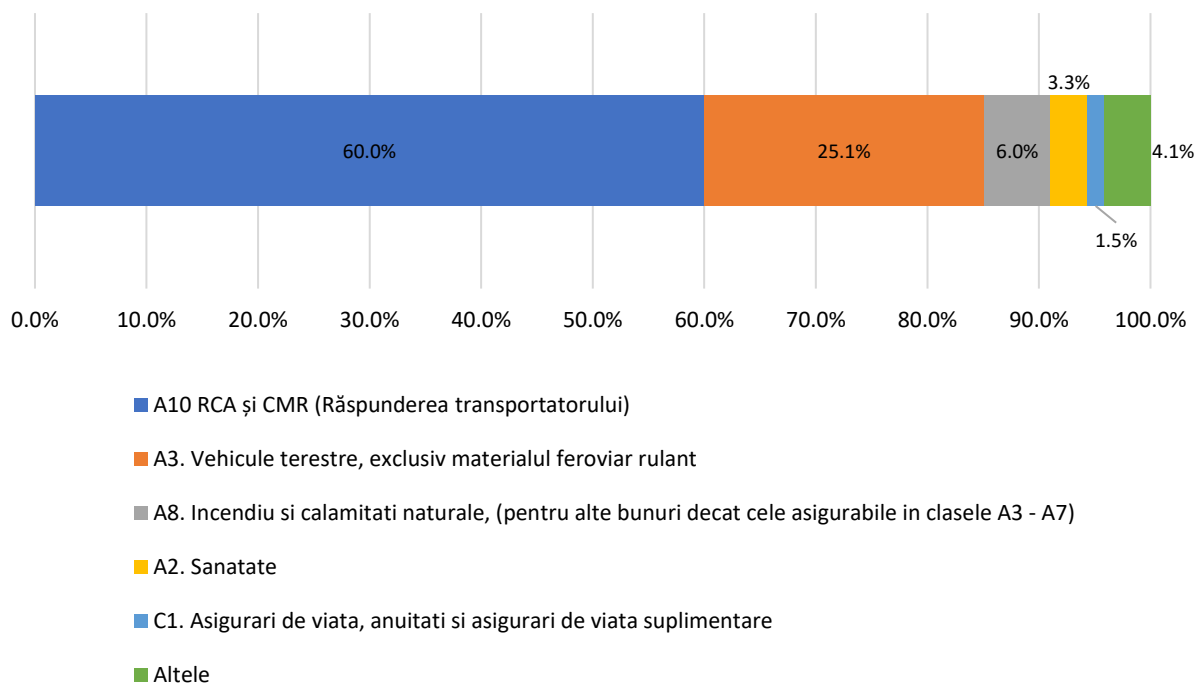
Sursa: ASF

Din punct de vedere al interconexiunilor, cea mai mare expunere a societăților de asigurare este față de obligațiunile guvernamentale, investițiile în această clasă de active deținând o pondere de 63% în valoarea totală a investițiilor (luând în calcul și activele deținute pentru contractele unit-linked). Dintre acestea, 97,8% sunt investiții în titluri de stat emise de administrația publică centrală, ceea ce arată că principala expunere a societăților de asigurare din perspectiva structurii investiționale este față de Ministerul Finanțelor.

Deși din perspectiva dimensiunii, interconexiunilor (riscul de credit) și gradului de substituibilitate nu există dovezi pentru a încadra o societate în categoria entităților relevante sistemic, gradul ridicat de concentrare și dependența pieței locale a asigurărilor de asigurările auto confirmă relevanța la nivel sectorial a societăților Groupama Asigurări și Allianz Țiriac. Argumentele ce stau la baza încadrării societăților ca entități financiare relevante sectorial (pe piața asigurărilor) sunt legate de dimensiunea societăților și numărul ridicat de contracte de asigurare încheiate, ambele societăți fiind autorizate să practice RCA.

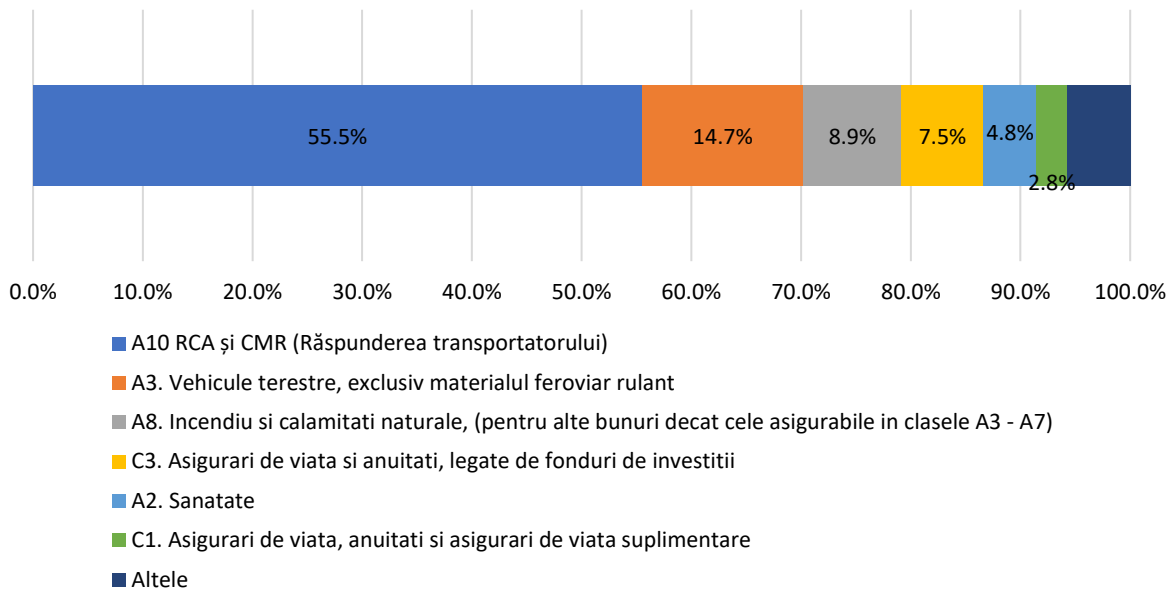
Cel mai mare volum de prime brute a fost subscris pentru asigurările auto (clasa A3 și A10), ce dețin o pondere de 85% în valoarea totală a primelor brute subscrise de Groupama în anul 2023, respectiv 70% în cazul societății Allianz Țiriac.

Figura 65 Structura societății Groupama pe clase de asigurări (asigurări generale și de viață)



Sursa: ASF

Figura 66 Structura societății Allianz Ţiriac pe clase de asigurări (asigurări generale și de viață)



Sursa: ASF

Concentrare

Se menține gradul ridicat de concentrare pe piața asigurărilor din România, măsurat atât din perspectiva volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurare, cât și pe societăți.

Totodată, sectorul asigurărilor rămâne dominat de asigurările generale ce dețin o pondere de 84% în volumul total de prime brute subscrise, în timp ce ponderea activității de asigurări de viață se menține la un nivel relativ redus, de 16%.

Asigurări generale

În ceea ce privește activitatea de asigurări generale, asigurările auto reprezintă 76% din acest sector, din perspectiva primelor brute subscrise, nivel relativ similar cu cel înregistrat în anul 2022 (76,9%). Se observă o ușoară scădere a ponderii primelor subscrise pentru asigurarea obligatorie de răspundere civilă auto (RCA), însă nu reprezintă o tendință de scădere a dependenței pieței locale de asigurările RCA. Statisticile prezentate în acest capitol cuprind activitatea derulată de societăților autorizate și reglementate de ASF, fără a fi luate în considerare și sucursalele ce derulează activitate pe teritoriul României, în baza dreptului de stabilire (Freedom of Establishment, FoE).

În prezent, pe piața RCA din România, pe lângă societățile autorizate și reglementate de ASF, își desfășoară activitatea și două sucursale (Axeria Iard și Hellas Direct), care în anul 2023 au subscris prime brute în valoare de peste 1,3 miliarde lei.

Figura 67 Evoluția gradului de concentrare pe clase de asigurări generale în funcție de primele brute subscrise

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
A1	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%
A2	2.9%	2.6%	3.0%	2.6%	2.9%	3.1%
A3	25.8%	26.5%	26.0%	23.4%	22.1%	23.3%
A4	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
A5	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%
A6	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%
A7	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
A8	13.2%	13.3%	13.3%	11.4%	10.9%	11.8%
A9	1.9%	2.0%	2.1%	1.8%	1.7%	1.7%
A10	46.5%	45.6%	45.1%	52.6%	54.8%	52.7%
A11	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
A12	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
A13	3.1%	3.1%	3.2%	2.6%	2.7%	3.0%
A14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
A15	2.9%	3.2%	5.0%	3.0%	2.2%	1.8%
A16	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%
A17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
A18	1.5%	1.6%	0.7%	1.0%	1.2%	1.2%

Sursa: ASF, sunt incluse doar societățile autorizate și reglementate de ASF (fără sucursale, FoE, și societăți care își desfășoară activitatea în baza libertății de a presta servicii, FoS)

Cel mai mare volum de prime brute a fost subscris de societatea Groupama, care deținea o cotă de piață de 26,5% pe segmentul asigurărilor generale, în creștere cu 5,5 pp față de anul 2022, urmată de Allianz Țiriac cu o cotă de 20,6% (+1,8 pp față de 2022).

Așadar, din perspectiva gradului de concentrare în funcție de primele brute subscrise de societăți, primele trei companii însumează o cotă de piață cumulată de circa 63% pe segmentul asigurărilor generale, în creștere față de situația înregistrată în anul 2022 (60%).

Tabelul 25 Cotele de piață aferente societăților autorizate și reglementate de ASF pentru activitatea de asigurări generale

Societate	2022		2023	
	PBS, lei	Cotă piață	PBS, lei	Cotă piață
ABC ASIGURARI - REASIGURARI S.A.	56.766.379	0,4%	79.748.939	0,5%
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	2.604.124.398	18,8%	3.133.839.022	20,6%
ALLIANZ-TIRIAC UNIT ASIGURARI S.A.	99.957.607	0,7%	111.107.439	0,7%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	1.051.696.329	7,6%	1.505.985.852	9,9%
ASITO KAPITAL S.A.	31.864.016	0,2%	35.907.909	0,2%
EAZY ASIGURARI S.A.	N/A	N/A	0	0,0%
EUROINS ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	2.781.419.881	20,1%	701.524.294	4,6%

Societate	2022		2023	
	PBS, lei	Cotă piață	PBS, lei	Cotă piață
EUROLIFE FFH ASIGURARI GENERALE S.A.	28.823.149	0,2%	41.156.556	0,3%
EXIM ROMANIA S.A.	62.215.065	0,4%	76.606.999	0,5%
GARANTA ASIGURARI S.A.	47.956.688	0,3%	49.549.975	0,3%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	793.168.513	5,7%	1.302.312.278	8,6%
GERMAN ROMANIAN ASSURANCE S.A.	1.819.059	0,0%	1.625.789	0,0%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	485.097.667	3,5%	932.224.819	6,1%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	2.916.702.802	21,0%	4.024.814.464	26,5%
NN ASIGURARI S.A.	11.315.267	0,1%	19.203.320	0,1%
OMNIASIG VIG	2.119.615.437	15,3%	2.381.726.531	15,7%
ONIX ASIGURARI S.A.	136.967.404	1,0%	90.021.643	0,6%
POOL-UL DE ASIGURARE P.A.I.D.	177.966.857	1,3%	205.290.467	1,4%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI S.A.	70.324.274	0,5%	93.141.920	0,6%
UNIQA ASIGURARI S.A.	382.193.316	2,8%	414.855.122	2,7%
TOTAL	13.859.994.108	100,0%	15.200.643.338	100,0%

Sursa: ASF, sunt incluse doar societățile autorizate și reglementate de ASF (fără sucursale, FoE, și societăți care își desfășoară activitatea în baza libertății de a presta servicii, FoS)

Asigurări de viață

În ceea ce privește segmentul asigurărilor de viață, acesta este dominat de asigurările de viață tradiționale (clasa C1) și asigurările de viață cu componentă investițională (clasa C3) ce dețin o pondere cumulată de 88% în volumul total de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață.

Figura 68 Evoluția gradului de concentrare pe clase de asigurări de viață în funcție de primele brute subscrise

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
C1	70.7%	62.8%	64.9%	63.6%	66.0%	56.5%
C2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
C3	24.0%	29.9%	26.9%	28.5%	23.6%	31.8%
A1	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%
A2	5.0%	7.0%	8.0%	7.6%	10.2%	11.4%

Sursa: ASF, sunt incluse doar societățile autorizate și reglementate de ASF (fără sucursale, FoE, și societăți care își desfășoară activitatea în baza libertății de a presta servicii, FoS)

Creșterea ponderii clasei C3 de la 24% la 32% a avut loc ca urmare a creșterii valorii primelor brute subscrise pe acest segment, cu 50%, concomitent cu o reducere ușoară (-4%) a volumului de prime brute subscrise pentru clasa C1.

Tabelul 26 Cotele de piață aferente societăților autorizate și reglementate de ASF pentru activitatea de asigurări de viață

Societate	2022		2023	
	PBS, lei	Cotă piață	PBS, lei	Cotă piață
ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI S.A.	274.708.980	10,4%	358.501.882	12,1%
ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	96.154.689	3,6%	96.440.037	3,3%
BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP S.A.	459.925.545	17,4%	478.636.130	16,1%
BRD ASIGURARI DE VIATA S.A.	232.148.052	8,8%	295.024.962	10,0%
EUROLIFE FFH ASIGURARI DE VIATA S.A.	14.670.094	0,6%	16.101.301	0,5%
GARANTA ASIGURARI S.A.	4.841.693	0,2%	5.921.533	0,2%
GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	113.568.809	4,3%	124.289.526	4,2%
GRAWE ROMANIA ASIGURARE S.A.	51.278.195	1,9%	54.467.259	1,8%
GROUPAMA ASIGURARI S.A.	57.345.972	2,2%	62.313.929	2,1%
NN ASIGURARI DE VIATA SA	970.098.062	36,6%	1.019.391.746	34,4%
SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE S.A.	205.011.432	7,7%	274.042.129	9,2%
SIGNAL IDUNA ASIGURARI DE VIATA S.A. (FOSTA ERGO ASIGURARI DE VIATA S.A.)	13.266.064	0,5%	3.481.391	0,1%
UNIQA ASIGURARI DE VIATA SA	153.973.023	5,8%	177.020.607	6,0%
TOTAL	2.646.990.610	100,0%	2.965.632.432	100,0%

Sursa: ASF, sunt incluse doar societățile autorizate și reglementate de ASF (fără sucursale, FoE, și societăți care își desfășoară activitatea în baza libertății de a presta servicii, FoS)

Cel mai mare volum de prime brute a fost subscris de societatea NN asigurări de Viață, care deținea o cotă de piață de 34,4% pe segmentul asigurărilor de viață, în scădere cu 2,2 pp față de anul 2022, urmată de BCR Asigurări de Viață, cu o cotă de 16,1% (-1,3 pp față de 2022).

Așadar, din perspectiva gradului de concentrare în funcție de primele brute subscrise de societăți, primele trei companii însumează o cotă de piață cumulată de 62,6% pe segmentul asigurărilor de viață, în ușoară scădere față de situația înregistrată în anul 2022 (64,4%).

5. Stabilitatea pieței pensiilor private

Diminuarea avansului inflaționist pe parcursul anului 2023 a avut o influență pozitivă în piețele financiare, acestea recuperând o parte din deprecierea 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. Fondurile de pensii private din România au înregistrat creșteri importante ale activelor în anul 2023, 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 2023 au fost operate plăți în Pilonul II în valoare de 919 milioane de lei (0,73% din activele totale de la finalul lunii decembrie), respectiv 113 milioane de lei în Pilonul III (2,38% din active totale). Riscul de lichiditate se află de asemenea la un nivel scăzut, un procent de 1,14% din activele întregului sistem fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt (aprox. 1,5 miliarde de lei). Politica investițională din cadrul portofoliilor fondurilor de pensii private continuă să fie axată pe piața financiară locală (aproximativ 93% din active având emitenți români), orientată în special în instrumente cu venit fix (73%) și acțiuni (23%).

Riscul de piață este în general gestionat către administratori prin diversificare, dar și 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 mediu spre ridicat, ca urmare a așteptărilor de persistență a ratelor ridicate ale dobânzii și ale inflației, într-un context de continuare a incertitudinilor globale, amplificate de intensificarea presiunilor geopolitice, ca urmare a declanșării unui nou conflict armat în Orientul Mijlociu. Într-un scenariu *high for long*, economia reală poate fi afectată negativ, piețele financiare reflectând în cele din urmă vulnerabilitățile create și ajustându-și în mod natural primele de risc asociate așteptărilor cu privire la randamente.

Riscul de credit se menține redus datorită cerințelor de calitate ridicată a emitenților instrumentelor cu venit fix deținute de fonduri, marea majoritate fiind titluri de stat și obligațiuni corporative.

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 69% 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.

Riscul operațional se află la un nivel redus, administratorii fondurilor de pensii monitorizând/evaluând permanent procesele operaționale pentru a diminua acest risc. Până în acest moment nu au fost raportate atacuri cibernetice asupra industriei fondurilor de pensii.

5.1. Piața pensiilor private în context european

Potrivit raportului OECD, *Pensions at a Glance 2023*, publicat în luna decembrie 2023, la nivel global au fost constituite active substanțiale destinate pensionării. Activele aferente planurilor de pensii se situau la nivelul de 87% din suma PIB-urilor tuturor țărilor OECD la sfârșitul anului 2022, ceea ce reprezintă mai puțin de procentul de 100% înregistrat în urmă cu doi ani. Aproape două treimi dintre țările OECD au constituit, de asemenea, rezerve de pensii publice pentru a sprijini funcționarea sistemelor publice de pensii pe măsură ce se operează plăți. Pentru aceste țări, activele din fondurile de rezervă pentru pensii publice³² reprezentau 12% din suma PIB-urilor la sfârșitul anului 2022, nivel mai redus comparativ cu 14% în urmă cu doi ani.

Activele planurilor de pensii din zona OECD se ridicau la valoarea de 51,5 trilioane USD la sfârșitul anului 2022. Statele Unite au reprezentat cea mai mare piață a pensiilor private din zona OECD, cu active în valoare de 35 trilioane USD, reprezentând 67,9% din totalul OECD. Alte țări din OECD cu sisteme importante de pensii sunt Canada, cu active în valoare de 3,1 trilioane dolari și o cotă de 6,1% din piața de pensii din OECD în 2022; Marea Britanie, 2,6 trilioane dolari și o cotă de 5%; Australia, 2,1 trilioane dolari și o cotă de 4,1%; Olanda, 1,5 trilioane dolari și o cotă de 3%; Elveția, 1,3 trilioane USD și o cotă de 2,5%; și Japonia, 1,3 trilioane USD și o cotă de 2,5%.

În șapte țări din OECD, activele au depășit dimensiunea PIB-ului: Danemarca (192,3%), Islanda (186,1%), Canada (152,8%), Elveția (152,4%), Țările de Jos (150,7%), Statele Unite (137,5%) și Australia (131,4%). Aceste țări au planuri de pensii de mult timp și, cu excepția Canadei și a Statelor Unite, au sisteme de pensii private obligatorii sau cvasi-obligatorii. În schimb, raportul active/PIB a fost sub 20% în 18 țări OECD, inclusiv în unele dintre acestea cu programe de înscriere obligatorie sau automată relativ recente (cum ar fi Letonia, Lituania și Polonia) sau cu o participare relativ scăzută a populației în vârstă de muncă (cum ar fi Franța, Grecia, Italia). Grecia a înregistrat cea mai mică valoare a activelor în raport cu PIB-ul dintre țările OECD (sub 1%).

În economiile G20 din afara OECD, mărimea activelor planurilor de pensii a variat, de asemenea, foarte mult, de la 78,2% în Africa de Sud la 1,7% din PIB în Indonezia (pentru fondurile de pensii ale angajatorilor și fondurile de pensii ale instituțiilor financiare).

Tabelul 27 Evoluția gradului de penetrare al pensiilor private în anul 2022 (activele totale ale instrumentelor de economisire pentru pensionare % PIB)

	Active % PIB 2012	Active % PIB 2022
Danemarca	190.0	192.3
Islanda	139.1	186.1
SUA	122.7	137.5
Suedia	65.6	97.9
Croația	15.9	28.2
Kosovo	15.0	27.1
Letonia	7.6	16.3
Estonia	9.8	13.0

³² (PPRFs-public pension reserve funds)

Slovenia	9.3	13.7
Macedonia de Nord	4.6	14.6
Bulgaria	6.9	11.7
Spania	13.3	11.8
Italia	6.6	11.3
Franța	8.2	10.9
Lituania	4.3	8.7
Cehia	6.7	8.8
Slovenia	6.3	7.0
România	1.6	7.1
Ungaria	3.8	4.2
Serbia	0.4	0.7
Albania	0.0	0.3

Sursa: OECD - Pension Markets in Focus preliminary 2022 data, ediția din decembrie 2023

Pe plan european, piețele fondurilor de pensii private sunt diferite structural de piața din România. Majoritatea produselor sunt facultative și predomină în multe țări fondurile de pensii ocupaționale. În acest context, portofoliile agregate ale fondurilor de pensii europene, existente într-un număr mult mai mare, sunt investite într-un mix de active financiare, în special obligațiuni și acțiuni.

Structura investițională a portofoliilor influențează randamentele obținute de vehiculele investiționale. Astfel, o alocare importantă a portofoliului către active riscante implică randamente potențiale mai mari, dar și o volatilitate mai crescută a randamentului. Activele din planurile de pensii și din fondurile de rezervă pentru pensii publice sunt investite în principal în obligațiuni și acțiuni. Proporțiile de acțiuni și obligațiuni din portofolii variază considerabil de la o țară la alta, dar există, în general, o preferință mai mare pentru obligațiuni.

În majoritatea țărilor, obligațiunile și acțiunile au fost cele două clase principale de active în care au fost investite activele planurilor de pensii la sfârșitul anului 2022, reprezentând mai mult de jumătate din investiții în 32 din cele 38 de țări OECD și în trei jurisdicții G20 care nu fac parte din OECD. Proporția combinată de obligațiuni și acțiuni a fost cea mai mare (relativ la dimensiunea portofoliului) în Chile (97,7%), Mexic (96,2%) și Polonia (95,2%). Activele planurilor de pensii pot fi fost investite în aceste instrumente fie direct, fie indirect, prin intermediul organismelor de plasament colectiv (OPC).

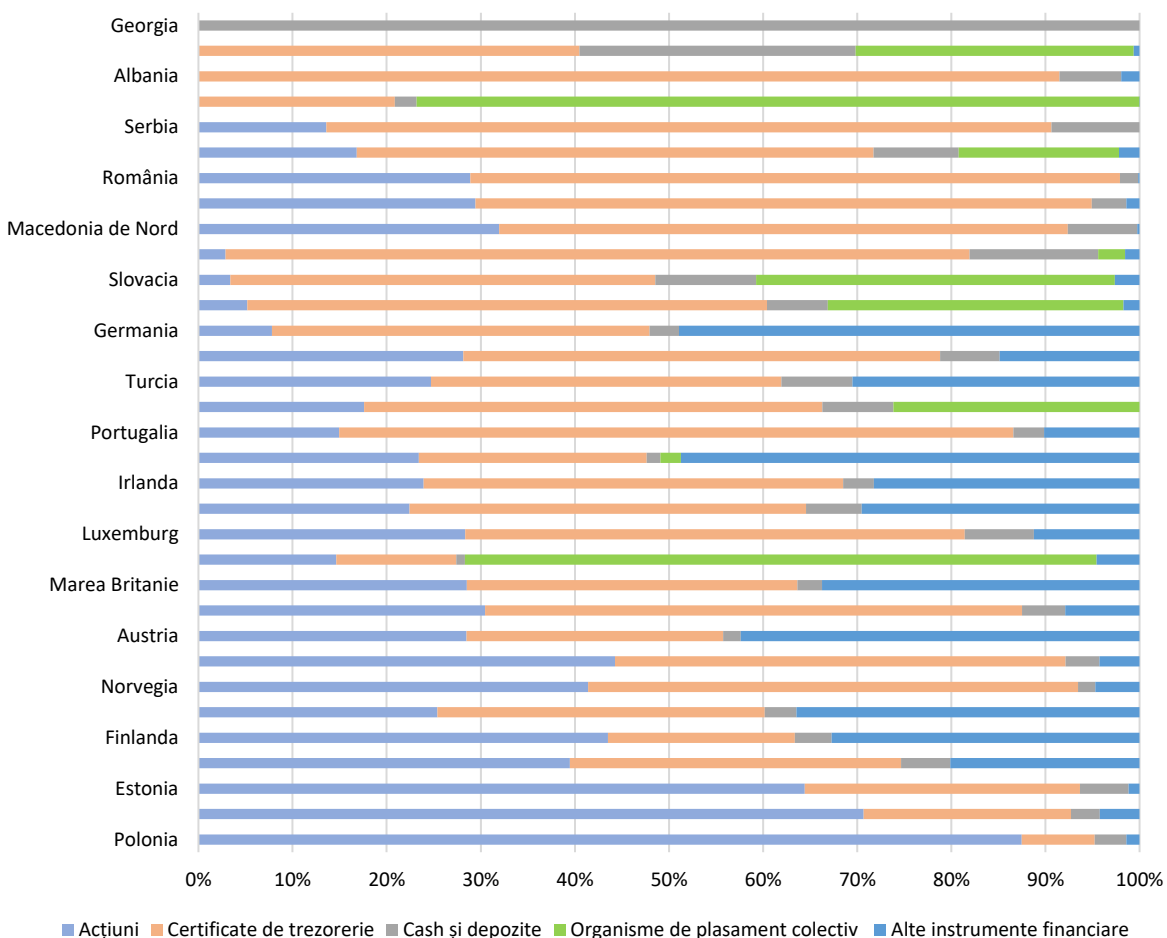
Reglementările privind investițiile din unele țări pot impune, de asemenea, furnizorilor de pensii să investească o anumită proporție din activele lor în instrumente financiare specifice. Fondurile de pensii au investit chiar peste 50% din activele lor în acțiuni în trei jurisdicții de raportare: Polonia (91%), unde fondurile de pensii deschise (OFE - open pension funds) nu au voie să investească în obligațiuni de stat, Lituania (74,6%) și Estonia (59,1%) printre țările OECD.

Depozitele bancare și conturile curente reprezentau, de asemenea, o parte semnificativă din activele planurilor de pensii în unele țări OCDE și în Indonezia la sfârșitul anului 2022. De exemplu, proporția numerarului și a depozitelor era de 26,9% din activele planurilor de pensii în Indonezia, 20,4% în Coreea, 13,7% în Cehia, 11,7% în Australia și 10,7% în Slovacia³³.

³³ Fondurile de pensii din Slovacia au avut nevoie de lichidități și și-au majorat deținerile de numerar cu 8 puncte procentuale în 2022 pentru a efectua transferul de active de la fondurile de obligațiuni la noile fonduri de pensii cu ciclu de viață implicit în 2023.

În majoritatea țărilor raportoare, investițiile mai puțin lichide, precum împrumuturile, bunurile imobiliare (terenuri și clădiri) sau fondurile de investiții private (prezentate ca "alte instrumente financiare" în grafic) reprezentau doar cote relativ mici din investițiile activelor planurilor de pensii la sfârșitul anului 2022, cu toate că au existat unele excepții. Activele imobiliare au fost o componentă semnificativă a portofoliilor furnizorilor de pensii (direct sau indirect prin intermediul OPC) în țări precum Canada (12,4% din totalul activelor) și Elveția (23,6%).

Figura 69 Structura investițională a mijloacelor de economisire pentru pensionare în statele europene în anul 2022 sau în ultimul an disponibil (%)

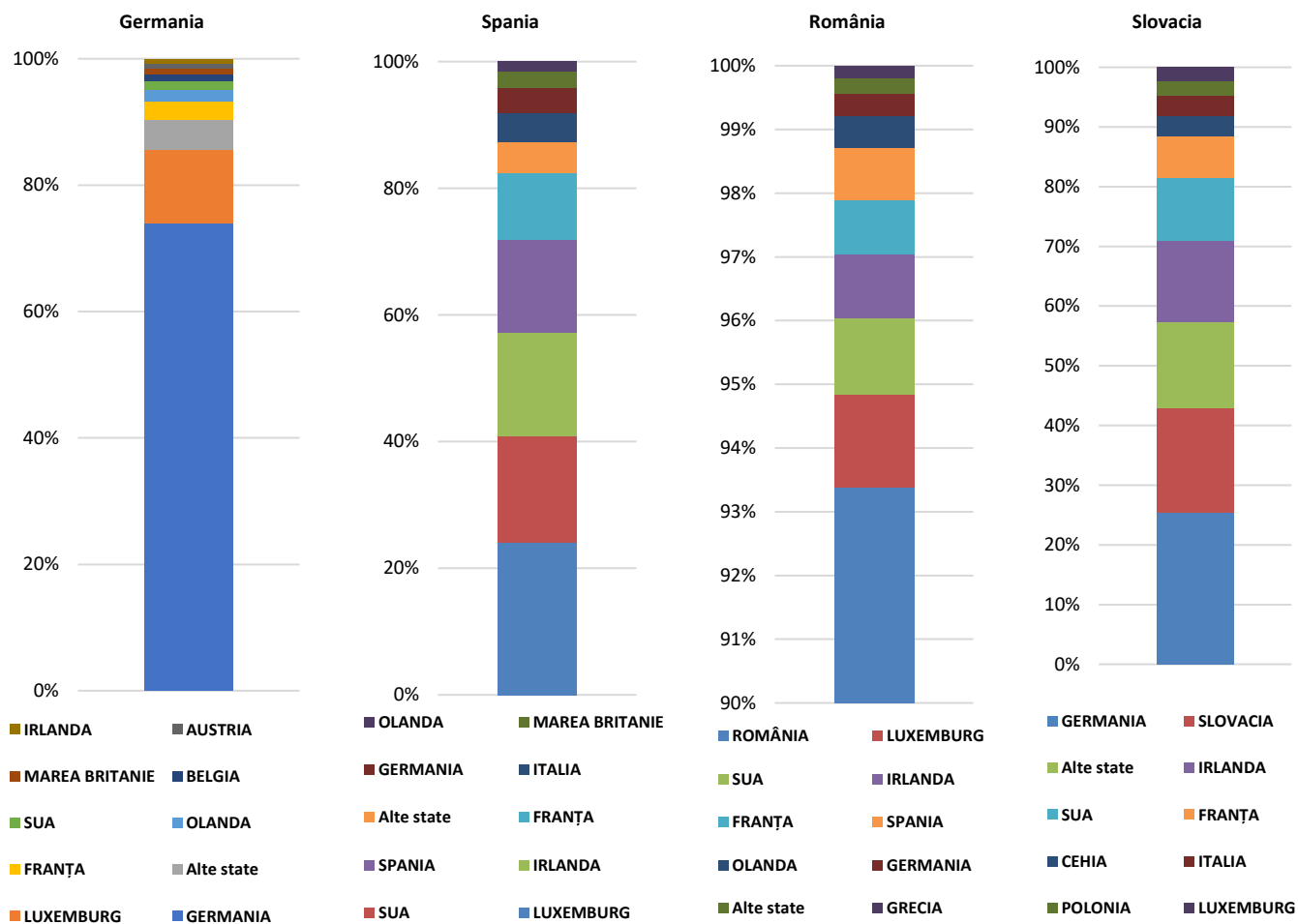


Sursa: OECD (2023), Pension Markets in Focus 2023 și Pensions at a Glance 2023

Referitor la expunerea pe țări a activelor fondurilor de pensii, potrivit datelor publicate de EIOPA, în trimestrul III 2023, Germania deținea o pondere de circa 74% în active germane, 12% în active din Luxemburg și 14% în alte state. Spania deținea o pondere de aproximativ 24% în active din Luxemburg, 17% în active din SUA și 59% în alte state. Slovacia deținea o pondere de 25% în active germane, 18% în active

slovice și 57% în alte state. România deținea o pondere de 93% în active românești, 1% în active din SUA și 5% în alte state.

Figura 70 Expunerea pe țări a activelor fondurilor de pensii la 30 septembrie 2023

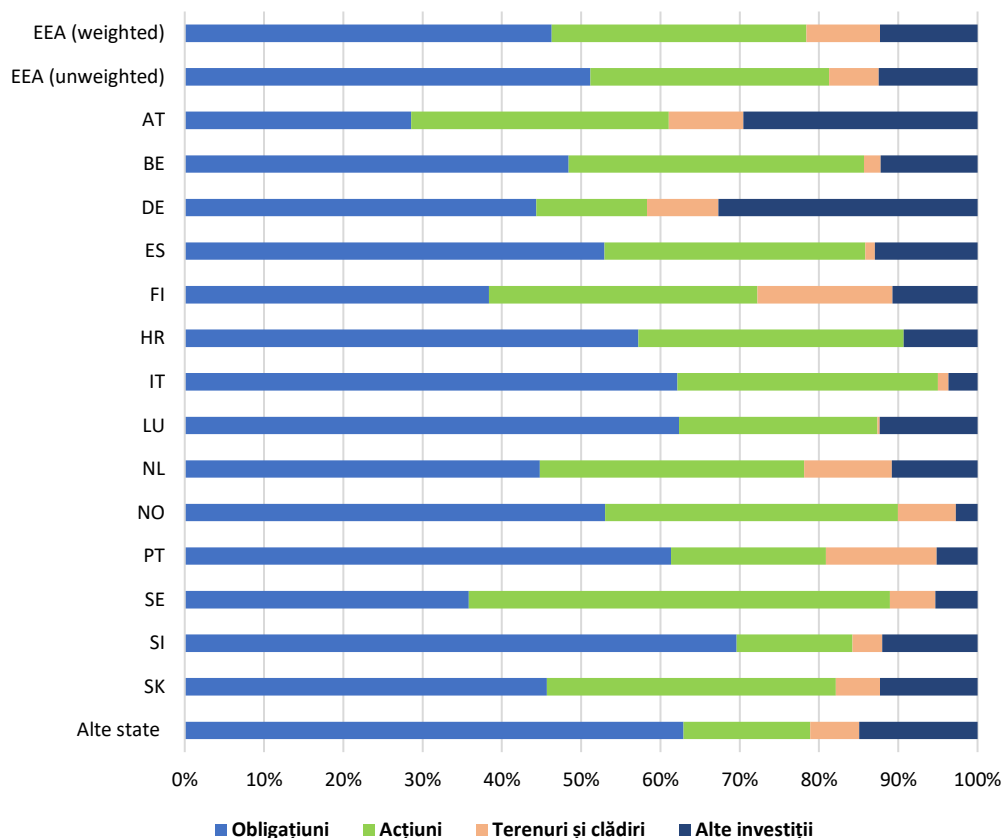


Sursa: EIOPA, Occupational Pensions Statistics, Asset Exposures Q3 2023

Performanța portofoliului rămâne o preocupare cheie pentru IORP, în contextul în care randamentul investițiilor ar putea fi afectat negativ de o potențială deteriorare a condițiilor economice și ale piețelor financiare. În cazul planurilor de pensii cu beneficii definite, acest lucru ar putea necesita un sprijin suplimentar din partea angajatorului care sponsorizează planul de pensie, în timp ce pentru beneficiarii planurilor cu contribuții definite acest lucru se traduce prin plăți mai mici ale pensiilor. Impactul potențial depinde de particularitățile IORP din statele membre și de alocarea activelor acestora.

Situația macroeconomică poate crea, de asemenea, riscuri pentru portofoliile de investiții. O scădere a activităților economice și a cererii agregate ar putea avea un impact negativ asupra societăților nefinanciare, ceea ce ar putea duce la o scădere a ratingului de credit sau la insolvențe și ar putea avea un impact grav asupra portofoliilor de investiții ale instituțiilor de pensii ocupaționale.

Figura 71 Structura investițională a fondurilor de pensii ocupaționale în statele europene în T2 2023 (%)



Sursa: Raportul privind stabilitatea financiară EIOPA – Decembrie 2023, Statisticile EIOPA privind IORP.

Notă: Categoria "obligațiuni" include obligațiunile guvernamentale, obligațiunile corporative, creditele ipotecare și împrumuturile, fondurile de creanțe și fondurile de piață monetară. Categoria "acțiuni" include acțiuni directe, fonduri de capitaluri proprii și fonduri de capital privat. Categoria "Terenuri și clădiri" constă în proprietăți imobiliare directe, fonduri imobiliare și fonduri de infrastructură, iar "alte investiții" constă în alte investiții directe, fonduri de alocare a activelor, fonduri alternative și alte fonduri. EEA (w) este media ponderată pentru Spațiul Economic European. EEA (un-w) este media neponderată pentru Spațiul Economic European.

În trimestrul II 2023, fondurile de pensii ocupaționale din statele europene, au investit în cea mai mare parte în obligațiuni, acțiuni și în categoria „alte investiții”. Dintre țările analizate, în cazul Sloveniei a fost observat cel mai semnificativ procent al portofoliului investițional în obligațiuni (70%). La polul opus se află Austria cu un procent de 29%.

Conform evaluărilor EIOPA³⁴, principalele riscuri pentru fondurile de pensii la nivel European sunt reprezentate de schimbările climatice și rămân o prioritate cheie. De asemenea, atacurile cibernetice au o tendință de creștere, iar îngrijorările legate de un posibil conflict geopolitic hibrid se mențin. Evaluarea în materie de supraveghere a digitalizării și a riscurilor cibernetice a crescut în prima jumătate a anului 2023.

³⁴ February 2024 IORP Risk Dashboard

Tabloul Riscurilor publicat de către EIOPA arată că expunerea IORP la riscurile de piață și de randament al activelor se situează în prezent la un nivel ridicat, ceea ce face ca această categorie de risc să fie cea mai relevantă pentru sector, având în vedere volatilitatea încă ridicată a piețelor de obligațiuni. Riscurile macroeconomice se situează la un nivel mediu: există evoluții pozitive legate de o reducere a inflației prognozate, parțial contrabalansate de o perspectivă de creștere a PIB-ului care rămâne slabă în raport cu standardele istorice. Riscurile de lichiditate se situează tot la un nivel mediu, dar prezintă o tendință de creștere în comparație cu trimestrul precedent, determinată de evoluția pozițiilor pe instrumente financiare derivate. Toate celelalte categorii de risc sunt evaluate în prezent la un nivel mediu, cu creșteri preconizate pentru riscurile de credit, precum și pentru riscurile de digitalizare și cibernetice în următoarele 12 luni.

5.2. Entități relevante sistemic

Activele totale cumulate pentru Pilonul II și III depășeau valoarea de 131 miliarde lei la sfârșitul lunii decembrie 2023; raportate la PIB, **activele totale cumulate ale sistemului de pensii private din România reprezentau circa 8,48% din PIB anual** (calculat ca suma ultimelor 4 trimestre).

Tabelul 28 Dimensiunea sectorului sistemului de pensii private din România (active totale raportate la PIB)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fonduri de pensii private	3,64%	4,39%	4,88%	5,17%	6,06%	7,32%	7,79%	7,10%	8,48%
*PIB calculat ca suma ultimelor 4 trimestre (T3 2022 – T2 2023)									

Sursa: INS, calcule ASF

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

Tabelul 29 Dimensiunea sistemică a fondurilor de pensii private

Tip fond	Fond	Activ total (mil. Lei) 31 dec. 2023	% în PIB la 31 dec. 2023
P2	FPAP NN	43,148	2.78%
P2	FPAP AZT VIITORUL TAU	26,655	1.72%
P2	FPAP METROPOLITAN LIFE	17,937	1.16%
P2	FPAP VITAL	12,914	0.83%
P2	FPAP ARIPI	11,603	0.75%
P2	FPAP BCR	9,032	0.58%
P2	FPAP BRD	5,445	0.35%
P3	FPF NN OPTIM	2,083	0.13%
P3	FPF BCR PLUS	752	0.05%
P3	FPF NN ACTIV	587	0.04%
P3	FPF AZT MODERATO	462	0.03%
P3	FPF BRD MEDIO	232	0.01%
P3	FPF PENSIA MEA	218	0.01%
P3	FPF RAIFFEISEN ACUMULARE	194	0.01%
P3	FPF AZT VIVACE	160	0.01%
P3	FPF STABIL	45	0.00%
P3	FPF AEGON ESENTIAL	15	0.00%

P2	Total Pilon II	126,735	8.17%
P3	Total Pilon III	4,747	0.31%
P2+P3	Grand Total	131,483	8.48%

Sursa: calcule ASF

Trei 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 determine șocuri de lichiditate și de preț asupra piețelor financiare prin vânzări forțate de active generat de un flux ridicat de plăți a activului personal.

Pentru sistemul de pensii private din România, riscurile privind stabilitatea și buna funcționare a fondurilor de pensii se mențin la niveluri reduse, având în vedere mecanismul de implementare și funcționare a sistemului de pensii private din România de tip contribuții definite cu garanții absolute și relative. În plus, unul dintre mecanismele importante de protejare a drepturilor participanților, ce contribuie la stabilitatea sistemului de pensii private, este separarea activelor administratorilor de activele fondurilor de pensii private.

5.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România

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

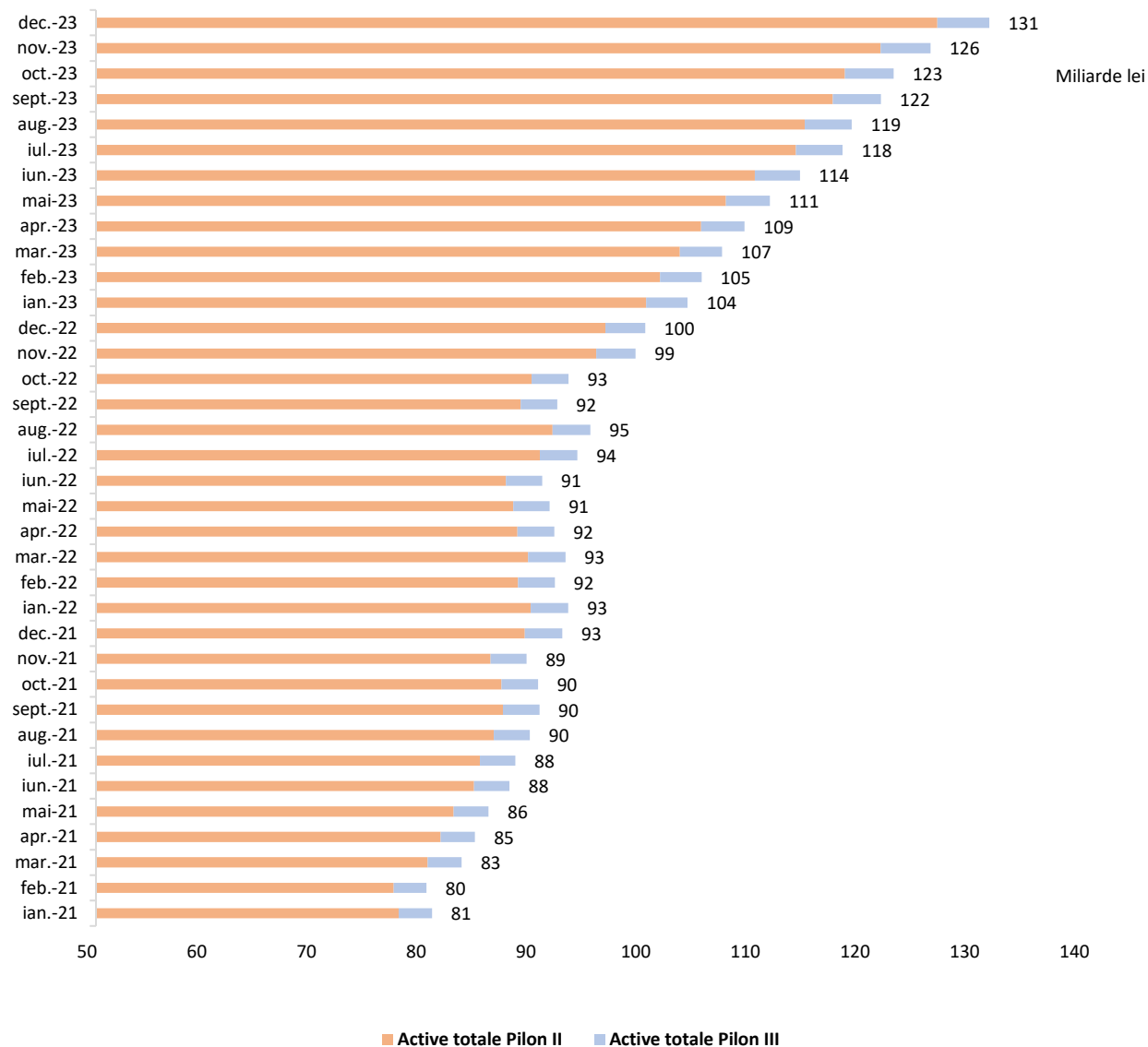
În anul 2020, a fost instituit cel de-al patrulea pilon de pensii, respectiv sistemul de pensii ocupaționale. La începutul anului 2020, Parlamentul a adoptat *Legea nr. 1/2020 privind pensiile ocupaționale*, care transpune prevederile *Directivei UE 2341/2016 privind activitățile și supravegherea instituțiilor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

Valoarea activelor totale aflate în administrare, la nivelul întregului sistem de pensii private, a atins la finalul lunii decembrie 2023 nivelul de 131,5 miliarde de lei (26,4 miliarde de euro), cu un număr de 8.86 milioane de participanți.

La 31 decembrie 2023, 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 73% din totalul portofoliului investițional al fondurilor de pensii private, în timp ce un procent de 23% a fost investit în acțiuni.

Figura 72 Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private



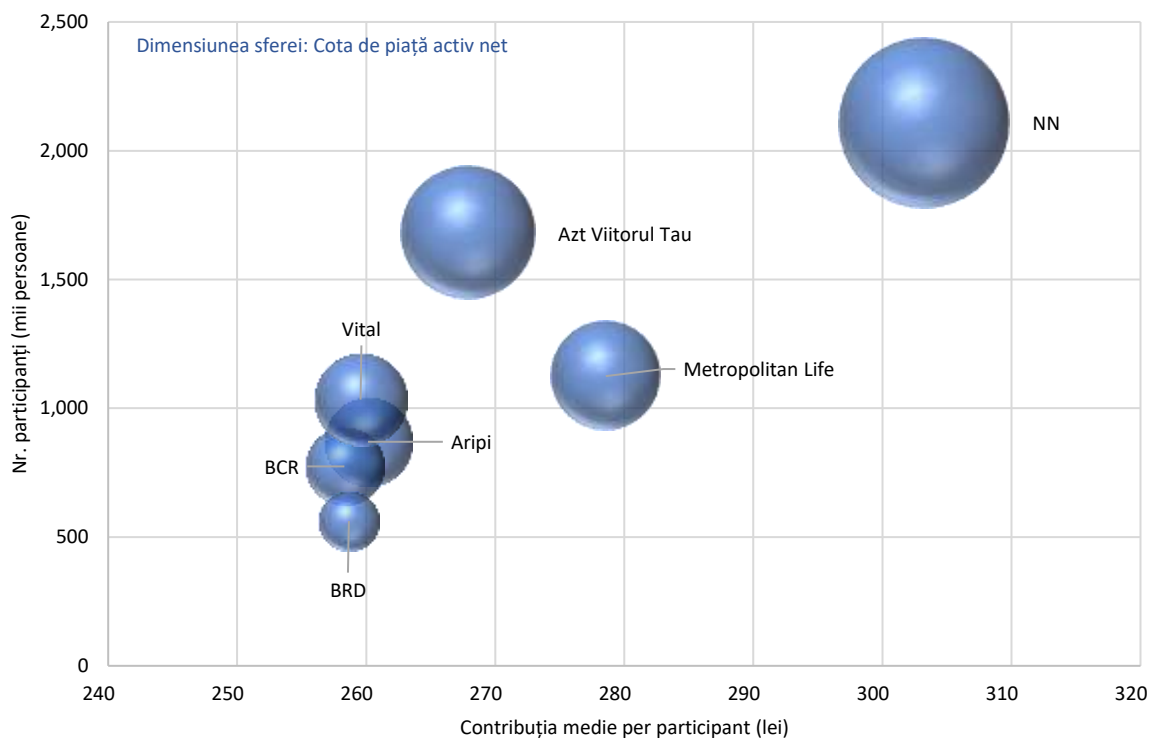
Sursa: prelucrare ASF

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 2023, au fost virate contribuții brute către fondurile de pensii administrate privat în cuantum de 12,82 miliarde lei, cu 17% mai mult comparativ cu anul anterior. În Pilonul III au fost virate contribuții brute în valoare de 601 milioane lei, în creștere cu 20% față de anul 2022.

La nivelul fondurilor de pensii administrate privat, contribuția medie a participanților în luna decembrie 2023 a fost de circa 276 lei, înregistrând o creștere de 17% comparativ cu aceeași dată a anului anterior. Fondul de pensii administrate privat cu cea mai mare contribuție medie per participant, dar și cu cei mai mulți participanți înscriși a fost FPAP NN, având o cotă de piață de aproximativ 34% (calculată după activele nete).

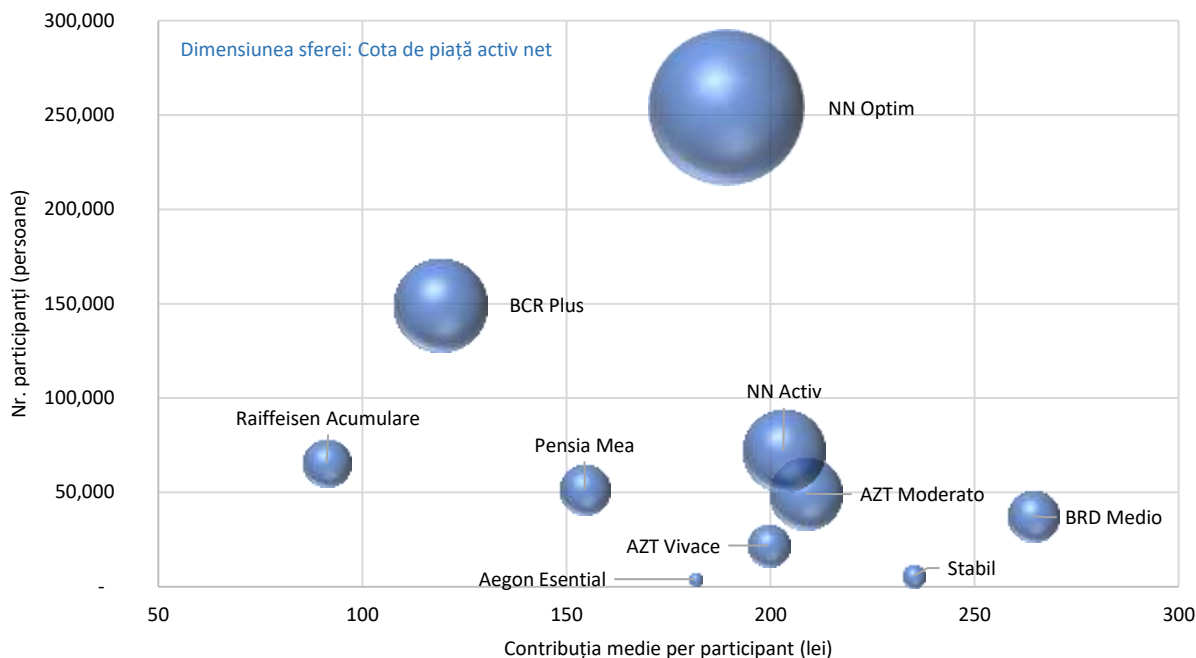
Figura 73 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2023



Sursa: prelucrare ASF

În ceea ce privește fondurile de pensii facultative, contribuția medie per participant în luna decembrie 2023 a fost de aproximativ 168 lei, în scădere cu 0,7% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2022. 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 (44%).

Figura 74 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2023



Sursa: prelucrare ASF

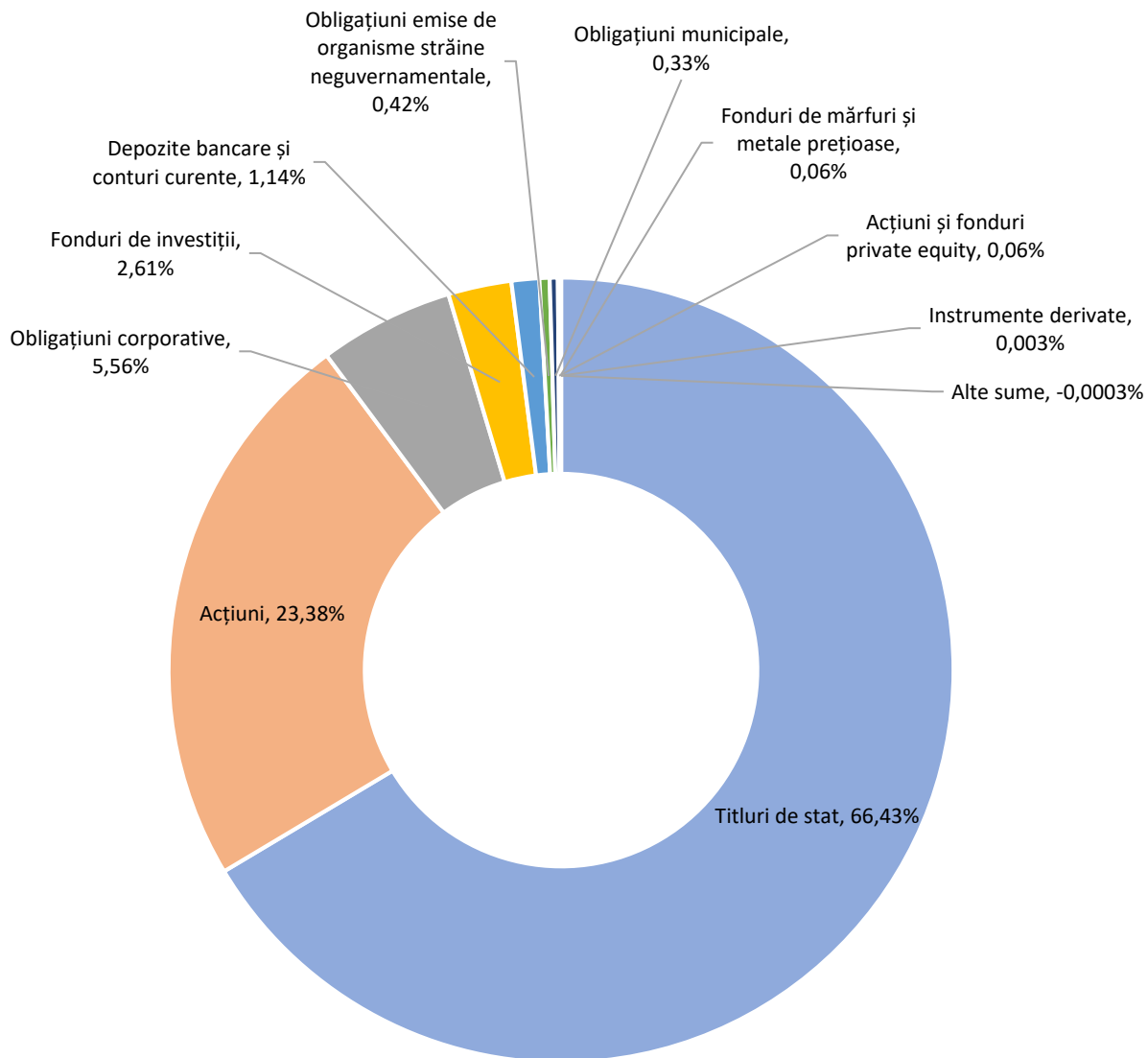
Fondurile de pensii private au un profil de risc moderat, iar activele cu risc scăzut în care investesc preponderent sunt titlurile de stat. Astfel, investițiile fondurilor de pensii private se realizează preponderent în obligațiuni suverane, urmate de companii listate pe piața de capital, care sunt transparente și care respectă governanța 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). La 31 decembrie 2023, ponderea instrumentelor cu venit fix era de aproximativ 73% din portofoliile fondurilor de pensii private, iar 66,4% din active erau investite în titluri emise de statul român. Încă de la înființarea fondurilor de pensii private, investițiile acestora s-au realizat preponderent în emitenți din România, la finalul lunii decembrie 2023, plasamentele fondurilor de pensii fiind efectuate local în procent de 93,1%. Majoritatea instrumentelor românești sunt reprezentate de titluri

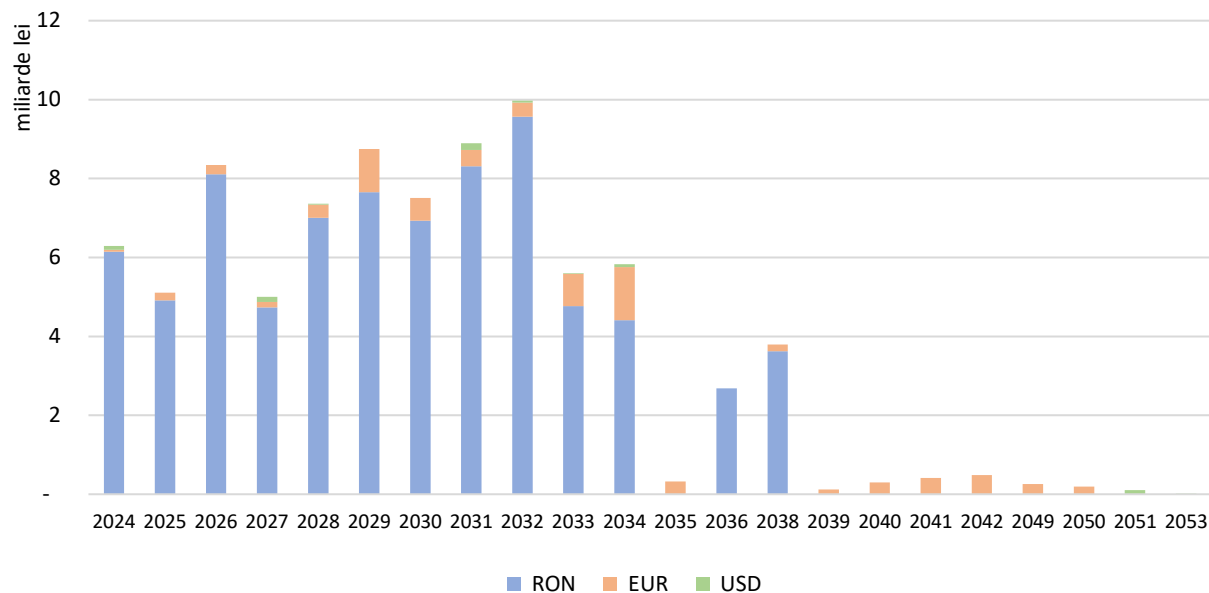
de stat, acțiuni listate la Bursa de Valori București, obligațiuni corporative, fonduri de investiții și depozite bancare.

Figura 75 Structura activelor fondurilor de pensii private (Pilon II și Pilon III) la 31 decembrie 2023



Sursa: prelucrare ASF

Figura 76 Anul maturității titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private la data de 31 decembrie 2023



Sursa: prelucrare ASF

Titlurile de stat din portofoliile fondurilor de pensii private sunt emise de statul român și sunt denuminate în RON (90,3%), EUR (9,0%) și USD (0,8%). Din punct de vedere al orizontului investițional, majoritatea sunt deținute pe termen mediu, cu data maturității până în anul 2034 (aproximativ 90% din totalul titlurilor de stat), restul fiind emisiuni pe termen lung, cu data maturității până în 2053.

Tabelul 30 Principalele investiții în acțiuni ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2023

Denumire emitent	Valoare dețineri (lei)	% în total portofoliu acțiuni listate
Hidroelectrică SA	5.893.709.568	19,2%
Banca Transilvania SA	5.302.450.728	17,3%
OMV Petrom SA	5.092.103.079	16,6%
Romgaz SA	3.346.046.686	10,9%
BRD - Groupe Societe Generale SA	2.283.741.000	7,4%
Nuclearelectrică SA	1.384.515.908	4,5%
Electrică SA	919.037.565	3,0%
Med Life SA	833.075.849	2,7%
Transgaz SA	764.451.248	2,5%
Digi Communications NV	629.836.548	2,0%
Alți emitenți	4.287.057.133	13,9%
Total	30.736.025.312	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 îndeplinesc cerințele de transparență. La 31 decembrie 2023, sistemul pensiilor private din România avea investiții în acțiuni în procent de 23,38%, iar 86% din acest procent este reprezentat de 10 companii, aflate în topul celor mai tranzacționate companii la pe segmentul principal la BVB.

Tabelul 31 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2023

Denumire emitent	Țara emitent	Valoare dețineri	% total portofoliu obligațiuni corporative
Banca Comerciala Romana	RO	2.093.888.550	28,7%
Raiffeisen Bank SA	RO	1.104.576.378	15,1%
Banco Santander SA	ES	947.554.312	13,0%
Citigroup Global Markets Holdings Inc	US	511.428.757	7,0%
BNP Paribas	FR	457.976.419	6,3%
Citigroup Inc	US	437.736.977	6,0%
The Goldman Sachs Group INC	US	316.291.338	4,3%
Banca Transilvania SA	RO	231.438.231	3,2%
Unicredit Bank SA	RO	230.083.245	3,1%
CEC Bank SA	RO	158.990.294	2,2%
Alți emitenți		815.933.074	11,2%
Total		7.305.897.575	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Investițiile fondurilor de pensii în obligațiuni corporative au reprezentat un procent de 5,56% din activele totale ale sistemului de pensii private. Astfel, fondurile de pensii private au investit în obligațiuni corporative emise atât în România, cât și în extern, în mod majoritar, de către grupuri financiare sau bancare. O mare parte dintre obligațiunile corporative au fost emise în România (52,7%), SUA (18,8%) și Spania (13,0%).

Tabelul 32 Plasamentele în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2023

Denumire OPCVM / Administrator	Țara OPCVM	Valoare dețineri	% total portofoliu OPCVM
Xtrackers Euro Stoxx 50 UCITS ETF 1C / Xtrackers	LU	1.395.460.154	40,7%
iShares Europe ex - UK Index Fund (IE) / BlackRock Inc	IE	642.006.579	18,7%
iShares S&P 500 Information Technology Sector UCITS ETF USD (Acc) / BlackRock Inc	IE	364.422.071	10,6%
BT Obligatiuni / BT Asset Management	RO	165.350.332	4,8%
iShares US Index Fund (IE) - USD Acc / BlackRock Inc	IE	148.870.124	4,3%
Xtrackers Artificial Intelligence & Big Data UCITS ETF 1C / Xtrackers (IE) PLC	IE	96.932.723	2,8%
GuardCap Global Equity Fund / GuardCap Asset Management Limited	GB	79.287.584	2,3%

BT Maxim / BT Asset Management	RO	79.270.829	2,3%
iShares Emerging Markets Index Fund (IE) - EUR Flex Acc / BlackRock Inc	IE	66.712.869	1,9%
Erste Equity Romania / Erste Asset Management	RO	59.316.610	1,7%
Alți emitenți		331.989.958	9,7%
Total		3.429.619.833	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

Plasamentele fondurilor de pensii în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare au reprezentat un procent de 2,61% din activele totale ale sistemului de pensii private. Fondurile de pensii private au investit în OPCVM-uri emise preponderent în Luxemburg (46,9%), Irlanda (38,5%) și România (11,9%), restul de 2,8% fiind emise în Regatul Unit și Germania. Investițiile în fonduri și metale prețioase au fost în valoare de aproximativ 83 milioane de lei (0,06% din activele totale) și au avut ca activ suport aurul.

Tabelul 33 Plasamentele în depozite bancare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2023

Denumire bancă	Valoare (RON)	% în total depozite și conturi curente
ING Bank Romania	829.407.551	55,1%
Banca Comerciala Romana	332.158.574	22,1%
BRD - Groupe Societe Generale SA	205.517.874	13,7%
Exim Banca Romaneasca SA	110.938.989	7,4%
Raiffeisen Bank SA	19.311.693	1,3%
Citibank Romania	5.613.437	0,4%
Unicredit Bank SA	1.116.294	0,1%
Garanti Bank SA	7.750	0,0%
Intesa SanPaolo	5.255	0,0%
Banca Transilvania SA	4.065	0,0%
Alți emitenți	1.603	0,0%
Total	1.504.083.085	100,0%

Sursa: prelucrare ASF

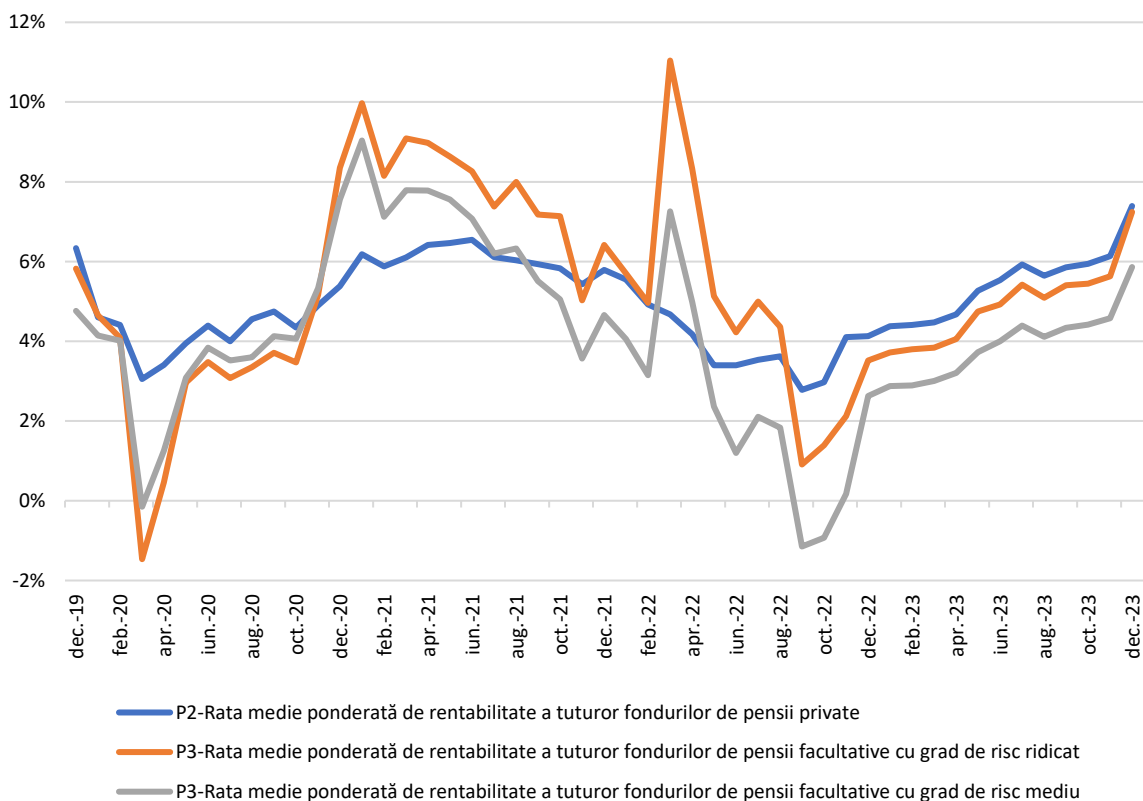
Plasamentele în depozite bancare și conturi curente ale fondurilor de pensii private au reprezentat un procent de 1,14% din activele totale (în scădere față de nivelul de 4% înregistrat la finalul anului precedent) și au fost realizate exclusiv la bănci din România. Dintre acestea, depozitele în lei au fost în cuantum de 91,9%, cele în euro 5,2%, restul de 2,9% fiind denuminate în alte valute. Sumele depuse la ING Bank România, Banca Comercială Română și BRD-GSG au cumulat 90,9% din depozite.

Investițiile în private equity ale fondurilor de pensii private au fost în valoare de aproximativ 83 milioane de lei (0,06% din activele totale) și au fost realizate prin acțiuni private equity (17,7 milioane de lei), respectiv fonduri de private equity (65,5 milioane de lei), în emitenți din Luxemburg.

Randamentele unităților de fond

La 31 decembrie 2023, rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii administrate privat (Pilonul II) a fost de 7,3922%, 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 7,2436%, în timp ce rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu risc mediu a fost de 5,8650%.

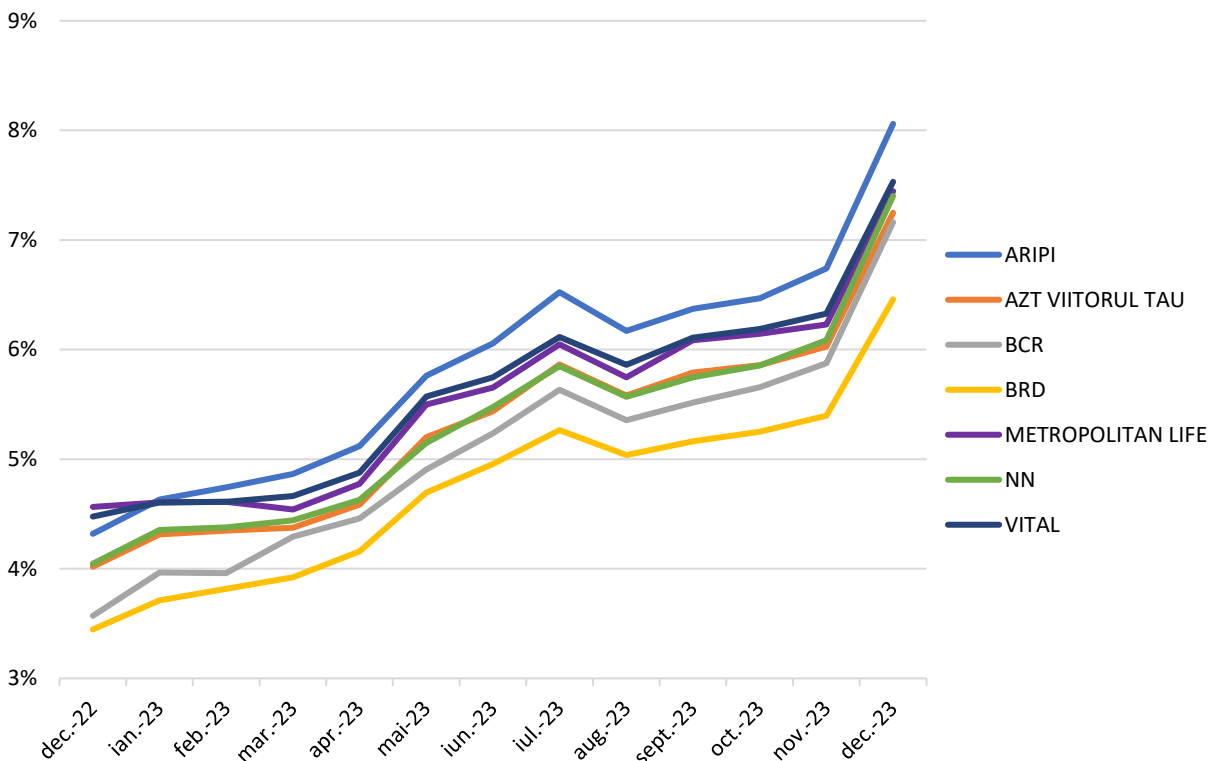
Figura 77 Evoluția ratelor medii de rentabilitate ale fondurilor de pensii private



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.

Figura 78 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat



Sursa: prelucrare ASF

Toate fondurile de pensii administrate privat au înregistrat creșteri ale ratelor de rentabilitate anualizate, la finalul anului 2023 comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent.

Pe termen lung, aferent întregii perioade de funcționare a fondurilor de pensii private, randamentul anualizat³⁵ al acestora s-a menținut la un nivel ridicat.

Tabelul 34 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la finalul lunii decembrie 2023 (calculat față de 21.05.2008)

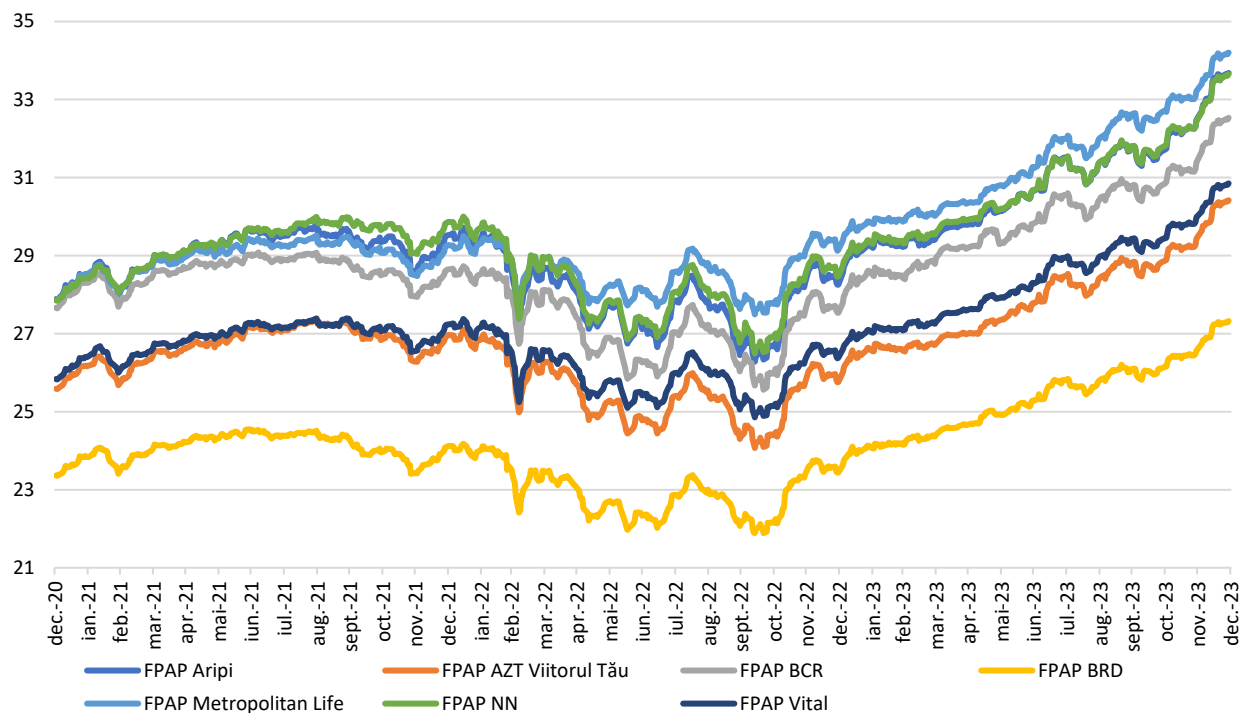
FPAP Aripri	FPAP AZT Viitorul Tău	FPAP BCR	FPAP BRD	FPAP Metropolitan Life	FPAP NN	FPAP Vital
8,09%	7,38%	7,85%	6,65%	8,19%	8,08%	7,48%

Sursa: prelucrare ASF

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

³⁵ Randamentul anualizat este randamentul mediu anual calculat pe termen lung, de la înființarea sistemului de pensii private până în prezent

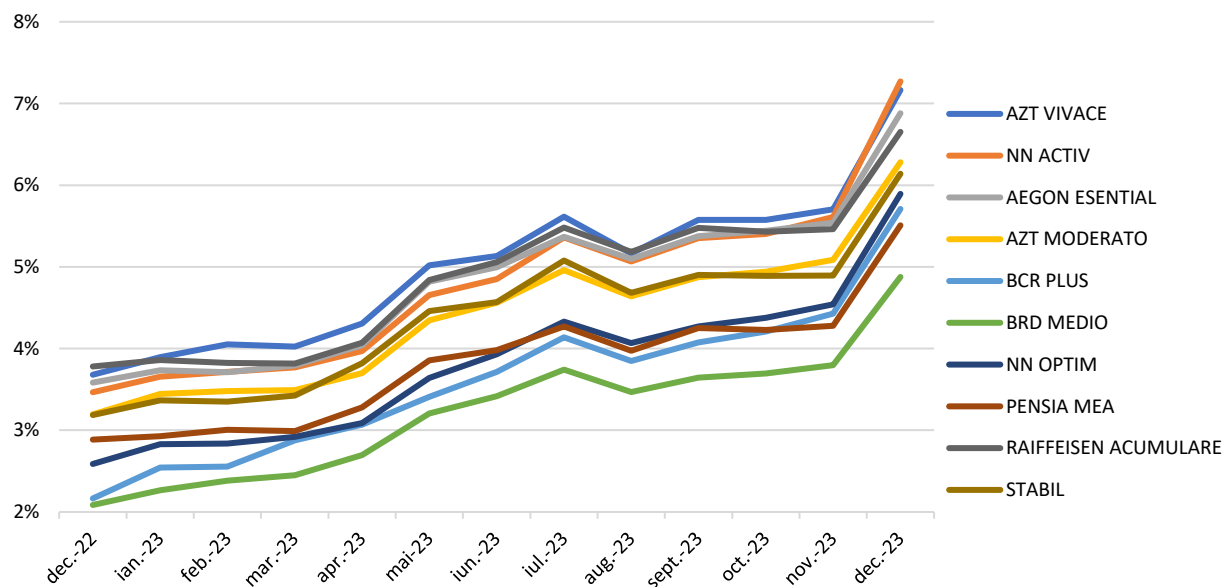
Figura 79 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei)



Sursa: prelucrare ASF

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

Figura 80 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative



Sursa: prelucrare ASF

Similar cu rezultatele observate în Pilonul II, toate fondurile de pensii facultative au înregistrat creșteri ale ratelor de rentabilitate anualizate, la finalul lunii decembrie 2023 comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent.

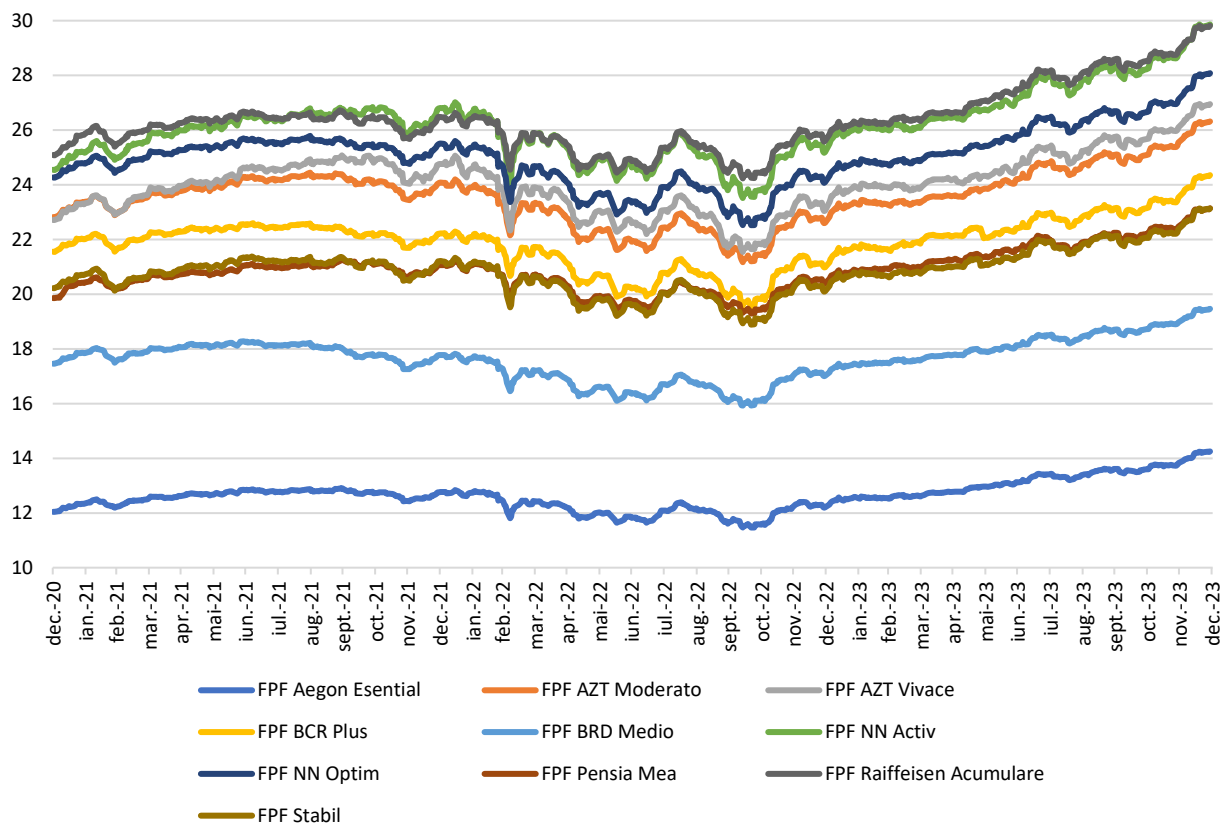
Tabelul 35 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la finalul lunii decembrie 2023 (calculat în funcție de data lansării fiecărui fond de pensii facultative)

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
4,40%	6,02%	6,22%	5,52%	4,70%	6,82%	6,52%	5,19%	7,34%	5,87%

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 private de pensii.

Figura 81 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III



Sursa: prelucrare ASF

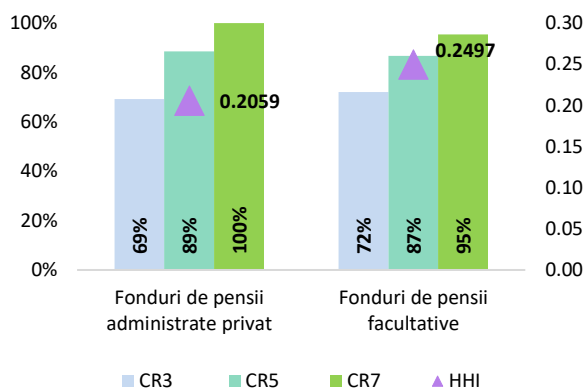
5.4. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private

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.

Având în vedere caracterul obligatoriu al sistemului de pensii administrate privat din România, au fost instituite legal mai multe mecanisme de protecție a participanților, printre care se numără rata minimă de rentabilitate pentru fiecare categorie de risc a fondurilor de pensii private. În cazul în care un fond obține periodic rate de rentabilitate inferioare ratei minime, se declanșează aplicarea unor măsuri speciale de supraveghere în vederea redresării situației. În contextul în care există un număr restrâns de fonduri de pensii administrate privat și al mecanismelor de protecție existente, s-a constatat o abordare similară din partea administratorilor în ceea ce privește alocarea strategică a portofoliului investițional, caracterizată printr-o expunere moderată la risc și totodată printr-o preferință pentru titlurile emise de către statul român.

Piața pensiilor administrate privat înregistrează un grad ridicat de concentrare, primele trei fonduri de pensii totalizând 69% din active la finalul lunii decembrie 2023. 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 repartizare aleatorie pe Pilonul II, prin care majoritatea participanților nou intrați sunt distribuiți în cote egale tuturor administratorilor de fonduri de pensii administrate privat.

Figura 82 Gradul de concentrare al fondurilor de pensii private (în funcție de valoarea totală a activelor la finalul lunii decembrie 2023), calculat pe baza indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței³⁶



Sursa: prelucrare ASF

³⁶ CR3, CR5 și CR7 reprezintă cota de piață a primelor trei, cinci, respectiv fonduri de pensii private din fiecare pilon, în timp ce HHI reprezintă Indicele Herfindal-Hirschman, calculat ca sumă a pătratelor cotelor de piață a fondurilor de pensii din fiecare pilon; cu cât HHI are valoare mai mare, cu atât gradul de concentrare este mai ridicat.

Contribuțiile participanților la fondurile de pensii private se virează direct în contul fondului de pensii înregistrat la banca depozitară, aceasta din urmă fiind autorizată, reglementată, supravegheată și controlată de către Banca Națională a României. Depozitarii sunt solidar răspunzători, împreună cu administratorii fondurilor de pensii private, de păstrarea în siguranță a activelor fondurilor de pensii private, de verificarea respectării cerințelor legale referitoare la operațiunile cu active și a calculării zilnice a valorii unitare a activului net, precum și de notificarea ASF referitoare la orice nereguli sau erori constatate. La finalul lunii decembrie 2023, serviciile de depozitare a activelor erau oferite de trei instituții de credit autorizate de Banca Națională a României (BNR): BRD-GSG, care deține cea mai ridicată pondere a activelor, de aproximativ 82,04%, Raiffeisen, 13,64%, și BCR, 4,32%.

Tabelul 36 Cota de piață a depozitarilor fondurilor de pensii private la 31 decembrie 2023

Depozitar	Valoare active în custodie	% în total active
BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE SA	107.868.399.442	82,04%
RAIFFEISEN BANK SA	17.936.963.671	13,64%
BANCA COMERCIALĂ ROMÂNĂ SA	5.677.308.069	4,32%
Total	131.482.671.182	100,00%

Sursa: prelucrare ASF

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

Fondurile de pensii private trebuie să opteze la înființare, prin prospect, pentru o categorie de risc, exprimată din punct de vedere al politicii de investiții, în care trebuie să își păstreze încadrarea: risc scăzut, risc mediu și risc ridicat. În general, o categorie de risc scăzut presupune o politică de investiții adversă față de riscuri, cu expuneri mai reduse pe acțiuni și alte instrumente mai volatile. În acest caz, și randamentele așteptate sunt mai reduse, fiind corelate cu nivelul de risc asumat. La polul opus, o categorie de risc ridicat presupune un apetit mai mare pentru acțiuni sau alte plasamente care pot oferi randamente mai mari. În cadrul Pilonului II toate fondurile de pensii sunt în categoria risc mediu, cu excepția FPAP Aripa (administrat de Generali Societate de Administrare a Fondurilor de Pensii Private SA), care este în categoria de risc ridicat. În cadrul Pilonului III sunt 8 fonduri de pensii facultative în categoria de risc mediu și două în categoria de risc ridicat (NN Activ administrat de NN Asigurări de Viață SA și AZT Vivace administrat de ALLIANZ-ȚIRIAC PENSII PRIVATE Societate de administrare a fondurilor de pensii private SA).

Riscul de piață reprezintă riscul de pierdere rezultat din fluctuațiile nefavorabile ale ratelor de dobândă, ale cursului de schimb sau ale prețurilor din piață, în general. Acesta este în general gestionat către administratori prin diversificare, dar și 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 mediu spre ridicat, ca urmare a așteptărilor de persistență a ratelor ridicate ale dobânzii

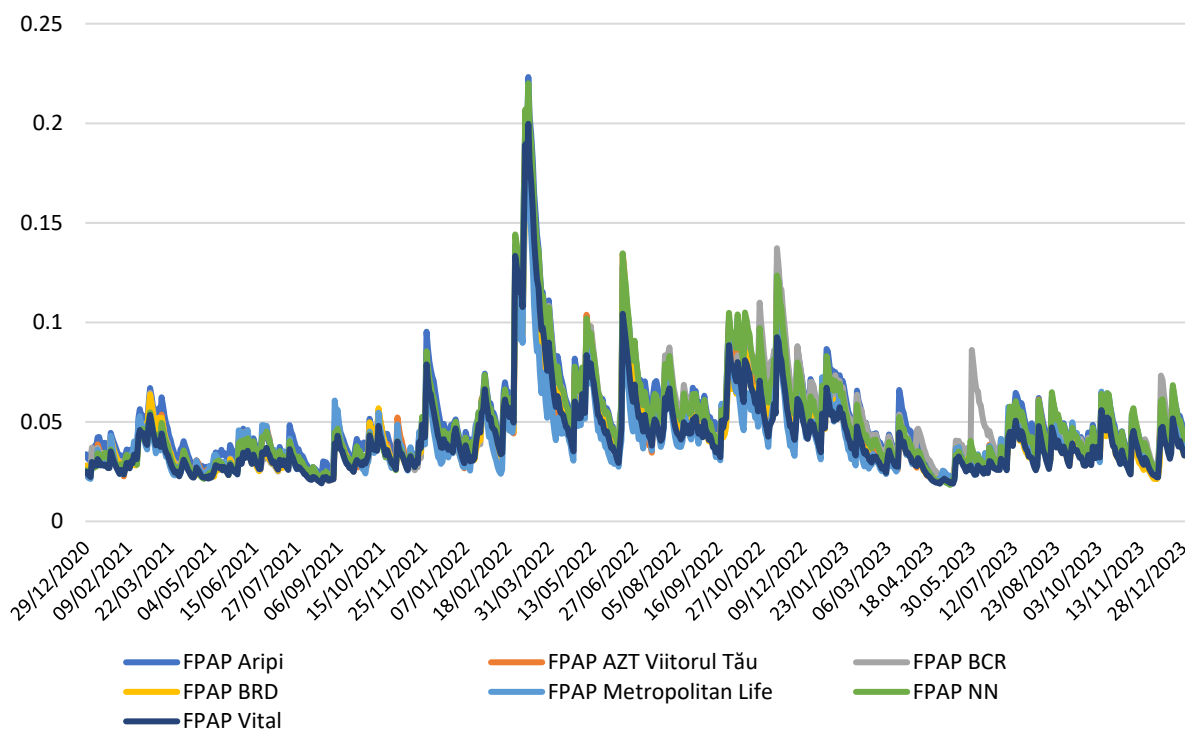
și ale inflației, într-un context de continuare a incertitudinilor globale, amplificate de intensificarea presiunilor geopolitice, ca urmare a declanșării unui nou conflict armat în Orientul Mijlociu.

Într-un scenariu *high for long*, economia reală poate fi afectată negativ, piețele financiare reflectând în cele din urmă vulnerabilitățile create și ajustându-și în mod natural primele de risc asociate așteptărilor cu privire la randamente.

La finalul lunii decembrie 2023, fondurile de pensii private au investit majoritatea activelor în instrumente financiare denumite în monedă locală (88,9%), urmate de instrumente financiare denumite în euro în procent de 10,3% și în dolar american 0,8%. Ținând cont de expunerea limitată pe instrumente financiare denumite 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 denumite în euro sau dolari americani.

În anul 2023, volatilitatea valorii unitare a activelor nete ale fondurilor de pensii private s-a menținut la un nivel mai redus comparativ cu anul 2022, când au avut loc mai multe șocuri, sistemul de pensii fiind influențat de tensiunile prezente pe piețele financiare europene.

Figura 83 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II – GARCH (1,1)

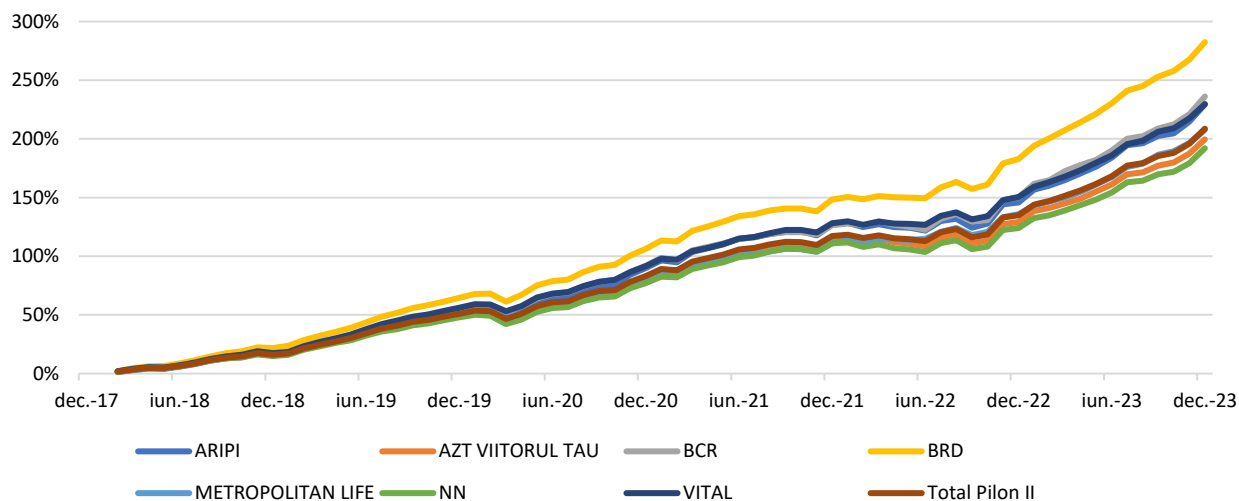


Sursa: calcule ASF (model Garch)

Valoarea activelor totale aferente fondurilor de pensii administrate privat (Pilon II) a crescut cu mai mult de 208% de la începutul anului 2018 până la finalul anului 2023, sistemul de pensii private fiind încă în perioada de acumulare, iar plățile fiind la un nivel redus. Cele mai mari creșteri ale activelor le putem

observa în cazul FPAP BRD și FPAP BCR. Perioadele de volatilitate de pe piața financiară se reflectă pe termen scurt și asupra activelor fondurilor de pensii private care pot înregistra episoade de scădere, evoluția acestora depinzând de contextul macrofinanciar. Cu toate acestea, activele fondurilor de pensii au crescut rapid după perioadele temporare de declin.

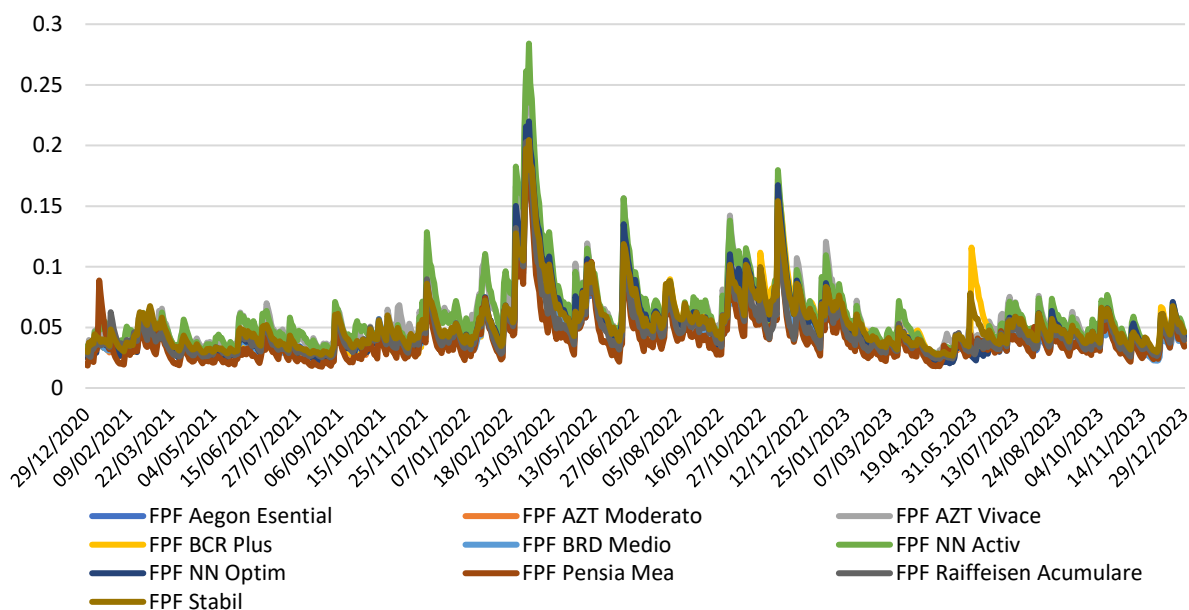
Figura 84 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (ian. 2018=100%)



Sursa: prelucrare ASF

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

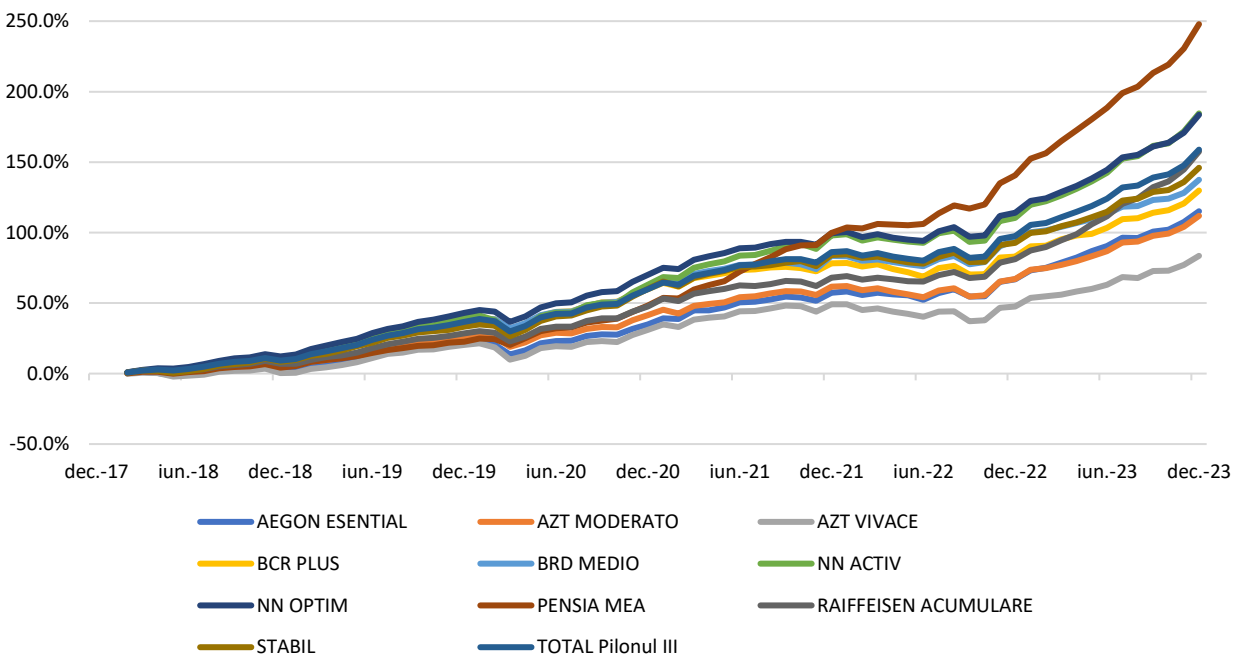
Figura 85 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III – GARCH (1,1)



Sursa: calcule ASF (model Garch)

Și fondurile de pensii facultative au înregistrat creșteri majore ale activelor din ianuarie 2018 până la finalul anului 2023, de peste 158%.

Figura 86 Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (ian. 2018 =100%)



Sursa: prelucrare ASF

Ținând cont de incertitudinea perspectivelor macrofinanciare, precum și de existența probabilității de materializare a unor riscuri, inclusiv sistemice, considerăm că activele fondurilor de pensii private pot înregistra fluctuații în perioada următoare, acestea fiind direct influențate de mecanismul de evaluare prin marcarea 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 ce li se cuvin aferente acestora (cupoane, dividende etc.).

Riscul de credit se menține redus datorită cerințelor de calitate ridicată a emitenților instrumentelor cu venit fix deținute de fonduri, marea majoritate fiind titluri de stat și obligațiuni emise de instituții financiare internaționale.

Riscul de lichiditate se află la un nivel scăzut, un procent de 1,14% din activele fondurilor de pensii private fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt, în scădere față de nivelul de 4% înregistrat la finalul anului 2022. Din punct de vedere al lichidității, în prezent, sistemul de pensii private este rezilient în fața oricăror solicitări de plată a activului, ca urmare a faptului că se află în perioada de acumulare (fondurile încasând contribuții lunar), iar ieșirile din sistem (cauzate de deces, invaliditate, pensionare, transfer) au un nivel redus.

Pe pilonul II, pe parcursul anului 2023 au fost efectuate plăți ale activului personal net în valoare de circa 919 milioane lei către 54.518 participanți sau beneficiari. Din valoarea totală a plăților efectuate, un procent de 52,6% este aferent deschiderii dreptului la pensie, 15,5% ca urmare a decesului participantului și 31,9%

ca urmare a invalidității. Nivelul plăților efectuate a reprezentat 0,73% din activele totale de la finalul lunii decembrie 2023. Pe Pilonul III, au fost efectuate plăți ale activului personal net în cuantum de aproximativ 113 milioane lei către 11.210 participanți sau beneficiari. Din valoarea totală a plăților efectuate, un procent de 86,5% este aferent deschiderii dreptului la pensie, 5,4% ca urmare a decesului participantului și 8,1% ca urmare a invalidității.

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 al fondurilor de pensii private se află la un nivel scăzut.

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

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

6 Finanțe sustenabile

Banca Centrală Europeană a derulat cel de-al doilea test de stres privind riscul climatic, ce a completat testul de stres climatic pentru supravegherea bancară al BCE ce viza riscurile la adresa băncilor, prin extinderea domeniului de aplicare, analizând totodată și firmele și gospodăriile. Așadar, exercițiul a avut ca obiectiv testarea rezistenței firmelor, gospodăriilor și a băncilor în trei scenarii de tranziție: tranziție accelerată, tranziție de tip late-push și tranziție întârziată.

Rezultatele testului de stres privind riscul climatic arată că întârzierea tranziției și lipsa totală de acțiune sunt mai costisitoare pe termen lung comparativ cu o tranziție mai rapidă care, deși ar implica inițial costuri mai mari cu investițiile și energia, pe termen mediu riscurile financiare ar scădea, investițiile în energie regenerabilă amortizându-se mai repede și, în cele din urmă, reducând cheltuielile cu energia.

În contextul interesului tot mai ridicat pentru tranziția către o economie durabilă, monitorizarea și combaterea fenomenului *dezinformării ecologice (greenwashing)* au devenit preocupări majore pentru factorii de decizie din întreaga lume.

Denumirea unui fond de investiții poate fi o sursă de dezinformare ecologică dacă aceasta nu reflectă profilul real de sustenabilitate a fondului. Așadar, luând în considerare fondurile de investiții din UE, ESMA a examinat fundamentele acestor preocupări și a constatat faptul că fondurile utilizează din ce în ce mai mult un limbaj legat de factorii ESG și sustenabilitate în denumirile lor și că investitorii preferă în mod constant fondurile în a căror denumire se regăsesc cuvinte ce țin de sfera ESG.

Prin urmare, pe măsură ce popularitatea investițiilor ESG crește, cresc și riscurile generate de dezinformarea ecologică. Pe lângă pierderile cauzate investitorilor individuali, dezinformarea ecologică poate avea consecințe profunde asupra încrederii întregii comunități de investitori în eficacitatea regimurilor de publicare a informațiilor legate de durabilitate, cu efecte secundare negative asupra finanțării necesare pentru tranziția la o economie mai sustenabilă.

Având în vedere dezvoltarea continuă și rapidă a pieței datoriilor sustenabile, ESMA a analizat existența unui beneficiu de preț pentru acestea. Rezultatele analizei nu confirmă existența așa-numitului *greenium*, adesea atribuit disponibilității investitorilor de a renunța la randamente în schimbul elementului de sustenabilitate a produsului financiar în care investesc, pentru obligațiunile sustenabile. Rezultatele sunt încurajatoare din perspectiva stabilității financiare, deoarece divergențele de preț între instrumentele de datorie sustenabile și cele convenționale par să provină din aceiași factori de risc fundamentali, de exemplu solvabilitatea unui emitent, și nu sunt determinate exclusiv de statutul ESG al obligațiunilor. Așadar, a fost constatat faptul că, în trecut, emitenții de obligațiuni ESG au beneficiat de prime de preț în funcție de caracteristicile emitentului și că angajamentele publice de sustenabilitate ale emitenților nu influențează prețul obligațiunilor emise de către aceștia.

Din perspectiva efectelor schimbărilor climatice, se observă pe parcursul ultimilor ani o creștere la nivel global a frecvenței și severității dezastrelor naturale. Impactul unor astfel de evoluții este semnificativ pentru societățile de asigurare, ca urmare a creșterii în timp a valorii daunelor plătite pentru evenimentele de catastrofe naturale legate de vreme/climă.

Pe parcursul primelor nouă luni ale anului 2023, au avut loc în Europa cel puțin șapte catastrofe naturale ale căror daune individuale asigurate per eveniment depășeau pragul de 1 miliard de euro, conform informațiilor publicate de Munich Re. Cu toate acestea, deși se confruntă anual cu o serie de catastrofe naturale, cele mai multe dintre ele fiind legate de climă: furtuni severe, grindină, inundații, secetă și incendii de vegetație, deficitul de protecție a asigurărilor pentru dezastre naturale în Europa este unul extrem de ridicat (83%). Doar 17% din daunele economice generate de evenimentele de catastrofe naturale au fost asigurate, potrivit informațiilor publicate de Gallagher Re. Acest lucru indică o expunere semnificativă a populației și companiilor la materializarea acestor categorii de riscuri.

În ceea ce privește România, Banca Mondială confirmă în Raportul de Țară privind Clima și Dezvoltarea vulnerabilitatea la catastrofele naturale cauzate de schimbările climatice. Inundațiile și seceta sunt principalele categorii de dezastre naturale identificate de BM la care țara este expusă, putând genera riscuri macro-financiare semnificative.

Având în vedere gradul scăzut de cuprindere în asigurare din România, este necesară și creșterea gradului de conștientizare a populației cu privire la riscurile ce decurg din schimbările climatice și a pierderilor potențiale generate de acestea. Asigurarea împotriva catastrofelor naturale reprezintă instrumentul cheie pentru atenuarea pierderilor generate de evenimentele extreme legate de climă, oferind finanțare gospodăriilor și companiilor în cazul materializării acestor riscuri. Așadar, creșterea gradului de cuprindere în asigurare ar limita pierderile populației și companiilor și ar contribui pozitiv la dezvoltarea economică a țării.

6.1. Test de stres pentru riscul climatic

Banca Centrală Europeană (BCE) a publicat rezultatele celui de-al doilea test de stres privind riscul climatic la nivelul întregii economii³⁷. Testul de stres climatic vine în continuarea rezultatelor primului exercițiu de testare la stres publicat în septembrie 2021. Acesta completează testul de stres climatic pentru supravegherea bancară al BCE, care a analizat riscurile pentru băncile individuale în iulie 2022, având un domeniu de aplicare mai larg și analizând firmele, gospodăriile și sectorul bancar. Rezultatele arată că cea mai bună modalitate de a obține o economie *net zero* pentru firmele, gospodăriile și băncile din zona euro este accelerarea tranziției ecologice într-un ritm mai rapid decât în cadrul politicilor actuale. Mai mult decât atât, întârzierea tranziției și lipsa totală de acțiune conduc la costuri și riscuri și mai mari pe termen lung. Deși implică mai puține investiții în general, neîndeplinirea obiectivelor de reducere a emisiilor exacerbează impactul riscului fizic asupra economiei și a sectorului financiar.

Testul de stres analizează rezistența firmelor, gospodăriilor și a băncilor în trei scenarii de tranziție, care diferă în ceea ce privește calendarul:

1. o *tranziție accelerată*, care să concentreze anticipat politicile și investițiile ecologice, conducând la o reducere a emisiilor până în 2030, în conformitate cu obiectivele Acordului de la Paris;
2. o *tranziție de tip late-push*, care continuă pe calea actuală, dar nu se accelerează până în 2026 (și este încă suficient de intensă pentru a obține reduceri de emisii aliniate la Paris până în 2030);

³⁷ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op328~2c44ee718e.en.pdf?7793485730460e4e0b4e170237eb7429>

3. o tranziție întârziată, care, de asemenea, începe abia în 2026, dar care nu este suficient de dinamică pentru a atinge obiectivele Acordului de la Paris până în 2030.

Scenariile concepute pentru acest exercițiu diferă în ceea ce privește calendarul și ambiția reducerii emisiilor până în 2030 și combină traiectorii de tranziție ale Rețelei băncilor centrale și autorităților de supraveghere pentru ecologizarea sistemului financiar (*Network for Greening the Financial System*, NGFS) cu cele mai recente proiecții macroeconomice și evoluții energetice. Scenariul de *tranziție accelerată* presupune o începere imediată a tranziției, care este compatibilă cu traiectoria optimă a NGFS net-zero până în 2050. În cadrul scenariului de tranziție de tip *late-push*, condițiile macroeconomice și geopolitice actuale ar duce la o impulsioneare a tranziției, care ar începe abia după 2025, dar care ar fi suficient de intensă pentru a conduce la reduceri de emisii comparabile cu scenariul de tranziție accelerată. Scenariul de *tranziție întârziată* presupune un calendar de tranziție întârziat și o acțiune politică mai blândă, care nu ar fi suficient de dinamică pentru a obține reduceri de emisii similare celor înregistrate în celelalte scenarii până în 2030.

Rezultatele arată că firmele și gospodăriile beneficiază în mod clar de o tranziție mai rapidă. Deși o tranziție mai rapidă implică inițial investiții mai mari și costuri mai ridicate pentru energie, riscurile financiare scad semnificativ pe termen mediu. Atât profiturile, cât și puterea de cumpărare sunt mai puțin afectate în mod negativ, deoarece investițiile în energie regenerabilă se amortizează mai devreme și, în cele din urmă, reduc cheltuielile cu energia. O tranziție accelerată ar aduce beneficii firmelor, gospodăriilor și sistemului financiar, în comparație cu un scenariu de tranziție de tip *late-push*. Riscul de credit crește în toate scenariile și, în special în scenariul tranziției de tip *late-push*. În timp ce tranziția accelerată ar duce la costuri mai mari pentru gospodării și întreprinderi pe termen scurt, din cauza creșterii rapide și severe a prețurilor la energie, aceasta ar reduce riscurile financiare pe termen mediu datorită reducerii mai rapide a cheltuielilor cu energia. Băncile sunt expuse la cel mai mare risc de credit în cazul în care tranziția trebuie să se grăbească într-o etapă ulterioară și sunt necesare investiții rapide, cu costuri mai mari. În cazul tranziției de tip *late-push*, băncile se pot aștepta ca riscul de credit să crească cu peste 100% până în 2030, comparativ cu 2022, în timp ce în cazul tranziției accelerate, creșterea este de numai 60%.

Scenariile de tranziție accelerată și întârziată ar duce la niveluri de risc similare în 2030. Cu toate acestea, ar presupune implicații pe termen lung substanțial diferite atât pentru riscurile de tranziție, cât și pentru cele fizice. În cadrul scenariului de tranziție accelerată, expunerea la risc a companiilor și gospodăriilor ar începe să scadă în a doua jumătate a deceniului, după un progres semnificativ al tranziției, în timp ce, în cadrul scenariului de tranziție întârziată, aceasta ar continua să crească până în 2030 și poate chiar mai mult, din cauza creșterii continue a prețurilor la energie și a reducerii capacității de energie regenerabilă. În plus, este de așteptat ca o creștere mai mare a temperaturii să conducă la creșterea frecvenței și severității dezastrelor naturale pe termen lung. Astfel, presupunând că eforturile la nivel mondial ar fi în conformitate cu ipotezele care stau la baza cadrului NGFS, în cazul unei tranziții întârziate, firmele și gospodăriile ar putea fi mai vulnerabile la riscurile fizice, precum și, eventual, la efectele cumulate ale tranziției și ale riscurilor fizice combinate.

Impactul tranziției ar fi extrem de eterogen în toate sectoarele economice, riscul cel mai mare de pierderi preconizate fiind înregistrat în cazul în care tranziția ar avea loc târziu și brusc. Companiile din industria minieră, industria prelucrătoare și din sectorul utilităților ar fi printre cele mai grav afectate de riscul de tranziție și, prin urmare, ar avea cel mai mare impact asupra bilanțurilor lor și, în consecință, asupra riscului

lor financiar. Din cauza dependenței puternice de sursele de energie brună, aceste sectoare sensibile din punct de vedere energetic vor suporta cele mai mari costuri sub forma unor cheltuieli energetice mai mari și a necesității unor investiții majore în activități de reducere a emisiilor de dioxid de carbon și în energie regenerabilă. Riscul tranziției ar afecta în mod disproporționat firmele vulnerabile din cadrul sectoarelor, în special în scenariul unei tranziții de tip late-push. Acest lucru ilustrează și mai mult beneficiile unui început timpuriu al tranziției pentru a atenua costurile și riscurile financiare.

Atât scenariul de tranziție accelerată, cât și cel de tranziție întârziată ar crește pierderile preconizate ale băncilor și necesarul de provizioane pe termen scurt și mediu, dar nu par să genereze probleme de stabilitate financiară pentru zona euro. Creșterea riscului de credit corporativ din cauza tranziției ecologice ar determina pierderi așteptate mai mari ale băncilor pentru portofoliile de credite corporative și cele acordate gospodăriilor. În 2030, pierderile anuale preconizate pentru o bancă medie ar fi cu 48% mai mari atât în scenariul de tranziție accelerată, cât și în cel de tranziție întârziată, comparativ cu 2022 (de asemenea, din cauza unui mediu macroeconomic mai nesigur). În plus, în cadrul scenariului de tranziție accelerată, pierderile preconizate ar atinge vârful în 2026 și ar scădea ulterior. Rezultatele eterogene între expuneri și bănci ar sugera, prin urmare, că ar fi necesară o monitorizare mai atentă pentru anumite subseturi de entități și expuneri în timpul procesului de tranziție.

Chiar dacă domeniul testelor de stres climatic se află încă în fază incipientă, concluziile exercițiilor derulate de alte jurisdicții se aliniază cu rezultatele acestui test de stres. Consiliul pentru Stabilitate Financiară și instituțiile membre ale NGFS au finalizat deja 35 de exerciții de analiză a scenariilor climatice; acestea variază foarte mult în ceea ce privește metodologia, nivelul de granularitate, jurisdicțiile din domeniul de aplicare, orizontul și riscurile climatice acoperite. În special în cazul scenariilor de tranziție bruscă, alte exerciții au constatat, în mod similar, că riscurile legate de climă ar fi concentrate în cadrul sectoarelor, ceea ce ar da naștere unui risc secundar (Consiliul pentru Stabilitate Financiară, 2022). Alte exerciții axate pe impactul riscurilor de tranziție asupra instituțiilor financiare din Italia, Olanda, Franța și Canada au constatat efecte pentru riscurile de credit care sunt de un ordin de mărime similar cu acest exercițiu și mai pronunțate în sectoarele mari consumatoare de energie, cum ar fi sectorul petrolier.

6.2. Combaterea dezinformării ecologice (greenwashing). Analize ESMA cu privire la practicile din industria fondurilor de investiții

Analiza de risc privind finanțele sustenabile din cadrul ESMA, prin articolul Impactul financiar al controverselor de greenwashing³⁸, subliniază importanța monitorizării și abordării acestei probleme. Tranziția către o economie cu emisii reduse de dioxid de carbon necesită încredere în angajamentul și capacitatea companiilor de a-și adapta operațiunile comerciale pentru a contribui la realizarea obiectivelor legate de climă. Cu toate acestea, "greenwashing-ul" riscă să submineze această încredere, deteriorând siguranța consumatorilor și a investitorilor. Acest articol analizează rolul pe care controversesele ESG îl pot juca în susținerea acestor eforturi. Deși controversesele legate de greenwashing nu oferă informații exacte cu privire la amploarea sau frecvența evenimentelor de dezinformare ecologică, acestea sunt importante

³⁸ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA50-524821-3072_TRV_Article_The_financial_impact_of_greenwashing_controversies.pdf

din punctul de vedere al protecției investitorilor, deoarece reflectă percepția publicului cu privire la greenwashing, ceea ce poate duce la probleme de reputație pentru firmele implicate. Numărul controverselor de greenwashing în care au fost implicate firme europene mari a crescut între 2020 și 2021 și a avut tendința de a se concentra în cadrul câtorva firme aparținând unor sectoare principale, inclusiv sectorul financiar. Având în vedere că, într-o anumită măsură, percepțiile pot determina deciziile de investiții, este studiată, de asemenea, relația dintre controversele legate de greenwashing și indicatorii financiari cheie, cum ar fi randamentul acțiunilor și evaluarea performanței companiei, și nu a fost identificată o relație cauzală.

Rezultatele sugerează că acuzațiile de "greenwashing" nu au avut un impact financiar clar asupra firmelor și evidențiază absența unui mecanism eficient bazat pe piață care să contribuie la prevenirea unui potențial comportament de "greenwashing". Acest lucru subliniază importanța unor orientări politice clare din partea autorităților de reglementare și a eforturilor depuse de autoritățile de supraveghere pentru a asigura credibilitatea afirmațiilor legate de sustenabilitate.

Sectorul corporatist are un rol-cheie în sprijinirea tranziției către o economie cu emisii reduse de dioxid de carbon, inclusiv prin adaptarea activităților sale astfel încât acestea să fie compatibile cu obiectivele Acordului de la Paris de a menține creșterea temperaturii medii globale în acest secol la mult sub 2°C față de nivelurile preindustriale. În același timp, investitorii sunt din ce în ce mai îngrijorați de schimbările climatice și de aspectele sociale, cum ar fi nivelurile tot mai mari de inegalitate, ceea ce sporește presiunea asupra firmelor pentru ca acestea să își dea seama de impactul lor asupra mediului și societății.

În consecință, firmele se angajează din ce în ce mai mult să își îmbunătățească performanțele sociale și de mediu, de exemplu, angajându-se să reducă emisiile de gaze cu efect de seră sau să pună în aplicare măsuri de protecție socială în lanțurile de aprovizionare. Comunicarea corporativă legată de sustenabilitate poate lua diverse forme, inclusiv publicarea de declarații nefinanciare sau, în sectorul financiar, includerea de termeni legați de ESG în denumirile produselor financiare. Între timp, crește îngrijorarea opiniei publice cu privire la companiile care se angajează în dezvăluirea selectivă a informațiilor, în timp ce este posibil să omită adevărata lor performanță ESG. Acest lucru determină consumatorii, investitorii și autoritățile de reglementare/supraveghere să manifeste un interes din ce în ce mai mare pentru a înțelege dacă angajamentele, obiectivele și declarațiile de sustenabilitate ale companiilor sunt reflectate de acțiunile acestora.

A fost constatată absența unui mecanism eficient, bazat pe piață, care să contribuie la prevenirea comportamentului de dezinformare ecologică. Acest lucru subliniază importanța unor orientări politice clare din partea autorităților de reglementare și a eforturilor depuse de autoritățile de supraveghere pentru a asigura credibilitatea afirmațiilor legate de durabilitate.

Deși constituie doar o posibilă sursă de informații, resursele deschise publicului larg, cum ar fi rapoartele, platformele media (sociale) și investigațiile publice, pot oferi o indicație cu privire la gradul de prevalență a preocupărilor legate de greenwashing. Într-adevăr, informațiile împărtășite de mass-media pot juca un rol decisiv în reducerea asimetriei informaționale și în crearea de noi informații disponibile pentru un public larg. Controversele care decurg din atenția mass-media pot servi astfel drept un semnal util al unei atenții publice mai largi. Reflectând influența potențială pe care controversele o pot exercita asupra alocărilor

investitorilor, unele organisme din industrie au solicitat recent ca datele referitoare la controverse să intre în domeniul de aplicare a reglementărilor UE pentru a spori transparența.

Au fost utilizate datele RepRisk, care analizează zilnic o gamă largă de surse de știri în 23 de limbi pentru a identifica incidentele sau controversele legate de ESG, care pot avea un impact negativ asupra reputației sau financiar asupra unei companii. Aceste incidente sunt corelate cu 28 de aspecte ESG, inclusiv "incidente de comunicare înșelătoare", care reflectă îndeaproape definițiile existente ale greenwashing³⁹. Într-o primă etapă, au fost colectate date granulare privind 933 de incidente de comunicare înșelătoare între 1 ianuarie 2020 și 31 decembrie 2021, în care au fost implicate firme europene din indicii STOXX Europe 600 (începând cu iulie 2022). RepRisk oferă detalii suplimentare cu privire la sectorul în care activează firma, gravitatea incidentului și amploarea mediului, precum și o descriere detaliată a incidentului și un link către sursa originală⁴⁰.

Dovezi recente arată că numărul incidentelor de comunicare înșelătoare a crescut în UE începând cu 2012 în toate sectoarele. Cu toate acestea, comunicarea înșelătoare nu este sinonimă cu greenwashing. Prin urmare, ca o a doua etapă, este necesară identificarea căror incidente de comunicare înșelătoare se referă în mod specific la potențiale practici de greenwashing a întreprinderilor (spre exemplu, o companie acuzată de inducerea în eroare a consumatorilor prin publicitatea produsului său pe bază de plante ca fiind "friptură" se califică drept incident de comunicare înșelătoare, dar nu este greenwashing).

Au fost luate în calcul două metode: (1) identificarea, prin intermediul unei căutări bazate pe text, a tuturor incidentele care conțin cuvântul "greenwashing" în titlul sau în descrierea lor. Cu toate acestea, această abordare se bazează pe definiția RepRisk de greenwashing, care se limitează la incidentele legate de probleme de mediu. De asemenea, aceasta introduce o dependență de stilul de redactare al mijloacelor de informare în masă specifice, ceea ce duce la o variabilitate în identificarea incidentelor legate de "greenwashing" care nu poate fi controlată; (2) etichetarea manuală a incidentelor care sunt aliniate la înțelegerea comună de nivel înalt a ESA privind greenwashing-ul (ESMA, 2023). Această definiție nu se limitează în mod specific la aspectele de mediu, ci acoperă, de asemenea, afirmațiile sociale și cele mai ample legate de sustenabilitate și de impact. De asemenea, ea prevede un domeniu de aplicare mai larg, inclusiv absența intenționalității și posibilitatea ca incidentele să apară în diferite etape ale ciclului de viață al produsului sau serviciului (de exemplu, fabricarea, livrarea etc.). Deși această metodă de identificare implică, de asemenea, un anumit grad de subiectivitate, ea permite să fie evaluată amploarea percepțiilor potențiale de greenwashing în conformitate cu înțelegerea comună a ESA.

³⁹ RepRisk definește incidentele de comunicare înșelătoare ca fiind situații "în care o companie manipulează adevărul pentru a se prezenta într-o lumină pozitivă, dar contrazice această imagine prin acțiunile sale sau induce în eroare consumatorii cu privire la produsele și serviciile sale".

⁴⁰ RepRisk definește gravitatea ca fiind "o funcție a trei dimensiuni: în primul rând, care sunt consecințele incidentului de risc (de exemplu, în ceea ce privește sănătatea și siguranța: fără alte consecințe, rănire, deces); în al doilea rând, care este amploarea impactului (de exemplu, o persoană, un grup de persoane, un număr mare de persoane); și în al treilea rând, incidentul de risc a fost cauzat de un accident, din neglijență sau intenționat, sau chiar în mod sistematic. Există trei niveluri de gravitate: gravitate scăzută, gravitate medie și gravitate ridicată." Raza de acțiune a surselor de informare este definită ca fiind "influența bazată pe numărul de cititori/circulație, precum și pe importanța sa într-o anumită țară, în conformitate cu ratingul propriu al RepRisk. Toate sursele sunt preclasificate în funcție de reach: reach limitat, reach mediu și reach ridicat. Sursele cu rază de acțiune limitată ar include mass-media locală, ONG-urile mai mici, organismele guvernamentale locale și mediile sociale. Sursele cu acoperire medie includ majoritatea mass-mediei naționale și regionale, ONG-urile internaționale și organismele guvernamentale de stat, naționale și internaționale. Sursele de mare acoperire sunt cele câteva mass-media cu adevărat globale.

Între 1 ianuarie 2020 și 31 decembrie 2021, 191 de companii (adică 32% din constituenții STOXX Europe 600) au fost implicate într-un total de 933 de incidente de comunicare înșelătoare. 70% dintre aceste incidente se referă la greenwashing, dar ponderea incidentelor identificate ca fiind controversate de greenwashing variază foarte mult în funcție de metoda de identificare. În timp ce cuvântul "greenwashing" apare în 257 de incidente de comunicare înșelătoare (28%), abordarea manuală conduce la identificarea a 630 de controversate legate de greenwashing (68%). Această diferență provine în principal din faptul că abordarea manuală cuprinde toate declarațiile înșelătoare privind durabilitatea (adică nu numai cele de mediu, ci și declarațiile înșelătoare privind impactul social sau de impact) și subliniază importanța convergenței în ceea ce privește definițiile și domeniul de aplicare al practicii de "greenwashing" în scopul monitorizării de supraveghere. Cu toate acestea, subliniază, de asemenea, necesitatea unei evaluări atente a datelor și importanța adoptării unor metode de evaluare fiabile atunci când se utilizează rapoartele controversate ESG.

În urma clasificării controverselor de "greenwashing" în funcție de sectorul principal în care operează companiile, a rezultat o concentrare semnificativă în sectorul petrolului și gazelor, urmat de sectorul financiar și de cel al alimentelor și băuturilor.

Problemele de reputație cauzate de acuzațiile de "greenwashing" pot afecta credibilitatea unei firme și pot declanșa riscuri suplimentare pentru poziția sa financiară. Riscurile legate de reputație și de litigii pot exista de sine stătător, dar se pot și consolida reciproc.

Controversele legate de greenwashing nu sunt sinonime cu evenimentele de greenwashing. Absența unei definiții universale introduce un grad suplimentar de subiectivitate. Acest lucru contează atunci când vine vorba de percepția publică a comportamentului de greenwashing și poate dilua impactul financiar al controverselor de greenwashing. Pentru a explora aceste întrebări, s-a realizat un studiu de eveniment pentru a evalua dacă randamentele bursiere observate ale companiilor implicate în controversate de greenwashing se abat de la randamentele așteptate. De asemenea, acest studiu a fost completat cu o analiză multivariată a seriilor de timp pentru a investiga dacă controversele de greenwashing ajută la explicarea randamentelor bursiere. În cele din urmă, a fost efectuată o regresie transversală pentru a testa relația dintre controversele de greenwashing și evaluarea firmei.

În timp ce prețurile acțiunilor au crescut în general pe parcursul perioadei de eșantionare, acestea au scăzut brusc în jurul turbulențelor de pe piață induse de COVID-19 la începutul anului 2020, înainte de a deveni pozitive în toate sectoarele.

Împărțirea pe sectoare evidențiază și mai mult divergențele în ceea ce privește momentul și amploarea acestei redresări, de exemplu, firmele care activează în sectorul petrolului și gazelor naturale au înregistrat un declin inițial mai accentuat decât cele din alte sectoare.

În continuare, a fost evaluată relevanța valorică a controverselor legate de "greenwashing" prin utilizarea unei analize de regresie transversală, folosind ca variabilă dependentă raportul preț/câștig pe acțiune (PE) în medie de la 1 ianuarie 2020 până la 31 decembrie 2021. Păstrând toate celelalte condiții egale, dacă controversele de greenwashing ar fi fost evaluate ca un potențial factor de risc, o firmă puternic implicată

În controverse de greenwashing ar trebui să afișeze un raport PE mai mic în raport cu alte firme cu caracteristici similare. Nu există o corelație clară între numărul de controverse și ratele PE.

În general, constatările rezultate sugerează că investitorii și piețele nu au acordat o atenție deosebită controverselor legate de greenwashing în 2020 și 2021. Deși există dovezi anecdotice că, în cazuri specifice, piețele au reacționat la fluxul de știri financiare legate de greenwashing, acest lucru nu pare să fi fost valabil în majoritatea cazurilor. Cu toate acestea, dimensiunea subiectivă a controverselor ESG și o înțelegere divergentă a ceea ce reprezintă greenwashing-ul implică faptul că aceste constatări trebuie interpretate cu prudență.

Acoperirea tot mai mare a fenomenului de greenwashing în mass-media ridică întrebări suplimentare cu privire la potențialul impact financiar asupra întreprinderilor. Acest aspect este important din perspectiva protecției investitorilor și în conformitate cu prioritatea strategică a ESMA de a aborda riscurile potențiale pe care le prezintă greenwashing-ul pentru piețe și investitori. În general, rezultatele analizei arată că respectivele controverse legate de greenwashing nu au avut un impact financiar negativ clar și sistematic asupra firmelor în 2020 și 2021, ceea ce sugerează că investitorii și piețele nu au acordat o atenție deosebită controverselor legate de greenwashing. Cu toate acestea, dimensiunea subiectivă a controverselor ESG și absența unei definiții comune pentru greenwashing implică faptul că aceste rezultate trebuie interpretate cu prudență. Nivelul tot mai mare de control public asupra afirmațiilor legate de durabilitate evidențiază, de asemenea, faptul că reacțiile investitorilor și ale pieței la controversele legate de "greenwashing" s-ar putea schimba în viitor. Constatările evidențiază absența unui mecanism eficient bazat pe piață care să contribuie la prevenirea unui potențial comportament de greenwashing. Acest lucru subliniază importanța unor orientări politice clare din partea autorităților de reglementare și a eforturilor depuse de autoritățile de supraveghere pentru a asigura credibilitatea afirmațiilor legate de durabilitate.

Combaterea dezinformării ecologice este una dintre prioritățile cheie ale strategiei ESMA privind finanțarea durabilă și, în acest sens, evaluarea sa privind modul în care fondurile de investiții se identifică (prin numele lor sau prin documentele lor) este un prim pas important în detectarea și monitorizarea potențialelor practici de *greenwashing* (dezinformare ecologică).

Finanțele joacă un rol esențial în sprijinirea tranziției către o economie mai durabilă. Pentru a realiza acest lucru, este necesar ca investitorii să aibă încredere că produsele financiare sustenabile care le sunt oferite sunt descrise cu acuratețe. Ținând cont de acest lucru, identificarea și monitorizarea fenomenului dezinformării ecologice a devenit o preocupare majoră pentru factorii de decizie politică din întreaga lume.

Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA), autoritatea de reglementare a piețelor financiare și valorilor mobiliare din UE, a publicat un articol⁴¹ în care analizează utilizarea limbajului legat de factorii de mediu, sociali și de guvernanță (ESG) în denumirile și documentația fondurilor de investiții din UE. În acest studiu⁴², ESMA arată că ponderea fondurilor de investiții OPCVM din UE care au în denumire

⁴¹ ESMA, *ESG names and claims in the EU fund industry*, 2 octombrie 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA50-524821-2931_ESG_names_and_claims_in_the_EU_fund_industry.pdf

⁴² ESMA a utilizat, de asemenea, tehnici de procesare a limbajului natural pentru a examina utilizarea limbajului legat de ESG în peste 100.000 de documente ale fondurilor. Fondurile care au în denumire cuvinte ESG, precum și fondurile care prezintă

cuvinte ESG a crescut de la mai puțin de 3% în 2013 la 14% în 2023. Articolul evidențiază, de asemenea, faptul că administratorii de fonduri preferă să folosească un limbaj generic („ESG”, „sustenabil”) în locul unor cuvinte specifice. Astfel, investitorilor le poate fi mai dificil să verifice dacă portofoliul fondului este în concordanță cu denumirea.

Numele unui fond poate fi o sursă de dezinformare ecologică dacă denumirea nu reflectă profilul real de sustenabilitate a fondului. Prin urmare, ESMA a utilizat un set de date care conține denumirile istorice a peste 36.000 de fonduri de investiții unice, domiciliat în UE, cu o valoare de aproximativ 16.000 de miliarde EUR a activelor administrate, de la jumătatea anului 2013 până la jumătatea anului 2023. Analiza realizată de ESMA arată că din ce în ce mai multe fonduri includ termeni ESG în denumirile lor și că, dintre aceștia, fondurile preferă să includă cuvinte mai puțin specifice (cuvinte ESG generale). În plus, de la jumătatea anului 2017, numeroase fonduri de investiții și-au schimbat denumirea pentru a adăuga cuvinte din sfera ESG. În același timp, au fost identificate dovezi ale apetitului ridicat și constant al investitorilor pentru fondurile de investiții care au un termen legat de ESG în denumirea lor, în comparație cu fondurile care nu au niciun cuvânt legat de ESG în denumire.

Deoarece fondurile își pot semnala obiectivele și scopurile legate de ESG și prin intermediul documentației, analiza ESMA investighează, de asemenea, informațiile de reglementare (KIID/KID și strategia de investiții) și de marketing ale fondurilor. În acest scop, ESMA a construit un set de date format din peste 100.000 de documente disponibile la sfârșitul anului 2022 și care acoperă peste 18.000 de fonduri.

Studiul arată că, în strategia de investiții și în KIID/KID (Key Investor Information Document/Key Information Document), fondurile care au în denumire un limbaj legat de ESG furnizează informații mai detaliate despre ESG (folosind cuvinte suplimentare față de cele incluse în denumire) decât alte fonduri. În plus, ponderea cuvintelor ESG regăsite în diferitele tipuri de documente este coerentă cu tipul de divulgare SFDR (de exemplu, fondurile de la articolul 8 folosesc mai multe cuvinte ESG decât fondurile de la articolul 6, dar mai puține decât fondurile de la articolul 9). Mai mult, fondurile vândute investitorilor de retail sunt asociate cu un limbaj ESG mai extins în KIID/KID în comparație cu fondurile vândute investitorilor instituționali, dar acest efect nu există în cazul strategiei de investiții sau al materialelor de marketing. Astfel, fondurile care se adresează investitorilor de retail par să facă declarații ESG suplimentare în documentele realizate pentru a îmbunătăți înțelegerea fondului de către investitorii de retail. Cu toate acestea, aceleași fonduri nu depun eforturi deosebite în ceea ce privește documentele care nu sunt standardizate și reglementate. Acest lucru sugerează că administratorii de fonduri își adaptează strategiile de comunicare în funcție de tipurile de cititori așteptați, subliniind importanța asigurării coerenței între diferitele tipuri de documente. De asemenea, subliniază importanța monitorizării acestui tip de canal de comunicare, din perspectiva protecției investitorilor.

Constatările ESMA susțin eforturile recente de reglementare - atât în UE, cât și în străinătate - în ceea ce privește cerințele de publicare a informațiilor pentru fondurile de investiții. De exemplu, evoluția limbajului ESG în denumirile fondurilor demonstrează utilitatea recentei consultări publice a ESMA privind orientările pentru a se asigura că denumirile fondurilor reflectă cu acuratețe portofoliul acestora din perspectiva ESG.

informații în conformitate cu articolul 9 din Regulamentul privind publicarea de informații privind finanțarea durabilă (SFDR), tind să utilizeze relativ mai multe cuvinte ESG în documentația lor.

Mai mult decât atât, evaluarea bazată pe NLP (*natural language processing*) a limbajului ESG utilizat în diverse documente ale fondurilor demonstrează beneficiile unor informații standardizate - sub formă de modele - care devin treptat disponibile la scară largă, de exemplu prin intermediul SFDR.

În ceea ce privește emisiunile de instrumente financiare sustenabile, acestea au crescut vertiginos în ultimii ani, beneficiind de un apetit tot mai mare al investitorilor pentru produsele financiare care conțin un element de durabilitate.

În cadrul unui alt articol publicat de ESMA (*The European sustainable debt market – do issuers benefit from an ESG pricing effect?*, 6 octombrie 2023⁴³) a fost extinsă activitatea analitică la toate tipurile de obligațiuni de mediu, sociale și de governanță (ESG) și a fost identificat un set de factori cheie care ar putea cauza așa-numitul „greenium”, care este adesea atribuit disponibilității investitorilor de a renunța la randamente în schimbul elementului de sustenabilitate a produsului financiar în care investesc. Aceasta contribuie în mod direct la înțelegerea preferințelor investitorilor în materie de finanțare sustenabilă, ajută la investigarea oricăror denaturări ale prețurilor între instrumente de datorie comparabile care ar putea avea un impact asupra stabilității pieței în cazul în care acestea se dezvăluie și, în cele din urmă, contribuie la prioritatea strategică a ESMA de monitorizare a evoluțiilor pieței ESG și de evaluare a noilor instrumente financiare. În ceea ce privește constatările, rezultatele analitice publicate de ESMA nu pot confirma existența unui avantaj de preț sistematic și consecvent pentru nicio categorie de obligațiuni ESG. În plus, a fost constatat faptul că, în trecut, emitenții de obligațiuni ESG au beneficiat de prime de preț în funcție de caracteristicile emitentului și că angajamentele publice de sustenabilitate ale emitenților nu influențează prețul obligațiunilor lor.

În acest articol, ESMA analizează dacă investitorii preferă instrumentele de datorie sustenabile, dar și dacă sunt dispuși să renunțe la randamente în acest proces și, astfel, să contribuie la existența unui „greenium”. Programul de Dezvoltare al Națiunilor Unite (2021) definește greenium ca fiind „stabilirea prețului beneficiilor pe baza logicii conform căreia investitorii sunt dispuși să plătească în plus sau să accepte randamente mai mici în schimbul unui impact sustenabil”. Concret, acest lucru înseamnă că instrumentele de datorie sustenabile sunt cotate în interiorul curbei lor de randament, adică oferă randamente mai mici la prețuri egale sau mai mari, spre deosebire de omologii lor convenționali, cu condiția ca toate celelalte caracteristici ale instrumentului și ale emitentului să fie (aproape) egale (Climate Bonds Initiative, 2021).

În timp ce preferințele investitorilor pot justifica diferențele de preț datorate aspectelor financiare și nefinanciare individuale, existența sistematică a unui greenium poate da naștere la mai multe preocupări. În primul rând, din punct de vedere al reglementării și supravegherii, o greșeală sistematică a datoriei sustenabile poate semnala distorsiuni de preț pe piață, în special dacă aspectul sustenabilității care determină stabilirea primei de preț se dovedește a fi inexact. Acest lucru ar putea ridica probleme de stabilitate financiară sub forma unei volatilități ridicate a prețurilor sau a unei scăderi rapide a lichidității pentru instrumentele de datorie sustenabile. De asemenea, poate ridica probleme legate de protecția investitorilor, de exemplu, în cazul în care investitorii se simt înșelați cu privire la performanța sustenabilă a unui instrument de datorie sustenabil. Această problemă poate fi agravată, în plus, de o informare

⁴³ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA50-524821-2938_The_European_sustainable_debt_market_-_do_issuers_benefit_from_an_ESG_pricing_effect_0.pdf

insuficientă sau neclară cu privire la caracteristicile specifice de sustenabilitate ale instrumentului. În al doilea rând, stimulentele pentru ca emitenții să își sporească cheltuielile și profilul de sustenabilitate pot fi mai puternice prin utilizarea unor mecanisme alternative, inclusiv prin dezvoltarea unor strategii cuprinzătoare și pe termen lung la nivelul entității pentru a transforma în mod holistic procesele de afaceri.

Această analiză se concentrează asupra aspectului stabilității financiare și informează activitatea de reglementare și supraveghere prin evaluarea potențialelor distorsiuni ale prețurilor pe piața datoriilor de mediu, sociale și de guvernantă (ESG) și, astfel, prin investigarea posibilității ca fenomenul „greenium” să declanșeze probleme de stabilitate financiară. În acest fel, pot fi identificate potențialele probleme de stabilitate financiară într-un stadiu incipient și se poate contribui la prioritatea strategică ESMA de monitorizare a principalelor evoluții ale pieței în domeniul finanțării durabile.

Creșterea rapidă pe piață a instrumentelor de datorie sustenabile a dus la dezvoltarea unui set vast de tipuri de obligațiuni cu elemente de sustenabilitate, care pot fi distinse, în linii mari, în două categorii: obligațiuni procedurale⁴⁴ (UoP - *use of proceed bonds*) și obligațiuni legate de durabilitate⁴⁵ (SLB - *sustainability-linked bonds*).

Tabelul 37 Categorii de obligațiuni procedurale (UoP)

Tipul obligațiunilor	Descriere
Obligațiuni verzi	Obligațiuni în cazul cărora veniturile sau o sumă echivalentă vor fi utilizate exclusiv pentru finanțarea sau refinanțarea, integrală sau parțială, a unor proiecte ecologice eligibile noi și/sau existente, de exemplu proiecte legate de refacerea biodiversității, prevenirea și controlul poluării și eficiența energetică.

⁴⁴ Obligațiunile UoP au veniturile alocate pentru un proiect sau o activitate specifică de sustenabilitate, cu scopul de a obține finanțare pentru un scop de sustenabilitate prestabilit. Deși nu există etichete oficiale, cum ar fi cele prevăzute de lege, aceste obligațiuni se disting de obicei prin caracterul durabil al proiectului finanțat și se împart de regulă în obligațiuni verzi (pentru cele ale căror venituri sunt destinate unui scop de mediu, cum ar fi reducerea emisiilor de CO2 sau refacerea biodiversității), obligațiuni sociale (pentru scopuri sociale, cum ar fi asistența medicală sau locuințele sociale) și obligațiuni de sustenabilitate, care conțin atât beneficii de mediu, cât și elemente sociale. Cu toate acestea, odată cu eforturile tot mai mari de a înțelege mai bine diferite aspecte legate de durabilitate, a crescut disponibilitatea obligațiunilor UoP cu un accent tematic specific, de la obligațiuni albastre la obligațiuni de tranziție sau obligațiuni rhino (*rhino bonds*).

⁴⁵ Obligațiunile SLB sunt instrumente orientate spre viitor, axate pe entitate, adică menite să sprijine transformarea sustenabilă a unei entități. Spre deosebire de obligațiunile UoP, veniturile sunt alocate pentru scopuri generale sau activități de refinanțare, dar emitentul se angajează să obțină în viitor un rezultat specific și definit în materie de sustenabilitate, exprimat de obicei sub forma unor indicatori cheie de performanță (KPI) la nivelul companiei și măsurat în raport cu obiectivele de performanță în materie de sustenabilitate (SPT). De asemenea, SLB conțin mecanisme de penalizare, de obicei sub forma unei majorări a cuponului, în cazul în care nu se ating obiectivele de sustenabilitate. Obligațiunile de tip SLB sunt o formă relativ nouă de datorie sustenabilă, prima fiind emisă în 2019, și au înregistrat o creștere bruscă a pieței în 2020, deoarece au oferit o opțiune atractivă de finanțare sustenabilă, în special pentru emitenții care nu se califică pentru obligațiunile UoP. Cu toate acestea, ele fac, de asemenea, obiectul unui control din ce în ce mai atent, în special în ceea ce privește eficacitatea mecanismului de sancționare și caracterul semnificativ al angajamentului de sustenabilitate al emitentului.

Obligațiuni sociale	Obligațiuni ale căror venituri sau o sumă echivalentă vor fi utilizate exclusiv pentru finanțarea sau refinanțarea, integrală sau parțială, a unor proiecte sociale eligibile noi și/sau existente, de exemplu, proiecte legate de infrastructura de bază la prețuri accesibile, accesul la servicii esențiale, locuințe la prețuri accesibile, crearea de locuri de muncă, promovarea și emanciparea socio-economică, securitatea alimentară.
Obligațiuni sustenabile	Obligațiuni în cazul cărora veniturile sau o sumă echivalentă vor fi utilizate exclusiv pentru a finanța sau refinanța o combinație de proiecte ecologice și sociale.
Obligațiuni pentru climă	Obținerea de finanțare pentru soluții la schimbările climatice, de exemplu, proiecte de atenuare sau de adaptare, inclusiv centrale de energie regenerabilă sau programe de atenuare a schimbărilor climatice. Nu este necesar ca toate obligațiunile pentru climă să fie obligațiuni UoP, dar majoritatea sunt.
Obligațiuni albastre	Obținerea de finanțare pentru active și proiecte legate de oceane, de exemplu în ceea ce privește conservarea și restaurarea mediului marin și infrastructura legată de apă.
Obligațiuni rhino (<i>Rhino bonds</i>)	Strângerea de fonduri pentru conservarea faunei sălbatice, inclusiv a speciilor pe cale de dispariție, cum ar fi rinocerul negru.

Notă: Prezentare generală a diferitelor utilizări ale obligațiunilor procedurale și obiectivele acestora. Mai multe dintre aceste categorii pot fi aplicate, de asemenea, în cadrul emisiunilor de obligațiuni legate de durabilitate, deși având în vedere structura diferită a obligațiunilor. Sursa: Climate Bonds Initiative, ICMA, United Nations Global Compact, Green Finance Institute, ESMA

În ultimii ani, piața datoriilor sustenabile emise de SEE a crescut într-un ritm rapid și continuu. Obligațiunile ESG în circulație au atins valoarea de 1,7 trilioane EUR în semestrul I 2023, ceea ce reprezintă o creștere de 28% într-un an și de 663% față de semestrul I 2018, obligațiunile verzi dominând piața (63%).

Așadar, ESMA a analizat existența unui beneficiu de preț pentru datoriile sustenabile prin construirea unui set de date unic de obligațiuni ESG și convenționale în circulație ale emitenților din SEE, pe baza datelor extrase din Refinitiv Eikon și prin efectuarea analizelor de regresie pentru mai multe modele și specificații ale eșantionului, dar rezultatele nu confirmă existența sistematică a unui *greenium* pentru niciuna dintre cele două categorii de obligațiuni sustenabile.

Cu toate acestea, s-a constatat faptul că emitenții de obligațiuni ESG au beneficiat de reduceri de randament în trecut, datorită caracteristicilor lor, și au fost luate în considerare diferite motive posibile pentru această observație, de la avantajul de a fi primul care intră pe piață până la niveluri crescute de preocupări legate de „greenwashing”. De asemenea, s-a constatat că această tendință nu continuă și în prezent. În plus, angajamentele publice ESG ale emitenților nu au niciun efect asupra prețurilor obligațiunilor în general.

Rezultatele sunt încurajatoare din perspectiva stabilității financiare, deoarece divergențele de preț între instrumentele de datorie sustenabile și cele convenționale par să provină din aceiași factori de risc

fundamentali, de exemplu solvabilitatea unui emitent, și nu sunt determinate exclusiv de statutul ESG al obligațiunilor. Cu toate acestea, având în vedere necesitatea considerabilă de a sprijini tranziția către o economie mai durabilă, rezultatele indică, de asemenea, un apetit limitat al pieței de a renunța la randamente mai mari în sprijinul acestui obiectiv. Acest lucru deschide noi posibilități de cercetare, pentru a investiga, de exemplu, în ce condiții investitorii ar putea fi mai dispuși să opteze pentru instrumente de investiții durabile și să renunțe la randamente sau pentru a evalua marja de profituri ratate pe care investitorii ar fi dispuși să o accepte pentru a sprijini tranziția durabilă.

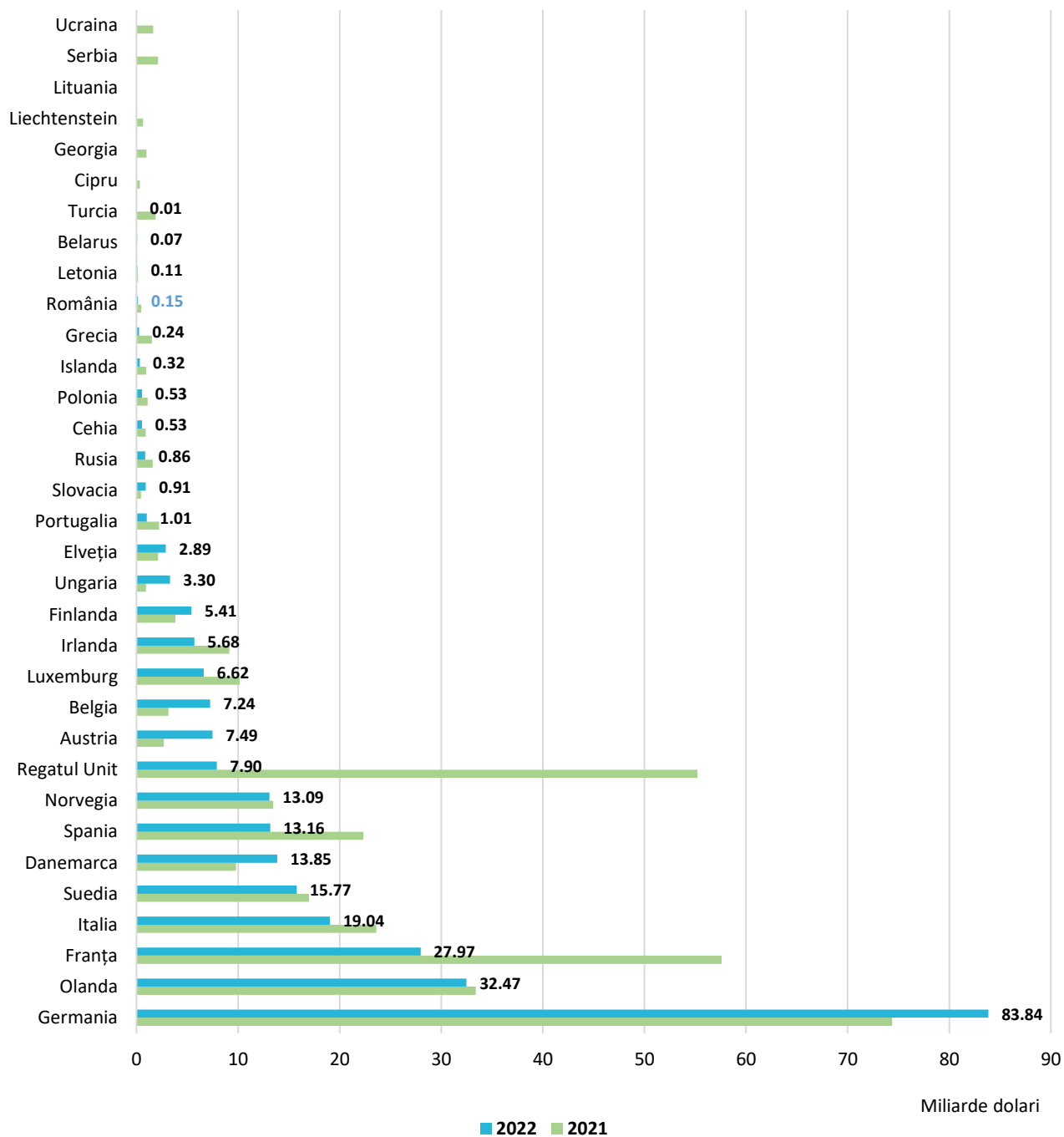
Cu toate acestea, având în vedere că piața datoriilor sustenabile continuă să evolueze în mod constant și ținând cont de faptul că analiza ESMA se referă la un eșantion specific de obligațiuni în circulație, aceste rezultate nu trebuie interpretate ca o respingere generală în ceea ce privește posibilitatea unor avantaje de preț legate de instrumentele de datorie sustenabile.

6.3. Datoria verde (emisiuni de obligațiuni verzi)

Conform datelor publicate de FMI, valoarea emisiunilor de obligațiuni verzi s-a situat în România la 0,15 miliarde dolari în anul 2022, în scădere față de 2021 (0,45 miliarde dolari). Tendința de scădere este similară cu cea identificată în cele mai multe dintre statele europene analizate. Cu toate acestea, se remarcă valoarea mai scăzută înregistrată în România comparativ cu celelalte state în care au fost emise obligațiuni verzi în perioada analizată. În anul 2022, doar în Letonia (0,11 miliarde dolari), Belarus (0,07 miliarde dolari) și Turcia (0,01 miliarde dolari) valoarea emisiunilor a fost mai scăzută comparativ cu România.

Dintre cele 33 de state analizate, doar nouă au înregistrat o dinamică pozitivă din perspectiva emisiunilor de obligațiuni verzi în anul 2022 comparativ cu 2021. Cea mai mare creștere în valori absolute a fost înregistrată în Germania, în care au fost emise obligațiuni verzi în valoare de 83,8 miliarde dolari, cu circa 9,5 miliarde dolari mai mult față de anul 2021. În perioada analizată se remarcă și evoluția pozitivă înregistrată în Ungaria, în care valoarea emisiunilor a crescut de la 0,94 miliarde dolari (2021) la 3,3 miliarde dolari (2022).

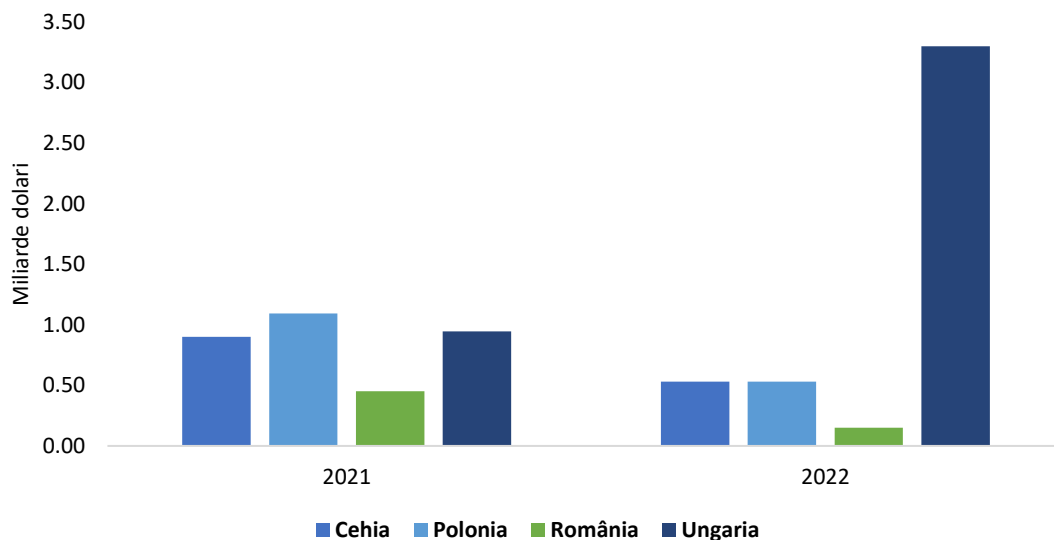
Figura 87 Valoarea emisiunilor de obligațiuni verzi în state din Europa



Sursa: FMI, Refinitiv, prelucrare ASF

Emisiunile de obligațiuni verzi emise în România se află mult și sub nivelul țărilor analizate din regiune (Cehia, Polonia: 0,53 miliarde dolari și Ungaria).

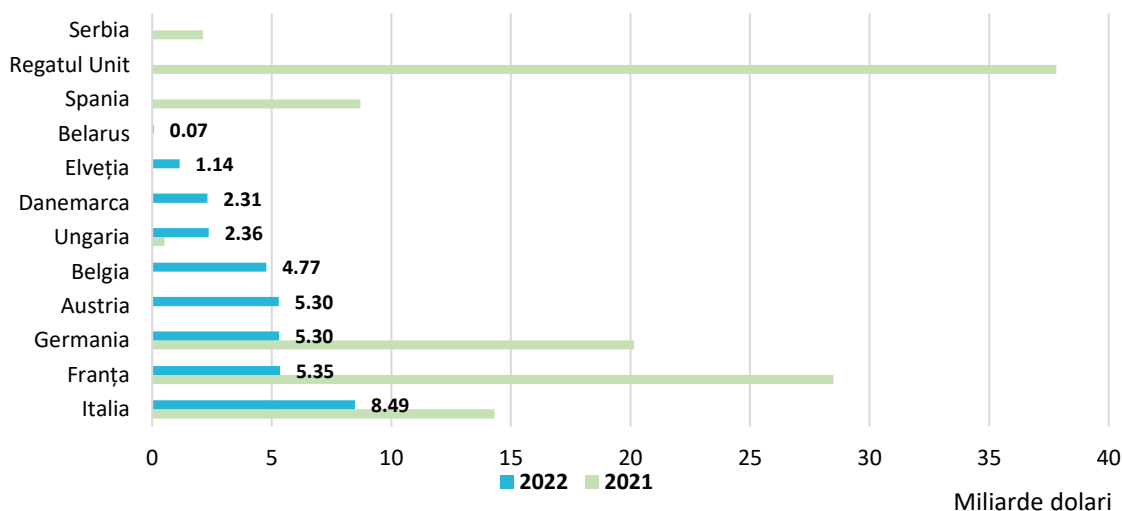
Figura 88 Valoarea emisiunilor de obligațiuni verzi în România și state din regiune



Sursa: FMI, Refinitiv, prelucrare ASF

Conform datelor publicate de FMI, 9 state din Europa au emis obligațiuni suverane verzi în anul 2022, față de 7 țări în 2021. Cu toate acestea, valoarea totală a obligațiunilor suverane verzi emise în anul 2022 (35,1 miliarde dolari) se află mult sub nivelul înregistrat în 2021 (112,1 miliarde dolari). Italia a emis cea mai mare valoare a obligațiunilor suverane verzi în anul 2022, în timp ce anul anterior a fost dominat din această perspectivă de valoarea obligațiunilor emise de Marea Britanie.

Figura 89 Emisiuni de obligațiuni suverane verzi



Sursa: FMI, Refinitiv, prelucrare ASF

6.4. Raportările de sustenabilitate (NFRD-UE/95/2014)

Directiva (UE) 2022/2464⁴⁶ în ceea ce privește raportarea privind durabilitatea de către întreprinderi, cunoscută ca „CSRD”⁴⁷ a apărut în contextul necesității creșterii importanței ce trebuie acordate responsabilității sociale a companiilor, evidențiată și în rapoarte ale Comisiei Europene. Acestea au adus dovezi detaliate că multe companii nu prezintă informații semnificative cu privire la toate subiectele majore legate de durabilitate, inclusiv informații legate de climă, emisiile de gaze cu efect de seră și factorii care afectează biodiversitatea.

Directiva CSRD dezvoltă obligațiile de raportare „nefinanciară” existente deja în legislație în baza Directivei 2014/95/UE („NFRD” – „Non-Financial Reporting Directive”). Astfel, Directiva CSRD are ca obiectiv principal revizuirea cerințelor europene cu privire la raportarea nefinanciară, ca urmare a deficiențelor constatate de către serviciile CE sub aspectul acestui tip de raportare, în special în ceea ce privește comparabilitatea/standardizarea, cantitatea, calitatea și relevanța informațiilor raportate de companii.

Ca orizont de timp, statele membre trebuie să asigure intrarea în vigoare a actelor cu putere de lege și a actelor administrative necesare pentru a se conforma noilor prevederi până la 6 iulie 2024.

Directiva CSRD aduce o serie de schimbări și dezvoltări care să contribuie la o raportare îmbunătățită a informațiilor de durabilitate. Principalele noutăți sunt următoarele:

- extinderea treptată a ariei de aplicabilitate a entităților obligate să raporteze, astfel încât, începând cu 1 ianuarie 2026, vor fi vizate și IMM-urile cotate;
- introducerea abordării de „dublă materialitate”, în sensul că raportarea se va referi nu numai la informații „în măsura în care acestea sunt necesare pentru înțelegerea dezvoltării, performanței și poziției întreprinderii”, ci și cu privire la informațiile necesare pentru înțelegerea impactului activităților companiilor asupra aspectelor de mediu, sociale și de personal, a respectării drepturilor omului, combaterii corupției și a dării de mită;
- standardizarea sporită a raportării, cu impact pozitiv asupra comparabilității și analizării informațiilor prezentate, ceea ce se va realiza prin utilizarea unor standarde obligatorii de raportare, adoptate sub formă de regulamente europene;
- creșterea încrederii în informațiile de durabilitate raportate de companii, prin introducerea obligației de asigurare a raportării de durabilitate (care va fi realizată de auditorii statuari).

La nivel național, Directiva CSRD se află, în prezent, în curs de transpunere.

În primul rând, directiva se aplică *tuturor companiilor listate pe piețele reglementate din UE, cu excepția microîntreprinderilor listate*. Întreprinderile mici și mijlocii (IMM-uri) listate au termen până la 1 ianuarie 2026 pentru a se conforma cerințelor de raportare, chiar dacă există o clauză de "opt-out" până în 2028.

⁴⁶ a Parlamentului European și a Consiliului din 14 decembrie 2022 de modificare a Regulamentului (UE) nr. 537/2014, a Directivei 2004/109/CE, a Directivei 2006/43/CE și a Directivei 2013/34/UE

⁴⁷ eng. „Corporate Sustainability Reporting Directive”

În al doilea rând, se aplică unei "întreprinderi mari" care este fie o societate din UE, fie o filială din UE a unei societăți din afara UE. O "întreprindere mare" este un termen definit în Directiva contabilă și înseamnă o entitate care depășește cel puțin două dintre următoarele criterii:

- cifră de afaceri netă mai mare de 40 de milioane de euro;
- total active mai mari de 20 de milioane de euro;
- 250 de angajați în medie pe parcursul exercițiului financiar.

Ca o a treia categorie, CSRD se aplică *companiilor de asigurare și instituțiilor de credit*, indiferent de forma lor juridică.

Există, de asemenea, derogări de la aplicarea CSRD. În special, o filială va fi scutită dacă societatea-mamă include filiala în raportul său care respectă CSRD. După cum s-a menționat mai sus, microîntreprinderile listate și IMM-urile nelistate nu intră în domeniul de aplicare, dar pot aplica dispozițiile pe bază voluntară.

Comaniile vor utiliza noile standarde de raportare privind sustenabilitatea pentru a dezvălui informații în cadrul raportului administratorilor, oferind astfel utilizatorilor raportului o imagine integrată a impactului și performanței lor în ceea ce privește factorii de mediu, sociali, drepturile omului și guvernantă (ESG).

Pentru ca informațiile lor privind sustenabilitatea să fie mai ușor de căutat de către utilizatori și mai ușor de citit de către computere, companiile vor fi obligate să își pregătească situațiile financiare și raportul administratorilor într-un singur format XHTML și să marcheze informațiile privind sustenabilitatea, etichetate în conformitate cu o taxonomie digitală.

Comitetele de audit vor avea responsabilități sporite în conformitate cu noua directivă. Pe lângă monitorizarea procesului de raportare privind sustenabilitatea și prezentarea de recomandări pentru a asigura integritatea informațiilor privind sustenabilitatea furnizate de companie, acestea vor trebui:

- să monitorizeze eficacitatea sistemelor interne de control al calității și de gestionare a riscurilor și a funcțiilor de audit intern ale companiei;
- să monitorizeze misiunea de asigurare a raportării anuale și consolidate privind sustenabilitatea;
- să informeze organismele administrative sau de supraveghere ale societății cu privire la rezultatul asigurării rapoartelor de sustenabilitate;
- să examineze și să monitorizeze independența auditorilor statutari sau a firmelor de audit.

Ca parte a Planului de acțiune al Comisiei Europene pentru finanțarea creșterii durabile, Regulamentul (UE) 2020/852 de stabilire a unui sistem de clasificare al UE pentru activitățile economice durabile din punct de vedere ecologic (Taxonomia UE) a intrat în vigoare în 2020. Taxonomia UE este un instrument cheie al Uniunii Europene pentru a redirecționa fluxurile de capital către investiții sustenabile și pentru a crea transparență pe piață. Acesta încurajează o canalizare sporită a investițiilor de către companii, investitori și factori de decizie politică acolo unde acestea sunt cele mai necesare pentru dezvoltarea sustenabilă. Prin urmare, Regulamentul UE privind taxonomia va juca un rol important în intensificarea investițiilor durabile și în implementarea Pactului verde european.

Conform Taxonomiei UE, emitenții admiși la tranzacționare pe piața reglementată au obligația să prezinte cum și în ce măsură activitățile sale sunt clasificate ca sustenabile, așa cum sunt definite în Regulamentul UE privind taxonomia.

Regulamentul privind taxonomia stabilește șase obiective de mediu:

- Atenuarea schimbărilor climatice
- Adaptarea la schimbările climatice
- Utilizarea sustenabilă și protecția resurselor de apă și marine
- Tranziția către o economie circulară
- Prevenirea și controlul poluării
- Protecția și refacerea biodiversității și ecosistemelor

În iunie 2021, Comisia a adoptat în mod oficial Regulamentul Delegat privind schimbările climatice, care stabilește criteriile pentru activitățile care contribuie în mod substanțial la atenuarea schimbărilor climatice și adaptarea la schimbările climatice, primele două dintre cele șase obiective de mediu.

Declarația nefinanciară va cuprinde, în funcție de domeniul de activitate, informațiile prevăzute la art. 8 din Regulamentul (UE) 2020/852⁴⁸, precum și informațiile prevăzute în cadrul Regulamentului (UE) 2021/2178 al Comisiei din 6 iulie 2021 de completare a Regulamentului (UE) 2020/852 al Parlamentului European și al Consiliului prin precizarea conținutului și modului de prezentare a informațiilor care trebuie furnizate de întreprinderile care fac obiectul articolului 19a sau 29a din Directiva 2013/34/UE în ceea ce privește activitățile economice durabile din punctul de vedere al mediului și prin precizarea metodologiei pentru respectarea acestei obligații de furnizare de informații.

În acest sens, potrivit art. 8 alin. (2) din Regulamentul (UE) 2020/852, în special, emitenții în cauză care sunt întreprinderi nefinanciare în sensul acestui regulament, vor furniza următoarele informații:

- proporția din cifra lor de afaceri obținută din produse sau servicii asociate cu activități economice care se califică drept durabile din punctul de vedere al mediului în temeiul articolelor 3 și 9; și
- proporția din cheltuielile lor de capital și proporția din cheltuielile lor de exploatare legate de active sau procese asociate cu activități economice care se califică drept durabile din punctul de vedere al mediului în temeiul articolelor 3 și 9.

Totodată, se vor avea în vedere, în funcție de domeniul de activitate, prevederile Regulamentului (UE) 2022/1214 al Comisiei din 9 martie 2022 de modificare a Regulamentului delegat (UE) 2021/2139 în ceea ce privește activitățile economice din anumite sectoare energetice și a Regulamentului delegat (UE) 2021/2178 în ceea ce privește publicarea de informații specifice referitoare la activitățile economice respective.

Pentru 2022 au fost aplicabile pentru prima dată cerințele complete de raportare ale taxonomiei UE. Aceasta înseamnă că, în anii următori, ca parte a activităților specifice de supraveghere, ASF va evalua câte dintre activitățile realizate de societăți sunt nu numai eligibile din punct de vedere al taxonomiei, ci și aliniate la taxonomie. În acest sens, este de așteptat să existe niveluri semnificativ mai scăzute de aliniere decât de eligibilitate.

⁴⁸ al Parlamentului European și al Consiliului din 18 iunie 2020 privind instituirea unui cadru care să faciliteze investițiile durabile și de modificare a Regulamentului (UE) 2019/2.088, publicat în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene, seria L, nr. 198 din data de 22.06.2020

În plus, Comisia a adoptat Actul Delegat Complementar care introduce cerințe specifice de raportare pentru companii legate de activitățile lor din sectoarele gazelor și energiei nucleare și se așteaptă ca în 2022 să fie adoptat și al doilea Act Delegat aferent celorlalte patru obiective de mediu.

Având în vedere aceste aspecte, activitatea de supraveghere în materia raportărilor transmise de emitenți va trebui restructurată în considerarea noilor cerințe privind sustenabilitatea cu respectarea inclusiv a cerințelor ESMA impuse prin GLESI⁴⁹.

6.4.1. Integrarea aspectelor legate de sustenabilitate în supravegherea organismelor de plasament colectiv

ASF a continuat în semestrul II al anului 2023 atât acțiunile legate de integrarea riscurilor de sustenabilitate în procesul de supraveghere a riscurilor de la nivelul entităților supravegheate, cât și acțiunile de monitorizare și supraveghere a transparenței informațiilor legate de durabilitate în informațiile precontractuale, pe site-urile web și în rapoartele periodice.

La nivelul entităților supravegheate, aplicarea prevederilor SFDR (Regulamentul UE nr. 2019/2088 privind informațiile privind durabilitatea în sectorul serviciilor financiare) și Taxonomiei (Regulamentul UE 2020/852 privind stabilirea unui cadru pentru a facilita investițiile durabile și de modificare a Regulamentului UE 2019/2088) au generat provocări atât la nivelul participanților la piața financiară, cât și la nivelul Autorității de Supraveghere Financiară, întrucât investitorii încep să ia în considerare produsele financiare care încorporează factori de mediu, sociali și de guvernanță (ESG).

În plus, obligația integrării riscurilor de sustenabilitate în procedurile și procesele elaborate în scopul gestionării riscurilor de la nivelul fondurilor administrate, precum și în cele avute în vedere în cadrul structurii generale de guvernanță, prevăzută în Regulamentul (UE) 2021/1255 (care modifică Regulamentul delegat (UE) nr. 231/2013 în ceea ce privește riscurile de sustenabilitate și factorii de sustenabilitate care trebuie luați în considerare de către administratorii de fonduri de investiții alternative) și Directiva (UE) 2021/1270 (de modificare a Directivei 2010/43/UE referitoare la riscurile de durabilitate și factorii de durabilitate care trebuie luați în considerare pentru organismele de investiții colective în valori mobiliare (OPCVM)), a intrat în vigoare la 1 August 2022.

În acest sens, ASF a efectuat demersurile necesare elaborării unor noi procese de identificare, evaluare și monitorizare a factorilor de risc ESG care pot afecta activitatea și performanța entităților supravegheate, pentru a spori supravegherea bazată pe risc și a promova protecția investitorilor.

Odată cu dezvoltarea cadrului legal al UE privind durabilitatea și cu intrarea în vigoare a Regulamentului UE 2019/2088 privind transparența pentru participanții la piața financiară (SFDR) și a Regulamentului UE 2020/852 privind taxonomia (TR), ASF a intensificat acțiunile de supraveghere privind respectarea cerințelor de transparență instituite în sarcina participanților la piața financiară. În cazul organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), fondurilor de investiții alternative (FIA) și administratorilor

⁴⁹ Guidelines on Enforcement on Sustainability Information – set de ghiduri emise de ESMA, în mod similar ghidurilor aferente activității de verificare a conformității informațiilor financiare cu cadrul de raportare IFRS

acestora, SFDR își propune să crească transparența cu privire la impactul și riscurile ESG, prin instituirea unor cerințe de transparență, atât în informațiile precontractuale (prospecte), cât și în cadrul rapoartelor periodice.

Cerințele de transparență se referă la integrarea riscurilor de durabilitate și includerea în informațiile precontractuale ale fondurilor de investiții de descrieri privind:

- modul în care riscurile legate de durabilitate sunt integrate în deciziile lor de investiții și
- efectele negative ale deciziilor de investiții asupra factorilor de durabilitate, conform art. 6 din SFDR.

În cazul în care un produs financiar promovează, printre altele, caracteristici de mediu sau sociale sau o combinație a acestor caracteristici, cu condiția ca societățile în care s-a investit să urmeze practici de bună guvernare, informațiile care trebuie furnizate în temeiul articolului 6 includ informații privind modul în care aceste caracteristici sunt respectate – art. 8 al SFDR.

Rezultatele activităților de supraveghere derulate în acest sens în semestrul II al anului 2023 relevă faptul că toate fondurile de investiții care operează pe piața locală au cerințele de transparență prevăzute la art. 6 din SFDR incluse în documentele precontractuale.

În privința transparenței promovării în rapoartele periodice a caracteristicilor de mediu sau sociale și a investițiilor durabile, ASF are în vedere derularea unor activități de verificare cu privire la modul în care au fost realizate caracteristicile de mediu sau sociale – pentru fondurile de art. 8 din SFDR și nivelul efectului global legat de durabilitate pentru fiecare produs financiar, prin intermediul indicatorilor de durabilitate relevanți, în cazul în care ASF va autoriza și supraveghea fonduri de art. 9 din SFDR.

Pe piața de capital din România există șapte fonduri de investiții care promovează caracteristici ESG (Mediu, Sociale și Guvernare) și sunt constituite cu respectarea prevederilor art. 8 din Regulamentul (UE) 2088/2019. – Fondul deschis de investiții OTP Innovation, administrat de OTP Asset Management Romania S.A.I. S.A și fondul deschis de investiții BRD Global, administrat de către SAI BRD Asset Management S.A.I. S.A. Fondul deschis de investiții BRD Global a fost autorizat ca fond care promovează caracteristici de mediu în luna iulie a anului 2023, prin Autorizația nr. 89/03.07.2023, în timp ce Fondul deschis de investiții OTP Innovation este primul fond de art. 8 din SFDR autorizat pe piața de capital din România la începutul anului 2022, prin Autorizația nr. 31/11.02.2022. În semestrul II al anului 2022, ASF a autorizat modificarea a două fonduri administrate de SAI Raiffeisen Asset Management SA (Raiffeisen Sustainable Equity și Raiffeisen Sustainable Mix) în fonduri de tip Feeder, care investesc cel puțin 85% din activ în fonduri de tip Master, administrate de Raiffeisen KapitalanlageGesellschaft m.b.H și constituite cu respectarea prevederilor art. 8 din SFDR.

Este de menționat și faptul că un număr de 11 803 de investitori (11 671 persoane fizice și 132 persoane juridice) dețin unități de fond la aceste OPCVM constituite cu respectarea art. 8 din SFDR.

În contextul creșterii cererii pentru produse financiare care încorporează factori de mediu, sociali și de guvernare (ESG), se află în curs de autorizare un număr semnificativ de fonduri de acest tip.

În cadrul procesului de autorizare a produselor financiare care încorporează factori de mediu, sociali și de guvernanță (ESG), ASF a elaborat o serie de analize și verificări ale informațiilor precontractuale depuse spre autorizare și a avut în vedere următoarele:

- în privința transparenței promovării caracteristicilor de mediu sau sociale în informațiile precontractuale, prospectul înaintat către ASF spre autorizare trebuie să includă informații privind modul în care caracteristicile de mediu și sociale sunt respectate, precum și rezultatele evaluării privind efectul probabil al riscurilor legate de durabilitate asupra randamentelor fondurilor - art. 6, alin. (1), lit. (b) din SFDR.
- în privința integrării riscurilor de durabilitate în deciziile de investiții, conform art. 8 alin. (1), lit. (a), coroborat cu art. 6, alin (1), lit. (a) din SFDR, ASF a verificat faptul că prospectul menționează o serie de instrumentele utilizate de fond pentru reducerea riscurilor de durabilitate.
- în privința considerării principalelor efecte negative asupra factorilor de durabilitate, la nivel de entitate și la nivel de produs financiar, conform art. 4, respectiv 7 din SFDR, prospectul înaintat spre autorizare trebuie să conțină o declarație privind luarea în considerare a efectelor negative ale deciziilor de investiții asupra factorilor de durabilitate.
- prospectul trebuie să conțină o Anexă privind furnizarea de informații precontractuale legate de sustenabilitate, întocmită în temeiul art. 14 al Regulamentului UE 2022/1288, care corespunde ca și format Anexei II a aceluiași Regulament. Totodată, ASF a verificat faptul că în corpul principal al prospectului este introdusă o declarație vizibilă potrivit căreia în anexa la documentele sau la informațiile respective sunt disponibile informații privind caracteristicile de mediu sau sociale, așa cum este specificat la art. 14, alin (2) al Regulamentului UE 2022/1288.

În privința elementelor de conținut elaborate de către administrator în cadrul Anexei privind furnizarea de informații precontractuale legate de sustenabilitate, ASF a avut în vedere următoarele elemente:

- în cadrul Secțiunii legate de Alocarea activelor planificată pentru acest produs financiar - informația prezentată este corelată cu informația furnizată în cadrul altor secțiuni relevante din cadrul prospectului depus spre autorizare.
- în cadrul Secțiunii legate de Indicatorii de durabilitate utilizați pentru a măsura îndeplinirea caracteristicilor de mediu sau sociale promovate de fond - existența unor elemente legate de alinierea la caracteristici de mediu și sociale ale activelor din portofoliu, prin utilizarea de scoruri ESG de la furnizori de ratinguri împreună cu un sistem de limite aplicabil scorurilor ESG, care să stabilească în final investițiile care ESG, în funcție de particularitățile prevăzute în informațiile precontractuale ale fondului.
- în cadrul Secțiunii legate de Screening-ul informațiilor despre emitent - existența unor repere în prospect care să formalizeze modul în care sunt selectate investițiile fondului, din perspectiva evaluării emitenților și acordării de scoruri ESG, ulterior parcurgerii etapei de excluderi pe baza obiectului principal de activitate.

6.4.2. Proiectul “Finanțe sustenabile – consolidarea capacității de supraveghere”, finanțat prin fonduri ale Direcției Generale pentru Sprijinirea Reformei Structurale (DG REFORM), din cadrul Comisiei Europene

În cursul semestrului II al anului 2023, au fost continuate activitățile din cadrul Proiectului “*Finanțe sustenabile – consolidarea capacității de supraveghere*”, un instrument important în contextul angajamentului ASF de a sprijini dezvoltarea finanțării sustenabile pe piața locală.

Proiectul “Finanțe sustenabile – consolidarea capacității de supraveghere” este finanțat prin fonduri ale Direcției Generale pentru Sprijinirea Reformei Structurale (DG REFORM), din cadrul Comisiei Europene, iar România participă în cadrul acestuia alături de Autoritățile din Croația, Malta și Polonia.

Obiectivul principal al Proiectului este acela de a dezvolta capacitatea Autorităților și entităților supravegheate în vederea implementării cadrului de finanțare durabilă, în special în ceea ce privește cerințele de transparență și obligațiile de raportare ale participanților la piața financiară în domeniul finanțelor durabile.

La nivelul Sectorului Instrumentelor și Investițiilor Financiare, proiectul vizează consolidarea implementării cadrului de reglementare al UE pentru finanțare durabilă, în special prin îmbunătățirea metodologiilor și instrumentelor de supraveghere a cerințelor de raportare și transparență, aplicabile organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), fondurilor de investiții alternative (FIA) și administratorilor acestora, societăților de investiții financiare și emitenților. Astfel, proiectul va consolida activitatea Autorității pe mai multe paliere – în primul rând, prin consolidarea măsurilor de supraveghere a cerințelor de transparență instituite în sarcina societăților supravegheate, ASF va acționa în vederea menținerii încrederii investitorilor în investițiile ESG și a reducerii fenomenului de dezinformare ecologică - “*greenwashing*”.

În subsidiar, integrarea principiilor finanțării sustenabile în activitățile de supraveghere curentă are rolul de a facilita identificarea timpurie a riscurilor considerate relevante din punct de vedere al durabilității și a spori reziliența pieței de capital, sprijinind totodată demersurile entităților supravegheate privind implementarea propriilor politici de management al riscurilor de sustenabilitate, adecvat noilor cerințe.

6.4.3. Exercițiul comun de supraveghere privind riscurile și cerințele de transparență în domeniul sustenabilității (Common Supervisory Action on sustainability risks and disclosures)

În cursul semestrului II al anului 2023, ASF a inițiat Exercițiul comun de supraveghere privind riscurile și cerințele de transparență în domeniul sustenabilității (*Common Supervisory Action on sustainability risks and disclosures*).

Exercițiul se desfășoară în perioada T3 2023- T4 2024 și își propune să evalueze modul în care entitățile supravegheate:

(1) integrează riscurile de sustenabilitate în cadrul de gestionare al riscurilor de la nivelul fondurilor administrate – conform Regulamentului 2021/1255 pentru FIA și Directivei 2021/1270 pentru OPCVM;

(2) tratează fenomenul de “greenwashing” și

(3) respectă cerințele de transparență impuse de Regulamentele 2019/2088 (SFDR) și 2020/852 (Taxonomia).

Obiectivul principal al exercițiului este să obțină o mai mare convergență la nivel european în legătură cu supravegherea integrării riscurilor de sustenabilitate și respectării cerințelor de transparență legate de sustenabilitate de la nivelul fondurilor de investiții, printr-o acțiune coordonată a Autorităților Naționale Competente (ANC) cu privire la riscurile care decurg din raportarea incorectă sau înșelătoare, nerespectarea machetelor de raportare prevăzute în SFDR, precum și orice alt tip de probleme la nivel de entitate sau produs financiar care ar putea conduce la “greenwashing”.

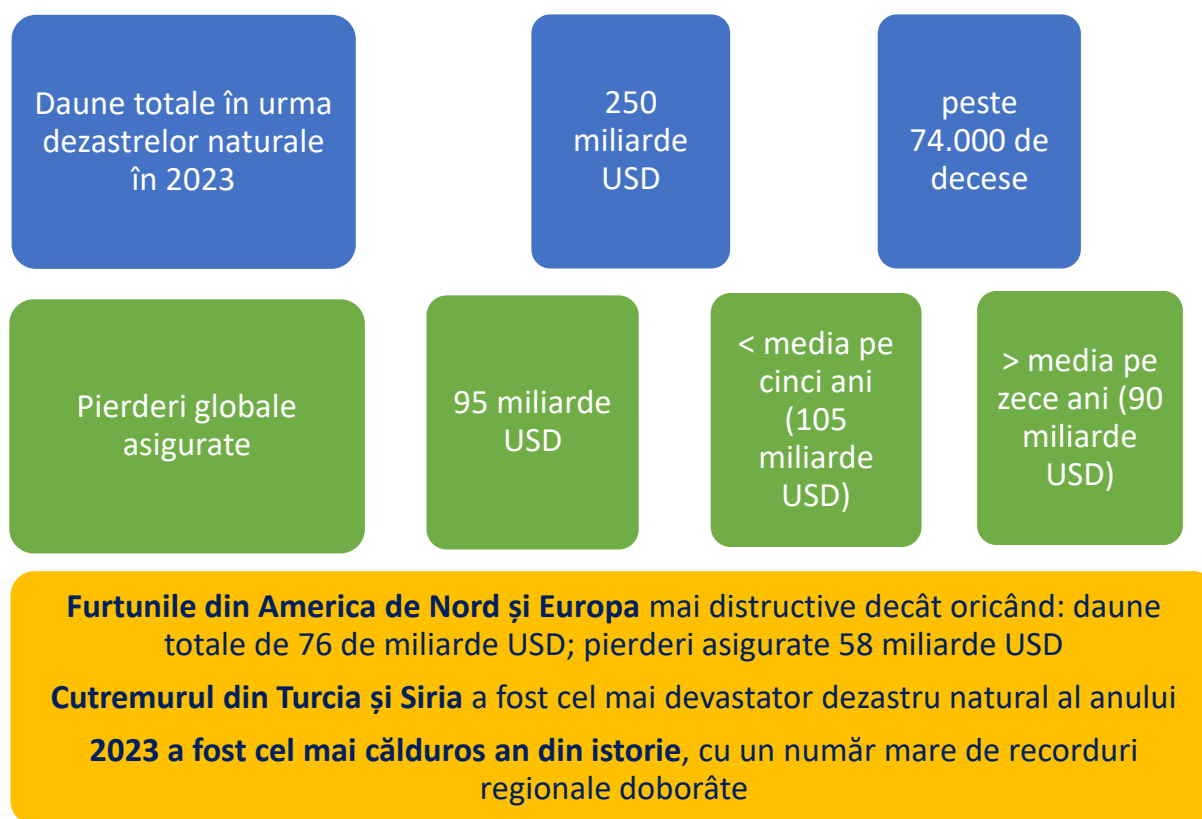
Astfel, ASF a selectat un eșantion relevant pentru exercițiul propus, conform pragurilor de materialitate stabilite în cadrul grupurilor IMSC și IMSC OWG de la ESMA și au fost transmise adrese și chestionare entităților supravegheate. Pe parcursul anului 2024, ASF urmează să centralizeze și să analizeze răspunsurile primite și să transmită către ESMA un raport în legătură cu cele mai importante concluzii de pe piața locală în legătură cu integrarea riscurilor de sustenabilitate și respectarea cerințelor de transparență legate de sustenabilitate de la nivelul fondurilor de investiții.

6.5. Pierderile generate de catastrofele naturale la nivel global

La nivel global, conform informațiilor publicate de Munich Re, în anul 2023 au fost înregistrate noi recorduri cu impact negativ în ceea ce privește dezastrele naturale.

Daunele totale generate de catastrofele naturale au fost de aproximativ 250 miliarde USD la nivel global, nivel similar cu cel din 2022, din care 38% reprezintă daune asigurate. Așadar, conform datelor Munich Re, pierderile asigurate în anul 2023 au cumulat o valoare de 95 miliarde USD, situându-se sub valoarea din 2022 (125 miliarde USD), însă peste media pe termen lung (90 miliarde USD, media pentru ultimii zece ani).

Figura 90 Anul 2023 – principalele statistici cu privire la catastrofele naturale



Sursa: Munich Re, prelucrare ASF

Se observă, așadar, că deși valoarea totală a pierderilor este similară cu cea din anul anterior (250 miliarde USD), sumele asigurate în 2023 se situează sub cele asigurate în 2022.

Din perspectiva recordurilor negative, în anul 2023 au fost înregistrate cele mai mari pierderi generate de furtunile regionale severe în SUA sau Europa. În America de Nord activele distruse în urma furtunilor au totalizat 66 miliarde USD, din care 50 miliarde USD au fost asigurate, în timp ce în Europa pierderile au fost de circa 10 miliarde USD, din care 8 miliarde USD au fost sume asigurate.

Una dintre statisticile negre constă în numărul deceselor cauzate de catastrofele naturale, care se situa la 74.000, mult peste media anuală a ultimilor cinci ani (10.000). 85% din numărul deceselor au avut loc din cauza dezastrelor geofizice. Cu toate acestea, 76% din pierderile globale au fost legate de vreme și doar 24% au avut cauze geofizice.

Conform Munich Re, seria de cutremure din sud-estul Turciei și Siria din februarie 2023 au fost atât cele mai distructive dezastre naturale ale anului, cât și cele mai costisitoare, cu pierderi totale de aproximativ 50 de miliarde de dolari, însă daunele asigurate s-au situat la doar 5,5 miliarde USD.

Europa

Conform informațiilor publicate de Munich Re, pierderile generate de dezastrele naturale din Europa au fost în sumă de 83 de miliarde USD, în mare parte din cauza cutremurului din Turcia, în timp ce pierderile asigurate s-au ridicat la aproximativ 19 miliarde USD, reprezentând doar 23% din valoarea totală a pierderilor.

Furtunile din regiunea alpină și zona mediteraneană au contribuit la pierderile cauzate de furtuni.

În iulie și august, grindina a provocat pierderi de miliarde de dolari în nordul Italiei și în alte câteva regiuni. Acestea au fost rezultatul temperaturilor înalte predominante și al riscului de furtuni severe ca urmare a evaporării crescute.

Ploile torențiale din țările de pe coasta Adriaticii au provocat inundații pe scară largă în mai și august. Începutul lunii septembrie s-a caracterizat prin inundații severe, în special în Grecia, apoi s-a intensificat peste Marea Mediterană până la un ciclon, Furtuna Daniel.

Pierderile din aceste evenimente în Europa s-au ridicat la 17 miliarde USD, din care doar 2 miliarde USD au fost asigurate.

În decembrie, precipitațiile semnificative au provocat inundații puternice în multe părți din nordul Germaniei.

6.6. Deficitul de protecție a asigurărilor din România în cazul catastrofelor naturale

Raportul EIOPA privind deficitul de protecție a asigurărilor pentru catastrofele naturale (octombrie 2023) surprinde nivelul deficitului de protecție în statele membre, precum și pe categorii de catastrofe naturale.

Ediția din 2023 reprezintă o actualizare față de ediția anterioară a estimărilor privind penetrarea asigurărilor, fiind vizate Germania, în cazul căreia a avut loc o îmbunătățire a deficitului de protecție pentru inundații, Irlanda, fiind modificat scorul privind deficitul de protecție a asigurărilor pentru inundațiile de coastă și Slovenia, furnizând o nouă estimare a penetrării asigurărilor, care a modificat scorurile corespunzătoare deficitului de protecție.

Rezultatele EIOPA arată că cel mai mic deficit de protecție este înregistrat în cazul furtunilor, toate țările înregistrând un indicator egal sau mai mic de 2, furtuna fiind un dezastru natural bine asigurat în statele în care riscul este ridicat.

Inundațiile de coastă reprezintă un pericol care ar putea fi mai relevant în ceea ce privește schimbările climatice. În prezent, o țară, Olanda, arată un deficit de protecție (scor ≥ 3), în timp ce Germania înregistrează un scor de 2,5, ceea ce o plasează în categoria țărilor ce necesită monitorizare din acest punct de vedere.

Incendiile naturale sunt, de asemenea, puternic influențate de schimbările climatice. În prezent, două țări, Portugalia și Grecia, prezintă un deficit de protecție din perspectiva acestui risc (scor ≥ 3), iar trei țări, Austria, Croația și Cipru, necesită monitorizare (scor = 2,5).

Pentru inundații, două țări înregistrează un deficit de protecție, Slovenia și Croația. Opt țări ar trebui monitorizate îndeaproape, Olanda, Italia, Germania, România, Slovacia, Bulgaria, Polonia și Austria.

Cutremurul este pericolul în care scorul decalajului de protecție este cel mai mare atât pentru Grecia, cât și pentru Italia (scor = 4 – deficit de protecție foarte mare). Alte trei țări prezintă, de asemenea, un deficit de protecție actual, România, Slovenia și Bulgaria (scor ≥ 3). În plus, trei țări ar trebui monitorizate, Cipru, Croația și Portugalia (scor = 2,5).

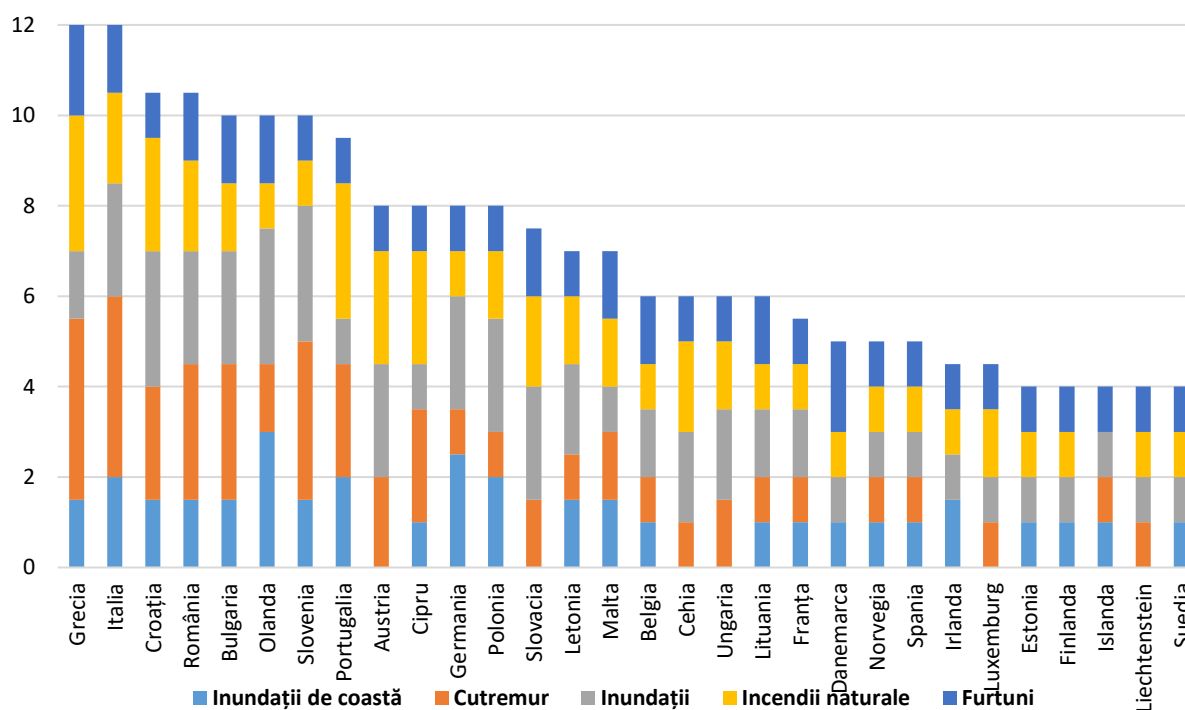
Așadar, rezultatele obținute de EIOPA în ceea ce privește deficitul de protecție a asigurărilor pentru România arată că țara este expusă la riscul de cutremur (scor 3) și inundații (2,5) din perspectiva inexistenței unui nivel suficient de acoperire a riscului prin asigurare.

Figura 91 Rezultatele tabloului de bord al EIOPA privind deficitul de protecție a asigurărilor în funcție de tipul de catastrofă naturală și țările cu cel mai mare deficit

Furtuni	Cel mai mic deficit de protecție; riscul este bine asigurat
Inundații de coastă	Olanda: deficit de protecție Germania: necesită monitorizare
Incendii naturale	Portugalia, Grecia: deficit de protecție Austria, Croația, Cipru necesită monitorizare
Inundații	Slovenia, Croația: deficit de protecție Olanda, Italia, Germania, România , Slovacia, Bulgaria, Polonia, Austria necesită monitorizare
Cutremur	Grecia, Italia: deficit de protecție foarte ridicat România , Slovenia, Bulgaria: deficit de protecție ridicat Cipru, Croația, Portugalia necesită monitorizare

Sursa: rezultate EIOPA, Tabloul de bord european cu privire la deficitul de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale, octombrie 2023

Figura 92 Valorile agregate ale scorului actual al deficitului de protecție pentru cele cinci categorii de catastrofe naturale pentru fiecare țară



Sursa: EIOPA, Tabloul de bord european cu privire la deficitul de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale, octombrie 2023; 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);

6.7. Plasamentele fondurilor de pensii private în acțiuni românești cu rating ESG

Îmbunătățirea factorilor de sustenabilitate în sectorul pensiilor private prezintă o preocupare majoră, drept consecință îmbunătățirea prevederilor legale este în curs de desfășurare. În cadrul pieței pensiilor private, potrivit informațiilor furnizate de către administratori, criteriile ESG sunt incluse în politica de investiții a fondurilor de pensii fără a afecta obiectivul de obținere a unui profil de risc-rentabilitate adecvat. Prin urmare, organele de conducere ale fondurilor de pensii private iau în considerare criteriile ESG împreună cu alți factori financiari care pot contribui la atingerea obiectivelor de pensionare ale participanților.

În plus, ținând cont de caracterul sistemic al provocărilor globale în domeniul mediului, administratorii de pensii private promovează o abordare sistemică și orientată spre viitor a durabilității mediului, care să abordeze tendințele negative în creștere (precum schimbările climatice, pierderea biodiversității, consumul excesiv de resurse la nivel mondial, penuria de alimente, diminuarea stratului de ozon, acidificarea oceanelor, deteriorarea sistemului de apă dulce și schimbarea utilizării terenurilor), precum și apariția unor noi amenințări. Drept consecință, un pas deosebit de important este cel de punere la dispoziție a unor produse financiare care promovează atât caracteristici de mediu, cât și caracteristici sociale.

În ceea ce privește alinierea și respectarea criteriilor ESG, cei zece administratori de pe piața pensiilor private din România asigură transparența și comunicarea publică privind factorii de sustenabilitate prin publicarea de informații despre politicile elaborate la nivel intern sau la nivel de grup în legătură cu integrarea riscurilor legate de durabilitate în procesele lor de luare a deciziilor privind investițiile, în conformitate cu respectarea prevederilor art. 3 din Regulamentul U.E. 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 dispozițiile prevederilor art. 5 din Regulamentul U.E. nr. 2088/2019. De asemenea, administratorii de fonduri de pensii private 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 U.E. nr. 2088/2019. În ceea ce privește obligațiile de transparență specificate la art. 6 ale Regulamentului U.E. 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).

În practică, cu scopul de a asigura transparența și comunicarea publică privind factorii de sustenabilitate, administratorii de fonduri de pensii private informează participanții și toate părțile interesate, publicând pe pagina de internet proprie informații despre politicile de investiții ale fondului de pensii în legătură cu sustenabilitatea pe termen lung, inclusiv criteriile ESG și alți factori nefinanciari. În plus, referitor la integrarea factorilor ESG, dacă în cazul componentelor E (Environmental – mediu) și S (Social - societate) normele de bune practici în sectorul de reglementare se află în prezent în curs de definire, în zona de G (Governance - guvernanta) s-au realizat foarte multe progrese, fiind parcurși pași majori în acest sens, drept consecință, administratorii de fonduri de pensii având datoria să reprezinte interesele financiare ale participanților pe termen lung.

În plus, administratorii fondurilor de pensii private, au demonstrat o abordare sustenabilă în activitățile desfășurate, acționând responsabil, sens în care au promovat și au pus un accent deosebit pe apărarea

principiilor bune guvernante corporative. Atingerea acestui deziderat a fost posibilă prin asigurarea unui management profesionist din partea echipelor de investiții, care au căutat de fiecare dată să îmbine identificarea celor mai bune oportunități de câștig pentru participanți cu aplicarea unei strategii prudente și sustenabile de investiții, bazată pe cele mai bune practici de management al riscului. Totodată, cu scopul de a se asigura implementarea corespunzătoare a obiectivelor stabilite, organele de conducere și administratorii de fonduri au în vedere dezvoltarea unor teste de stres adecvate pentru a testa strategiile de investiții, luând în considerare, atât factorii financiari, cât și factorii ESG. În acest sens, sfera și complexitatea testelor de criză au fost supuse principiului proporționalității.

În ceea ce privește rapoartele periodice, majoritatea administratorilor includ în Raportul de risc semestrial informații privind respectarea prevederilor Regulamentului U.E. nr. 2088/2019 referitoare la armonizarea politicilor existente cu noile cerințe legislative privind riscurile ESG. În acest sens, în cazul unor administratori au fost aduse o serie de 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 de detalii privind frecvența analizelor aferente riscului operațional. În consecință, echipele au analizat riscuri de sustenabilitate (sau cele legate de durabilitate) în baza fișei de scor ESG dezvoltată intern, prin intermediul căreia au fost studiate criteriile de sustenabilitate pentru clasele de active din portofoliu (acțiuni, obligațiuni corporative și fonduri mutuale).

De asemenea, au existat și entități care au avut în vedere acoperirea tuturor riscurilor în procesul de administrare a acestora sens în care au 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, acolo unde informațiile au fost disponibile. Printre principalele activități desfășurate în zona de administrare a riscurilor a fost identificată și revizuirea și îmbunătățirea cadrului de evaluare și monitorizare a riscului reputațional la nivelul emitenților din portofoliu prin utilizarea informațiilor de tip rating ESG disponibile pe platformele comerciale dedicate acestui tip de evaluări. Totodată, în cadrul procesului de cartografiere a riscurilor de neconformitate desfășurat a fost evaluată și nerespectarea prevederilor legale cu privire la riscurile de durabilitate. De asemenea, la nivelul unor entități au avut loc o serie de modificări ale procedurilor interne pentru introducerea riscurilor ESG, astfel, pe de o parte, a fost introdus un raport săptămânal privind riscul ESG, pe de altă parte, politicile au fost armonizate cu noile cerințe legislative, iar în cazul profilului de risc acesta a fost actualizat cu respectarea cerințelor legislative privind riscul ESG. În plus, în cazul unei entități cu scopul de a îndeplini cerințele prevăzute de regulamentele europene, a fost consolidat și mai mult angajamentul cu privire la sustenabilitate prin înființarea la nivelul grupului a unui Comitet privind Investițiile Responsabile, care funcționează în baza unui Ghid dedicat.

Remarcăm faptul că, obiectivul unui astfel de ghid este de a orienta cadrul de management pentru integrarea factorilor ESG în procesul decizional de investiții, promovând un model de business sustenabil și cu impact pozitiv. Astfel, entitățile în calitate de investitori instituționali pe termen lung și de proprietari de active, au o datorie fiduciară față de părțile interesate și se impune să acționeze în consecință prin, monitorizarea companiilor din portofoliile administrate, precum și prin stabilirea unui dialog continuu privind domeniile financiar și non-financiar, inclusiv probleme ESG, alături de identificarea celor mai bune practici în materie de guvernare, etică profesională, coeziune socială și protecția mediului.

Având în vedere cele prezentate anterior, vom enumera în continuare principalele măsuri implementate de către administratorii de pensii private cu privire la integrarea riscurilor ESG:

- majoritatea administratorilor includ în Raportul de Risc Semestrial, transmis Autorității de Supraveghere Financiară, informații privind respectarea prevederilor Regulamentului U.E. nr. 2088/2019 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.

Sistemul pensiilor administrate privat din cadrul piețelor financiare ne-bancare joacă un rol important pentru atingerea obiectivelor de dezvoltare durabilă, având un rol deosebit de important în încurajarea de investiții către proiecte sustenabile, atât din perspectivă de mediu, cât și din perspectivă socială.

În cele din urmă, împreună cu aceste orientări, Autoritatea de Supraveghere Financiară consideră deosebit de importantă luarea în considerare a „Principiilor de supraveghere pentru pensiile private” - IOPS și a documentului de bune practici privind guvernanța investițiilor în fondurile de pensii, publicat de OCDE și IOPS, în vederea alinierii la prevederile Regulamentului nr. 2088/2019.

În contextul prioritizării la nivel european a sustenabilității, Bursa de Valori București a publicat o secțiune dedicată scorurilor ESG⁵⁰, calculate pentru anul 2021, în mod independent, de către compania *Sustainalytics*, un furnizor de ratinguri și analize ESG la nivel global. La data realizării acestui raport, secțiunea conținea scoruri ESG calculate pentru 21 de societăți listate, dintre care 20 sunt emitenți de acțiuni și unul de obligațiuni. Pentru fiecare dintre aceste companii au fost calculați cinci indicatori, a căror descriere este prezentată mai jos.

⁵⁰ <https://bvbresearch.ro/ReportDashboard/ESGScores>

Tabelul 38 Descrierea indicatorilor utilizați pentru realizarea scorurilor ESG

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

Sursa: BVB Research Hub, Sustainalytics, prelucrare ASF

Tabelul 39 Prezentarea companiilor evaluate și a scorurilor ESG aferente

Denumire companie	ESG Risk Score	ESG Risk Ranking Score	Top	Exposure	Management	Momentum
Emitenți de acțiuni						
Alro Slatina	29.4	10/36 top 26%	26%	53.4	49.4	-5.7
Antibiotice Iași	24.5	22/473 top 5%	5%	48.5	53.3	-0.9
Aquila	22.4	51/95 top 54%	54%	33.3	37.2	n/a
Banca Transilvania	17	28/376 top 8%	8%	36.8	56.4	n/a
BRD GSG	15.4	23/409 top 6%	6%	41.3	66.8	-3.8
Burs de Valori București	23.1	34/49 top 69%	69%	31.6	28.4	6.1
Electromagnetica	18.1	105/139 top 76%	76%	23.3	23	0.3
Farmaceutica Remedia	16.7	15/46 top 32%	32%	23	28.9	-1.6
Impact	18.7	25/87 top 29%	29%	29.4	39.3	-2.7
Norofert	35.8	17/56 top 30%	30%	59.3	44.2	n/a
Nuclearelectrica	23	38/302 top 13%	13%	56.7	63.9	3.6
OMV Petrom	22.5	3/55 top 5%	5%	68.2	78.6	n/a
One United Properties	18.4	92/284 top 33%	33%	34.1	47.5	-1.6
Romcarbon	17.6	28/63 top 44%	44%	29.6	44.6	-5

Rompetrol Well Services	19.2	7/84 top 8%	8%	40	57.8	-22.6
SNTGN Transgaz	27.3	27/112 top 24%	24%	44.2	43.5	-11.7
Societatea Energetică Electrica	29.9	84/302 top 28%	28%	54.8	48.9	-3
Sphera Group	18.7	3/125 top 3%	3%	39.4	55.2	-10.7
Teraplast	22.7	36/143 top 25%	25%	40.4	46.6	0.7
Transport Trade Services	24.8	59/95 top 62%	62%	35.3	33.8	-3.5
Emitenți de obligațiuni						
Autonom services	13.5	7/71 top 9%	9%	26	51.6	n/a

Sursa: BVB Research Hub, Sustainalytics, prelucrare ASF

La finalul lunii decembrie 2023, fondurile de pensii private aveau plasamente în valoare de 17,07 miliarde de lei într-un număr de 14 emitenți de acțiuni cu scor ESG, reprezentând 55,5% din totalul investițiilor în acțiuni, respectiv 13% din activele totale.

Tabelul 40 Investițiile fondurilor de pensii private în emitenți români cu scor ESG

Emitent	Valoare în portofoliile fondurilor de pensii private la 31.12.2023	Procentul deținut de fondurile de pensii din totalul acțiunilor emitentului
Alro SA	96,946,778	8.8%
Antibiotice SA	5,226,087	0.6%
Aquila Part Prod Com SA	258,912,189	23.5%
Banca Transilvania SA	5,302,450,728	27.4%
BRD - Groupe Societe Generale SA	2,283,741,000	18.3%
Bursa de Valori Bucuresti SA	113,990,430	21.6%
Electrica SA	919,037,565	23.1%
Nuclearelectrica SA	1,384,515,908	9.3%
OMV Petrom SA	5,092,103,079	14.2%
One United Properties SA	72,332,276	1.9%
Sphera Franchise Group SA	121,870,531	12.2%
Teraplast SA	263,343,897	23.5%
Transgaz SA	764,451,248	21.5%
Transport Trade Services SA	393,856,209	24.3%
Total acțiuni cu scor ESG	17,072,777,924	
Total acțiuni fonduri de pensii private	30,736,025,312	
Total active fonduri de pensii private	131,482,671,182	

Sursa: BVB Research Hub, Sustainalytics, ASF, prelucrare ASF

Totodată, fondurile de pensii private dețineau agregat între 0,6% și 27,4% din numărul de acțiuni emise de către companiile cu scor ESG din portofolii.

Anexa 1 -Metodologia de calcul pentru indicatorii CoVaR, Delta CoVaR și Pierdere Marginală Așteptată (MES)

Măsurile CoVaR și Delta CoVaR provin din investigațiile realizate de Adrian și Brunnermeier (2016)⁵¹ și au la bază valoarea la risc pentru o instituție X^i și o cuantilă specificată α .

Conform specificațiilor oferite de Adrian și Brunnermeier (2016) pornim de la estimarea măsurilor VaR, CoVaR, and Δ CoVaR. 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 de forma:

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

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:

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

Unde:

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

Pentru cuantila β specifică $X_{2,t}$

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 mai profund metodele propuse de Acharya et al. (2017)⁵² remarcăm o definiție mai rafinată a modelului. Autorii definesc MES drept pierderea pe termen scurt pentru o firmă influențată de înregistrarea de piață a unei pierderi superioare valorii sale la risc pentru $\alpha\%$.

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

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

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

⁵¹ Pentru o discuție exhaustivă asupra construcției măsurilor vezi Adrian T.; Brunnermeier M.K. CoVaR. American Economic Review 2016, 106(7), 1705–1741.

⁵² Acharya, V. V.; Pedersen, L. H.; Philippon, T.; Richardson, M. Measuring systemic risk. The Review of Financial Studies 2017, 30(1), 2-47

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

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

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

În momentul în care toate firmele analizate fac parte dintr-o piață specifică este simplu de observat că MES pentru o firmă reprezintă derivata valorii ES a pieței în funcție de capitalizare, fapt ce explică termenul de “marginal” din titulatura măsurii. Este util de specificat faptul că în acest caz, valoarea MES pentru o firmă poate fi interpretată ca participarea sa în riscul sistemic total al pieței⁵³.

⁵³ 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

Anexa 2 - Metodologia de calcul pentru testarea bulelor speculative raționale

Într-o serie de articole cu o mare influență asupra cercetării academice, Phillips, Wu, și Yu (2011)⁵⁴ și Phillips, Shi și Yu (2015)⁵⁵ au dezvoltat cadru de modelare pentru testarea existenței bulelor speculative. Pornind de la aceste contribuții, cele mai relevante proceduri de testare – SADF (*sup augmented Dickey–Fuller*) și versiunea generalizată a testului (GSADF) – au fost utilizate într-o baterie de studii empirice în care caracterul exploziv al datelor este interpretat drept prezența unei bule speculative. Domeniul de acoperire al acestor cercetări a vizat 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 $H_0: \theta = 1$ 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:

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

⁵⁴ Phillips, P. C., Wu, Y., & Yu, J. (2011). Explosive Behavior in the 1990s NASDAQ: When Did Exuberance Escalate Asset Values? *International Economic Review*, 52(1), 201-226.

⁵⁵ Phillips, P. C., Shi, S. and Yu, J. (2015) Testing for Multiple Bubbles: Historical Episodes of Exuberance and Collapse in the S&P 500. *International Economic Review*, 56, 1043-1078

Listă tabele

Tabelul 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial	15
Tabelul 2 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, februarie 2024	25
Tabelul 3 Tabloul riscurilor piața pensiilor ocupaționale din UE, EIOPA, februarie 2024	26
Tabelul 4 Tabloul riscurilor la nivel național	27
Tabelul 5 Randamentele burselor de acțiuni la 29 decembrie 2023	36
Tabelul 6 Descrierea companiilor analizate	41
Tabelul 7. Corelații Spearman pentru perioada 2018 - 2023	42
Tabelul 8 Corelații Spearman pentru perioada 2023 (ianuarie – decembrie)	43
Tabelul 9 Structura activității de subscriere pe categorii de activități	57
Tabelul 10 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 31 decembrie 2023	70
Tabelul 11 Indicatorul de lichiditate pe fiecare dintre categoriile de asigurări la 31 decembrie 2022	70
Tabelul 12 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurările generale la 31 decembrie 2023	75
Tabelul 13 Structura rezervelor tehnice brute pentru asigurările de viață la 31 decembrie 2023	76
Tabelul 14 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2019 –2023 pentru activitatea de asigurări generale	77
Tabelul 15 Evoluția PBS și a primelor nete de reasigurare aferente perioadei 2019 –2023 pentru activitatea de asigurări de viață	78
Tabelul 16 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului	81
Tabelul 17 Investițiile în obligațiuni corporative în funcție de nivelul de calitate a creditului	83
Tabelul 18 Gradul de fiabilitate aferent metodelor de evaluare a activelor utilizate de societățile de asigurare	86
Tabelul 19 Valoarea activelor totale aferente societăților de asigurare (S2) și ponderea în PIB.....	88
Tabelul 20 Cotele de piață aferente societăților de asigurare în anul 2023 (asigurări generale și de viață).....	89
Tabelul 21 Dimensiunea pieței RCA la 31 decembrie 2023.....	91
Tabelul 22 Clasamentul societăților în funcție de cota de piață pentru clasa A3 în anul 2023	92
Tabelul 23 Clasamentul societăților în funcție de cota de piață pentru pentru clasa A15 în anul 2023.....	92
Tabelul 24 Clasamentul societăților în funcție de cota de piață pentru pentru clasa A15 în anul 2022.....	92
Tabelul 25 Cotele de piață aferente societăților autorizate și reglementate de ASF pentru activitatea de asigurări generale	96
Tabelul 26 Cotele de piață aferente societăților autorizate și reglementate de ASF pentru activitatea de asigurări de viață	98
Tabelul 27 Evoluția gradului de penetrare al pensiilor private în anul 2022 (activele totale ale instrumentelor de economisire pentru pensionare % PIB)	100
Tabelul 28 Dimensiunea sectorului sistemului de pensii private din România (active totale raportate la PIB)	105
Tabelul 29 Dimensiunea sistemică a fondurilor de pensii private	105
Tabelul 30 Principalele investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2023	111
Tabelul 31 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2023	112
Tabelul 32 Plasamentele în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2023.....	112
Tabelul 33 Plasamentele în depozite bancare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2023	113
Tabelul 34 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la finalul lunii decembrie 2023 (calculat față de 21.05.2008).....	115
Tabelul 35 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la finalul lunii decembrie 2023 (calculat în funcție de data lansării fiecărui fond de pensii facultative)	117
Tabelul 36 Cota de piață a depozitarilor fondurilor de pensii private la 31 decembrie 2023	119

Tabelul 37 Categoriile de obligațiuni procedurale (UoP)	134
Tabelul 38 Descrierea indicatorilor utilizați pentru realizarea scorurilor ESG	154
Tabelul 39 Prezentarea companiilor evaluate și a scorurilor ESG aferente.....	154
Tabelul 40 Investițiile fondurilor de pensii private în emitenți români cu scor ESG	155

Listă grafice

Figura 1 Evoluția indicelui GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index).....	12
Figura 2 Principalii indici internaționali (1 ianuarie 2022=100)	13
Figura 3 Indicatori de avertizare timpurie și riscul macroeconomic	14
Figura 4 Creștere economică trimestrială (ca modificare procentuală față de perioada anterioară).....	16
Figura 5 Rata inflației.....	17
Figura 6 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani).....	18
Figura 7 Indici bursieri (sectorul financiar)	20
Figura 8 Indicator compozit de risc sistemic pentru piețele financiare europene	29
Figura 9 Indicatori de tensiune financiară (CLIFS): Austria, Bulgaria, Polonia, România, Ungaria.....	30
Figura 10 Evoluția sectorului energetic pe țări (1 ian 2022=100).....	31
Figura 11 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, Austria, România și Polonia față de nivelul de echilibru	33
Figura 12 Tipare ciclice de evoluție financiară. Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România.....	35
Figura 13 Indice de contagiune	38
Figura 14 Prețuri de închidere	42
Figura 15 Randamente și volatilitate condiționată pentru indicele BET	43
Figura 16 Randamente și volatilitate condiționată pentru BRD.....	44
Figura 17 Randamente și volatilitate condiționată pentru H2O	44
Figura 18 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNG	45
Figura 19 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNN	45
Figura 20 Randamente și volatilitate condiționată pentru SNP.....	46
Figura 21 Randamente și volatilitate condiționată pentru TLV	46
Figura 22 Valoarea-la-Risc (VaR, 95%)	47
Figura 23 Valoarea-la-Risc Condiționată (CoVaR, 95%)	49
Figura 24 Pierdere Marginală Așteptată (MES, 95%)	50
Figura 25 Test SADF pentru detectarea unei dinamice de tip bulă rațională pentru indicele BET	53
Figura 26 Volumul de prime brute subscrise (milioane EUR) în perioada ianuarie – septembrie 2019 – 2023 în România și alte țări din regiune	57
Figura 27 Ritmul anual de modificare a volumului de prime brute subscrise în perioada ianuarie – septembrie 2020 – 2023 în România și alte țări din regiune.....	57
Figura 28 Ratele cerinței de capital de solvabilitate (SCR) și a cerinței minime de capital (MCR) (Trim. III 2023).....	58
Figura 29 Structura investițiilor în T2 2023 comparativ cu T2 2020, T2 2021 și T2 2022	59
Figura 30 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile guvernamentale în funcție de țara emitentă	60
Figura 31 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile corporative în funcție de țara emitentă	61
Figura 32 Investițiile societăților de asigurare în active alternative (miliarde EUR).....	62
Figura 33 Investițiile societăților de asigurare în active alternative (% în total investiții)	63
Figura 34 Investițiile societăților de asigurare în active alternative pe categorii de societăți (% în total investiții)	63
Figura 35 Ritmul anual de modificare al volumului de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață	64

Figura 36 Modificarea anuală a volumului de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, respectiv de viață	64
Figura 37 Modificarea volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurări generale în anul 2023 față de 2022	65
Figura 38 Modificarea volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurări generale în anul 2023 față de 2022	65
Figura 39 Excedentul activelor față de datorii (mld. lei)	66
Figura 40 Valoarea fondurilor proprii eligibile care acoperă cerințele de capital (mld. lei)	66
Figura 41 Ratele de acoperire a cerințelor de capital (rata SCR și rata MCR) aferente societăților de asigurare la finalul trimestrului IV 2023.....	66
Figura 42 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări generale	67
Figura 43 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică activitate de asigurări de viață	68
Figura 44 Distribuția ratelor SCR aferente societăților compozite.....	69
Figura 45 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări generale – decembrie 2023.....	71
Figura 46 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale	72
Figura 47 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale în luna decembrie 2023.....	72
Figura 48 Active lichide vs. obligații pe termen scurt pentru activitatea de asigurări de viață – decembrie 2023.....	73
Figura 49 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață	73
Figura 50 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață în luna decembrie 2023.....	73
Figura 51 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări generale	75
Figura 52 Evoluția rezervelor tehnice pe categorii constituite pentru activitatea de asigurări de viață	76
Figura 53 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2016 – 2023 pentru activitatea de asigurări generale	77
Figura 54 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2016 – 2023 pentru activitatea de asigurări de viață	78
Figura 55 Investițiile totale ale societăților de asigurare pe clase de active la 31 decembrie 2023	79
Figura 56 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă la 31 decembrie 2023	80
Figura 57 Investițiile societăților de asigurare în organisme de plasament colectiv în funcție de țara de origine a emitentului la 31 decembrie 2023.....	81
Figura 58 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni corporative în funcție de țara de origine a emitentului la 31 decembrie 2023	82
Figura 59 Expunerea societăților de asigurare din România față de sectorul imobiliar ca pondere în total investiții la 31 decembrie 2023	84
Figura 60 Expunerea societăților de asigurare din România față de sectorul imobiliar pe categorii de investiții ca pondere în total investiții la 31 decembrie 2023	84
Figura 61 Distribuția expunerii societăților de asigurare față de sectorul imobiliar	85
Figura 62 Ponderea activelor raportate sub regimul Solvabilitate 2 în funcție de metoda de evaluare utilizată în total investiții.....	87
Figura 63 Activele raportate sub regimul Solvabilitate 2 în funcție de clasa de active și metoda de evaluare utilizată	88
Figura 64 Dimensiunea pieței asigurărilor de viață	91
Figura 65 Structura societății Groupama pe clase de asigurări (asigurări generale și de viață)	93
Figura 66 Structura societății Allianz Tiriac pe clase de asigurări (asigurări generale și de viață)	94
Figura 67 Evoluția gradului de concentrare pe clase de asigurări generale în funcție de primele brute subscrise.....	96
Figura 68 Evoluția gradului de concentrare pe clase de asigurări de viață în funcție de primele brute subscrise.....	97
Figura 69 Structura investițională a mijloacelor de economisire pentru pensionare în statele europene în anul 2022 sau în ultimul an disponibil (%).....	102

<i>Figura 70 Expunerea pe țări a activelor fondurilor de pensii la 30 septembrie 2023</i>	103
<i>Figura 71 Structura investițională a fondurilor de pensii ocupaționale în statele europene în T2 2023 (%)</i>	104
<i>Figura 72 Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private</i>	107
<i>Figura 73 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2023</i>	108
<i>Figura 74 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2023</i>	109
<i>Figura 75 Structura activelor fondurilor de pensii private (Pilon II și Pilon III) la 31 decembrie 2023</i>	110
<i>Figura 76 Anul maturității titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private la data de 31 decembrie 2023</i>	111
<i>Figura 77 Evoluția ratelor medii de rentabilitate ale fondurilor de pensii private</i>	114
<i>Figura 78 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat</i>	115
<i>Figura 79 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei)</i>	116
<i>Figura 80 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative</i>	116
<i>Figura 81 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III</i>	117
<i>Figura 82 Gradul de concentrare al fondurilor de pensii private (în funcție de valoarea totală a activelor la finalul lunii decembrie 2023), calculat pe baza indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței</i>	118
<i>Figura 83 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II – GARCH (1,1)</i>	120
<i>Figura 84 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (ian. 2018=100%)</i>	121
<i>Figura 85 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III – GARCH (1,1)</i>	121
<i>Figura 86Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (ian. 2018 =100%)</i>	122
<i>Figura 87 Valoarea emisiunilor de obligațiuni verzi în state din Europa</i>	137
<i>Figura 88 Valoarea emisiunilor de obligațiuni verzi în România și state din regiune</i>	138
<i>Figura 89 Emisiuni de obligațiuni suverane verzi</i>	138
<i>Figura 90 Anul 2023 – principalele statistici cu privire la catastrofele naturale</i>	147
<i>Figura 91 Rezultatele tabloului de bord al EIOPA privind deficitul de protecție a asigurărilor în funcție de tipul de catastrofă naturală și țările cu cel mai mare deficit</i>	150
<i>Figura 92 Valorile agregate ale scorului actual al deficitului de protecție pentru cele cinci categorii de catastrofe naturale pentru fiecare țară</i>	150

Bibliografie

- Acharya, V. V.; Pedersen, L. H.; Philippon, T.; Richardson, M. (2017) *Measuring systemic risk*, *The Review of Financial Studies*, 30(1), 2-47
- Acharya, V. V.; Pedersen, L. H.; Philippon, T.; Richardson, M. (2017) *Measuring systemic risk*, *The Review of Financial Studies*, 30(1), 2-47
- Adrian, T.; Brunnermeier, M.K. CoVaR (2016). *American Economic Review*, 106(7), 1705–1741.
- Adrian, T.; Brunnermeier, M.K. CoVaR (2016). *American Economic Review*, 106(7), 1705–1741.
- Akhtaruzzaman M., Boubaker S., Nguyen D.K., Rahman M.R., (2022) *Systemic risk-sharing framework of cryptocurrencies in the COVID–19 crisis* *Finance Research Letters*, 47, Article 102787
- Banca Centrală Europeană, *Financial Stability Review*, mai 2019;
- Banca Centrală Europeană, *Financial Stability Review*, mai 2023;
- Borri N. (2018) *Local currency systemic risk* *Emerging Markets Review*, 34, pp. 111-123
- Bostandzic D., Weiss G.N. *Why do some banks contribute more to global systemic risk?* *Journal of Financial Intermediation*, 35 (2018), pp. 17-40
- Bostandzic D., Weiß G. (2018) *Why do some banks contribute more to global systemic risk?* *Journal of Financial Intermediation*, 35 (A), pp. 17-40
- Caporin M., Naeem M.A., Arif M., Hasan M., Vo X.V., Shahzad S.J.H., (2021) *Asymmetric and time-frequency spillovers among commodities using high-frequency data* *Resources Policy*, 70, Article 101958
- Caporin, M., Fontini, F., Panzica, R. (2023) *The systemic risk of US oil and natural gas companies*, *Energy Economics*, Elsevier, vol. 121(C)
- Diebold, F.X., Yilmaz, K. (2009) *Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers, with Application to Global Equity Markets*. *The Economic Journal*, 119, 158-171
- Durbin, J., Koopman, S.J., (2012) *Time series analysis by state space methods*, Oxford University Press
- EIOPA – *Raportul privind perspectivele sectorului european de asigurări 2023 (European Insurance Overview Report 2023)*
- EIOPA – *Set de indicatori statistici*, www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/insurance-statistics_ro
- EIOPA – *Tabloul riscurilor – februarie 2024*
- EIOPA, *Financial Stability Report*, decembrie 2023;
- Ellis L., Haldane A., Moshirian F. (2014) *Systemic risk, governance and global financial stability* *Journal of Banking and Finance*, 45, pp. 175-181
- ESMA (2023) *Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System*, JC 2023
- ESMA (2023) *TRV Risk Monitor*, *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, No. 2, 2023
- ESMA (2023), *ESMA TRV Risk Analysis, ESG names and claims in the EU fund industry*
- ESMA (2023), *ESMA TRV Risk Analysis, The European sustainable debt market – do issuers benefit from an ESG pricing effect?*
- European Central Bank (2009) *The Concept of Systemic Risk – Financial Stability Review*
- European Central Bank (2023) *The Road to Paris: stress testing the transition towards a net-zero economy*, *Occasional Paper Series*
- Evanoff, D., Hoelscher, D., Kaufman, G. (2009). *Globalization and systemic risk*. *World Scientific Studies in International Economics*.

Fondul Monetar Internațional - Indicatori financiari pentru schimbarea climatică, climatedata.imf.org/pages/fi-indicators#fr1

Fondul Monetar Internațional – Raportul privind stabilitatea financiară globală: Politici financiare și climatice în perioada ratelor de dobândă ridicate (Global Financial Stability Report: Financial and Climate Policies for a High-Interest-Rate Era, octombrie 2023);

Fondul Monetar Internațional (2023) Global Financial Stability Report October 2023: Financial and Climate Policies for a High-Interest-Rate Era

Fondul Monetar Internațional, Private Equity and Life Insurers (decembrie 2023) – Fabio Cortes ; Mohamed Diaby ; Peter Windsor;

Freixas X., Laeven L., Peydró J.L., (2015) Systemic Risk, Crises, and Macroprudential Regulation MIT Press, Cambridge, Massachusetts

Gallagher Re - Raportul privind catastrofele naturale în trimestrul III 2023, prezentare generală preliminară (octombrie 2023)

Grupul Băncii Mondiale - Raportul de Țară privind Clima și Dezvoltarea (octombrie 2023)

Grupul Băncii Mondiale - Raportul privind perspectivele piețelor de mărfuri (Commodity Markets Outlook, octombrie 2023)

Hu, Y. Oxley, L., (2017) Are there bubbles in exchange rates? Some new evidence from G10 and emerging market economies, *Economic Modelling*, Elsevier, vol. 64(C), pages 419-442

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

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

Lehar A. (2005) Measuring systemic risk: a risk management approach *Journal of Banking and Finance*, 29 (10), pp. 2577-2603

McLemore P., Mihov A., Sanz L. (2022) Global Banks and Systemic Risk: The Dark Side of the Financial Connectedness, *Journal of International Money and Finance*, 129, Article 102734

Munich RE - www.munichre.com/en/company/media-relations/media-information-and-corporate-news/media-information/2023/media-release-baden-baden-2023-10-19.html

Nguyen, Q. N., Waters G. A., (2022) Detecting periodically collapsing bubbles in the S&P 500, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Volume 83, Pages 83-91

Phillips, P. C., Shi, S., Yu, J. (2015) Testing for Multiple Bubbles: Historical Episodes of Exuberance and Collapse in the S&P 500. *International Economic Review*, 56, 1043-1078

Phillips, P. C., Wu, Y., Yu, J. (2011). Explosive Behavior in the 1990s NASDAQ: When Did Exuberance Escalate Asset Values? *International Economic Review*, 52(1), 201-226.

Shahzad S.J.H., Bouri E., Ahmad T., Naeem M.A., (2022) Extreme tail network analysis of cryptocurrencies and trading strategies *Fin. Res. Lett.*, 44, Article 102106

The World Bank, *Global Financial Development Report*

Umar M., Farid S., Naeem M.A. (2022) Time-frequency connectedness among clean-energy stocks and fossil fuel markets: Comparison between financial, oil and pandemic crisis *Energy*, 240, Article 122702

Usman, M. (2022) Bank contribution to financial sector systemic risk and expected returns: Evidence from large U.S. banks, *Borsa Istanbul Review*, Available online 17 October 2022