



EVOLUȚIA PIEȚEI DE CAPITAL

ÎN ANUL

2024

EVOLUȚIA PIEȚEI DE CAPITAL

ÎN ANUL 2024

Notă

Acest raport prezintă evoluția pieței de capital în anul 2024. Ca urmare a rotunjirilor este posibil ca totalurile să nu corespundă exact sumei componentelor sau să apară mici diferențe față de variațiile procentuale indicate în grafice sau tabele.

Toate drepturile rezervate.

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

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

TELVERDE: 0800.825.627

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

E-mail: office@asfromania.ro

Sumar decembrie 2024.....	3
SINTEZĂ.....	4
1. Contextul macroeconomic intern și internațional	8
1.1. Contextul macroeconomic internațional	8
1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale	18
1.3. Statistici privind organismele de plasament colectiv și fondurile de investiții alternative din Europa	25
2. Tendințe și riscuri pe piața de capital	30
2.1. Tendințe, riscuri și vulnerabilități	30
2.2. Analiza riscurilor – Fonduri de obligațiuni	36
2.3. Metode de evaluare a performanței ajustate la risc pentru fondurile de investiții	41
2.4. Analize wavelet	43
2.5. Interconectarea burselor europene	51
2.6. Indicator de lichiditate. Calculul lichidității structurale.	54
3. Piața primară și emitenți.....	58
3.1. Oferte publice	58
3.2. Alte operațiuni speciale/ Alte evenimente corporative	60
3.3. Operațiuni transfrontaliere	62
3.4. Noi emitenți listați/admiși la tranzacționare pe Piața Reglementată sau pe Segmentul SMT al BVB	62
4. Statisticile BVB	65
4.1. Piața Reglementată	67
4.2. Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT)	72
4.3. Sisteme de decontare a titlurilor de valoare	75
5. Intermediari	78
6. Organismele de plasament colectiv	84
6.1. Societăți de administrare a investițiilor	84
Administrarea portofoliilor individuale	86
Administrarea organismelor de plasament colectiv (OPC)	86
6.2. Organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM)	88
6.3. Fonduri de investiții alternative (FIA)	90
6.4. Societățile de investiții (SI)	91
Bibliografie selectivă.....	93
Anexa 1	94
Listă tabele.....	100
Listă grafice	101



SINTEZĂ

Evenimentele geopolitice și economice de anvergură, precum alegerile europene și franceze sau transformările economice din Statele Unite, au contribuit la sporirea volatilității piețelor financiare în anul 2024. Divergența dintre piețele bursiere din SUA și Uniunea Europeană s-a accentuat, reflectând o creștere rapidă a acțiunilor americane, în contrast cu evoluția relativ stabilă și moderată a piețelor europene.

Riscurile geopolitice s-au menținut la un nivel ridicat pe parcursul anului 2024, fiind influențate de schimbările politice din Germania și Franța. Modificările anticipate în politica economică a Statelor Unite, inclusiv posibila introducere de tarife comerciale și inițiativele de reducere și simplificare a reglementărilor financiare, ar putea avea implicații semnificative asupra economiei globale. Volatilitatea piețelor financiare ar putea crește în contextul accentuării riscului de fragmentare economică globală, determinată de măsurile adoptate de noua administrație americană, cu efecte asupra fluxurilor comerciale și financiare internaționale.

Principalele bănci centrale, inclusiv Banca Centrală Europeană și Rezerva Federală a SUA, au inițiat în 2024 un proces de reducere a ratelor dobânzilor. Cu toate acestea, persistă incertitudini privind amploarea și ritmul viitoarelor ajustări. Divergențele dintre politicile monetare ale Uniunii Europene și ale Statelor Unite pot exercita un impact semnificativ asupra piețelor financiare și cursului valutar, influențând competitivitatea economică a regiunii.

Relaxarea condițiilor financiare la nivel global depinde în mare măsură de scăderea ratelor de creditare. Totuși, în zona euro, standardele de creditare bancară au rămas relativ constante. Persistă incertitudini cu privire la momentul și amploarea reducerii ratelor dobânzilor, aspecte ce ar putea influența dinamica piețelor financiare și fluxurile de capital.

Prețurile petrolului au înregistrat fluctuații semnificative în a doua jumătate a anului 2024. După o scădere inițială determinată de o cerere mai redusă, acestea au consemnat o creștere în luna octombrie, pe fondul escaladării conflictului din Orientul Mijlociu.

În pofida unei îmbunătățiri generale a economiei, piețele financiare din Uniunea Europeană continuă să fie marcate de incertitudini semnificative, generate de factori economici și politici la nivel global. Pe parcursul celei de-a doua jumătăți a anului 2024, piețele financiare europene au demonstrat reziliență în fața unor provocări tot mai complexe, însă volatilitatea a crescut, menținând riscurile economice și geopolitice la niveluri ridicate.

Previziunile economice ale Comisiei Europene indică o ușoară revizuire în scădere a creșterii PIB-ului UE, estimată la 0,9% pentru anul 2024 și la 1,5% pentru 2025. La nivel global, Fondul Monetar Internațional prognozează o rată stabilă de creștere economică de 3,2%.

Tensiunile politice s-au amplificat atât în Europa, cât și pe scena internațională. Problemele bugetare, nivelul datoriei publice și disputele comerciale au devenit factori de instabilitate, exacerbați de ascensiunea piețelor bursiere și a crypto-activelor, care s-au distanțat tot mai mult de fundamentele

economice. În acest context, creșterea accelerată a pieței bursiere americane și a sectorului crypto generează riscul unor corecții bruște, cu potențial destabilizator asupra climatului investițional. Simultan, progresul tehnologic a adus noi provocări, întrucât atacurile cibernetice și riscurile hibride s-au intensificat pe fondul tensiunilor globale.

Indicele de incertitudine privind politica economică a înregistrat o creștere semnificativă în a doua jumătate a anului 2024, reflectând preocupările la nivel global cu privire la direcția economică și la impactul alegerilor din Statele Unite.

În trimestrul al patrulea al anului 2024, acțiunile europene au continuat să se deprecieze, în contrast cu evoluția pozitivă a piețelor din SUA, pe fondul accentuării decalajului tehnologic. În ceea ce privește finanțarea corporativă, anul 2024 s-a dovedit a fi unul dificil. Deși activitatea ofertelor publice inițiale (IPO) a cunoscut o ușoară redresare, piețele de capital și-au pierdut din dinamism. În anii următori, companiile vor trebui să refinanțeze datoriile semnificative, ceea ce generează incertitudini cu privire la sustenabilitatea acestora, în special în segmentele cu rating scăzut.

Perspectivile macroeconomice pentru 2025 sugerează o îmbunătățire treptată, însă nu lipsită de provocări. Creșterea PIB-ului Uniunii Europene este estimată la 1,5%, cu variații semnificative între statele membre. La nivel global, economia este prognozată să avanseze cu 3,2%, conform estimărilor Fondului Monetar Internațional. Cu toate acestea, riscul fragmentării economice rămâne ridicat, pe măsură ce noua administrație americană își conturează direcțiile de politică economică și comercială.

În România, în anul 2024, Produsul Intern Brut (PIB) a înregistrat o creștere de 0,9% comparativ cu anul 2023. În trimestrul al IV-lea din 2024, PIB-ul a fost, în termeni reali, cu 0,8% mai mare față de trimestrul al III-lea al aceluiași an. Totodată, în raport cu trimestrul al IV-lea din 2023, PIB-ul a crescut cu 0,7%, atât în varianta brută, cât și în cea ajustată sezonier.

Indicele prețurilor de consum (IPC), principalul indicator al inflației la nivel național, a înregistrat o rată anuală a inflației de 5,1% în decembrie 2024 comparativ cu decembrie 2023. În aceeași perioadă, rata medie anuală a modificării prețurilor de consum s-a situat la 5,6%.

Pe de altă parte, indicele armonizat al prețurilor de consum (IAPC), utilizat pentru măsurarea inflației la nivelul Uniunii Europene, a indicat o inflație anuală de 5,5% în decembrie 2024 față de aceeași lună a anului precedent. De asemenea, rata medie anuală a modificării prețurilor de consum, calculată pe baza IAPC, a fost de 5,8%, reflectând o tendință similară la nivel european.

La finalul anului 2024, majoritatea indicilor Bursei de Valori București (BVB) au înregistrat evoluții pozitive comparativ cu decembrie 2023, indicele de referință BET – care reflectă performanța celor mai tranzacționate companii de pe piața reglementată a BVB – apreciindu-se cu 8,78%.

Pe parcursul anului 2024, volatilitatea indicilor Bursei de Valori București a fost mai redusă față de nivelurile consemnate în 2023. Astfel, volatilitatea maximă înregistrată de indicele BET s-a situat la 26% în 2024, în scădere față de 28% în anul precedent, tendință similară fiind observată și în cazul celorlalți indici raportați de BVB. Evoluția indicelui BET în 2024 a fost caracterizată, în principal, de un regim de volatilitate scăzută, punctat de episoade de incertitudine sporită de scurtă durată, asociate unei volatilități moderate.

Un episod de creștere bruscă a fost înregistrat în luna august 2024, fiind urmat de o redresare rapidă, ceea ce evidențiază reziliența pieței de capital din România. Un alt moment de intensificare a volatilității a fost observat în luna decembrie. Cu toate acestea, pe parcursul anului, a predominat volatilitatea scăzută, indicând un mediu de piață stabil, cu fluctuații limitate. Perioadele de volatilitate medie au fost relativ scurte și bine delimitate, ceea ce reflectă robustețea pieței.

Analiza indicelui BET prin prisma a trei regimuri de volatilitate indică faptul că, în 2024, piața de capital din România a fost marcată, în ansamblu, de stabilitate, cu doar câteva intervale de volatilitate moderată și ridicată. Aceste dinamici subliniază importanța monitorizării evenimentelor specifice care ar putea determina tranziții între diferitele regimuri de volatilitate.

La finalul lunii decembrie 2024, valoarea totală a tranzacțiilor realizate pe piața reglementată și pe Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT) a atins 37 miliarde lei, înregistrând o scădere de 2,6% față de aceeași perioadă a anului 2023. În același timp, numărul total de tranzacții desfășurate pe parcursul celor patru trimestre ale anului 2024 la Bursa de Valori București (BVB) a crescut cu 32% comparativ cu intervalul similar al anului precedent. Din valoarea totală a tranzacțiilor, aproximativ 97,7% au fost realizate pe piața reglementată a BVB, restul desfășurându-se pe SMT.

La sfârșitul anului 2024, capitalizarea bursieră a pieței reglementate a atins 350,2 miliarde lei, marcând o creștere de aproximativ 19% față de nivelul înregistrat la finalul lunii decembrie 2023. La data de 30 decembrie 2024, cea mai lichidă companie listată pe piața reglementată a BVB a fost Banca Transilvania (TLV), care a reprezentat aproximativ 21,74% din valoarea totală a tranzacțiilor. Aceasta a fost urmată în clasament de Hidroelectrica (H2O), OMV Petrom (SNP), Romgaz (SNG) și Fondul Proprietatea (FP).

În cursul anului 2024, pe piața reglementată au fost realizate 199.508 tranzacții cu instrumente cu venit fix (inclusiv obligațiuni, EUR-BOND, EUR-TBILLS, EUR-TBONDS și titluri de stat), cu o valoare totală de aproximativ 18,5 miliarde lei, ceea ce reprezintă o creștere de circa 5,9 miliarde lei față de aceeași perioadă a anului anterior. Numărul tranzacțiilor cu titluri de credit a înregistrat o creștere semnificativă comparativ cu perioada similară din 2023. Cu toate acestea, valoarea medie raportată la numărul total de tranzacții a fost de 92,74 mii lei, în scădere față de valoarea medie de 108,02 mii lei înregistrată în anul precedent.

La sfârșitul trimestrului IV 2024, pe piața reglementată administrată de Bursa de Valori București (BVB) activau un număr total de 26 de intermediari, dintre care 16 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 7 entități autorizate în alte state membre ale Uniunii Europene. Până la finalul lunii decembrie 2024, cei mai activi intermediari pe BVB (atât pe piața reglementată, cât și pe SMT) au fost societățile de servicii de investiții financiare, cu o valoare intermediată de aproximativ 42,37 miliarde lei. Intermediarii locali (SSIF și instituțiile de credit) au realizat aproximativ 91% din valoarea totală intermediată. Dintre intermediarii autorizați în alte state membre ale UE care au efectuat tranzacții pe piețele la vedere, cele mai active au fost firmele de investiții, acestea acumulând o cotă de piață de 7%.

La sfârșitul lunii decembrie 2024, SSIF-urile administrau în custodie active în valoare totală de 41,05 miliarde lei, incluzând atât disponibilitățile clienților, cât și titlurile financiare deținute de aceștia. Numărul

cumulat al conturilor de clienți activi ai SSIF-urilor la sfârșitul trimestrului IV 2024 a fost de 124 mii, având în vedere că un investitor poate deține simultan conturi deschise la mai mulți intermediari.

Valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România la data de 30 decembrie 2024 a fost estimată la aproximativ 44,3 miliarde lei, marcând o creștere de aproximativ 21,6% față de finalul anului 2023. La aceeași dată, în România activau 16 administratori, dintre care 6 erau autorizați exclusiv ca societăți de administrare a investițiilor (SAI), 2 ca administratori de fonduri alternative de investiții (AFIA), iar 8 dețineau dublă autorizație.

De asemenea, la 30 decembrie 2024 erau autorizate 92 de organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) și 37 de fonduri de investiții alternative (FIA), incluzând 6 societăți de investiții (SI) și Fondul Proprietatea. Serviciile de depozitare pentru cele 129 de organisme de plasament colectiv erau asigurate de 4 entități specializate în activități de depozitare.

La sfârșitul trimestrului IV 2024, în concordanță cu tendințele anterioare, grupurile bancare au continuat să reprezinte categoria dominantă în rândul administratorilor de fonduri, deținând cea mai mare pondere din totalul activelor administrate de societățile de administrare a investițiilor (SAI). În ceea ce privește piața organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), analizată din perspectiva activelor gestionate de SAI-uri, indicele Herfindahl-Hirschman a înregistrat o valoare de 0,2236, indicând un grad ridicat de concentrare. Această tendință este confirmată și de valorile indicatorilor CR („concentration ratio”): la data de 30 decembrie 2024, primele trei SAI administrau aproximativ 72,32% din activele OPCVM și 65,8% din activele fondurilor de investiții alternative (FIA).

La aceeași dată, activele nete ale celor șase societăți de investiții (SI) au atins un nivel de aproximativ 15,33 miliarde lei, reflectând o creștere de circa 14% față de sfârșitul anului 2023, când acestea se situau la 13,4 miliarde lei. Cele mai mari active nete au fost înregistrate de entitățile LION, INFINITY și EVER.

1. Contextul macroeconomic intern și internațional

Evenimentele geopolitice și economice majore, cum ar fi alegerile europene și franceze sau schimbările economice din SUA, au contribuit la creșterea volatilității pe piețele financiare în 2024. Divergența dintre piețele de acțiuni din SUA și UE s-a accentuat, cu acțiunile americane în creștere rapidă, în timp ce piețele europene au avut o evoluție caracterizată de stabilitate și creștere modestă.

Riscurile geopolitice au fost ridicate în 2024, fiind influențate de schimbările politice din Germania și Franța. Schimbările anticipate în politica economică a SUA, inclusiv posibile tarife comerciale și măsuri de reducere și simplificare a reglementărilor piețelor financiare ar putea avea un impact semnificativ asupra economiei globale. Volatilitatea piețelor poate crește o dată cu materializarea riscului de fragmentare economică globală, determinată de schimbările induse de noua administrație americană, ceea ce poate afecta fluxurile comerciale și financiare internaționale.

Principalele bănci centrale, inclusiv Banca Centrală Europeană și Rezerva Federală a SUA, au început să reducă ratele dobânzilor în 2024, însă există incertitudini privind amploarea și ritmul viitoarelor reduceri. Divergențele dintre politica monetară a UE și cea a SUA pot influența piețele financiare și cursul valutar, afectând competitivitatea economică a regiunii.

Relaxarea condițiilor financiare globale depinde în mare măsură de reducerea ratelor de creditare. Totuși, în zona euro, standardele de creditare bancară au rămas relativ neschimbate. Există incertitudini legate de momentul și amploarea reducerii ratelor dobânzilor, ceea ce poate influența piețele financiare și fluxurile de capital.

Prețurile petrolului au fluctuat semnificativ în a doua jumătate a anului 2024. După o scădere inițială cauzată de o cerere mai redusă, acestea au crescut în octombrie din cauza conflictului din Orientul Mijlociu.

1.1. Contextul macroeconomic internațional

În ciuda unei îmbunătățiri generale a economiei, piețele financiare din Uniunea Europeană continuă să se confrunte cu incertitudini semnificative, generate de factori economici globali și politici. În a doua jumătate a anului 2024, piețele financiare europene au continuat să reziste în fața unor provocări tot mai mari. Volatilitatea a crescut, iar incertitudinile geopolitice și riscurile economice au rămas la cote ridicate.

Previziunile Comisiei Europene pentru PIB-ul UE au fost revizuite ușor în scădere, fiind estimate la 0,9% în 2024 și 1,5% în 2025. Pe plan global, Fondul Monetar Internațional menține o creștere stabilă de 3,2%.

Tensiunile politice s-au intensificat atât în Europa, cât și pe scena internațională. Problemele bugetare, datoria publică și disputele comerciale au devenit surse de instabilitate, amplificate de ascensiunea piețelor bursiere și a crypto-activelor, care s-au desprins tot mai mult de fundamentele economice. Totodată, creșterea rapidă a bursei americane și a piețelor crypto ridică riscul unor corecții bruște, care ar putea destabiliza și mai mult climatul investițional. În același timp, tehnologia a adus noi amenințări, iar atacurile cibernetice și riscurile hibride au crescut pe fondul tensiunilor globale.

Pe fundalul acestor schimbări, UE se confruntă cu provocări majore: incertitudinile comerciale globale alimentează volatilitatea piețelor, iar capacitatea statelor membre de a reacționa rapid și eficient trebuie crescută pentru menținerea stabilității. Factorii politici și geopolitici vor continua să influențeze piețele financiare europene în 2025.

În același timp, digitalizarea accelerată aduce atât oportunități, cât și vulnerabilități. Sectorul financiar, tot mai dependent de un număr restrâns de furnizori de tehnologie, riscă să fie afectat de atacuri cibernetice, iar beneficiile inteligenței artificiale ar putea fi umbrite de dificultăți operaționale și de securitate.

În paralel, tranziția către o economie verde întâmpină obstacole. Investițiile ESG și finanțările sustenabile sunt puse sub semnul întrebării, iar fenomenul de **greenwashing** subminează încrederea investitorilor. Pe de altă parte, o parte a pieței de obligațiuni verzi din UE rămâne stabilă, susținută de emisiunile companiilor non-financiare.

Investitorii individuali se confruntă cu un mediu tot mai complex. Informațiile financiare se răspândesc rapid pe rețelele sociale, iar cei mai puțin experimentați riscă să fie induși în eroare de speculații și dezinformare. Piața cripto-activelor, în special, a devenit un teren al volatilității extreme, cu creșteri explozive urmate de scăderi abrupte. După alegerile din SUA, optimismul a dus Bitcoin la un avans de 30%, iar capitalizarea totală a pieței cripto a atins un record de 3,3 trilioane EUR, depășind vârful din 2021.

Indicele de incertitudine privind politica economică a crescut semnificativ în a doua jumătate a anului 2024, reflectând preocupările globale legate de direcția economică și efectele alegerilor din SUA.

În trimestrul IV 2024, acțiunile europene au continuat să scadă, în contrast cu dinamica din SUA pe fondul unui decalaj tehnologic. Pe partea de finanțare corporativă, 2024 a fost un an dificil. Cu toate că activitatea IPO-urilor a avut o ușoară revenire, piețele de capital și-au pierdut avântul. În anii următori, companiile vor trebui să refinanțeze datoriile semnificative, ceea ce ridică semne de întrebare privind sustenabilitatea acestora, mai ales în segmentele cu rating scăzut.

Perspectivile macroeconomice pentru 2025 indică o îmbunătățire graduală, dar nu fără provocări. PIB-ul UE este estimat să crească cu 1,5%, însă ritmul redresării diferă între state. La nivel global, economia ar urma să avanseze cu 3,2%, conform prognozelor FMI. Cu toate acestea, riscul fragmentării economice rămâne ridicat, pe măsură ce noua administrație americană își conturează politica economică și comercială.

Inflația continuă să scadă, dar nu fără oscilații. În octombrie, un episod de creștere a prețurilor la energie a dus la o ușoară accelerare a inflației, semnalând că presiunile asupra prețurilor nu au dispărut complet. Comisia Europeană estimează o inflație de 2,6% pentru 2024 și de 2,4% pentru 2025, dar evoluția prețurilor la energie ar putea influența aceste proiecții.

În sectorul energetic, ultimele luni ale anului au fost marcate de oscilații puternice. Inițial, prețul petrolului a scăzut pe fondul cererii globale reduse, dar a revenit în creștere odată cu escaladarea conflictului din Orientul Mijlociu. Pe piața gazului, aprovizionarea europeană a rămas stabilă, dar un sezon rece a redus stocurile mai repede decât de obicei, punând presiune pe prețuri.

În plan monetar, băncile centrale au început să reducă dobânzile. BCE a aplicat tăieri succesive, iar Fed a urmat un ritm similar, însă incertitudinea privind viitoarele decizii persistă. Diferențele dintre strategiile monetare ale SUA și UE pot avea un impact major asupra piețelor financiare și a fluxurilor de capital.

În paralel, incertitudinile politice s-au intensificat. Colapsul guvernului de coaliție din Germania și instabilitatea politică din Franța au amplificat temerile privind viitorul economic al Europei. În SUA, schimbarea administrației aduce schimbări semnificative în politica economică globală, inclusiv prin impunerea unor noi tarife comerciale.

Datoria guvernamentală a UE a continuat să scadă, ajungând la 81,7% din PIB, însă perspectivele indică o posibilă creștere în zona euro până în 2026. Divergențele fiscale dintre statele membre ridică riscuri pentru sustenabilitatea datoriilor, așa cum s-a văzut în cazul Franței, unde spread-urile obligațiunilor suverane au urcat la maxime istorice după alegerile parlamentare.

În ceea ce privește îndatorarea publică, aceasta a înregistrat o ușoară scădere la nivelul UE, însă riscurile de credit vor persista, în special pentru companiile care trebuie să refinanțeze datoriile în 2025, confruntându-se cu costuri de finanțare mai ridicate. Fragmentarea geopolitică poate conduce însă la o creștere a îndatorării publice în Uniunea Europeană pe fondul creșterii bugetelor alocate sectorul european de apărare.

Indicele de incertitudine a politicii economice a crescut semnificativ în a doua jumătate a anului, reflectând îngrijorările legate de viitorul politic și economic al marilor economii. În acest climat tensionat, piețele financiare rămân vulnerabile la șocuri externe și la o posibilă amplificare a aversiunii față de risc.

În acest peisaj economic complex, piețele rămân într-un echilibru fragil între speranța unei redresări și riscul unor noi turbulențe. Cu multiple incertitudini la orizont – de la deciziile băncilor centrale la evoluția conflictelor geopolitice – perioada următoare va fi definitorie pentru stabilitatea economică globală.

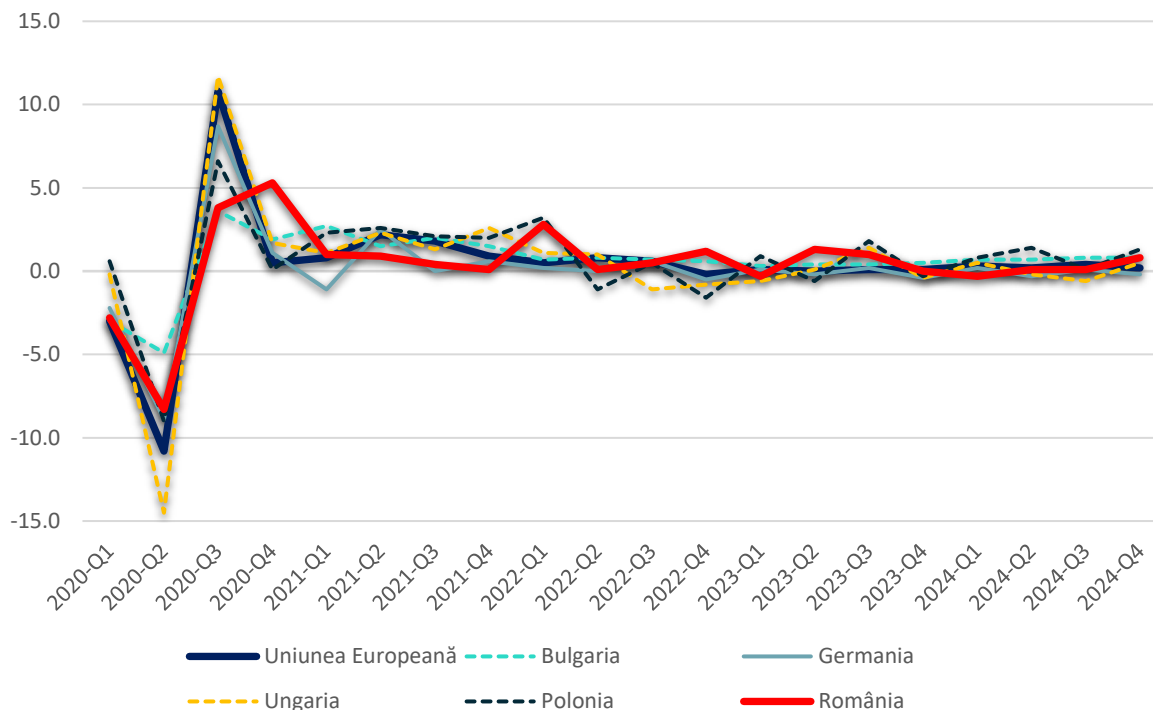
Creșterea economică

În anul 2024, Produsul Intern Brut a înregistrat o creștere de 0,9% față de anul 2023. În trimestrul IV 2024, PIB-ul a fost, în termeni reali, cu 0,8% mai mare comparativ cu trimestrul III al aceluiași an. Totodată, raportat la trimestrul IV 2023, PIB-ul a crescut cu 0,7%, atât pe seria brută, cât și pe cea ajustată sezonier¹.

Graficul 1 prezintă evoluția creșterii economice în intervalul 2020 – T4 2024. Detalierea dinamicii PIB pentru România pe trimestre în intervalul 2020 – 2024 este prezentată sintetic în Tabelul 1.

¹ https://insse.ro/cms/sites/default/files/com_presa/com_pdf/pib_tr4r2024.pdf

Grafic 1 Creștere economică trimestrială (% modificare procentuală față de trimestrul anterior)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Tabel 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial

		Trim. I	Trim. II	Trim. III	Trim. IV	An
- în % față de perioada corespunzătoare din anul precedent -						
Serie brută	2022	105,5	104,3	103,0	103,6	104,0
	2023	102,7	101,2	102,3	103,3	102,4
	2024	100,5	100,9	101,2	100,7	100,9
Serie brută prin metoda volumelor înălțuite cu an de referință 2020^{*)}	2022	105,2	103,6	103,1	104,3	104,0
	2023	101,6	103,0	102,9	102,0	102,4
	2024	102,3	100,9	99,9	100,8	100,9
Serie ajustată sezonier^{**)}	2022	104,2	103,4	103,6	104,6	-
	2023	101,5	102,8	103,3	102,1	-
	2024	102,0	100,8	99,9	100,7	-
- în % față de trimestrul precedent -						
Serie ajustată sezonier^{**)}	2022	102,8	100,1	100,5	101,2	-
	2023	99,7	101,3	101,0	100,0	-
	2024	99,7	100,1	100,1	100,8	-

^{*)} ajustare sezonieră pe baza seriei brute de volume înălțuite cu an de referință 2020

Sursa: Date INS

Pentru 2025 și 2026, se preconizează o accelerare a creșterii economice peste 2%, pe fondul unei redresări treptate a cererii externe, al relaxării condițiilor financiare și al unei reziliențe continue a consumului privat și investițiilor. Cererea puternică de forță de muncă va contribui la reducerea în continuare a șomajului.

Totodată, raportul datorie-PIB este prognozat să crească și să se apropie de 60% până în 2026². Pentru anul 2025, PIB-ul României este prognozat să crească într-un ritm moderat, în jur de 3%, susținut de relaxarea politicii monetare și de creșterea absorbției fondurilor europene prin PNRR. Totuși, economia rămâne vulnerabilă la factori externi, inclusiv încetinirea economiei europene și volatilitatea piețelor energetice. România trebuie să își consolideze fundamentele economice, să stimuleze investițiile productive și să își îmbunătățească competitivitatea pentru a asigura o creștere sustenabilă în următorii ani.

Dinamica inflației

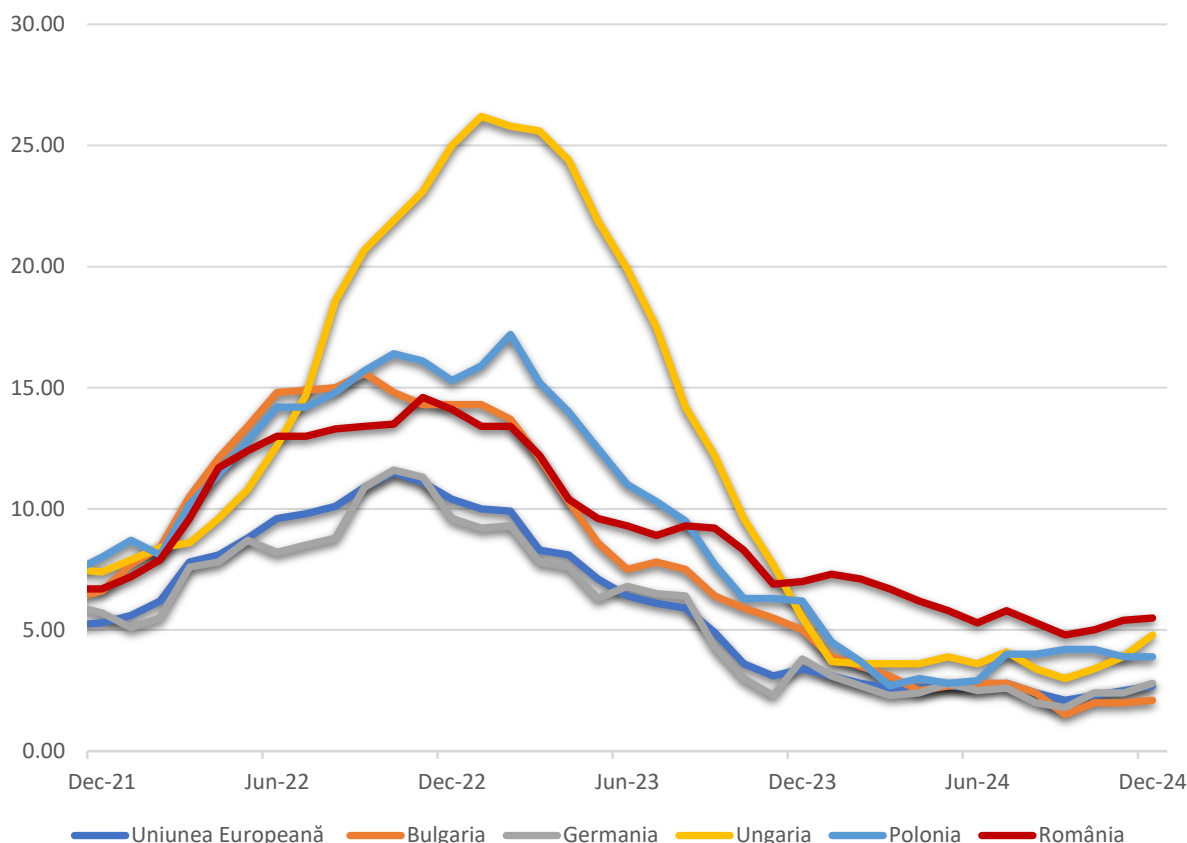
Indicele prețurilor de consum (IPC) – indicatorul principal al inflației la nivel național – a înregistrat o rată anuală a inflației de 5,1% în decembrie 2024 față de decembrie 2023. În aceeași perioadă, rata medie anuală a modificării prețurilor de consum a fost de 5,6%.

Pe de altă parte, indicele armonizat al prețurilor de consum (IAPC), folosit pentru măsurarea inflației la nivelul Uniunii Europene, a indicat o inflație anuală de 5,5% în decembrie 2024, comparativ cu aceeași lună a anului anterior. De asemenea, rata medie a modificării prețurilor de consum calculată pe baza IAPC a fost de 5,8%, ceea ce reflectă o tendință similară la nivel european.

În decembrie 2024, rata anuală a inflației în zona euro a ajuns la 2,4%, înregistrând o ușoară creștere față de 2,2% în noiembrie. Comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, când inflația era de 2,9%, tendința generală rămâne descendentă. La nivelul întregii Uniuni Europene, inflația anuală a fost de 2,7% în ultima lună a anului 2024, față de 2,5% în noiembrie, dar sub nivelul de 3,4% consemnat în decembrie 2023.

²https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-economies/romania/economic-forecast-romania_en?prefLang=ro

Grafic 2 Rata inflației (IAPC)



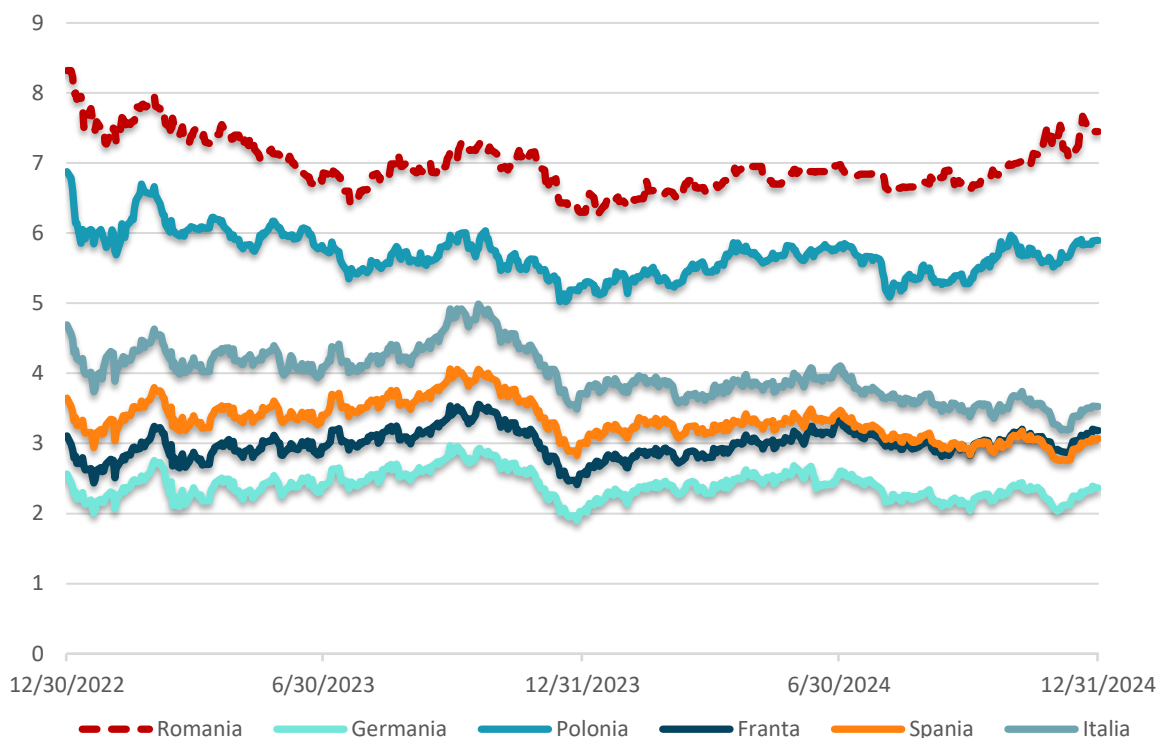
Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Rata dobânzii

Tendința generală a randamentele obligațiunilor guvernamentale din eșantion au crescut treptat în 2024, ceea ce sugerează o creștere a costurilor de finanțare pentru statele europene. Țările cu economii mai stabile (Germania, Franța) au avut randamente mai reduse și relativ constante, în timp ce economii precum România și Polonia au prezentat randamente mai ridicate. Germania are cel mai mic randament cu o variație între 2.0% - 2.5% în 2024, confirmând statutul său de economie stabilă și percepută ca refugiu sigur pentru investitori.

Polonia are randamente apropiate de 5-5.5%, situându-se între economiile mai stabile din zona euro și economiile emergente din Europa de Est. România are cel mai ridicat randament al obligațiunilor, în jur de 6.3% - 7.2%, ceea ce reflectă percepția de risc mai ridicată asociată economiei românești. Acest aspect poate îngreuna eforturile guvernului de a finanța cheltuielile publice fără creșterea datoriei.

Grafic 3 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani)



Sursa: Refinitiv, prelucrare ASF

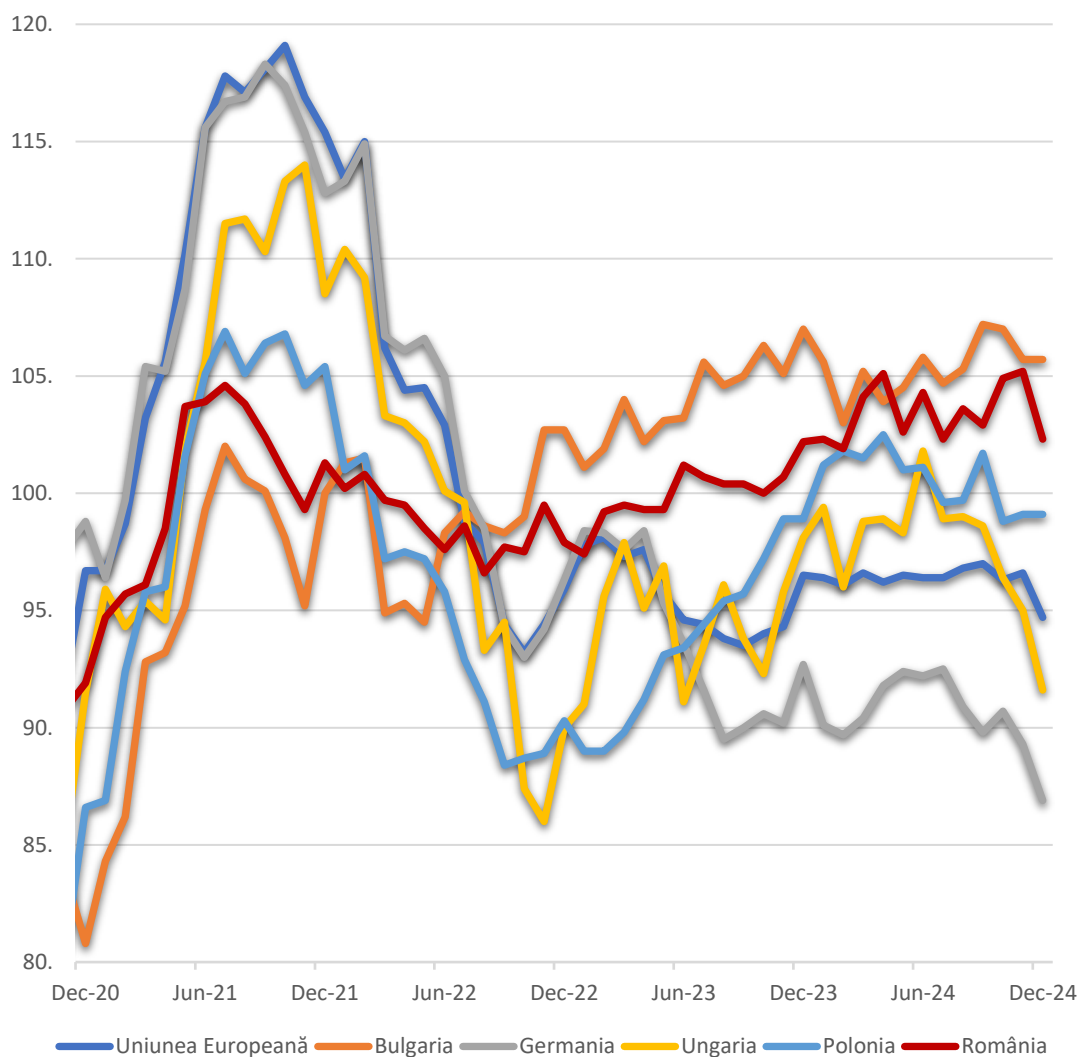
Graficul 3 prezintă dinamica obligațiunilor suverane la 10 ani pentru statele incluse în analiză, Germania fiind tratată drept referință pentru evoluția europeană pentru perioada decembrie 2022-decembrie 2024.

Sentiment economic

Indicatorul de sentiment economic (ESI) este un indicator compozit ce are ca scop urmărirea dinamicii PIB. indicii de sentiment economic sunt calculați de Eurostat pentru economiile europene și reflectă încrederea mediului de afaceri și a consumatorilor în perspectivele economice ale țărilor respective. Dinamica indicilor este esențială pentru anticiparea tendințelor economice viitoare, deoarece un sentiment pozitiv indică așteptări de creștere economică, iar un sentiment negativ semnalează o posibilă contracție economică.

În 2023, sentimentul economic a rămas la un nivel stabil, dar moderat, cu valori între 93-98 pentru Uniunea Europeană. Germania, cea mai mare economie europeană, a continuat să se confrunte cu un nivel scăzut al încrederii economice (între 91-97), reflectând probleme structurale, cum ar fi scăderea cererii externe și tranziția energetică dificilă. În contrast, România și Polonia mențin un sentiment economic peste media europeană, cu valori de peste 100, ceea ce sugerează o reziliență economică mai mare.

Grafic 4 Sentiment economic



Sursa: Prelucrare ASF

Primele luni din 2024 arată o ușoară îmbunătățire, dar fără o redresare semnificativă. Germania rămâne la un nivel de sub 90, ceea ce indică în continuare pesimism în economie. România se menține la un nivel de peste 102, sugerând un sentiment economic mai robust față de alte țări europene. Uniunea Europeană în ansamblu oscilează în jurul valorii 96-97, semnalând o perioadă de stagnare economică.

Indicele de sentiment economic reflectă o economie europeană în stagnare, cu diferențe mari între țări. România și Polonia par mai reziliente, în timp ce Germania și Ungaria se confruntă cu pesimism economic accentuat. Perspectivele pentru 2024 indică o stagnare cu riscuri în creștere, iar evoluția viitoare va depinde de politica monetară a BCE, stabilizarea inflației și impactul factorilor geopolitici.

Graficul 4 compară sentimentul economic al României cu alte țări (UE-27, Germania, Bulgaria, Polonia și Ungaria) în perioada decembrie 2020 – decembrie 2024.

Indicele incertitudinii politicilor economice (EPU) măsoară frecvența articolelor din principalele ziare care conțin termeni legați de incertitudinea politicilor economice.

Acest indice este calculat pentru diferite țări și regiuni, oferind o perspectivă asupra nivelului de incertitudine al politicilor economice de-a lungul timpului, și ajută factorii de decizie să înțeleagă impactul incertitudinii politice asupra activităților economice precum investițiile, producția și ocuparea forței de muncă.

Indicele calculat pentru România a cunoscut o ușoară scădere pentru trimestrul III din 2024 în timp ce în trimestrul IV a înregistrat o creștere rapidă.

Grafic 5 Incertitudinea economică



Sursa: LSEG, prelucrare ASF

Dinamica CISS în 2024 reflectă o perioadă de relativ calm și stres sistemic scăzut pe piețele financiare, contrastând puternic cu turbulențele din anii anteriori. Evoluția indicatorului indică o fază de redresare în care riscurile sistemice au fost în mare măsură atenuate, iar sistemele financiare funcționează cu o stabilitate sporită.

Grafic 6 Indicatorul CISS pentru riscul sistemic



Sursa: Prelucrare ASF

În 2024 indicatorul CISS a rămas la niveluri relativ scăzute pe tot parcursul anului, comparativ cu vârfurile istorice înregistrate mai devreme (2022 și o parte din 2023). Acest lucru indică faptul că stresul financiar sistemic s-a diminuat semnificativ, sugerând o mai bună stabilitate a pieței și o mai bună reziliență a sistemului financiar.

Lipsa volatilității, a schimbărilor bruște precum sau altor oscilații perturbatoare ale indicatorului reflectă o reducere constantă a tensiunilor de pe piețele financiare determinată de factori precum: transmisia eficientă a instrumentelor de politică monetară, stabilizarea inflației sau a așteptărilor privind rata dobânzii, scăderea tensiunilor geopolitice sau a șocurilor economice globale.

Toate aceste evoluții care indică o volatilitate redusă confirmă persistența unui risc sistemic scăzut în 2024.

Indicatorul a atins un vârf semnificativ în 2022, posibil influențat de tensiunile geopolitice (războiul din Ucraina), majorarea ratelor dobânzilor și instabilitatea piețelor bursiere. După acest maxim, a început o scădere treptată pe parcursul anului 2023, pe măsură ce piețele s-au ajustat la noile condiții economice.

În 2024, indicatorul a ajuns la un nivel mult mai redus comparativ cu maximul său din 2022. Acest lucru sugerează o ameliorare a condițiilor financiare, o scădere a riscurilor sistemice și o creștere a încrederii investitorilor. Cu toate acestea, persistă unele fluctuații minore, indicând că piețele financiare rămân atente la posibile noi riscuri.

Cu toate ca indicatorul a înregistrat un nivel redus la sfârșitul lui 2024 care sugerează o stabilizare a sistemului financiar, acestea nu înseamnă ca riscurile sistemice nu sunt complet eliminate.

1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

Majoritatea indicilor bursei românești au înregistrat evoluții pozitive la finalul anului 2024, comparativ cu decembrie 2023, indicele de referință BET (care include evoluțiile celor mai tranzacționate companii de pe piața reglementată a BVB) apreciindu-se cu 8,78%.

Tabel 2 Randamentele burselor de acțiuni

Indici internaționali	3 luni	6 luni	12 luni	Indici BVB	3 luni	6 luni	12 luni
EA (EUROSTOXX)	-2.14%	0.72%	6.55%	BET	-5.09%	-8.35%	8.78%
FR (CAC 40)	-3.34%	-1.32%	-2.15%	BET-BK	0.17%	5.54%	4.57%
DE (DAX)	3.02%	9.18%	18.85%	BET-FI	-3.08%	-7.57%	7.04%
IT (FTSE MIB)	0.18%	3.11%	12.63%	BET-NG	-4.78%	-7.13%	10.03%
GR (ASE)	1.22%	4.66%	13.65%	BET-TR	-4.96%	-7.38%	8.75%
IE (ISEQ)	-1.41%	4.71%	11.38%	BET-TRN	-5.16%	-8.36%	8.48%
ES (IBEX)	-2.38%	5.95%	14.78%	BET-XT	-5.04%	-7.24%	16.15%
UK (FTSE 100)	-0.78%	0.11%	5.69%	BET-XT-TR	-4.73%	-6.16%	16.81%
US (DJIA)	0.51%	8.76%	12.88%	BET-XT-TRN	-5.05%	-7.33%	15.52%
IN (NIFTY 50)	-8.39%	-1.52%	8.80%	BETAeRO	-4.74%	-6.24%	16.22%
SHG (SSEA)	0.46%	12.94%	12.64%	BETPlus	-9.88%	-17.48%	-10.85%
JPN (N225)	5.21%	0.79%	19.22%	ROTX	-4.78%	-7.15%	10.11%

Sursa: Calcule ASF pe baza datelor Refinitiv Datastream, Notă: 1 lună = 30.12.2024 vs. 29.11.2024; 3 luni = 30.12.2024 vs. 30.09.2024; 6 luni = 30.12.2024 vs. 28.06.2024; 12 luni = 30.12.2024 vs. 29.12.2023;

Volatilitatea reprezintă un indicator de măsurare a riscului și cuantifica incertitudinea pe care investitorii o iau în considerare atunci când tranzacționează active financiare. În momente de incertitudine, volatilitatea piețelor crește, concomitent cu efectele de contagiune la nivelul piețelor financiare, iar corelațiile dintre activele financiare devin mult mai ridicate.

Pe parcursul anului 2024, volatilitatea indicilor Bursei de Valori București a fost mai redusă comparativ cu cea din anul 2023. Astfel, volatilitatea maximă înregistrată de indicele BET a fost de 26% în 2024 față de 28% în 2023, dinamici similare fiind înregistrate și de ceilalți indici raportați de Bursa de Valori București. Scăderea volatilității a fost totodată susținută de o creștere a indicelui BET care a fost determinată în principal de factori endogeni.

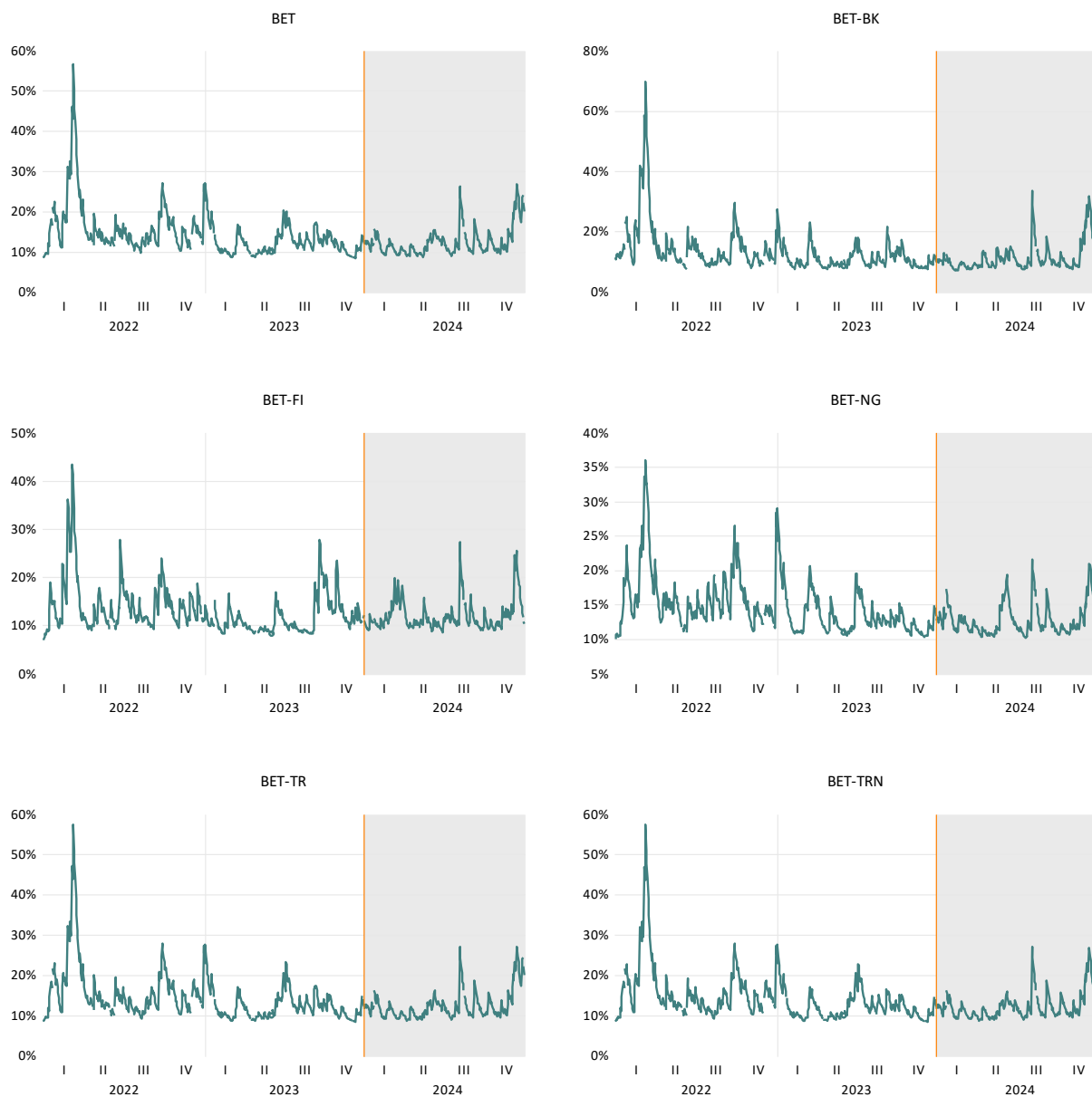
Finalul anului 2024 a fost marcat de creșteri în volatilitate la nivelul întregului eșantion de indici prezentați în Graficul 2. Cele mai mari paliere de volatilitate au fost observate pentru indicii BETAeRO și BET-FI.

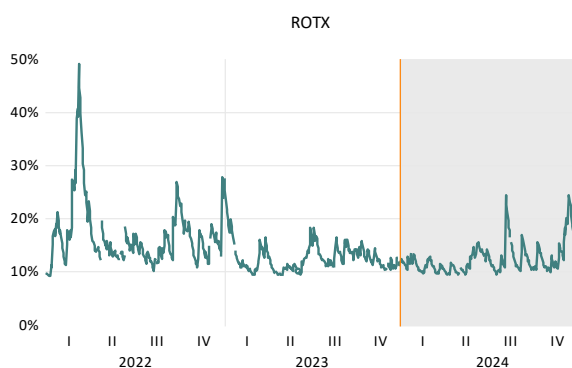
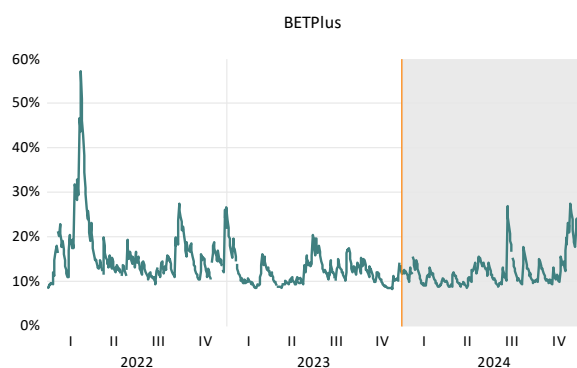
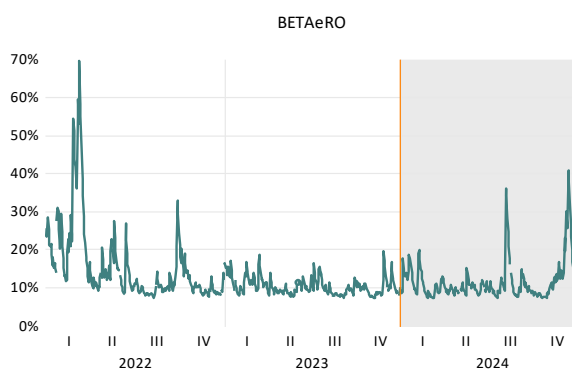
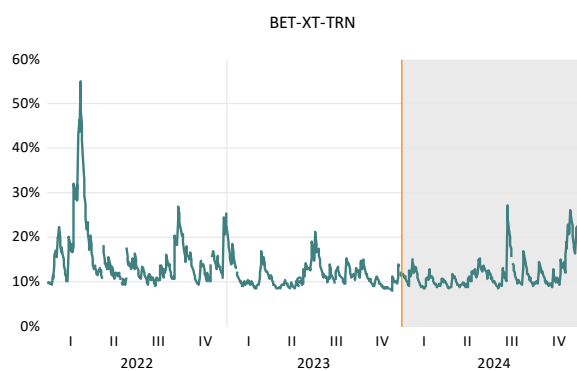
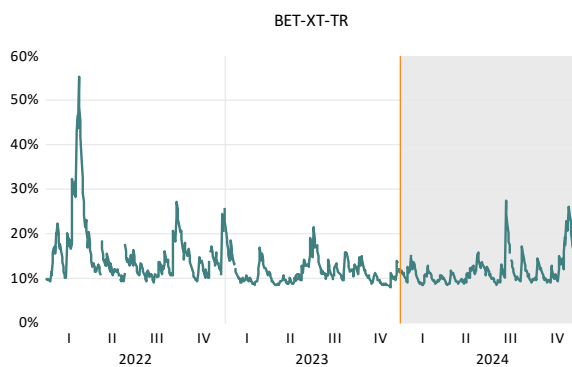
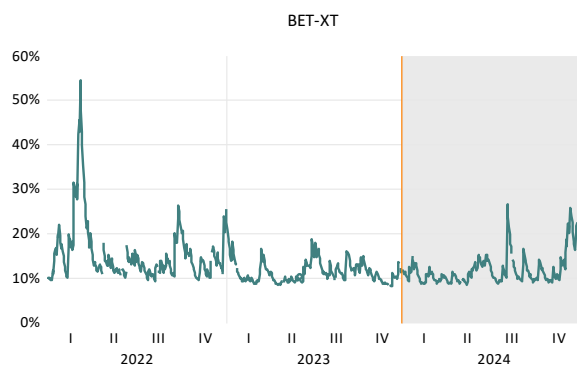
În decembrie 2024, România a avut parte de evenimente politice semnificative. Pe 6 decembrie 2024, Curtea Constituțională a anulat primul tur al alegerilor prezidențiale din cauza interferențelor rusești în favoarea candidatului extremei drepte Călin Georgescu, în timp ce pe 23 decembrie 2024 a fost format un nou guvern de coaliție pro-european, condus de actualul prim-ministru Marcel Ciolacu, cu scopul de a rezolva criza politică.

Creșterea volatilității și scăderea cursului de schimb EUR/RON la jumătatea lunii decembrie 2024 se aliniază cu turbulențele politice generate de alegerile prezidențiale anulate. Această instabilitate politică

a sporit incertitudinea pe piețele financiare, ducând la o volatilitate sporită și la o depreciere temporară a leului românesc față de euro.

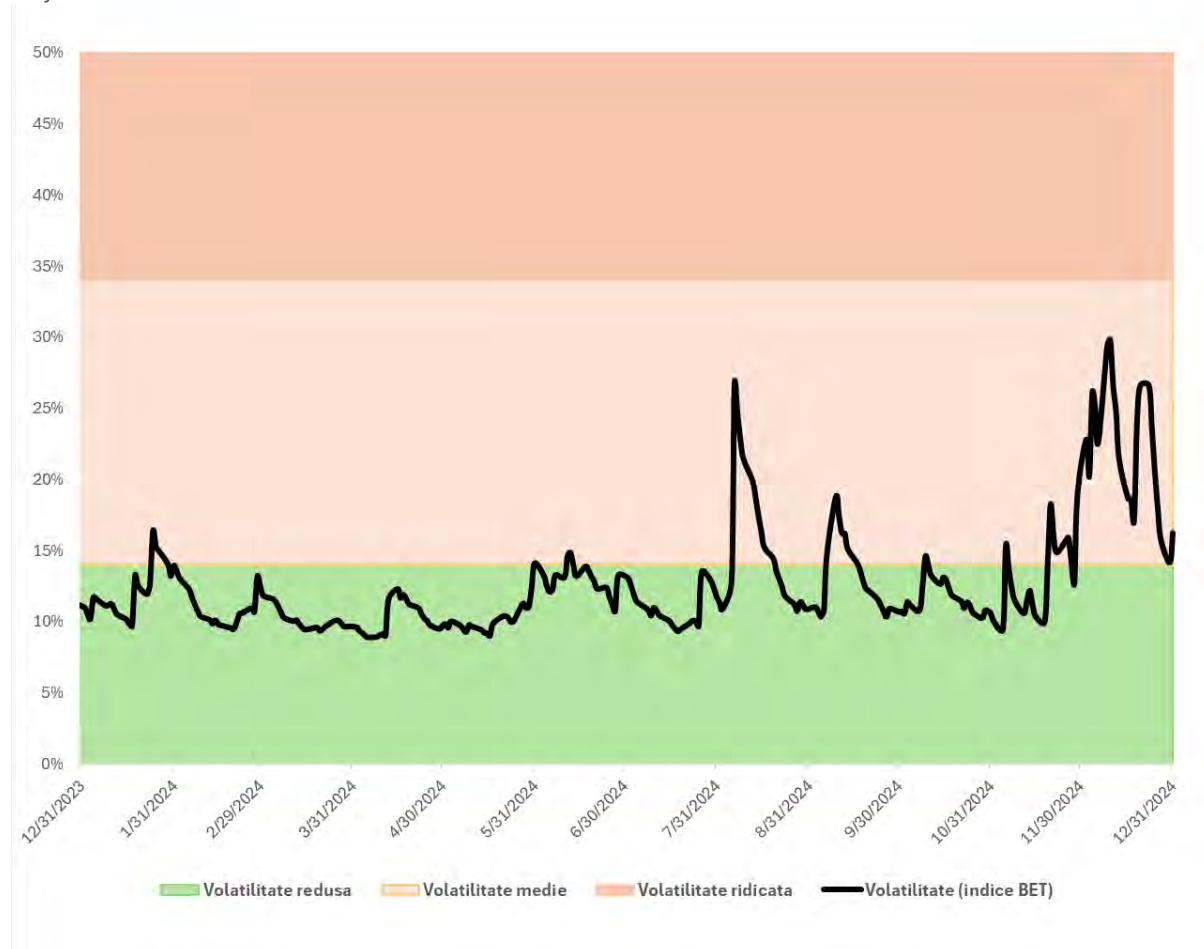
Grafic 7 Volatilitatea indicilor BVB, model GARCH(1,1), distribuție Student-t





Sursa: BVB, calcule ASF

Grafic 8 Volatilitatea indicelui BET



Sursa: LSEG, calcule ASF

Volatilitatea indicelui BET în 2024 este caracterizată în mare măsură de stabilitate (volatilitate scăzută), punctată de episoade de scurtă durată de incertitudine sporită (volatilitate medie). Creșterea bruscă din luna august 2024 este urmată de o redresare rapidă, reflectând reziliența pieței valutare din România. Următorul moment de creștere a volatilității este localizat în luna decembrie.

Volatilitatea scăzută predomină în cea mai mare parte a perioadei observate în 2024, indicând un mediu de piață stabil cu fluctuații limitate. Totodată cazurile de volatilitate medie sunt scurte și relativ limitate, reflectând reziliența pieței. Dominanța regimului de volatilitate scăzută reflectă condiții economice stabile.

În urma creșterii volatilității, volatilitatea indicelui BET revine rapid la regimul de volatilitate scăzut. Acest lucru indică faptul că piața și-a revenit rapid, și indică că șocul de bază a fost mai degrabă tranzitoriu decât sistemic.

În cadrul modelelor Markov-Switching, volatilitatea unei activ financiar poate fi descompusă între diferite stări sau regimuri care variază în timp și pot astfel surprinde dinamica volatilității variabile în timp. Analiza volatilității variabile în timp este utilă ca un semnal inițial de *early-warning* (indicator de avertizare

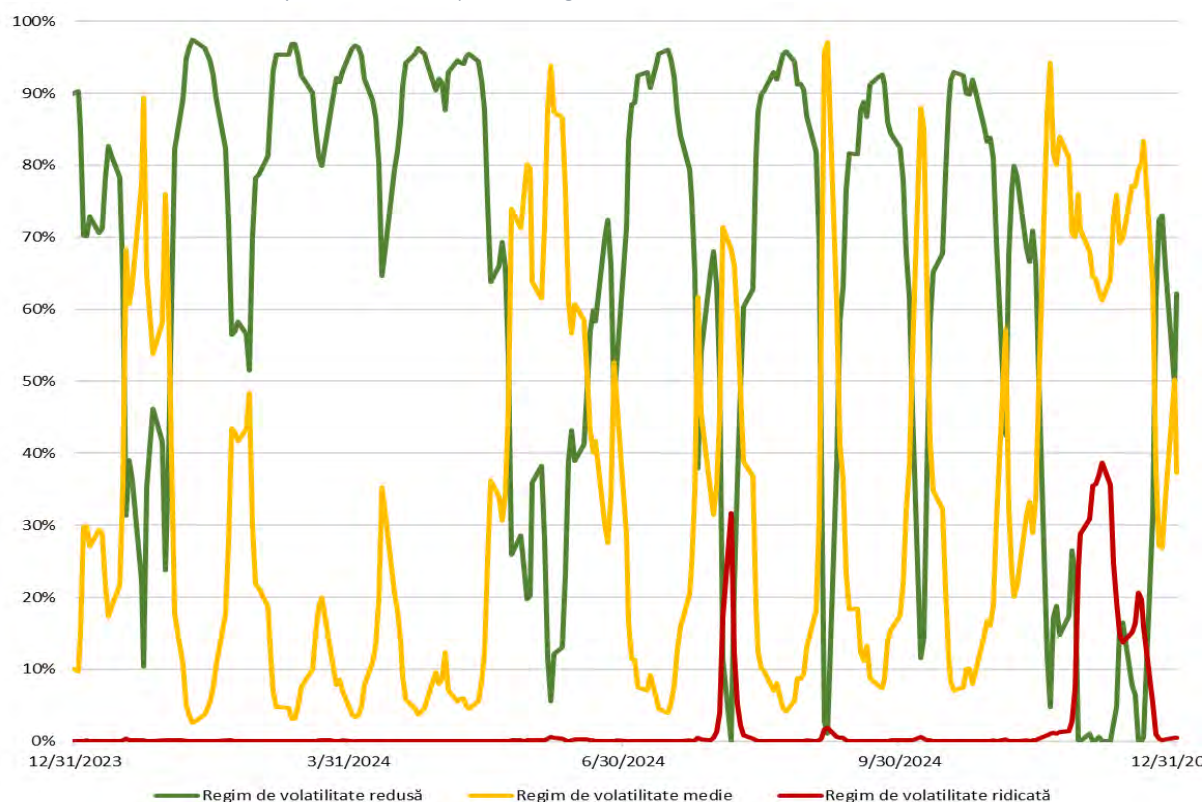
timpurie), deoarece trecerea volatilității de la un regim de volatilitate redus la un regim de volatilitate ridicat poate indica apariția unor șocuri financiare la nivelul activului financiar analizat.

Această clasă de modele presupune că procesul de volatilitate subiacent urmează un proces de tipul unui lanț Markov³ care determină probabilitatea de trecere de la un regim de volatilitate la altul. La un moment dat, dinamica activului financiar analizat se află într-una dintre stările de volatilitate predefinite (de exemplu, volatilitate scăzută sau volatilitate ridicată) iar probabilitățile de tranziție depind de starea curentă și de datele istorice.

În practică modelele Markov-Switching permit o interpretare plauzibilă a neliniarităților din datele financiare care apar ca urmare a șocurilor financiare subiacente și a comportamentului de piață. Conceptul de bază este că randamentele activelor pot trece de la o stare la altă, iar fiecare stare are propriile sale caracteristici distincte caracterizate de o distribuție specifică. Astfel, în contextul modelelor

În Graficul 9 este estimat un model Markov-Switching cu 3 regimuri de volatilitate potrivit metodologiei lui Kim și Nelson, 1998⁴.

Grafic 9 Indicele BET: descompunerea volatilității în trei regimuri de volatilitate



Sursa: LSEG, calcule ASF

³ Pentru mai multe informații [Markov Chains and Queues: New in Mathematica 9 \(wolfram.com\)](https://www.wolfram.com/mathematica/9/MarkovChainsandQueues/)

⁴ Kim, C. J., & Nelson, C. R. (1998). Business cycle turning points, a new coincident index, and tests of duration dependence based on a dynamic factor model with regime switching. *Review of Economics and Statistics*, 80(2), 188-201.

Descompunerea indicelui BET în trei regimuri de volatilitate indică faptul că în 2024 evoluția pieței de capital din România a fost stabilă, cu perioade scurte de volatilitate moderată și ridicată. Aceste dinamici subliniază importanța monitorizării evenimentelor specifice care ar putea declanșa tranziții între regimurile de volatilitate.

Regimul de volatilitate scăzută (verde) domină primul trimestru al anului 2024 și se observă perioade extinse în care acest regim domină, indicând stabilitate. Aceste perioade sunt intercalate cu tranziții rapide către volatilitate medie. Probabilitatea de a rămâne în această stare este de 90,3%.

Regimul de volatilitate medie (galben) apare intermitent, alternând frecvent cu regimul de volatilitate scăzută. Acest lucru reflectă perioadele de incertitudine moderată a pieței, determinate de evenimentele economice și de dezvoltarea endogenă a pieței de capital. Acesta apare pentru scurt timp la începutul lunii august 2024 și decembrie și a semnalat o incertitudine sporită a pieței în această perioadă. Volatilitatea medie este asociată cu evoluțiile macroeconomice, tensiuni geopolitice sau modificări ale așteptărilor de politică monetară. Probabilitatea de a rămâne în această stare este redusă și indică că este o stare instabilă cu o durată redusă.

Regimurile scăzute și medii alternează frecvent, sugerând că piața a funcționat într-o stare relativ stabilă, pentru cea mai mare parte a anului 2024.

Analiza alternării regimurilor de volatilitate indică că la începutul anului 2024 (ianuarie-martie) volatilitatea a fost predominant scăzută, reflectând dinamica stabilă a pieței și incertitudinea redusă. Lunile aprilie-iulie au înregistrat fluctuații mai mari între volatilitatea medie și cea scăzută, culminând cu o scurtă creștere a volatilității ridicate la începutul lunii august care corespunde cu șocul de contagiune cauzat de piețele financiare internaționale. Luna decembrie indică un șoc puternic în volatilitate.

Pe 5 august 2024, piețele globale financiare au înregistrat o scădere semnificativă, amintind de prăbușirile istorice ale burselor. Declanșată de o creștere a ratei dobânzii în Japonia și de îngrijorările legate de încetinirea economiei SUA, principalii indici au scăzut brusc provocând un grad ridicat și generalizat de incertitudine. În Japonia, unde indicele Tokyo Nikkei 225 a suferit una dintre cele mai mari pierderi într-o singură zi, închizând cu peste 12% mai jos. În mod similar, în Coreea, indicele Kospi a scăzut cu aproape 9%, determinând o oprire rară a tranzacțiilor timp de 20 de minute - prima astfel de întrerupere în patru ani, declanșată de o scădere rapidă de peste 8% într-un minut.

În Statele Unite, impactul a fost mai puțin sever. Dow Jones Industrial Average (DJIA) a scăzut cu 2,6%, în timp ce S&P 500 și Nasdaq, axat pe tehnologie, au scăzut cu 3%. Aceste scăderi au extins o săptămână de pierderi, Nasdaq fiind în scădere cu peste 13% față de maximul său record din iulie.

În lunile august-octombrie se observa revenirea indicelui BET la un amestec de regimuri de volatilitate scăzută și medie, sugerând că stabilitatea pieței a prevalat în mare măsură. În luna decembrie după șocul inițial și creșterea volatilității se observă o revenire la o volatilitate redusă.

În luna decembrie 2024, indicele BET al Bursei de Valori București a înregistrat episoade de volatilitate ridicată, corelate cu evenimente politice interne semnificative: 1) la 1 decembrie 2024, au avut loc alegerile parlamentare, urmate de primul tur al alegerilor prezidențiale pe 24 noiembrie și al doilea tur pe 8 decembrie. Aceste evenimente au generat incertitudine politică, influențând volatilitatea pieței 2) pe 6

decembrie, Curtea Constituțională a anulat rezultatele primului tur al alegerilor prezidențiale. Această decizie a amplificat incertitudinea politică, contribuind la creșterea volatilității pe piața de capital ; 3) pe 11 decembrie, principalele partide PSD, PNL, USR și UDMR au convenit să formeze o coaliție de guvernare, în încercarea de a stabili scena politică și de a reduce volatilitatea pieței.

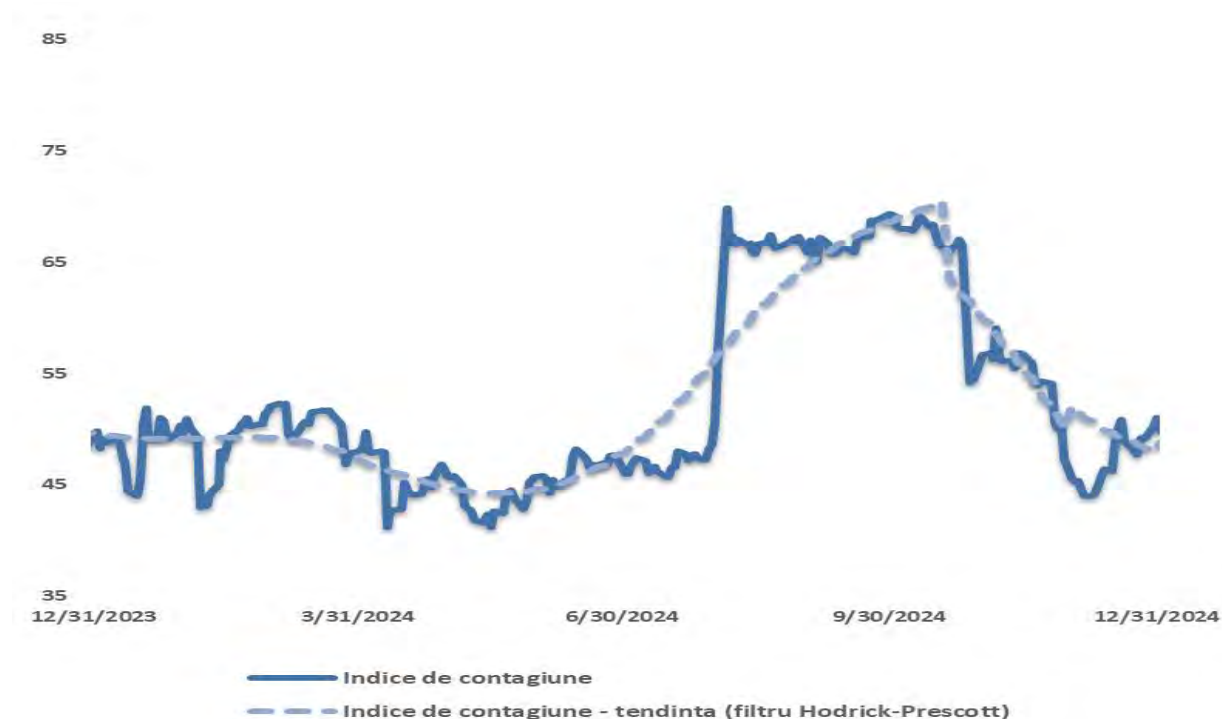
Indicele de contagiune pentru indicii bursieri

În perioadele de volatilitate ridicată legăturile dintre piețele financiare devin mai puternice, iar fenomenul de contagiune devine mai pronunțat, iar evoluțiile tind să se sincronizeze mai mult decât în perioadele cu volatilitate redusă. Aceste caracteristici ale comportamentului piețelor de capital pot fi reprezentate cu ajutorul indicelui de contagiune.

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 pentru realizarea estimării și calibrării conține date zilnice în intervalul decembrie 2011-septembrie 2024.

În graficul următor este prezentată dinamica indicelui de volatilitate în perioada decembrie 2023-decembrie 2024. Evoluția intensității fenomenelor de contagiune este realizată prin comparație cu valorile anterioare ale indicelui.

Grafic 10 Indice de contagiune



Sursa: LSEG, calcule ASF

La începutul lunii august 2024, există o creștere bruscă și pronunțată a indicelui de propagare, indicând o creștere puternică a contagiunii. Această creștere corespunde evenimentelor financiare sau economice majore care au generat o mai mare interconectare și vulnerabilitate între piețe.

Indicele de contagiune indică o perioadă de stabilitate inițială, urmată de o creștere bruscă și niveluri ridicate persistente de contagiune la mijlocul până la sfârșitul anului 2024. Acest lucru arată că deși riscul sistemic a scăzut în 2024, interconectarea dintre piețele analizate este ridicată și creează momente de vulnerabilitate locală care se pot acutiza în condițiile unui șoc financiar la nivelul piețelor financiare europene.

Evoluția indicatorului de contagiune confirmă analiza anterioară care indică faptul că sursa de creștere a volatilității indicilor BVB din luna decembrie a fost endogenă, determinată de incertitudinile politice de pe plan intern.

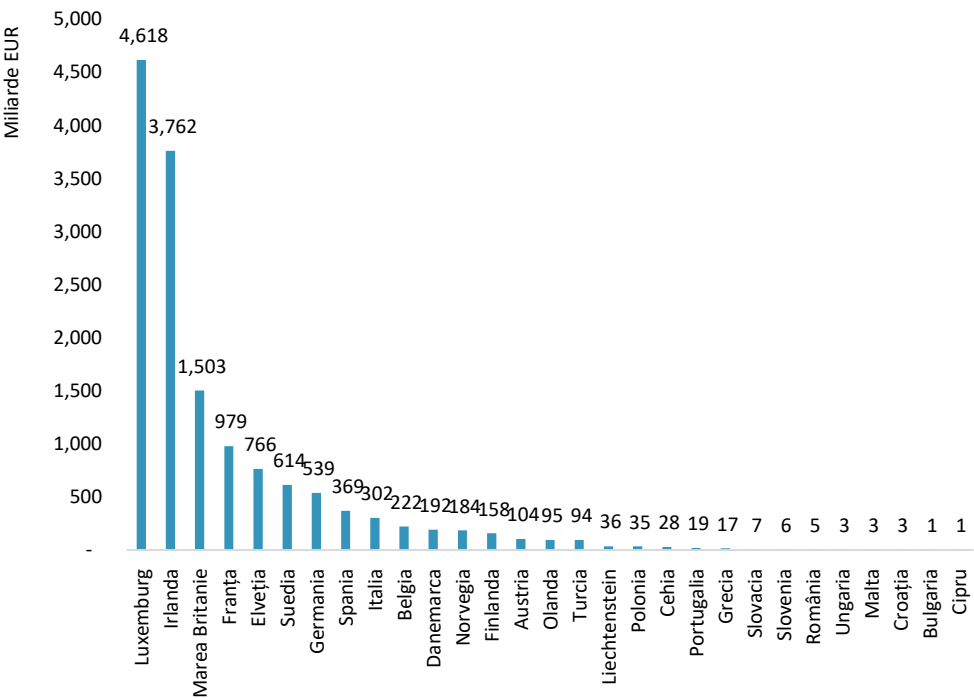
1.3. Statistici privind organismele de plasament colectiv și fondurile de investiții alternative din Europa

Potrivit datelor publicate de EFAMA, activele nete ale OPCVM-urilor și FIA-urilor au crescut cu 2,7% în T3 2024. OPCVM-urile și FIA au înregistrat intrări nete solide de 179 miliarde EUR, în creștere față de 142 miliarde EUR în T2 2024. Vânzările nete ale OPCVM-urilor au atins 174 de miliarde EUR, în timp ce FIA au înregistrat intrări nete de 5 miliarde EUR. În primele trei trimestre ale anului 2024, intrările nete în OPCVM-uri și FIA-uri au totalizat 401 miliarde EUR și, respectiv, 27 miliarde EUR.

Fondurile pe termen lung au înregistrat intrări nete de 83 miliarde EUR, în scădere de la 110 miliarde EUR în T2 2024. Fondurile de obligațiuni au înregistrat intrări nete de 49 miliarde EUR, în scădere de la 77 miliarde EUR în T2 2024. Fondurile de acțiuni au atras intrări nete de 21 de miliarde EUR, în ușoară scădere de la 25 de miliarde EUR în T2 2024. Fondurile multi-active au înregistrat intrări nete de 6 miliarde EUR. Vânzările nete de fonduri pe termen lung au scăzut, deoarece încrederea investitorilor a fost influențată de incertitudinile legate de ciclul ratelor dobânzilor, de viitoarele alegeri din SUA și de măsurile fiscale de reducere a deficitelor bugetare în mai multe țări.

Fondurile de piață monetară au înregistrat intrări nete semnificative de 96 miliarde EUR, comparativ cu 32 miliarde EUR în T2 2024, confirmând statutul lor de opțiune de investiții "sigure" în perioade de volatilitate.

Grafic 11 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 30 septembrie 2024



Sursa: EFAMA

Activele nete ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) s-au situat la o valoare de aproximativ 14.668 miliarde EUR la finalul lunii decembrie 2024, în creștere cu 12% față de finalul lunii decembrie 2023.

Tabel 3 Activele nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu

Țara	31.12.2023		30.09.2024			
	Număr OPCVM	Activ net	Număr OPCVM	Activ net	Cotă de piață	Modificare Trim. III 2024 față de Trim. IV 2023 (%)
Austria	879	97,637	873	104,444	0.71%	6.97%
Cehia	220	24,121	246	28,423	0.19%	17.84%
Franța	3,092	915,830	3,078	979,423	6.68%	6.94%
Germania	2,865	486,666	2,932	539,327	3.68%	10.82%
Ungaria	38	1,555	47	3,491	0.02%	124.58%
Polonia	257	28,572	269	35,478	0.24%	24.17%
România	92	3,504	92	4,560	0.03%	30.12%

Total țări analizate	7,443	1,557,885	7,537	1,695,147	11.56%	8.81%
Total OPCVM	35,814	13,149,017	36,959	14,667,599	100.00%	11.55%

Sursa: EFAMA

Conform statisticilor EFAMA, în trimestrul III 2024, intrările nete cumulate ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) s-au situat la o valoare de circa 174 miliarde EUR. La nivelul pieței europene de OPCVM, în cazul fondurilor de obligațiuni au fost înregistrate intrări nete (+45,7 miliarde EUR). Cea mai mare valoare a ieșirilor nete a fost înregistrată de fondurile diversificate (-1,91 miliarde EUR).

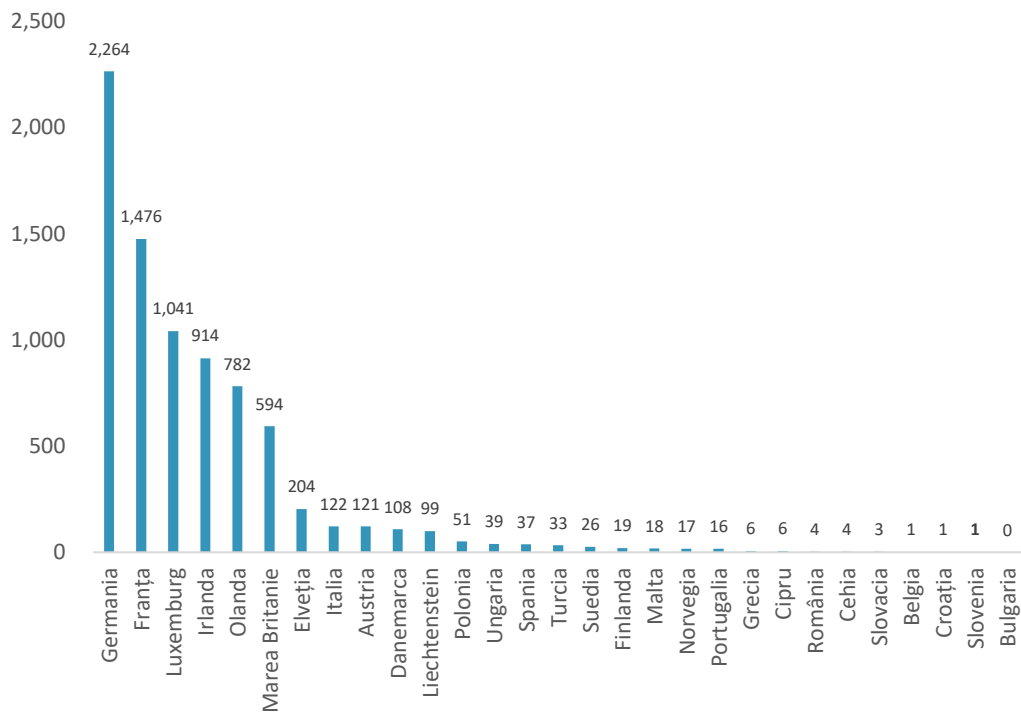
Tabel 4 Vânzările nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu în trimestrul III 2024

Țara	Fonduri de acțiuni	Fonduri de obligațiuni	Fonduri diversificate	Fonduri monetare	Garantate	Fonduri ARIS	Alte fonduri	Total
Austria	(57)	263	(159)			(31)	28	44
Cehia	36	289	458					783
Franța	(3,882)	3,335	(925)	5,383	1,228			5,139
Germania	1,352	839	145	920	12	(78)	(10)	3,180
Ungaria	24	41	104	2		71		241
Polonia	(125)	1,839	(26)			0	(22)	1,667
România	77	99	31			0	48	255
Total țări analizate	(2,576)	6,707	(372)	6,305	1,240	(38)	44	11,309
Total OPCVM	25,174	45,699	(1,909)	96,500	1,222	6,873	937	174,496

Sursa: EFAMA

Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (FIA) din Europa se situau la o valoare de 8.008 miliarde EUR la finalul trimestrului III 2024, în creștere cu 6 % comparativ cu sfârșitul trimestrului IV 2023. Germania este țara cu cele mai mari active nete ale FIA (2.264 miliarde EUR), la polul opus situându-se Bulgaria (165 milioane EUR).

Grafic 12 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 30 septembrie 2024



Sursa: EFAMA

Tabel 5 Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu

Țara	31.12.2023		30.09.2024			
	Număr FIA	Activ net	Număr FIA	Activ net	Cotă de piață	Modificare Trim. III 2024 față de Trim. IV 2023 (%)
Austria	1,109	113,790	1,119	121,391	1.52%	6.68%
Cehia	18	2,643	21	3,679	0.05%	39.17%
Franța	7,676	1,361,030	7,722	1,475,518	18.43%	8.41%
Germania	4,851	2,166,195	4,888	2,264,346	28.28%	4.53%
Ungaria	521	35,051	535	39,063	0.49%	11.44%
Polonia	794	45,225	757	50,703	0.63%	12.11%
România	32	3,592	36	3,734	0.05%	3.96%
Total țări analizate	15,001	3,727,526	15,078	3,958,433	49.43%	6.19%
Total FIA	30,573	7,535,926	30,551	8,007,884	100.00%	6.26%

Sursa: EFAMA

La nivel european, intrările nete ale FIA s-au situat la o valoare de circa 4,88 miliarde EUR în trimestrul III 2024. Cele mai mari valori ale intrărilor nete au fost înregistrate de fondurile diversificate (circa 7,52 miliarde EUR), în timp ce fondurile de acțiuni au înregistrat cele mai mari valori ale ieșirilor nete cumulate (4,42 miliarde EUR).

Tabel 6 Vânzările nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în trimestrul I 2024 în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu

Țara	Fonduri de acțiuni	Fonduri de obligațiuni	Fonduri diversificate	Fonduri monetare	Garantate	Fonduri ARIS	Fonduri imobiliare	Alte fonduri	Total
Austria	(542)	752	(66)		(5)	(21)	(343)	(2)	(227)
Cehia							99		99
Franța	1,603	1,540	(3,508)	(354)	154				(565)
Germania	(4,239)	(2,680)	4,510	29		(7)	(1,444)	(604)	(4,436)
Ungaria	93	199	356	(145)	(6)	284	55	67	903
Polonia	(39)	564	446		(0)	28	(3)	(110)	886
România	(0)	-	(1)			(0)		0	(1)
Total FIA	(4,416)	3,696	7,524	(170)	(210)	(445)	(1,466)	362	4,876

Sursa: EFAMA

2. Tendințe și riscuri pe piața de capital

2.1. Tendințe, riscuri și vulnerabilități

Mediul de piață rămâne marcat de incertitudini economice, politice și financiare, în ciuda unor semne de stabilizare. Factorii principali de risc includ fragmentarea economică globală, divergențele de politică monetară, volatilitatea prețurilor energiei și tensiunile geopolitice. În acest context, piețele financiare și sectoarele vulnerabile, precum cel imobiliar și trebuie să se adapteze rapid la schimbările din peisajul economic global.

Potrivit Raportului ESMA⁵ piețele de capital europene aflate sub supravegherea ESMA au demonstrat o reziliență considerabilă în a doua jumătate a anului 2024, în ciuda unei volatilități crescute față de prima parte a anului și a unui context geopolitic marcat de riscuri majore și incertitudini, inclusiv în ceea ce privește extinderea relaxării politicii monetare.

Nivelul general al riscurilor rămâne ridicat sau foarte ridicat, iar instabilitatea politică continuă să se accentueze, afectând atât economiile principale ale UE, cât și pe cele la nivel global. Printre vulnerabilitățile piețelor financiare se numără dificultățile bugetare, creșterea datoriei publice, disputele comerciale și tensiunile politice semnificative.

Expansiunea piețelor de acțiuni, alături de atingerea unor maxime istorice în evaluarea criptomonedelor, alimentată de așteptările privind un cadru de reglementare favorabil, ridică semne de întrebare cu privire la o posibilă decuplare a piețelor financiare de fundamentele economice reale. Totodată, probabilitatea unor perturbări tehnologice este în creștere, pe fondul intensificării amenințărilor cibernetice și hibride, agravate de tensiunile geopolitice persistente.

Evoluțiile piețelor financiare europene în 2024 și impactul asupra investitorilor

În 2024, piețele valorilor mobiliare au fost marcate de o volatilitate accentuată, reflectând incertitudinile economice și politice la nivel global. În trimestrul al patrulea, evaluările acțiunilor europene au continuat să scadă, accentuând discrepanța dintre performanța indicilor bursieri din UE și SUA. Divergențele au fost amplificate de incertitudinile legate de politica economică, care au afectat în mod diferit sectoarele și economiile statelor membre. Totodată, piețele de venit fix au înregistrat spread-uri de obligațiuni corporative la minime istorice, în special în segmentul high yield (HY), ceea ce sugerează o posibilă subevaluare a riscurilor de credit.

În acest context, gestionarea activelor a beneficiat de reevaluări pozitive în a doua jumătate a anului, determinând o creștere a activelor fondurilor din UE, chiar dacă fluxurile de capital au rămas modeste.

⁵ Raportul ESMA privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile, ediția nr. 1/2025.

Fondurile de acțiuni au depășit indicii bursieri europeni datorită unei expuneri mai mari la piața americană, dar această tendință ridică riscuri de piață, având în vedere potențiala supraevaluare a activelor de pe bursa din SUA. În plus, gradul ridicat de îndatorare al fondurilor speculative și ajustările limitate ale valorii fondurilor imobiliare comerciale în raport cu prețurile reale ale activelor subiacente rămân factori de vulnerabilitate.

Încrederea investitorilor în piață a rămas scăzută, în ciuda îmbunătățirii continue a situației financiare a gospodăriilor. Pe fondul creșterii ratelor dobânzilor, consumatorii și-au extins expunerile directe și indirecte la obligațiuni, iar performanța medie a investițiilor cu amănuntul s-a îmbunătățit. Totuși, această tendință a fost însoțită de o creștere semnificativă a numărului de reclamații în trimestrul al treilea, ceea ce ridică întrebări cu privire la protecția investitorilor.

În paralel, infrastructurile și serviciile financiare s-au confruntat cu provocări majore. Riscurile cibernetice au continuat să crească la nivel global, fiind alimentate de tensiunile geopolitice, deși până în prezent nu au avut un impact sistemic asupra piețelor. În a doua jumătate a anului 2024, activitatea de tranzacționare a acțiunilor a rămas ridicată, cu un avans de 23% față de aceeași perioadă a anului anterior, iar *internalizatorii sistematici*⁶ au continuat să își consolideze prezența pe piețele de capital. De asemenea, rata eșecurilor de decontare a continuat să scadă, susținută de măsurile impuse prin regulamentul CSDR. În piața ratingurilor de credit, distribuția și emiterea acestora au rămas relativ stabile, cu o ușoară reducere a numărului de ratinguri asociate obligațiunilor financiare și garantate.

Astfel, piețele financiare din 2024 au fost caracterizate de o interacțiune complexă între volatilitatea piețelor de capital, reevaluările activelor, schimbările în comportamentul investitorilor și provocările tehnologice. Digitalizarea, sustenabilitatea economică și consolidarea infrastructurilor financiare continuă să joace un rol esențial în modelarea viitorului piețelor de capital.

În 2024 finanțarea companiilor europene prin piețele de capital a fost afectată de un mediu economic dificil, ceea ce a dus la o scădere a emisiunilor de acțiuni. Totuși, în prima parte a anului s-au înregistrat îmbunătățiri în activitatea ofertelor publice inițiale (IPO), semnalând un interes reînnoit din partea investitorilor.

Un factor suplimentar care influențează piețele financiare este tranziția către finanțe sustenabile. Incertitudinile legate de politica climatică globală s-au amplificat în a doua jumătate a anului 2024, punând presiune pe guverne în eforturile lor de a sprijini economia verde. Creșterea necesității de consolidare fiscală în economiile dezvoltate complică acest proces, iar ritmul mai lent al investițiilor ESG reflectă o diminuare a apetitului investitorilor pentru active ecologice.







În paralel, inovația financiară a câștigat teren, în special în sectorul activelor digitale. După alegerile din SUA, cripto-activelor au cunoscut o creștere accelerată, impulsionată de atitudinea favorabilă a noii administrații asupra pieței cripto. Bitcoin a înregistrat un avans de 30%, iar monedele meme, inclusiv

⁶ Un *internalizator sistematic* pe piețele de capital este o firmă de investiții care execută ordinele clienților pe cont propriu, în afara piețelor reglementate sau a platformelor de tranzacționare multilaterale (MTF - Multilateral Trading Facility) și organizate (OTF - Organized Trading Facility). Acest concept a fost introdus prin MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II) pentru a crește transparența și eficiența piețelor financiare.

Dogecoin, au consemnat creșteri spectaculoase. Această tendință a condus la o expansiune semnificativă a capitalizării de piață a cripto activelor, care a atins 3,3 miliarde EUR la sfârșitul lunii decembrie 2024, depășind cu 27% recordul istoric stabilit în noiembrie 2021. În acest context, Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (AEVMP) a reiterat avertismentele pentru investitori, subliniind caracterul extrem de speculativ al cripto-activelor.


Astfel, evoluțiile financiare din 2024 reflectă o interconectare tot mai mare între piețele tradiționale și noile forme de finanțare.

Tabloul riscurilor⁷

Factori de risc		
Categorie	Nivel risc actual	Perspectivă
Riscuri de lichiditate		→
Riscuri de piață		→
Riscuri de credit ⁸		→
Riscuri de contagiune		↗
Riscuri operaționale		→
Riscuri de mediu		→

Descompunerea tabloului riscurilor pe segmente de piață evidențiază următoarele riscuri specifice piețelor europene de capital.

Piețe de valori mobiliare

Riscuri	Nivel	Perspectivă
Incertitudinea privind posibila discrepanță în ceea ce privește calendarul și nivelul de relaxare a politicii monetare între SUA și UE ar putea determina corecții pe piață		↗
Riscurile geopolitice sporite și incertitudinea privind politica economică cresc probabilitatea volatilității pieței		
Spread-urile obligațiunilor corporative sunt scăzute din punct de vedere istoric, inclusiv ale obligațiunilor HY; preocupări legate de faptul că		

⁷ Evaluarea principalelor riscuri în funcție de categoriile și sursele de risc pentru piețele care intră în sfera de competență ESMA de la ultima evaluare și perspectivele pentru următorul trimestru. Evaluarea riscului a fost realizată pe baza clasificării Comitetului comun al autorităților europene de supraveghere. Codificare: verde = risc potențial; galben = risc semnificativ; portocaliu = risc ridicat; roșu = risc foarte ridicat. Săgețile orientate în sus = creșterea intensității riscului; săgețile orientate în jos = scăderea intensității riscului; săgeți orizontale = nicio schimbare. Variația este măsurată în raport cu trimestrul precedent; perspectivele se referă la trimestrul următor. Evaluarea riscurilor de către ESMA se bazează pe indicatori cantitativi și pe aprecieri ale analiștilor.

⁸ 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.

căutarea randamentului și asumarea excesivă a riscurilor ar putea duce la un dezechilibru al prețurilor și la o reevaluare bruscă a riscurilor pe măsură ce condițiile macroeconomice se schimbă

Având în vedere evaluările record ale pieței bursiere din SUA, există riscul unor reacții disproporționate la evenimente neașteptate, dată fiind nervozitatea actuală a pieței

Gestionarea activelor

Riscuri

Nivel

Perspectivă



Creșterea expunerii pe piața americană de acțiuni ridică probleme legate de riscul de piață, deoarece piața americană prezintă semne de supraevaluare

Șocurile care afectează atât lichiditatea activelor, cât și cererile de lichiditate ar putea pune la încercare fondurile expuse la neconcordanțe de lichiditate

Creșterea efectului de levier în cadrul FIA

Impactul întârziat al înăsprii politicii monetare, în special în sectoarele expuse la pierderi nerealizate, cum ar fi sectorul imobiliar.

Consumatori

Riscuri

Nivel

Perspectivă



Comercializarea agresivă, în special a produselor structurate cu risc ridicat și a crypto-activelor

Digitalizarea și utilizarea emergentă a instrumentelor de inteligență artificială (AI) pentru serviciile pentru clienți

Lipsa de competență a consumatorilor în ceea ce privește tranzacționarea bazată pe social media

Potențialul *greenwashing* și cunoștințele limitate în materie de investiții ESG

Costuri ridicate prezentate în mod necorespunzător.

Infrastructuri și servicii

Riscuri

Nivel

Perspectivă



Riscurile cibernetice continuă să crească la nivel global pe fondul tensiunilor geopolitice și, deși incidentele nu au avut încă implicații

sistemică, întreruperea *CrowdStrike* a subliniat potențialul de afectare a sistemului financiar

Risc operațional semnificativ și continuu pentru infrastructuri în general, inclusiv expunerea la creșterea digitalizării și a utilizării serviciilor *cloud* în procesele de producție de bază

Reactivitatea ridicată la evenimentele de pe piață crește riscurile de încălcare a marjelor și de perturbare a tranzacțiilor, cum ar fi creșterea numărului de eșecuri de decontare

Factori cheie de risc

Factori de risc

Nivel
de risc Tendințe
actual

Incertitudini generate de un context macroeconomic volatil



Evoluțiile economice și măsurile de politică monetară adoptate la nivelul UE contribuie la menținerea unui climat de incertitudine pe piețele financiare europene. În pofida unei ușoare diminuări, costurile asociate serviciului datoriei și refinanțării rămân factori de presiune atât pentru companiile private, cât și pentru statele suverane.

În sectorul imobiliar, scăderea prețurilor – cu precădere în segmentul proprietăților comerciale – nu a fost pe deplin reflectată în evaluările fondurilor imobiliare, ceea ce poate crea riscuri suplimentare pentru stabilitatea pieței. Totodată, creșterea accelerată a pieței de acțiuni din SUA, alături de nivelurile record atinse de activele criptografice, generează temeri privind o posibilă corecție abruptă a pieței, accentuând vulnerabilitățile financiare și riscurile sistemice.

Riscuri geopolitice și periferice



Interacțiunea dintre multiple riscuri externe reprezintă un posibil factor declanșator al instabilității pieței. În paralel, incertitudinile geopolitice și escaladarea iminentă a conflictelor comerciale la nivel global contribuie la o volatilitate sporită a sistemului financiar. Eficiența și coerența răspunsului Uniunii Europene și al statelor sale membre la aceste provocări politice vor juca un rol esențial în diminuarea incertitudinii piețelor și menținerea stabilității financiare.

Perturbări operaționale și tehnologice



Intensificarea amenințărilor cibernetice și hibride crește riscul de perturbări tehnologice, inclusiv în sectorul financiar, unde astfel de incidente pot genera reacții imediate și volatile ale piețelor. Această vulnerabilitate este accentuată de concentrarea semnificativă a furnizorilor de tehnologie informațională, un număr restrâns de companii având un rol esențial în infrastructura digitală globală. În plus, astfel de provocări operaționale și structurale pot compromite beneficiile de eficiență preconizate prin adoptarea tot mai extinsă a inteligenței artificiale.

Riscuri asociate tranziției ecologice



Întârzierea implementării politicilor de tranziție către o economie sustenabilă poate amplifica riscurile asupra stabilității financiare și a protecției investitorilor, inclusiv prin accentuarea vulnerabilităților legate de fenomene climatice extreme. Totodată, fenomenul de *greenwashing* și alte practici înșelătoare asociate acestuia reprezintă o amenințare suplimentară, riscând să erodeze încrederea investitorilor și să distorsioneze alocarea capitalului către inițiative autentice de sustenabilitate.

Riscuri asociate investițiilor influențate de social media



Investitorii, în special cei mai puțin experimentați sau cu resurse limitate, sunt vulnerabili la dezinformare și conținut înșelător distribuit pe platformele de social media. Expansiunea rapidă a postărilor și discuțiilor despre oportunități financiare crește riscul ca deciziile de investiții să fie luate pe baza unor informații neverificate sau incomplete, ceea ce poate conduce la pierderi semnificative. În contextul unei noi creșteri pe anumite segmente de piață, precum crypto-activelor, aceste riscuri devin și mai pronunțate, amplificând volatilitatea și expunerea investitorilor la active cu un grad ridicat de speculație.

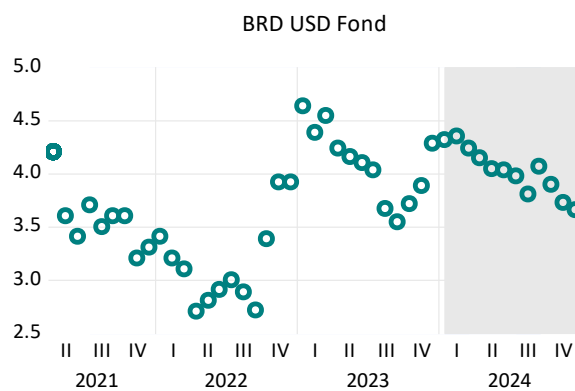
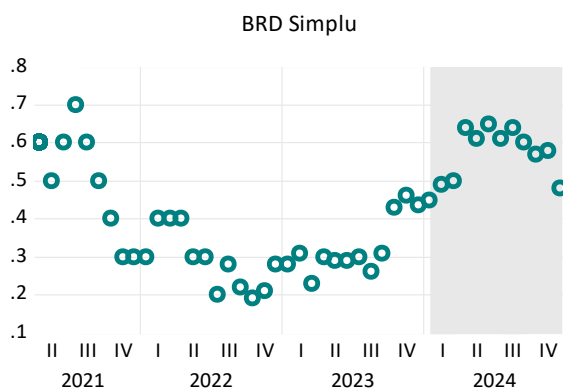
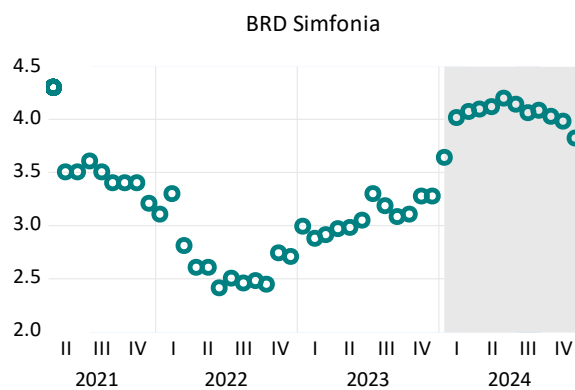
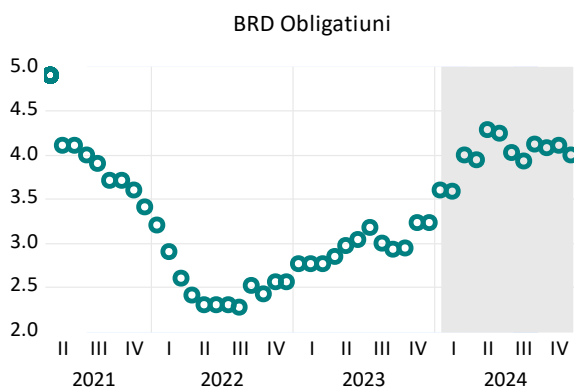
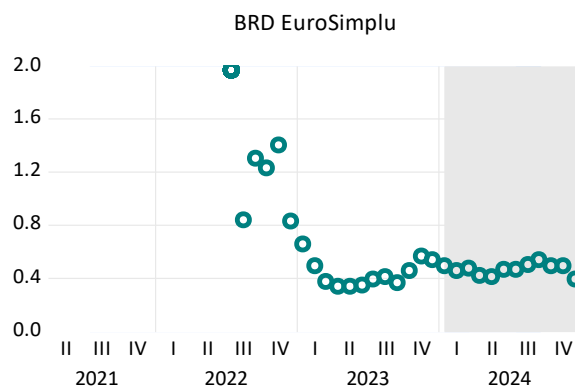
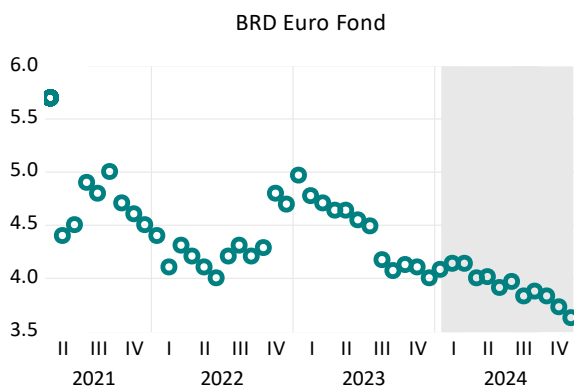
2.2. Analiza riscurilor – Fonduri de obligațiuni

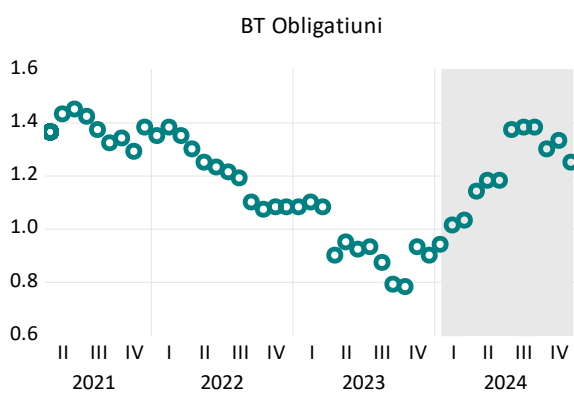
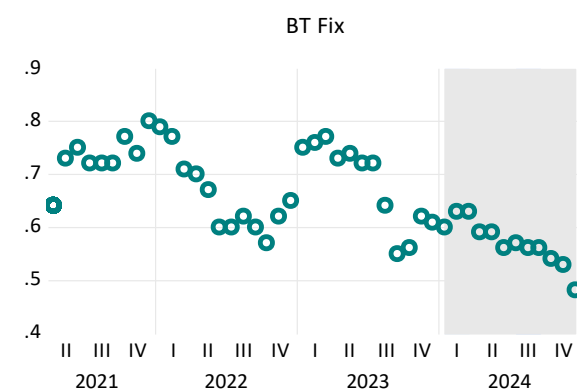
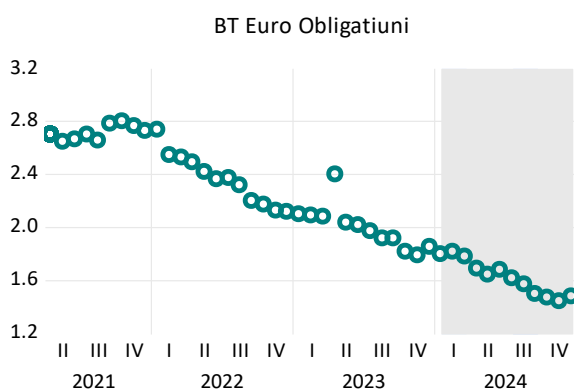
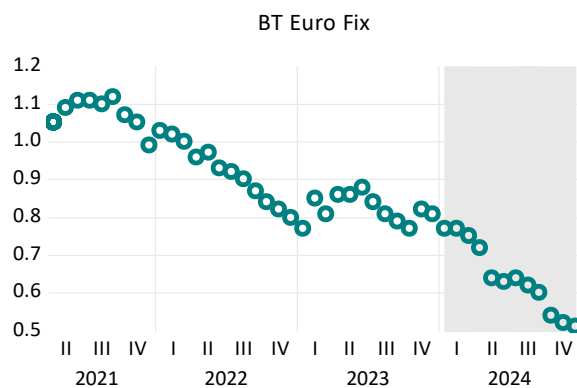
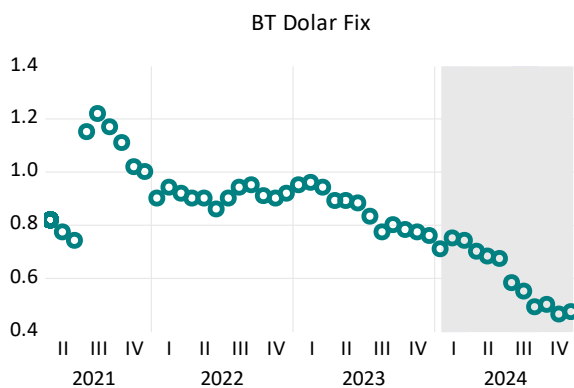
Durata modificată

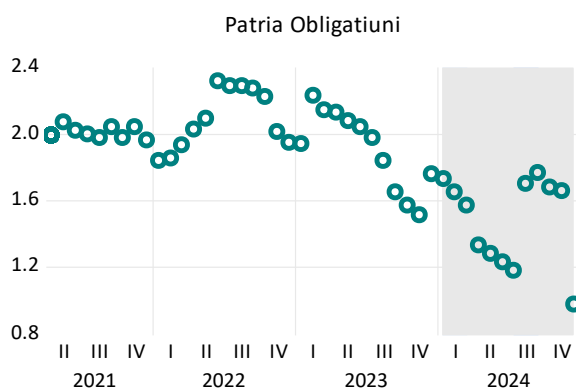
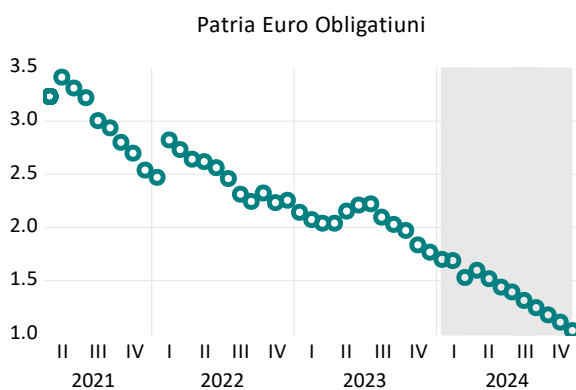
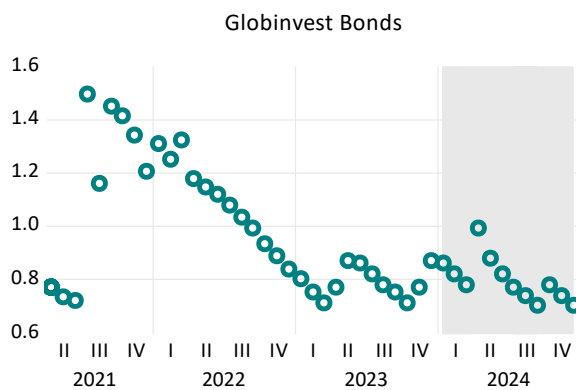
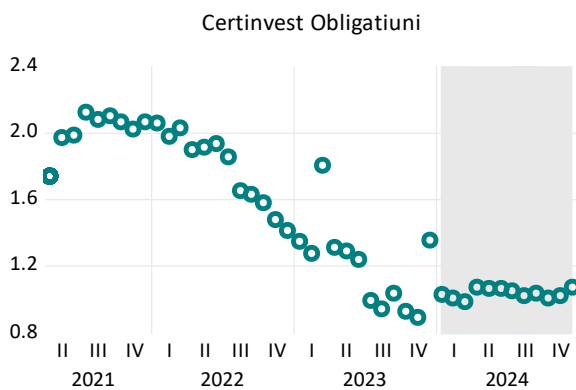
Durata modificată a unui portofoliu de instrumente cu venit fix reprezintă variația procentuală estimată a valorii acestuia ca urmare a unei modificări de 1% a randamentelor tuturor instrumentelor cu venit fix incluse în structura sa. Acest indicator constituie un element esențial pentru investitori, întrucât le oferă o perspectivă asupra modului în care deținerile lor de obligațiuni ar putea reacționa la o variație liniară a ratelor dobânzilor. De exemplu, în cazul în care un investitor deține o obligațiune cu o durată modificată de 2, se poate anticipa o scădere a prețului obligațiunii cu 2% în condițiile unei creșteri de 1% a ratelor dobânzilor.

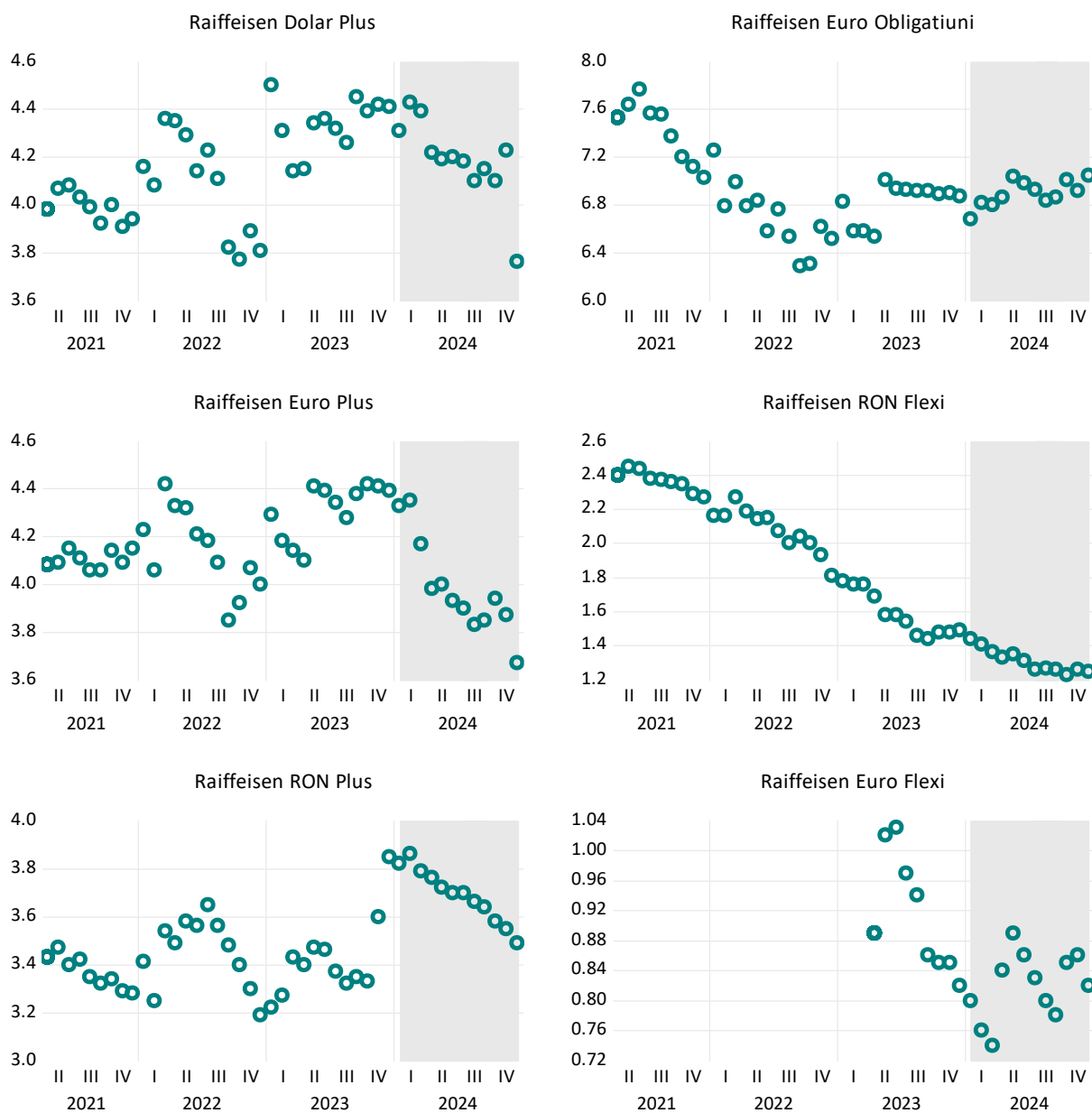
Grafic 13 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni în 2024







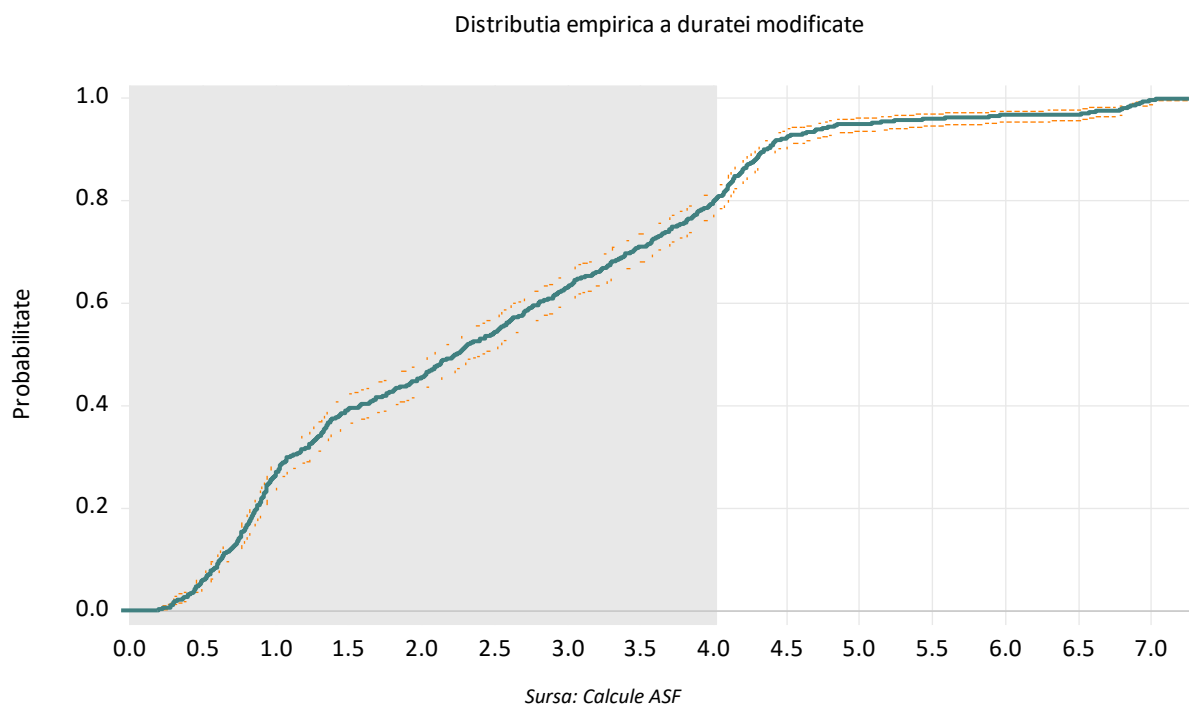




Sursa: Calcule ASF

Graficul 14 ilustrează distribuția cumulativă a duratei modificate pentru fondurile de investiții înregistrată în ultimii trei ani. Probabilitatea cumulativă crește progresiv pe măsură ce durata modificată variază între 1 și 7, ceea ce sugerează o distribuție relativ uniformă a duratelor obligațiunilor. Cea mai abruptă secțiune a curbei se situează între valorile 4 și 6, indicând faptul că majoritatea fondurilor de investiții în obligațiuni prezintă o durată modificată în acest interval. Curba tinde să se apropie, fără a atinge, valoarea probabilității de 1, evidențiind astfel că un număr foarte redus de fonduri înregistrează durate modificate mai mari de 7. Această distribuție pe termen lung (trei ani) contribuie la o înțelegere mai profundă a riscului și a sensibilității fondurilor de obligațiuni la fluctuațiile ratelor dobânzii, având în vedere faptul că, pe parcursul acestei perioade, fondurile și-au ajustat portofoliile pentru a reflecta oferta de obligațiuni disponibilă pe piața locală.

Grafic 14 Distribuția empirică a duratei modificate (decembrie 2021-decembrie 2024)



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

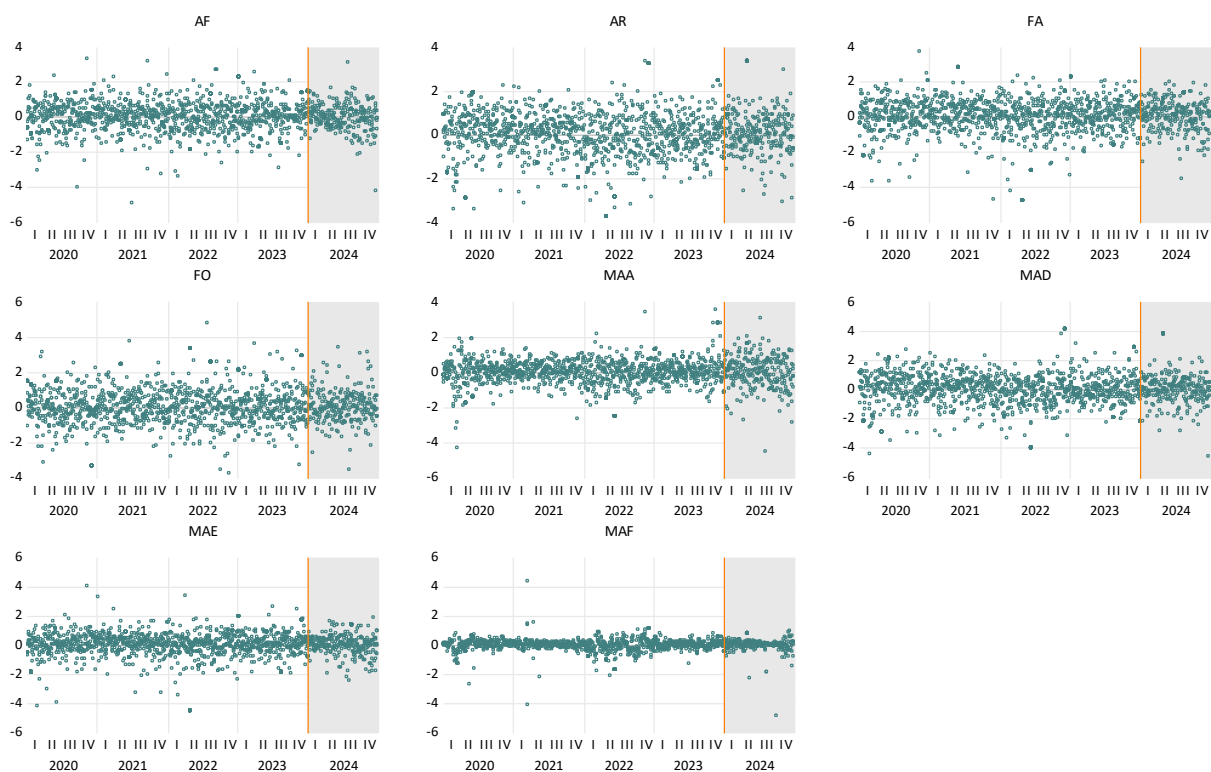
Rata Sharpe evaluează performanța unei investiții prin raportarea randamentului acesteia la nivelul său specific de risc. Această măsură statistică se bazează pe ipoteza conform căreia randamentul excedentar într-o anumită perioadă poate fi atribuit unei volatilități sporite, și nu neapărat competenței investiționale. Altfel spus, rata Sharpe cuantifică randamentele excedentare ale unui portofoliu în raport cu o măsură a volatilității, oferind astfel o perspectivă asupra performanței ajustate la risc.

Rata Sortino reprezintă o măsură ajustată la risc utilizată pentru a analiza randamentul suplimentar obținut per unitate de risc direcționat în jos (downside risk). Aceasta constituie o variantă a ratei Sharpe, în care diferența dintre randamentul mediu și rata fără risc este raportată la deviația standard a randamentelor negative, oferind astfel o evaluare mai nuanțată a riscului de pierdere.

Graficele 18 și 19 ilustrează evoluția zilnică a ratelor Sharpe și Sortino, calculate pentru fondurile examinate în perioada 2020-2024, intervalul marcat cu hașură delimitând evoluțiile corespunzătoare celor patru semestre ale anului 2024.

Evoluția ratei Sharpe în acest interval prezintă o relativă uniformitate, dar cu fluctuații mai semnificative în comparație cu perioadele anterioare de analiză. Se observă faptul că toate categoriile de fonduri manifestă o dinamică similară în jurul unor date calendaristice specifice.

Grafic 18: Dinamica ratei Sharpe în funcție de strategia investițională⁹

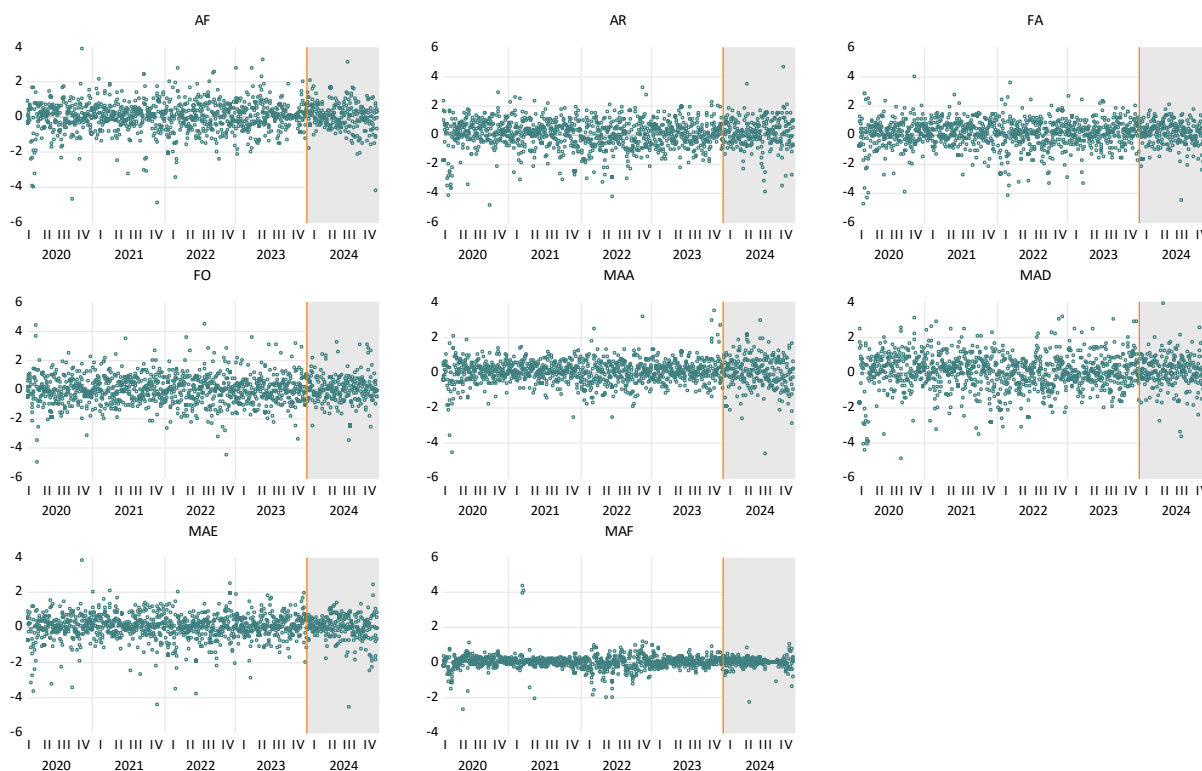


Sursa: Prelucrare ASF

Totodată, ultimul trimestru al anului 2024 pare să se caracterizeze printr-un grad mai ridicat de eterogenitate. Clasa de fonduri MAF continuă să prezinte o evoluție distinctă.

⁹ AF – Alte fonduri; AR – Absolute return; FA – Fond acțiuni; FO – Fond obligațiuni; MAA – Multi-active agresive; MAD- Multi-active defensive; MAE - Multi-active echilibrate; MAF – Multi – active flexibile

Grafic 19. Dinamica ratei Sortino în funcție de strategia investițională



Sursa: Prelucrare ASF

Rezultatele asociate ratei Sortino evidențiază, de asemenea, o traiectorie relativ constantă. În ceea ce privește ultimul trimestru al anului 2024, se constată o evoluție similară cu cea observată în cazul ratei Sharpe. În plus, fondurile de tip MAF manifestă și în acest context o dinamică specifică.

2.4. Analize wavelet

Analiza wavelet (*Continuous Wavelet Transform*; CWT) este utilă pentru semnalele nestăționare care variază în timp și frecvență¹⁰. Acest tip de analiză (CWT) este adesea folosită pentru a identifica evenimente de frecvență localizate în timp, periodicități sau tendințe cât și pentru identificarea modelelor oscilatorii în datele din seriile financiare de timp.

Mai mult, vizualizarea descompunerii frecvențelor este utilă pentru interpretarea modului în care evoluează caracteristicile de frecvență ale datelor, făcându-le potrivite pentru analiza seriilor de date dependente de timp.

În graficul următor este reprezentată spectograma (Transformata Wavelet Continuă, CWT) indicelui BET), care utilizează wavelet-ul Morlet¹¹ și prezintă modul în care conținutul de frecvență al semnalului se schimbă în timp.

¹⁰ Detalii referitoare la CWT sunt oferite în Anexa 1

¹¹ [MorletWavelet—Wolfram Language Documentation](#)

Pe axa verticală este reprezentată frecvența în axa logaritmică, indicând o gamă de frecvențe analizate și care permite descompunerea componentelor de frecvență joase de cele înalte din date. Frecvențele joase corespund cu tendința pe termen lung.

Gradientul de culoare indică puterea sau amplitudinea semnalului la fiecare frecvență în timp. Culoarele mai calde (galben/portocaliu) sugerează o putere mai mare sau o prezență mai puternică a semnalului, în timp ce culorile mai reci (albastru) indică o putere mai mică. Regiunile mai întunecate (albastru) reprezintă o activitate mai scăzută, sugerând perioade mai stabile sau mai puțin volatile.

Regiunile galben-verzi la frecvențe mai mici sugerează tendințe de bază semnificative sau schimbări ale pieței în anumite intervale de timp. Zonele albastre mai dense sugerează perioade de relativ calm sau stabilitate pe diferite frecvențe.

Analiza este realizată pentru perioada ianuarie-decembrie 2024. Această analiză CWT evidențiază trei faze distincte ale pieței BET în 2024:

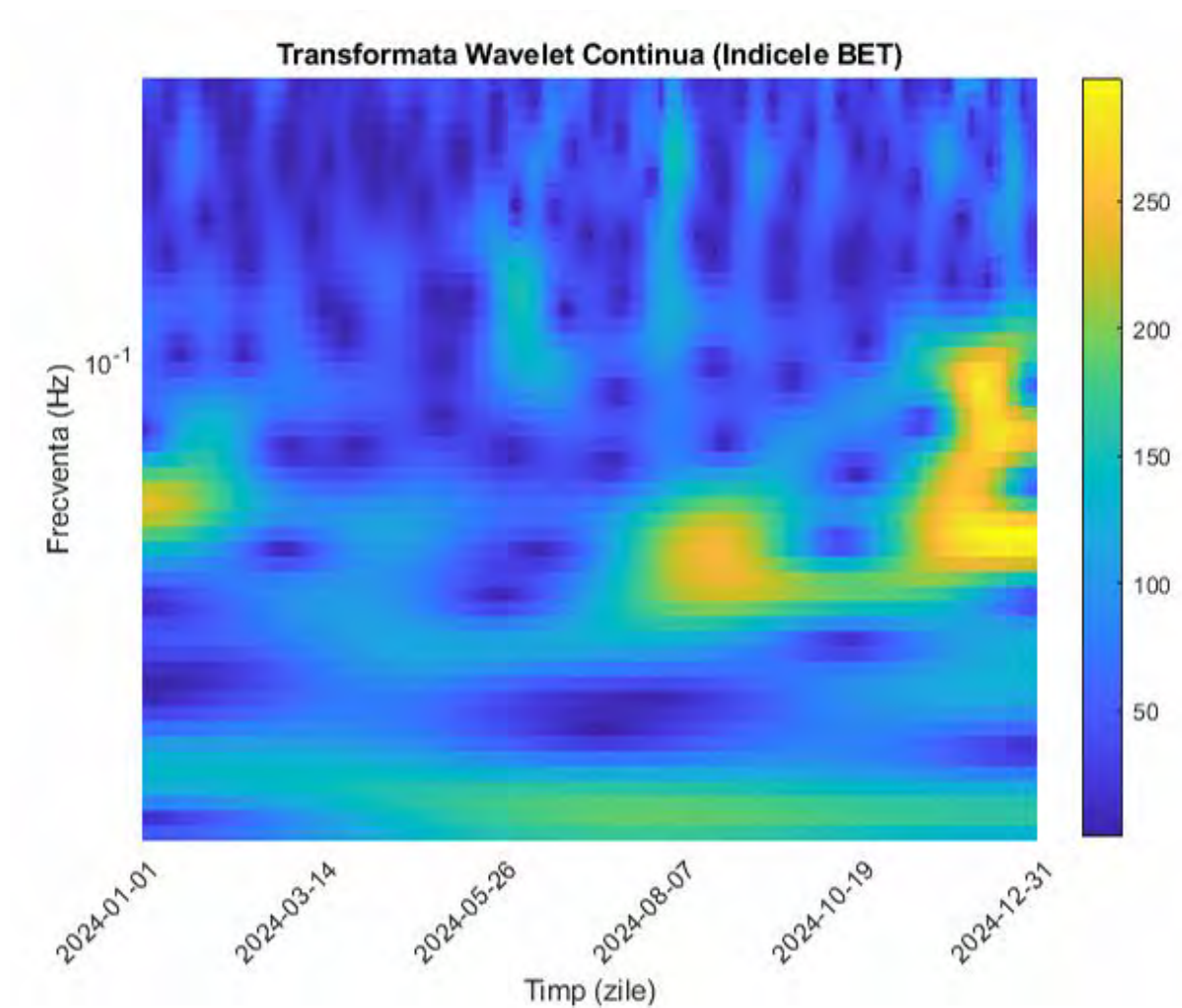
- Perioadă stabilă (ianuarie - martie) a fost o perioadă relativ liniștită, cu fluctuații moderate. Singura creștere notabilă a intensității wavelet-ului apare la începutul lunii martie, ceea ce ar putea fi corelat cu rapoarte financiare sau știri economice relevante.
- Creștere a volatilității (mai - august): o zonă de intensitate ridicată apare în jurul lunii mai, sugerând o fază de volatilitate accentuată. Volatilitatea s-a redus semnificativ în timpul verii.
- Noi incertitudini spre finalul anului (octombrie - decembrie) care sunt asociate cu creșterea riscului politic

Există un semnal periodic puternic în august și septembrie, ceea ce sugerează un șoc economic în indicele BET în această perioadă care corespunde șocurilor economice primite de pe piețele internaționale la începutul lunii august. Graficul arată o activitate mai redusă în lunile de început ale anului (ianuarie-mai), cu o creștere a activității începând din mijlocul anului și atingând un vârf în perioada iulie -septembrie.

Volatilitatea scăzută la începutul anului 2024 indică o piață stabilă, fără evenimente majore. Creșterea intensității în mai și octombrie sugerează posibile episoade de stres financiar sau schimbări macroeconomice. Fluctuațiile pe termen lung devin mai evidente la sfârșitul anului 2024, ceea ce ar putea indica așteptări economice mixte pentru 2025.

Frecvențele joase ($\sim 10^{-2}$ Hz) indică tendințe pe termen lung și cicluri macroeconomice. Zonele verzi și galbene spre sfârșitul anului 2024 (octombrie - decembrie) sugerează mișcări importante pe termen lung, posibil cauzate de evenimente economice sau decizii de politică monetară. Frecvențele medii ($\sim 10^{-1}$ Hz) sunt asociate cu oscilații săptămânale sau lunare ale pieței. Se observă creșteri de intensitate în martie, mai și octombrie 2024, indicând perioade de volatilitate crescută.

Grafic 15 Analiza CWT pentru indicele BET din Romania



Sursa: LSEG, calcule ASF

Corelații condiționate

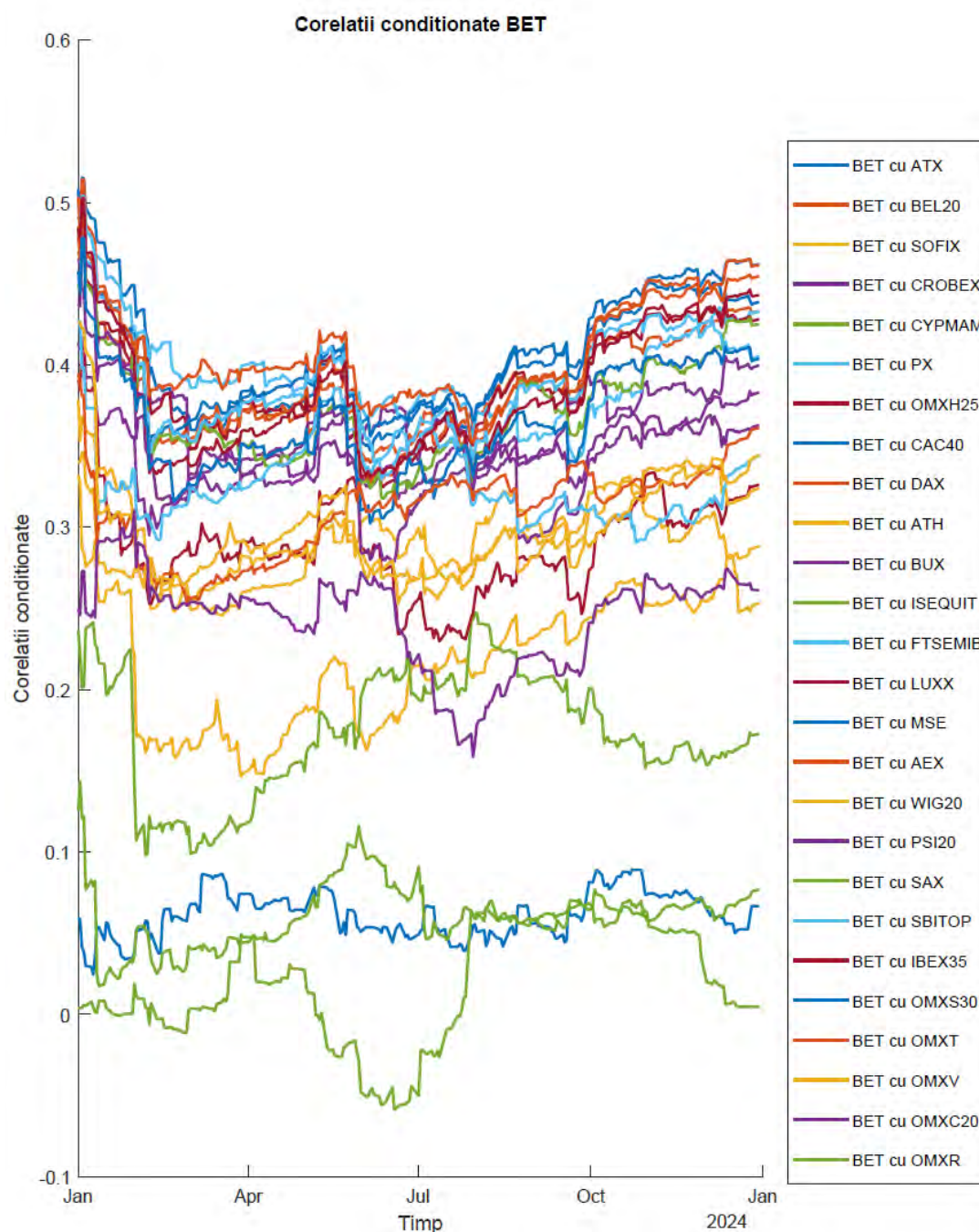
Corelația condiționată măsoară relația dintre două variabile, ținând cont de influența altor variabile. Piețele financiare sunt influențate de numeroși factori care se schimbă în timp iar analizele de tipul corelație condiționată ajută la înțelegerea modului în care evoluează relația dintre două active, luând în considerare această dinamică. Piețele financiare prezintă adesea perioade de volatilitate ridicată și scăzută. Modelele de corelație condiționată (*Dynamic Conditional Correlation*), pot captura aceste schimbări în volatilitate.

În graficul următor sunt prezentate corelațiile condiționate ale pieței de capital din România cu cele mai multe burse europene pentru perioada ianuarie 2024-ianuarie 2025. Creșterea bruscă a corelațiilor condiționate din august a reflectat un episod de contagiune directă care a cauzat un grad mare de sincronicitate în mișcările indicilor bursieri de pe piețele financiare europene. După aceasta, corelațiile au înregistrat în general o tendință descendentă, deși unele perechi au menținut valori relativ ridicate.

Unele corelații, cum ar fi cele cu țări precum Ungaria și Polonia, prezintă o variabilitate mai mare, cu creșteri și descreșteri frecvente, indicând mai puțină stabilitate în sincronizarea economică cu România pe parcursul anului.

În general, graficul reflectă că există grade diferite de corelație condiționată între indicele BET și alți indici bursieri europeni, unele țări menținând în mod constant corelații mai puternice, iar altele prezentând conexiuni mai volatile sau mai scăzute. Creșterea distinctă din august este deosebit de notabilă și ar putea fi o zonă pentru investigații suplimentare.

Grafic 16 Corelații condiționate dintre România și bursele europene (model DCC, ianuarie 2024-ianuarie 2025)



Sursa: LSEG, calcule ASF

Țări precum Germania, Franța și posibil Italia mențin corelații medii mai mari cu România, deoarece corelațiile lor tind să rămână adesea între 0,3 și 0,5. Acest lucru poate indica legături mai puternice cu aceste țări în comparație cu altele. Unele țări, cum ar fi Cipru și Estonia, prezintă corelații condiționate ne semnificative cu România, rămânând sub 0,2 în multe perioade.

În perioada ianuarie - iunie 2024 se observă o stabilizare în care majoritatea corelațiilor rămân între 0,2 - 0,4. Acest lucru sugerează o perioadă de stabilitate economică, în care piețele bursiere au urmat tendințe similare. Apar o serie de fluctuații la mijlocul anului în perioada iulie - septembrie 2024 caracterizate de o scădere vizibilă a corelației, ceea ce indică șocuri primite într-un mod sincron. Spre sfârșitul anului 2024 corelațiile rămân relativ stabile, cu fluctuații moderate.

În perioada iulie-septembrie 2024, piețele europene au înregistrat fluctuații semnificative, influențate de mai mulți factori externi majori. Menționăm problemele majore în infrastructura IT globală (iulie 2024) care au afectat 8,5 milioane de computere care utilizau sistemul de operare Microsoft Windows, perturbând infrastructuri critice din spitale, bănci, aeroporturi și servicii guvernamentale. În România, acest incident a cauzat întârzieri și anulări ale unor zboruri.

Furtuna Boris (septembrie 2024) a provocat inundații și dezastre de proporții în Europa Centrală, afectând grav infrastructura și economia regiunii.

Indicele BET are o corelație pozitivă moderată cu majoritatea celorlalți indici bursieri. Majoritatea corelațiilor sunt grupate în jurul valorilor 0,3 - 0,5, indicând o corelație pozitivă moderată între BET și alți indici bursieri europeni. Volatilitatea corelației sugerează că anumite perioade pot fi afectate de factori economici externi care influențează relațiile dintre burse. Scăderile și creșterile bruște indică perioade de turbulență pe piață cauzate de evenimente macroeconomice.

Analiza corelațiilor condiționate indică faptul că indicele BET este corelat pozitiv și semnificativ cu principalii indici vest-europeni, precum DAX, CAC40 și PX. Există o corelație mai slabă cu bursele baltice și nordice, pe fondul diferențelor economice. Cele mai mari fluctuații au avut loc la jumătatea anului, urmate de un proces de stabilizare spre sfârșitul anului, indicând faptul că piețele europene au răspuns similar șocurilor economice.

Coerența wavelet

Coerența wavelet și corelația condiționată sunt instrumente utile pentru analizarea relațiilor dintre variabile, dar sunt potrivite pentru scopuri diferite de analiză a datelor. Coerența wavelet este utilizată în locul corelației condiționate atunci când este necesară reprezentarea detaliată în spațiul timp-frecvență a relației dintre două semnale¹². Acest lucru este deosebit de util când sunt analizați indicii bursieri în locul randamentelor bursiere.

Modelele DCC extrag corelațiile condiționate dintre indicii bursieri pe baza randamentelor bursiere, ceea ce implică staționarizarea datelor și eliminarea tendinței din date. Spre deosebire de modelele DCC; coerența wavelet include și tendința și poate furniza informații despre relația de fază dintre două semnale, indicând dacă un semnal precedă sau urmează celălalt la frecvențe diferite. Totodată coerența wavelet poate fi vizualizată sub formă de hartă termică, arătând zone de coerență ridicată și scăzută în timp dar și frecvență. Acest lucru poate face mai ușoară identificarea tiparelor și relațiilor care nu sunt evidente din relațiile de corelație condiționată.

¹² Detalii referitoare la coerența wavelet sunt oferite în Anexa 1.

Coerența wavelet este deosebit de utilă în tratarea seriilor de timp nestaționare datorită capacității sale de a surprinde corelația locală atât în domeniul timpului, cât și în cel al frecvenței și este adecvată pentru analiza relațiilor la scară multiplă.

Corelația multirezoluție realizată cu analiza de multirezoluție tip MODWT (*Maximal Overlap Discrete Wavelet Transform*) arată că între indicele pieței de capital din România și indicele STOXX600, există corelații pozitive semnificative dar reduse care corespund ciclurilor din datele analizate la diferite frecvențe inclusiv corelația dintre tendințe (tendința este notată cu S5 în tabelul următor).

Tabel 7 Corelații multirezoluție (MODWT) dintre indicele BET și indicele STOXX 600 (ianuarie -decembrie 2024)

Nivel	Corelație	P-value
D1	0.20681	0.018233
D2	0.27758	0.025176
D3	0.25367	0.16124
D4	0.41938	0.10587
D5	0.68129	0.062819
S5	0.15732	0.70986

Sursa: LSEG, calcule ASF

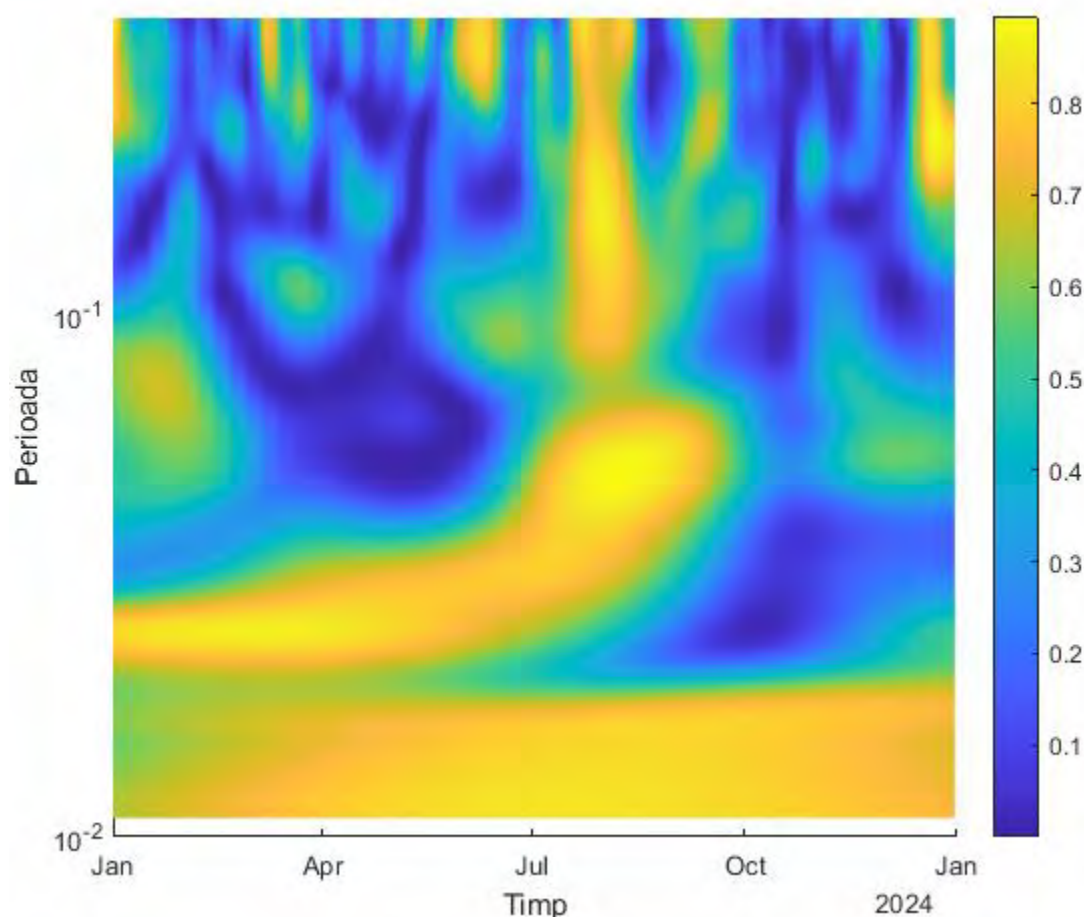
Nota: cicluri de D1:1-2 zile, D2:2-4 zile, D3: 4-8 zile, D4:8-16 zile, D5: 16-32 zile, S5 -tendința pe termen lung.

Graficul de coerență wavelet ilustrează coerența wavelet dintre indicele pieței de capital din România și indicele Stoxx600 pentru perioada analizată (ianuarie 2020-decembrie 2024) și ajută la identificarea relației timp-frecvență dintre două piețe financiare. Coerența este mai puternică la anumite momente și frecvențe, sugerând perioade de coerență ridicate dintre cei doi indici ape fondul unor factori economici comuni.

Bara de culoare din dreapta indică nivelul de coerență, cu valori cuprinse între 0 și 1. Valorile ridicate ale coerenței (aproape de 1, indicate prin galben) înseamnă că cele două semnale sunt puternic corelate în regiunea timp-frecvență, în timp ce valorile scăzute (aproape de 0, afișate în albastru) sugerează o corelație scăzută. Există mai multe regiuni de coerență ridicată, în special în intervalul de perioadă medie spre inferioară și indică momentele în care piața de capital din România și indicele Stoxx600 au avut o dependență mai puternică.

Axa y reprezintă perioada pe scară logaritmică și indică componentele de frecvență analizate. La capătul inferior al spectrului de frecvențe sunt reprezentate frecvențe mai mari care corespund tendințelor pe termen scurt, în timp ce în partea superioară sunt reprezentate frecvențele scăzute care corespund tendințelor pe termen lung. Graficul arată pete distincte de coerență ridicată pe diferite frecvențe, sugerând că anumite modele de oscilație sau cicluri ale ambilor indici sunt sincronizate în aceste momente.

Grafic 17 Gradul de coerență dintre indicele BET și indicele european (STOXX600) în perioada ian 2024-ian 2025. Indicele pieței de capital din România și indicele european (STOXX600)



Sursa: LSEG, calcule ASF

Pe termen scurt (frecvențe mari, partea inferioară), corespunzătoare perioadelor scurte, indică o bună coerență dintre indici, în timp ce pe termen lung (frecvențe mici, partea superioară), corelația variază, indicând că mișcările globale ale piețelor pot fi influențate de factori diferiți pe termen lung. De exemplu, în iulie-septembrie 2024, apare o zonă galbenă, ceea ce sugerează o legătură mai strânsă între cei doi indici pe termen lung.

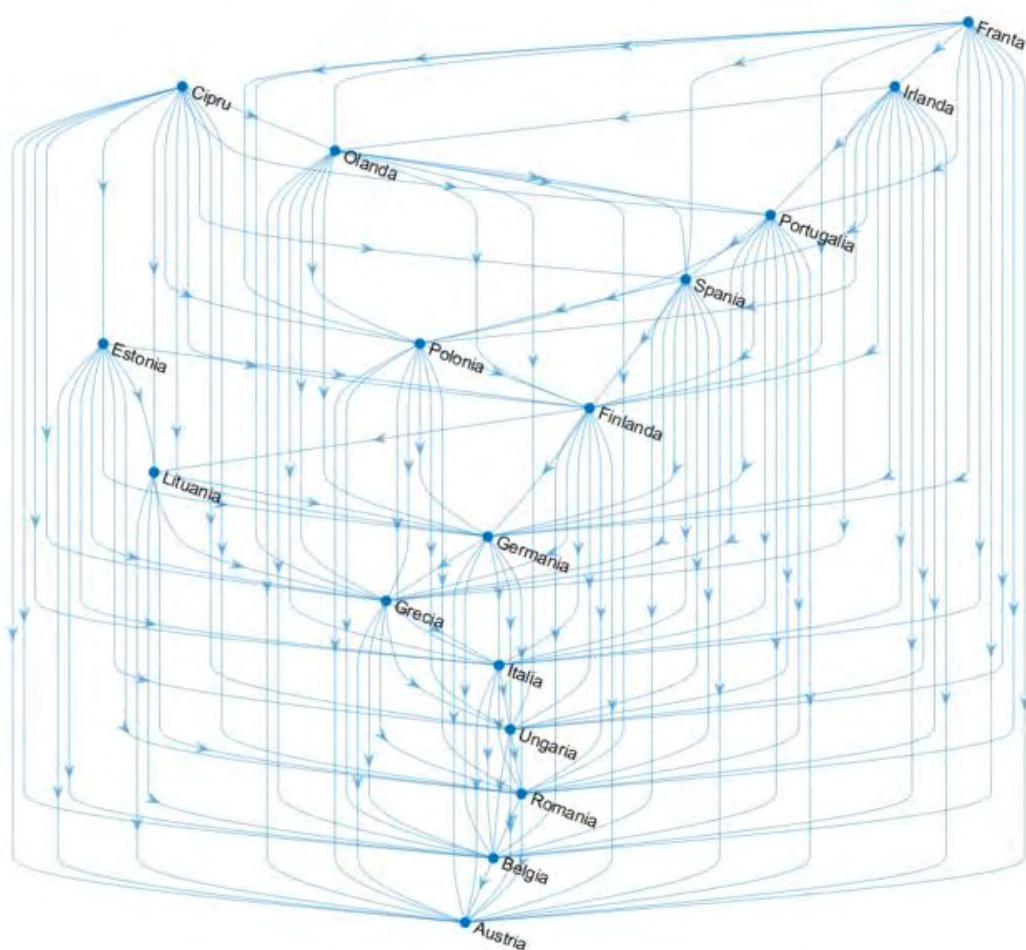
Se observă zonă galbenă intensă la frecvențe joase care indică o relație strânsă pe termen scurt între cei doi indici bursieri în 2024. Graficul de coerență wavelet arată o relație dinamică între indicele BET și indicele Stoxx600, cu perioade de coerență puternică și slabă pe diferite frecvențe și intervale de timp. Această variabilitate indică faptul că corelația dintre acești doi indici este influențată de factori multipli, care se schimbă în timp cu efecte diferite asupra piețelor financiare.

2.5. Interconectarea burselor europene

În afară de cauzalitatea Granger, există și alte metode care pot surprinde relațiile direcționale în analiza financiară, în special în analizele de cauzalitate pentru piețele bursiere. Una dintre aceste metode este dată de grafurile aciclice direcționate (*Directed Acyclic Graf, DAG*)¹³.

Estimarea rețelelor DAG se bazează pe testele de independență condiționată pentru a deduce relații cauzale fără a necesita o ordonare specifică a variabilelor. Rețelele DAG modelează structurile cauzale prin identificarea marginilor care reprezintă cel mai bine dependențele. DAG sunt eficiente pentru înțelegerea ierarhiei de influență dintr-o rețea, identificarea modului în care șocurile se propagă prin sectoare și detectarea principalilor indici influenți dintr-o rețea financiară.

Grafic 18 Graf aciclic direcționat (DAG) pentru bursele europene



Sursa: LSEG, calcule ASF

În analiza curentă a fost implementat algoritmul Peter-Clark pentru construirea unui DAG din date zilnice de închidere ale indicilor bursieri europeni pentru perioada ianuarie-septembrie 2024. Algoritmul Peter-

¹³ [Acyclic Digraph -- from Wolfram MathWorld](#)

Clark este unul dintre cei mai utilizați algoritmi pentru învățarea structurilor cauzale, în special sub formă de DAG-uri din date observaționale și este bazat pe constrângeri de corelații parțiale pentru a deduce structura cauzală a unei rețele prin identificarea independenței condiționate între variabile.

Pentru a identifica indicii bursieri cheie din rețea, este important de evidențiat care sunt nodurile care obțin un scor ridicat în mai multe măsuri de centralitate. Măsurile de centralitate a rețelei sunt prezentate în Anexa 1. Statistica rețelei indică care noduri sunt centrale în ceea ce privește conectivitatea, influența și controlul în cadrul rețelei. Prezentăm pe scurt descompunerea nodurilor în funcție de statistica rețelei a unora dintre cele mai importante noduri pe baza valorilor estimate:

1. Centralitatea gradului superior (*Degree Centrality*):

Finlanda, Germania, Franța și Irlanda au cele mai mari scoruri de centralitate, ceea ce indică faptul că sunt conectate direct la multe alte noduri. Aceasta înseamnă că joacă un rol proeminent în ceea ce privește influența imediată sau dependențele.

Germania și Polonia au un scor ridicat în ceea ce privește centralitatea intermediară, sugerând că sunt intermediari critici în rețea. Acestea conectează diferite noduri și controlează fluxul între diferite părți ale rețelei, acționând ca punți între clustere sau straturi.

2. Centralitate de apropiere ridicată (*Betweenness Centrality*):

Belgia, Spania, Italia și Ungaria sunt importante pentru centralitatea lor ridicată de apropiere, indicând că pot ajunge eficient la alte noduri. Aceste țări sunt bine poziționate pentru a interacționa cu altele și pot servi ca locații accesibile sau centrale în cadrul rețelei.

3. PageRank ridicat:

Belgia, Spania, Ungaria și Austria au scoruri ridicate în PageRank, ceea ce arată că dețin un nivel semnificativ de influență în rețea. PageRank-ul ridicat sugerează că nu numai că sunt bine conectate, cât și conectate la alte noduri influente.

Pe baza analizei statisticilor de rețea, următoarele noduri apar ca influenți cheie:

- **Germania: Germania servește ca intermediar și influență majoră în cadrul rețelei deoarece are scoruri mari atât în ceea ce privește gradul, cât și centralitatea intermediară, face legătura între diferite părți ale rețelei și menține multe conexiuni directe.**
- Finlanda are un grad ridicat de centralitate ceea ce indică o influență directă puternică asupra altor noduri.
- Belgia și Spania au scoruri ridicate de apropiere cât și de *PageRank*, ceea ce înseamnă că sunt accesibile și au influență în virtutea faptului că sunt conectate la alte noduri semnificative.
- Polonia: cu o intermediere substanțială, Polonia acționează ca un conector și joacă un rol important în fluxul prin rețea.

Aceste burse reprezintă în mod colectiv structura de baza a rețelei și explică modul de transmitere a influenței în cadrul rețelei, fiecare contribuind în mod unic fie ca conectori, influenți sau hub-uri accesibile. Piețele bursiere din aceste țări sunt esențiale pentru menținerea conectivității și a influenței în diferite secțiuni ale rețelei.

Următoarele observații și statistici potențiale de rețea pot fi deduse pe baza analizei rețelei:

Noduri și conexiuni:

- rețeaua estimată reprezintă o structură ierarhică cu mai multe straturi.
- fiecare nod reprezintă o bursă, iar marginile direcționate reprezintă un tip de influență, flux sau dependență între ele.
- unele noduri, cum ar fi Franța și Irlanda, sunt la niveluri ierarhice mai înalte, cu numeroase margini de ieșire, indicând că ar putea avea o influență semnificativă sau centralitate în rețea.

Ierarhie și profunzime:

- Rețeaua DAG estimată are un flux distinct de sus în jos, ceea ce indică niveluri ierarhice.
- Austria este situată în partea de jos a graf-ului, acționând ca nod terminal sau final în această structură, în timp ce Franța și Irlanda sunt printre cele mai înalte puncte.
- Nodurile de niveluri intermediare, cum sunt Polonia, Finlanda, Germania și Italia, reprezintă bursei cu dependențe de *avans* sau de *lag*.

Gradul de primire de influență sau de transmitere de influență (*In-Degree* și *Out-Degree*):

- Noduri precum Franța și Irlanda au probabil un grad ridicat de transmitere de influență (*out-degree*), deoarece au multe margini de ieșire.
- Noduri precum Austria și Belgia primesc multa influență (*in-degree*), având în vedere că mai multe margini converg spre ele, indicând că sunt mai dependente sau influențate de alte piețe bursiere.

Clustere și căi:

- Există grupuri sau grupuri de noduri care sunt mai strâns conectate între ele precum: Estonia, Lituania și Polonia sunt interconectate, la fel ca Grecia, Italia, Ungaria și România.
- Există mai multe căi pentru a ajunge la anumite noduri, indicând redundanță sau robustețe în structură. Austria poate fi accesată din alte câteva țări prin diferite rute. Rezultatele arată că șocurile economice nu parcurg aceleași căi de fiecare dată.

Tranzitivitate și accesibilitate:

- Rețeaua indică un nivel ridicat de conectivitate, în care majoritatea nodurilor sunt accesibile prin căi direcționate.
- Rețeaua estimată nu continue cicluri, astfel că nu există dependențe circulare între țări.

Analiza centralității intermediare:

- Franța și Irlanda au un grad ridicat de centralitate intermediară (*betweenness centrality*) deoarece intermediază multe conexiuni.

Nodurile intermediare, cum ar fi Germania și Polonia, au o centralitate ridicată de apropiere, deoarece sunt poziționate într-un mod care le permite să ajungă la multe alte noduri prin căi.

2.6. Indicator de lichiditate. Calculul lichidității structurale.

Indicatorul Amihud se calculează ca raport între randamentele absolute și volumul de tranzacționare. Acesta a fost introdus de Yakov Amihud în 2002. Formula pentru indicatorul Amihud pentru o anumită zi t este:

$$I_t = \frac{|R_t|}{V_t}$$

unde

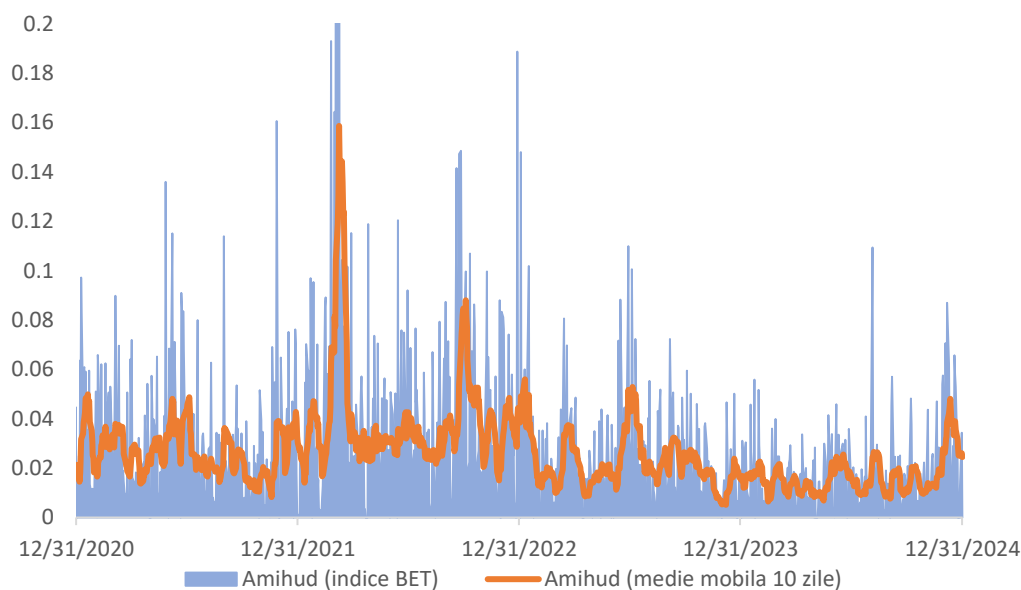
I_t este măsura indicatorului Amihud pentru ziua t

R_t este randamentul pentru ziua t calculat ca $\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$ unde P este prețul activului

V_t este volumul de tranzacționare pentru ziua t

Indicatorul Amihud este utilizat ca măsură a lichidității atât în literatura financiară empirică, cât și în studiile de microstructură a pieței financiare¹⁴. O valoare ridicată a indicatorului indică o reducere a lichidității pieței și/sau fluctuații semnificative ale prețurilor activelor pentru un volum în scădere. O valoare redusă a indicatorului indică o piață lichidă cu volume mari de tranzacționare.

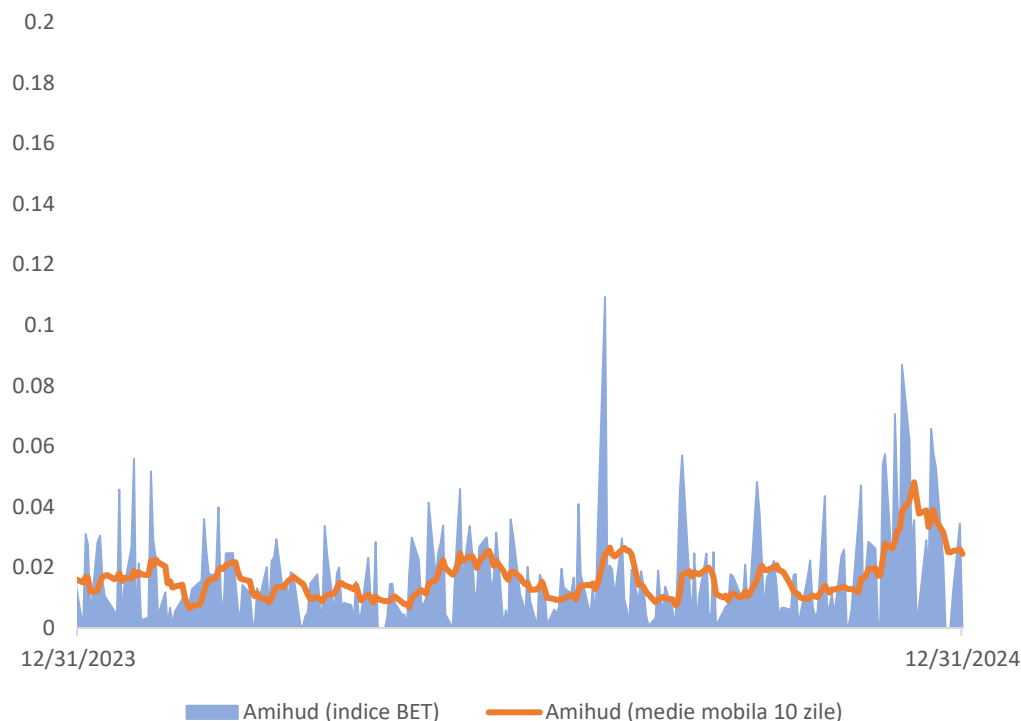
Grafic 19 Indicatorul Amihud pe termen lung



Sursa: ASF

¹⁴ Roll R., Schwartz E., Subrahmanyam A., (2015). Liquidity and the Law of One Price: The Case of the Futures-Cash Basis, Journal of Finance, vol. 62, issue 5, 2201-2234

Grafic 20 Indicatorul Amihud pe termen scurt



Sursa: ASF

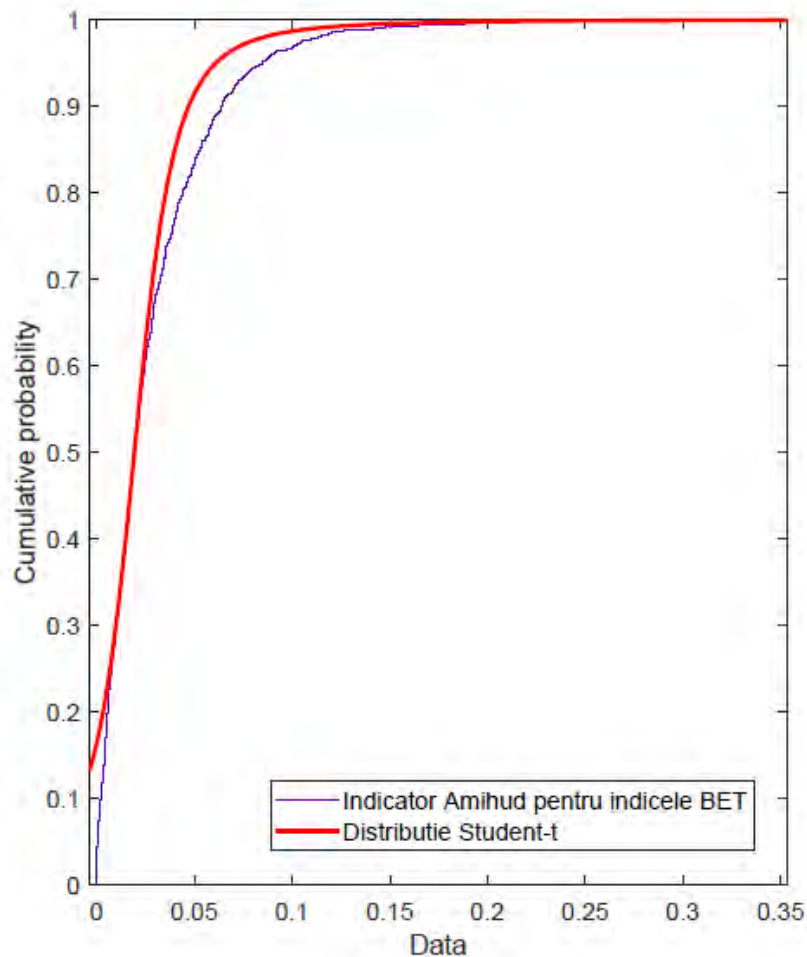
Indicatorul Amihud pe termen scurt (un an) prezintă fluctuații cu creșteri periodice ale lichidității. Tendința generală pare relativ stabilă pentru cea mai mare parte a anului, dar manifestă o tendință de creștere spre finalul perioadei. Din punct de vedere a volatilității, indicatorul prezintă mai multe vârfuri, sugerând șocuri ocazionale de lichiditate pe piață. Totuși, media mobilă pe 10 zile (linia portocalie) netezește zgomotul pe termen scurt și indică o tendință ascendentă mai stabilă.

În ultimele luni din 2024 apare o creștere a lichidității, ceea ce înseamnă că impactul prețului per volum tranzacționat a crescut, pe fondul presiunilor de piață mai mari.

Indicatorul Amihud pe termen lung arată faptul că deși au apărut câteva momente de lichiditate precum socul de la începutul anului 2021, tendința generală sugerează o stabilizare a lichidității de piață, deși volatilitatea ocazională a lichidității persistă. Astfel piața de capital rămâne stabilă pe termen lung, exceptând episoadele ocazionale de criză, ceea ce înseamnă că lichiditatea structurală rămâne în mare parte intactă.

Graficul de mai jos prezintă funcția de distribuție cumulativă empirică a indicatorului Amihud (în violet) comparată cu o distribuție Student-t ajustată (în roșu). Distribuția Student-t este o aproximare bună, dar există ușoare deviații, în special în partea inferioară a distribuției (partea stângă), ceea ce indică faptul că distribuția empirică are o coadă ușor mai grea. Parametrul de locație estimat (μ) este 0.0192, ceea ce este în concordanță cu media distribuției empirice. Parametrul de scală (σ) este 0.0155, ceea ce sugerează o dispersie moderată a datelor. Gradele de libertate (ν) sunt 2.26385, ceea ce indică o distribuție cu cozi mai grele decât o distribuție normală.

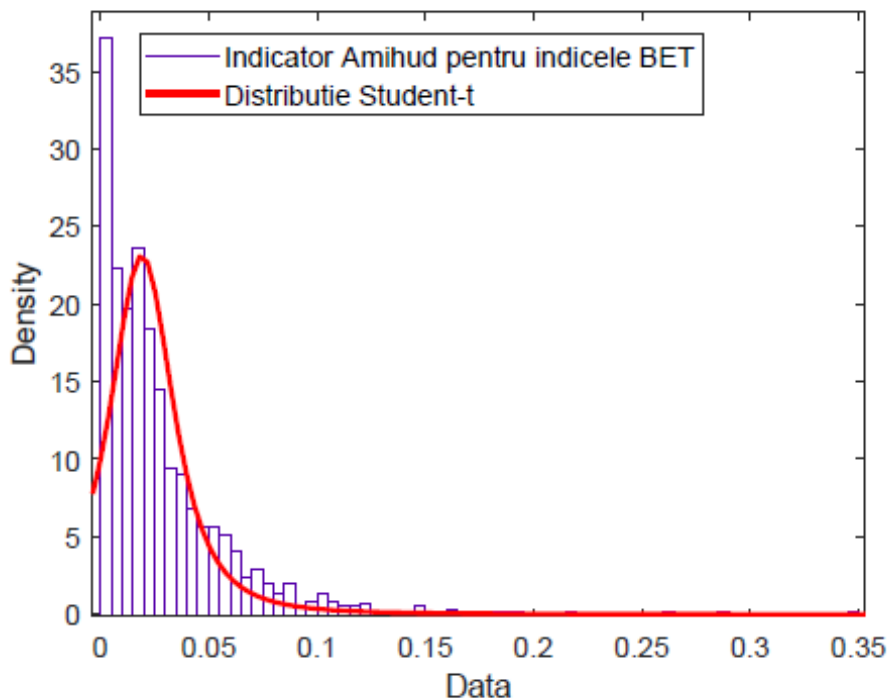
Grafic 21 Funcția de distribuție cumulativă (C.D.F)



Sursa: ASF

Aceasta sugerează că șocurile extreme de lichiditate (valori ridicate ale indicatorului Amihud) sunt mai frecvente decât într-un scenariu normal. Varianța distribuției este 0.00205, confirmând o dispersie moderată a datelor. Matricea de covarianță indică o incertitudine redusă a parametrilor estimați, ceea ce sugerează că distribuția Student-t este un model statistic valid pentru indicatorul Amihud. Prin urmare distribuția estimată pentru indicatorul Amihud sugerează șocuri de lichiditate și episoade ocazionale de ilichiditate extreme de piață.

Grafic 22 Funcția de densitate (P.D.F)



Sursa: ASF

Distribuția este asimetrică spre dreapta, ceea ce înseamnă că majoritatea nivelurilor de lichiditate sunt concentrate în jurul valorilor mici ale indicatorului Amihud. Există o coadă lungă spre dreapta, indicând evenimente ocazionale de ilichiditate extremă (valori ridicate ale indicatorului Amihud). Cozile grele ale distribuției Student-t (grade de libertate reduse, $v = 2.26385$) se potrivesc bine cu datele observate.

Vârful distribuției apare la valori mici ale indicatorului Amihud ($\sim 0.01 - 0.02$), ceea ce indică faptul că piața se află în general într-o stare lichidă. Modelul Student-t supraestimează ușor densitatea în intervalul mediu ($0.03 - 0.05$), sugerând că condițiile reale ale pieței pot devia ușor de la ajustarea teoretică.

Deoarece majoritatea punctelor de date sunt grupate la valori mici ale indicatorului Amihud, piața este în general lichidă, dar pot apărea episoade ocazionale de deficit sever de lichiditate.

Distribuția Student-t se potrivește bine cu datele, dar poate subestima ușor probabilitatea evenimentelor de ilichiditate extremă. Natura asimetrică spre dreapta a distribuției empirice indică faptul că, de cele mai multe ori, lichiditatea este ridicată, dar există un risc semnificativ de ilichiditate severă în anumite momente.

3. Piața primară și emitenți

Conform documentelor aprobate de A.S.F., ofertele publice de vânzare primare din perioada ianuarie – decembrie 2024 au fost în valoare totală de aproximativ 504 mil. lei. Ofertele publice de cumpărare/preluare derulate în aceeași perioadă au însumat 403,8 milioane lei iar valoarea celor 16 emisiuni de obligațiuni, admise la tranzacționare, a fost de aproximativ 1,363 mld. EUR.

3.1. Oferte publice

Oferte publice primare de vânzare

Valorile mobiliare sunt oferite publicului în Uniune numai după publicarea prealabilă a unui prospect ce necesită aprobarea lui de către A.S.F.. Perioada de derulare a unei oferte publice de vânzare nu depășește 12 luni, iar cea în care se pot subscrie acțiuni nou-emise în cadrul exercitării dreptului de preferință nu este mai mică de o lună de la data stabilită în prospect, dată ulterioară datei de înregistrare și datei de publicare a hotărârii adunării generale extraordinare a acționarilor sau a consiliului de administrație/directoratului în Monitorul Oficial al României.

În cursul anului, au fost aprobate următoarele prospecte aferente ofertelor publice primare de vânzare de acțiuni:

Tabel 8 Oferte publice de vânzare primare în perioada 01.01.2024 - 30.12.2024 (conform documentelor aprobate de ASF)

Emitent	Oferte publice primare de vânzare		Piața acțiunilor/ Segment
	Volum (acțiuni vândute)	Valoare (lei)	
Electroargeș S.A.	4.912.411	491.241,1	Principal
Life is Hard S.A.	142.622	285.343,8	SMT
Vrancart S.A.	318.899.098	31.956.862	Principal
Arobs Transilvania Software S.A.	174.258.721	142.892.151,22	Principal
Bucovina S.A.	13.251.265	1.325.126,50	SMT
IOR S.A.	170.216.232	17.021.623,20	SMT
Aldani Master Capital S.A.	30.114.676	3.363.034,87	SMT
Avioane Craiova S.A.	5.257.963	13.144.907,50	SMT
Teraplast S.A.	190.763.160	85.843.422	Principal
One United Properties S.A.	1.700.297.547	340.059.509,40	Principal
Prebet S.A.	28.925.987	5.206.677,66	Principal
Meta Estate Trust S.A.	5.033	5.033	SMT
PRODLACTA S.A. Brasov	În derulare	În derulare	SMT
TOTAL	-	504.032.233,24	-

Sursa: ASF

Pentru aceste prospecte s-a realizat procedura impusă de dispozițiile art.21 alin. (5) teza I și teza II¹⁵ din Regulamentul (UE) 2017/1129 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de

¹⁵ "Autoritatea competentă din statul membru de origine publică pe site-ul său toate prospectele aprobate sau cel puțin lista prospectelor aprobate, inclusiv un hyperlink către secțiunile speciale de pe site menționate la alineatul (3) din prezentul articol, precum și o identificare a statului sau statelor membre gazdă în care prospectele sunt notificate în conformitate cu articolul 5. Lista publicată, inclusiv hyperlinkurile, se actualizează permanent și fiecare element rămâne pe site cel puțin pentru perioada menționată la alineatul (7) din prezentul articol. Atunci când notifică ESMA cu privire la aprobarea unui prospect sau a

valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată, și de abrogare a Directivei 2003/71/CE. Prospectele au fost publicate pe pagina de internet a autorității¹⁶ și au fost încărcate în mecanismul de stocare al ESMA.

Oferte publice de cumpărare

Oferta publică de cumpărare reprezintă oferta unei persoane de a cumpăra valori mobiliare, adresată tuturor deținătorilor acestora, difuzată prin mijloace de informare în masă sau comunicată pe alte căi, dar sub condiția posibilității egale de receptare din partea deținătorilor respectivelor valori mobiliare. Ea trebuie făcută printr-un intermediar autorizat să presteze servicii și activități de investiții, iar prețul oferit este stabilit în conformitate cu reglementările A.S.F..

Trei emitenți au ales să deruleze o astfel de ofertă, scopul achiziției fiind răscumpărarea propriilor acțiuni în vederea distribuirii acțiunilor ca pachete motivaționale (stock option plan) administratorilor, managerilor și salariaților, cinci în vederea diminuării capitalului social, în timp ce, șase oferte au fost derulate de investitori care doresc să achiziționeze un pachet de acțiuni care le permite să deruleze ulterior procedura de retragere de la tranzacționare a acțiunilor.

Tabel 9 Oferte publice de cumpărare derulate în perioada 01.01.2024 – 30.12.2024 (conform documentelor aprobate de ASF)

Emitent/Ofertant	Oferte publice de cumpărare	
	Volum (acțiuni cumpărate)	Valoare (lei)
Chimcomplex S.A./Chimcomplex S.A.	900.000	21.420.000
Bricomat S.A./TIPO TRIB S.R.L.	0	0
Brickston Construction Solutions S.A./Leier ROM S.R.L.	119.429	656.859,5
Sinterom S.A./Contactoare S.A.	0	0
Cemacon S.A./Paval Holding S.R.L	975.344	428.663,6
Fondul Proprietatea S.A./Fondul Proprietatea S.A.	269.000.000	178.131.800
ZENTIVA S.A./Zentiva Group a.s. Praga	319.649	1.310.560,9
LION CAPITAL S.A./LION CAPITAL S.A..	2.490.000	7.221.000
TURISM FELIX S.A./ Transilvania Investments Alliance S.A.	3.214.252	1.060.703,16
CHIMCOMPLEX S.A./CHIMCOMPLEX S.A.	500.000	11.900.000
EVERGENT INVESTMENTS S.A./EVERGENT INVESTMENTS S.A.	18.200.000	27.664.000
INFINITY CAPITAL INVESTMENTS S.A./INFINITY CAPITAL INVESTMENTS S.A.	45.000.000	112.500.000
ELECTROAPARATAJ S.A./ELECTROAPARATAJ S.A.	14.000.000	3.000.200
LONGSHIELD INVESTMENT GROUP S.A./LONGSHIELD INVESTMENT GROUP S.A.	16.362.000	31.905.900
TOTAL	-	397.199.687,16

Sursa: ASF

eventualelor suplimente la un prospect, autoritatea competentă furnizează ESMA o copie electronică a prospectului și a eventualelor suplimente la acesta, precum și datele necesare pentru clasificarea acestuia de către ESMA în mecanismul de stocare menționat la alineatul (6) și pentru elaborarea raportului menționat la articolul 47.”

¹⁶ <https://asfromania.ro/ro/a/2374/prospectele/amendamentele/certIFICATELE-pentru-ofertele-de-vanzare-aprobate-de-a.s.f.-in-2022>

Totodată, în cursul anului, a fost aprobată oferta publică de preluare obligatorie a emitentului Șantierul Naval Orșova SA, a cărei valoare a fost de 2.348.976 lei și anunțul preliminar aferent respectiv documentul de ofertă de preluare voluntară a emitentului Armătura S.A., a cărei valoare a fost de 4.286.169,78 lei.

3.2. Alte operațiuni speciale/ Alte evenimente corporative

Pe parcursul anului au fost aprobate următoarele demersuri privind alte evenimente corporative:

- două prospecte de ofertă publică primară de vânzare de obligațiuni în vederea admiterii pe piața principală a obligațiunilor emise de Impact Developer & Contractor S.A., respectiv Bittnet Systems S.A., valoarea primei ofertei fiind de 3 mil. EUR, respectiv 6.359.904 lei, în cazul celei de-a doua;
- un prospect de ofertă publică primară de vânzare de obligațiuni emise de Life is Hard S.A., în vederea tranzacționării pe Sistemul multilateral de tranzacționare administrat de B.V.B., valoarea ofertei fiind de 10.100.000 lei, respectiv un prospect de ofertă publică primară de vânzare de obligațiuni emise de Norofert S.A., în vederea tranzacționării pe Sistemul multilateral de tranzacționare administrat de B.V.B., valoarea ofertei fiind de 6 .950.300 lei;
- un prospect de ofertă publică inițială de vânzare de acțiuni emise de JT Grup Oil S.A., în vederea admiterii la tranzacționare pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de B.V.B., valoarea ofertei fiind de 19.908.962 lei;
- prospectul de bază aferent programului de emisiune de produse structurate al SSIF BRK FINANCIAL GROUP S.A.;
- prospectul de bază aferent programului de emisiune de obligațiuni emise de Unicredit Bank S.A.;
- prospectul întocmit în vederea admiterii la tranzacționare pe piața reglementată a acțiunilor SIMTEL TEAM S.A., acțiuni tranzacționate pe sistemul multilateral de tranzacționare;
- prospectul întocmit în vederea admiterii la tranzacționare pe piața reglementată administrată de BVB a obligațiunilor emise de AUTONOM SERVICES S.A. Piatra Neamț.
- prospectele de ofertă publică inițială de vânzare de acțiuni emise de:
 - a) Premier Energy PLC, cu componentă primară și secundară, derulată în vederea admiterii la tranzacționare pe piața reglementată administrată de B.V.B. a cărei valoare a fost de 695.076.321 lei,
 - b) Green Tech International S.A. (ofertă primară), derulată în vederea admiterii la tranzacționare pe piața reglementată administrată de B.V.B., a cărei valoare a fost de 7.638.130,5 lei;
- 14 retrageri de la tranzacționare, Dafora S.A., Lido S.A., Foraj Sonde S.A. Ernei, Organe de Asamblare S.A. și Petrocart S.A. – dat fiind declanșarea procedurii falimentului, Exploatare Portuară Drobeta S.A., Lactate Natura S.A. și Transilvania COM S.A. – dat fiind decizia acționarilor adoptată în cadrul adunării generale extraordinare, Contactoare S.A., Selca S.A., Cemacon S.A., Sinterom S.A. și Brikston Construction Solutions S.A. – urmare finalizării procedurii de retragere obligatorie a acționarilor (squeeze – out) precum și SIFI UNITEH S.A. – urmare dizolvării societății;

- șase anunțuri aferent inițierii procedurii de retragere obligatorie (squeeze – out) a acționarilor societății Contactoare S.A., Selca S.A., Cemacon S.A., Brikston Construction Solutions S.A., Sinterom S.A. și Zentiva S.A.;

Potrivit normei primare ca urmare a derulării unei oferte publice de cumpărare adresate tuturor acționarilor și pentru toate deținerile acestora, în termen de 3 luni de la data închiderii ofertei publice ofertantul are dreptul să solicite acționarilor care nu au subscris în cadrul ofertei să îi vândă respectivele acțiuni, la un preț echitabil, în situația în care acesta se află în una din următoarele situații:

a) deține acțiuni reprezentând cel puțin 95% din numărul total de acțiuni din capitalul social care conferă drept de vot și cel puțin 95% din drepturile de vot ce pot fi efectiv exercitate;

b) a achiziționat, în cadrul ofertei publice de cumpărare adresate tuturor acționarilor și pentru toate deținerile acestora, acțiuni reprezentând cel puțin 90% din numărul total de acțiuni din capitalul social care conferă drept de vot și cel puțin 90% din drepturile de vot vizate în cadrul ofertei.

Emitenții sunt obligați să se înregistreze la A.S.F. și să ridice certificatul emis ce atestă înregistrarea valorilor mobiliare, să încheie contracte de servicii de registru cu Depozitarul Central pe baza cărora sunt efectuate operațiuni de depozitare și registru, iar modificarea caracteristicilor sau numărului de valori mobiliare/altor instrumente financiare dintr-o anumită clasă, deja admise la tranzacționare sau deja tranzacționate, este înregistrată de instituțiile pieței reglementate, sistemului multilateral de tranzacționare în baza certificatului de înregistrare a valorilor mobiliare/altor instrumente financiare emis de A.S.F. în conformitate cu mențiunile înscrise în certificatul constatator emis de ORC.

Pentru operațiunile corporative desfășurate de acești emitenți și pentru noile emisiuni de valori mobiliare au fost emise un număr de 103 certificate după cum urmează:

Tabel 10 Numărul de Certificate de Înregistrare a Valorilor Mobiliare pe tipuri de operațiuni, emise în perioada 01.01.2024 – 30.12.2024

Tip operațiune	Număr Certificate de Înregistrare a Instrumentelor Financiare
Majorarea capitalului social	31
Drepturi de preferință	1
Diminuarea capitalului social	10
Divizare	1
Fuziune	1
Obligațiuni	16
Societăți (acțiuni) nou admise la tranzacționare pe SMT/principală	5
Titluri de stat	31
Altele	7
Total	103

Sursa: ASF

3.3. Operațiuni transfrontaliere

În conformitate cu prevederile legale, armonizate cu directivele/regulamentele europene, în calitate de stat gazdă, A.S.F. primește de la autoritățile similare din spațiul UE, prospectele aprobate de acestea, certificatul și rezumatul în limba română a prospectelor, această notificare, mai nou, fiind realizată prin intermediul platformei ESMA.

În aceste cazuri, A.S.F. nu inițiază nici o procedură de aprobare a prospectului, însă asigură publicarea pe pagina autorității, așa cum dispune Regulamentul (UE) 2017/1129.

În cursul anului, A.S.F. a fost notificată cu privire la aprobarea a 52 astfel de prospecte (document unic sau documente separate) și a 107 suplimente (amendamente) la prospectele deja aprobate.

Pentru produsele structurate, în baza prospectelor notificate de Autoritatea statului membru de origine – FMA Austria și a termenilor finali comunicați, au fost emise 72 certificate de înregistrare a produselor structurate emise de Raiffeisen Bank International AG, în vederea tranzacționării la BVB.

Certificatele emise de Raiffeisen Bank International AG sunt de tip Turbo, Long și Short, cu active suport acțiuni (ex: Banca Transilvania S.A., Societatea Nationala de Gaze Naturale Romgaz S.A., Transport Trade Services S.A.), active suport contracte futures (ex: Brent Crud Oil, Copper, Silver, Gold, etc) precum și un Certificat INDEX (ROTX® RON) care are la bază indicele bursier ROTX (Romanian Traded Index).

3.4. Noi emitenți listați/admiși la tranzacționare pe Piața Reglementată sau pe Segmentul SMT al BVB

Emitenții de acțiuni

Admiterea la tranzacționare a valorilor mobiliare în cadrul unui sistem multilateral de tranzacționare se face în conformitate cu reglementările proprii ale operatorului de piață care administrează respectivul sistem multilateral de tranzacționare, aprobate de A.S.F..

În cursul anului autoritatea a emis trei certificate de înregistrare în vederea admiterii la tranzacționare pe sistemul multilateral de tranzacționare, admiterea fiind una tehnică, respectiv pentru GLISSANDO GARDEN CENTER S.A., Fort S.A. și IMMO GURU S.A., fiind emise, totodată, dat fiind încheierea cu succes a ofertelor, certificatul de înregistrare al acțiunilor Premier Energy PLC în vederea tranzacționării pe piața reglementată și cel aferent acțiunilor J.T. Oil Grup S.A., în vederea tranzacționării pe sistemul multilateral de tranzacționare.

Emitenții de instrumente cu venit fix

În cursul anului, au fost emise un număr de 47 CIIF aferente unor instrumente cu venit fix în vederea admiterii pe piața principală administrată de BVB/sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB:

Emitent	Valoare EUR *)	Moneda	Dobândă	Scadență	Segment
Județul Cluj	75.680.000	EUR	EURIBOR 6M+3,25%	21.12.2033	Principal
Bittnet Systems S.A.	2.040.816	RON	9,6%	15.06.2028	Principal
	281.900.000	EUR	7,5% (fixă, cu plata anuala) pentru primii 4 ani și EURIBOR3M+4,485% pentru ultimul an	07.02.2028	Principal
CEC BANK S.A.	8.829.600	EUR	EURIBOR 6M+3,5%	27.11.2033	Principal
Municipiul Reșița	3.000.000	EUR	9%	28.02.2027	Principal
Impact Developer & Contractor S.A.	73.114.939	RON	6%	06.03.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	27.619.592	RON	7%	06.03.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	71.492.286	RON	6,75%	06.03.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	118.006.200	EUR	4%	06.03.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	75.532.100	EUR	5%	06.03.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	129.486.857	RON	6%	22.04.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	77.215.041	RON	6,85%	22.04.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	54.311.653	RON	7,00%	22.04.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	254.791.600	EUR	4,00%	22.04.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	128.839.300	EUR	5,00%	22.04.2029	Principal
Life is Hard	2.040.816	RON	10%	18.04.2028	SMT
Bittnet Systems S.A.	1.352.020	RON	9%	18.04.2028	Principal
Ministerul Finanțelor	72.611.755,10	RON	6%	03.07.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	55.867.143	RON	7%	03.07.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	63.906.836,73	RON	6,85%	03.07.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	129.178.000	EUR	4%	03.07.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	116.769.400	EUR	5%	03.07.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	104.999.591,84	RON	5,8%	23.08.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	41.231.142,86	RON	6,8%	23.08.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	198.002.387,76	RON	7%	23.08.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	205.396.400	EUR	4%	23.08.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	105.703.100	EUR	5%	23.08.2029	Principal
SKI ȘURIANU S.A.	1.494.183	RON	10%	29.05.2029	SMT
Artprint S.A.	489.836,73	RON	10,50%	06.06.2028	SMT
Societatea Națională de Gaze Naturale ROMGAZ S.A. Mediaș	500.000.000	EUR	4,750%	07.10.2029	Principal
CEC BANK S.A	300.000.000	EUR	5,625% pentru primii 4 ani și EURIBOR3M+3,38% pentru ultimul an	28.11.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	138.647.571,43	RON	5,85%	16.10.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	52.536.795,92	RON	6,85%	16.10.2025	Principal

Ministerul Finanțelor	123.231.938,78	RON	7%	16.10.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	216.623.300	EURO	3,95%	16.10.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	170.669.400	EURO	5%	16.10.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	146.044.306	RON	6,45%	23.12.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	78.008.612	RON	7,60%	23.12.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	45.355.959	RON	7,45%	23.12.2025	Principal
Ministerul Finanțelor	32.707.878	RON	7,90%	23.12.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	84.414.000	EURO	3,75%	23.12.2026	Principal
Ministerul Finanțelor	140.940.800	EURO	5,75%	23.12.2031	Principal
TRICOMSERV S.A.	510.204	RON	11%	04.03.2029	SMT
Autonom Services SA	30.000.000	EURO	6,14%	26.11.2029	Principal
OMRO IFN SA	1.567.000	EURO	10,5%	30.07.2029	SMT
UNICREDIT BANK S.A.	153.061.224	RON	7,67%	22.11.2029	Principal
NOROFERT S.A.	1.418.428	RON	10%	19.12.2029	SMT

Sursa: ASF, *calculat la un curs valutar de 4,9 lei/euro

Emitenții de produse structurate

În baza prospectului de bază aprobat de A.S.F, aferent emisiunii de produse structurate, pentru emitentul SSIF BRK Financial Group, pot fi emise următoarele tipuri de instrumente: Certificate Turbo (Certificatele Turbo Long, Certificatele Turbo Short), certificate cu capital protejat cu activ suport mărfuri sau coșuri de mărfuri, certificate cu capital protejat cu activ suport acțiuni sau coșuri de acțiuni, certificate cu capital protejat cu activ suport indici sau coșuri de indici.

Astfel, au fost emise 60 certificate de înregistrare a produselor structurate emise de BRK FINANCIAL GROUP S.A., în vederea admiterii la tranzacționare la BVB.

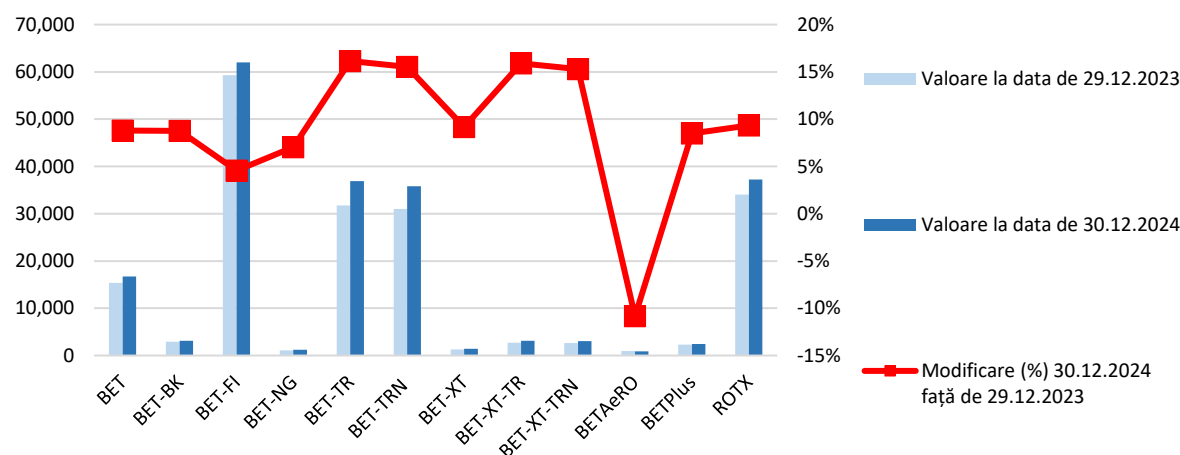
Produsele emise sunt de tip Turbo, Long și Short și au active de bază de tipul contractelor futures (Contractul futures Mini Sized Dow Jones Industrial Average, Gold futures, Silver futures etc).

4. Statisticile BVB

Indicii bursei românești au înregistrat în general evoluții pozitive la finalul lunii decembrie 2024 comparativ finalul anului anterior. Indicele de referință BET (care reflectă dinamica celor mai tranzacționate companii de pe piața reglementată a BVB) a avut o creștere de 8,78% la 30 decembrie 2024 comparativ cu finalul anului 2023.

De asemenea, indicele BET-NG care prezintă evoluția companiilor listate pe piața reglementată a BVB care au domeniul principal de activitate energia și utilitățile aferente, a înregistrat o creștere de 7,04%. Indicele BET-TR, ce denotă atât evoluția prețurilor companiilor componente, cât și dividendele oferite de acestea, a înregistrat la 30 decembrie 2024 o evoluție pozitivă, de aproximativ 16,15%. Aceasta a fost cea mai mare creștere observată pentru indicii locali. Indicele BETAeRO a reprezentat singurul caz de contracție (-10.85%).

Grafic 23 Evoluția indicilor Bursei de Valori București la 30.12.2024

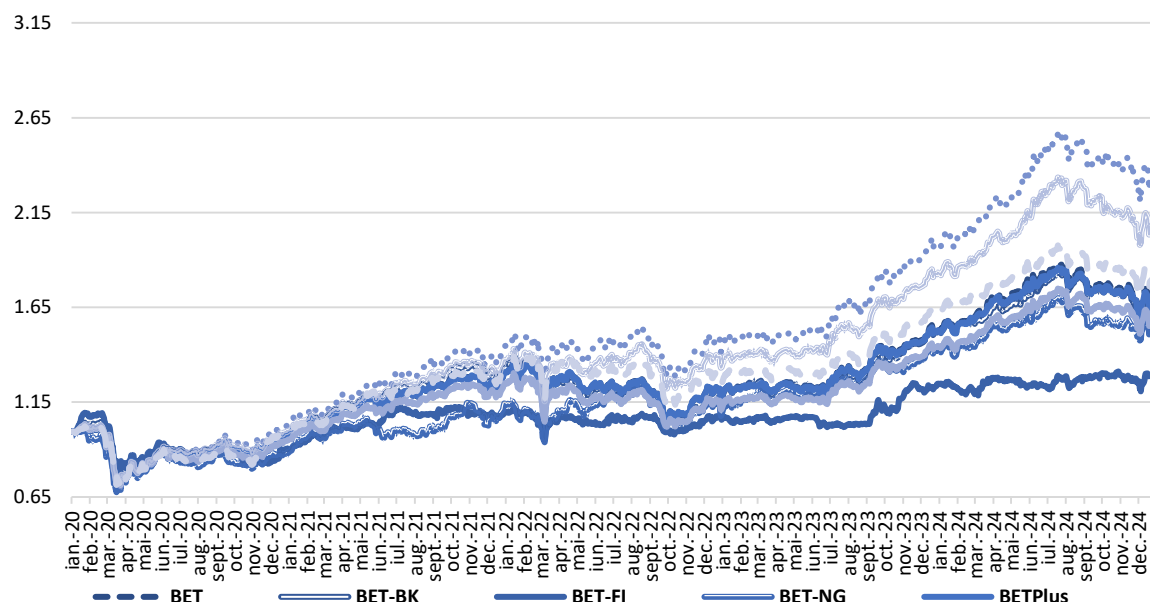


Sursa: Calcule ASF pe baza datelor BVB

Indicele BET cuprinde evoluția acțiunilor a 20 companii: *Antibiotice S.A., Aquila Part Prod Com, Banca Transilvania S.A., BRD – Groupe Societe Generale S.A, C.N.T.E.E Transelectrica, Digi Communications N.V., Fondul Proprietatea, MedLife S.A., OMV PETROM S.A., One United Properties, Premier Energy PLC, Purcari Wineries Public Company Limited, S.N. Nuclearelectrica, S.N.G.N. ROMGAZ S.A., S.N.T.G.N. TRANSGAZ S.A., S.P.E.E.H. Hidroelectrica S.A., Societatea Energetică Electrica S.A., Sphera Franchise Group, Teraplast S.A. și Transport Trade Services.*

În concluzie, până la finalul trimestrului IV al anului 2024 au fost înregistrate creșteri în cazul indicilor de pe piața locală, cu excepția indicelui BETAeRO.

Grafic 24 Evoluția indicilor BVB în perioada 01.01.2020 - 30.12.2024 (31.12.2019 = 1)



Sursa: Calcule ASF pe baza datelor BVB

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată și SMT a atins nivelul de 37 miliarde lei la finalul lunii decembrie 2024, în scădere cu 2,6% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2023. În același timp, numărul total de tranzacții derulate pe parcursul celor 4 trimestre ale anului 2024 la BVB a crescut cu 32% comparativ cu intervalul similar din anul anterior. Aproximativ 97,7% din valoarea totală a tranzacțiilor a avut loc pe piața reglementată a BVB, restul fiind derulate pe SMT.

Valoarea tranzacțiilor cu titluri de stat la 30 decembrie 2024 a crescut față de aceeași perioadă a anului 2023 înregistrând un nivel de aproximativ 5,09 miliarde lei. Acțiunile rămân clasa dominantă de active financiare, cu o pondere de 46,79% din totalul valorii tranzacționate la BVB până la 30 decembrie 2024.

Tabel 11 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața Reglementată și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument

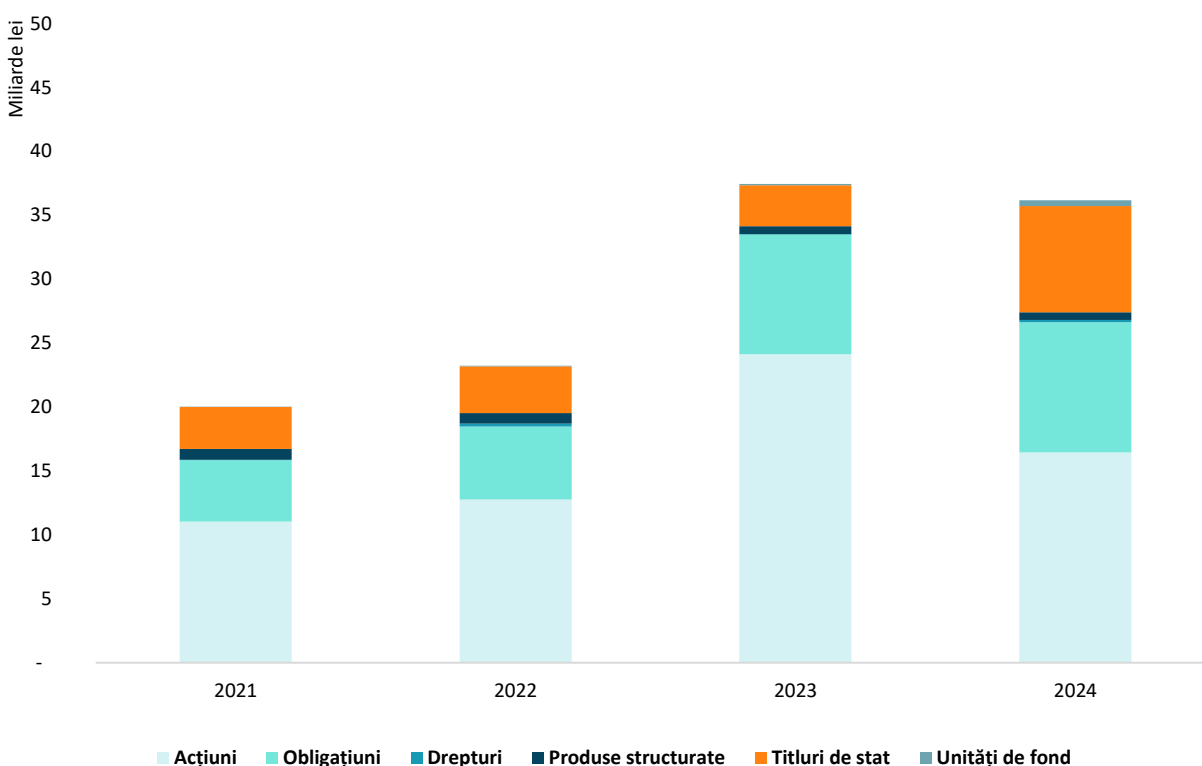
Tip de instrument	Nr. tranzacții	30.12.2023		Nr. tranzacții	30.12.2024	
		Valoare (lei)	%		Valoare (lei)	%
Acțiuni, inclusiv drepturi	1,634,463	24,672,939,609	64.86%	2,071,546	17,319,580,417	46.79%
Alte obligațiuni, inclusiv EUR-BOND, EUR-TBILLS și EUR-TBONDS	74,393	9,446,384,716	24.83%	100,075	10,322,282,302	27.89%
Produse structurate	133,229	612,080,830	1.61%	126,774	607,208,449	1.64%
Titluri de stat	59,396	3,200,760,619	8.41%	114,745	8,300,277,579	22.42%
Unități de fond	75,635	107,430,230	0.28%	198,663	467,403,735	1.26%
Total	1,977,116	38,039,596,004	100.00%	2,611,803	37,016,752,483	100.00%

Sursa: BVB

4.1. Piața Reglementată

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată a BVB a fost de circa 36,1 miliarde de lei la finalul trimestrului IV al anului 2024, în scădere cu aproximativ 3,3% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. Pe lângă acțiuni, tranzacțiile, alte obligațiuni, titluri de stat și cele cu produse structurate au avut ponderi consistente în valoarea tranzacționată pe piața reglementată a BVB.

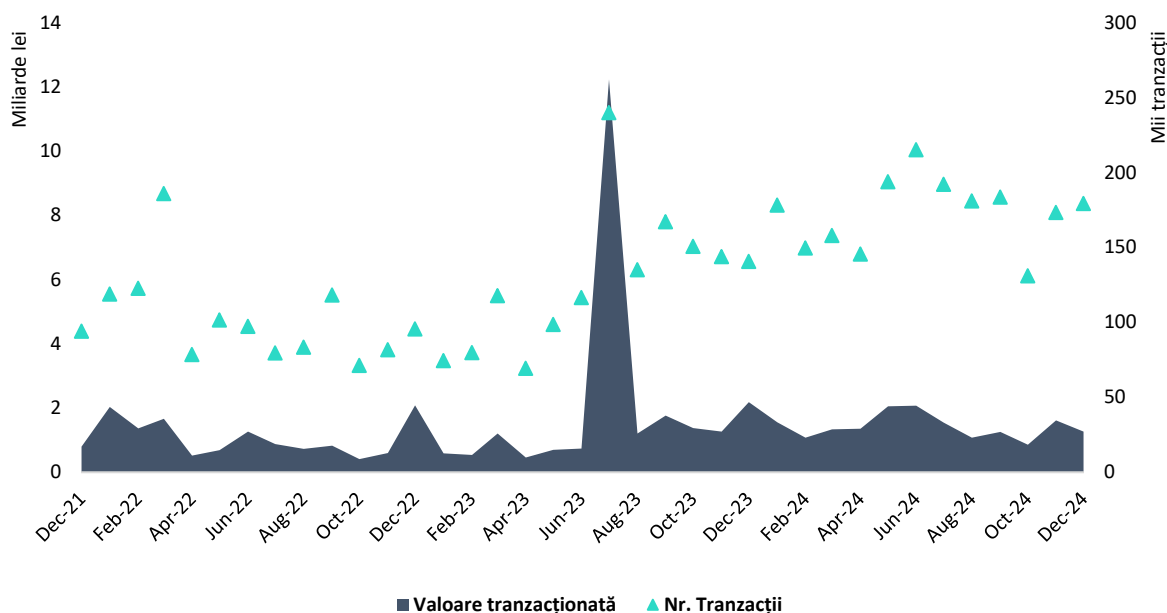
Grafic 25 Structura trimestrială a tranzacțiilor derulate pe piața Reglementată în perioada 2021 – 2024



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

Valoarea totală tranzacționată cu acțiuni a fost de 16,44 miliarde lei pe parcursul anului 2024, în scădere cu aproximativ 31,8% față de perioada simetrică din anul 2023, numărul de tranzacții crescând cu aproximativ 28,9%.

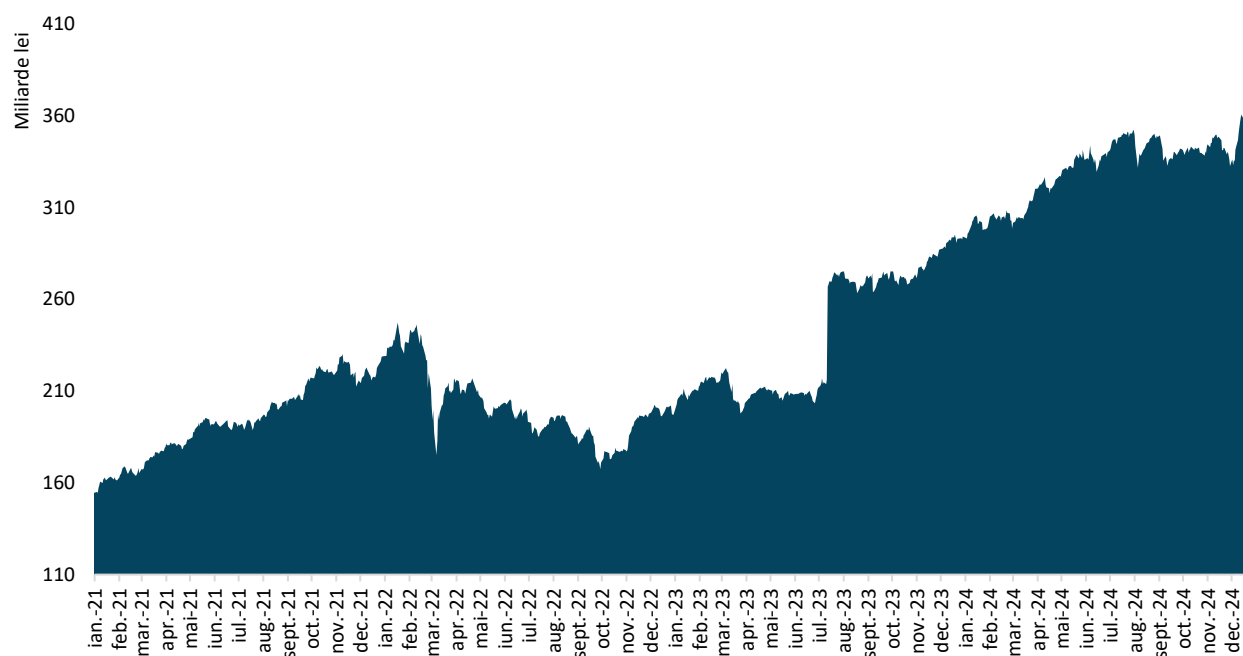
Grafic 26 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu acțiuni*, derulate pe piața Reglementată a BVB



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB
 * În categoria acțiuni sunt incluse acțiuni, drepturi și unități de fond

La finalul anului 2024, capitalizarea bursieră de pe piața reglementată a atins nivelul de 350,2 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 19% comparativ cu finalul lunii decembrie a anului 2023.

Grafic 27 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni)



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

La data de 30.12.2024, pe primul loc în clasamentul celor mai lichide companii ale căror acțiuni au fost tranzacționate la BVB pe piața reglementată se situează **Banca Transilvania (TLV)** care a înregistrat o pondere de aproximativ 21,74% din valoarea totală tranzacționată. Pe următoarele poziții din acest top s-au clasat HIDROELECTRICA (H2O), OMV Petrom (SNP), Romgaz (SNG) și Fondul Proprietatea (FP).

Banca Transilvania (TLV) 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. Cu o istorie ce depășește 25 de ani, instituția bancară s-a implicat activ în evoluția sectorului financiar și a pieței de capital din România.

Hidroelectrica (H2O) este o companie cheie în producția de energie electrică și principalul furnizor de servicii tehnologice necesare în Sistemul Energetic Național. Înființată în anul 2000, Hidroelectrica a reușit să se impună pe piața națională de energie, fiind la momentul actual un producător și furnizor fundamental de energie în România. Începând cu data de 12 iulie 2023, societatea a fost listată la Bursa de Valori București.

OMV Petrom (SNP) 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. Structurată în trei segmente de activitate integrate operațional - Explorare și Producție, Rafinare și Marketing, Gaze și Energie.

Cu o istorie ce depășește 100 de ani, *S.N.G.N. ROMGAZ S.A. (SNG)* deține o vastă experiență în domeniul explorării și producției de gaze naturale, evoluând astfel într-unul dintre cei mai importanți producători și

principal furnizor de gaze naturale din România. Cele mai relevante segmente de activitate ale ROMGAZ includ: explorarea geologică în vederea descoperirii de noi zăcăminte gazeifere, producția de gaz metan prin exploatarea zăcămintelor din portofoliul companiei, furnizarea și distribuția de gaze naturale, operațiuni speciale și servicii la sonde, precum și producția și furnizarea de energie electrică. Începând cu data de 12 noiembrie 2013, acțiunile emise de S.N.G.N. ROMGAZ S.A. 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.

Fondul Proprietatea (FP) reprezintă o societate pe acțiuni funcționând ca Fond de Investiții Alternativ, listată la Bursa de Valori București începând cu ianuarie 2011 și la London Stock Exchange începând cu aprilie 2015. Constituit în 2005, Fondul Proprietatea a fost creat pentru a asigura resursele financiare necesare despăgubirii persoanelor expropriate în mod abuziv în perioada regimului comunist. În conformitate cu prevederile legale stabilite, titularii drepturilor de despăgubire au devenit acționari ai Fondului Proprietatea. Despăgubirea s-a realizat prin acordarea de acțiuni, reflectând valoarea reală a imobilelor care nu au putut fi restituite în natură.

Tabel 12 Top 20 emitenți după valoarea tranzacționată la 30 decembrie 2024 pe piața Reglementată (exclusiv acțiuni)

Simboluri	Valoare lei	% din valoare totală	Nr. tranzacții	% din nr. total de tranzacții
TLV	2,904,747,133	21.74%	259,652	13.99%
H2O	2,383,925,393	17.84%	193,383	10.42%
SNP	1,945,904,969	14.56%	248,318	13.38%
SNG	761,883,973	5.70%	100,652	5.42%
FP	715,420,038	5.35%	102,967	5.55%
BRD	547,819,981	4.10%	75,390	4.06%
EL	514,099,141	3.85%	37,424	2.02%
TTS	383,782,700	2.87%	57,527	3.10%
SNN	382,483,099	2.86%	96,423	5.19%
DIGI	323,120,903	2.42%	43,325	2.33%
ONE	294,431,771	2.20%	45,526	2.45%
M	230,388,924	1.72%	43,814	2.36%
AQ	174,209,753	1.30%	25,119	1.35%
PE	172,193,352	1.29%	23,947	1.29%
SFG	170,080,513	1.27%	20,861	1.12%
ATB	155,616,977	1.16%	65,634	3.54%
TGN	142,008,026	1.06%	34,080	1.84%
TRP	119,482,092	0.89%	36,822	1.98%
TEL	118,148,154	0.88%	31,909	1.72%
EVER	103,744,085	0.78%	9,348	0.50%
TOTAL cumulat	12,543,490,978	93.88%	1,552,121	83.62%
TOTAL tranzacționat	13,361,591,100	100.00%	1,856,151	100.00%

Sursa: BVB

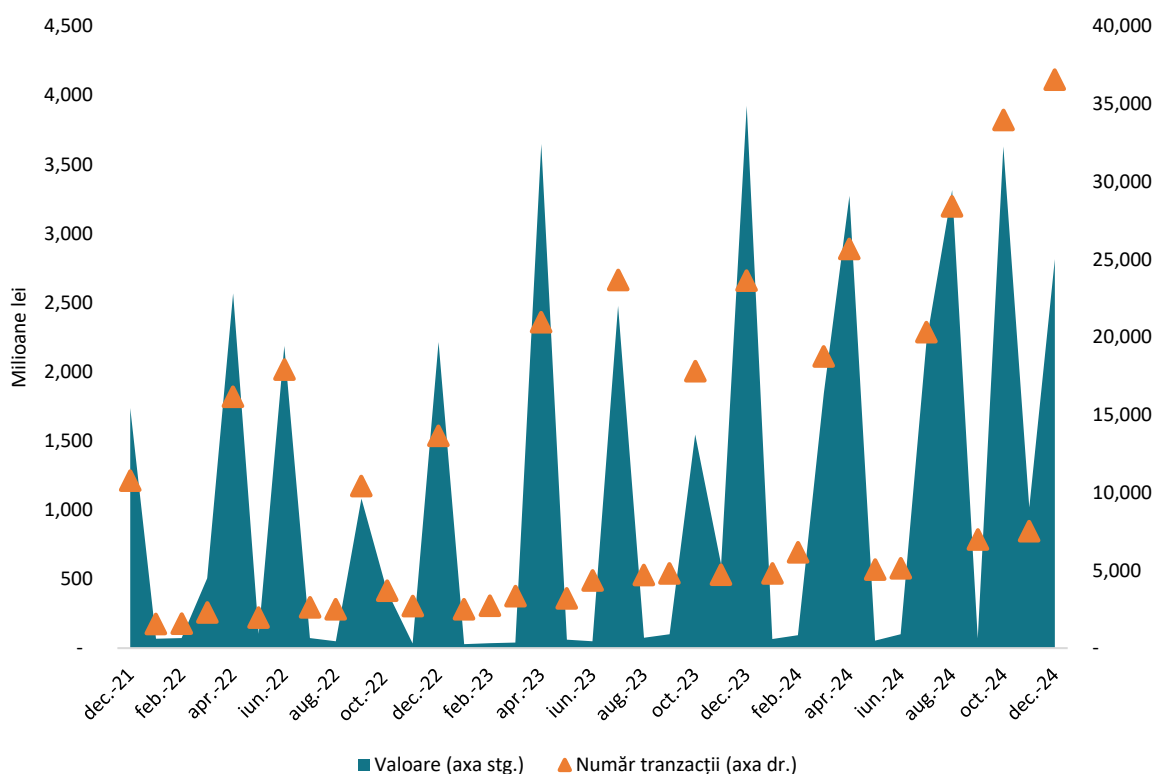
Cei 20 de emitenți menționați mai sus au cumulat la nivelul anului 2024 un total de 93,88% din valoarea tranzacțiilor cu acțiuni efectuate.

Pe parcursul anului 2024, pe piața reglementată, s-au derulat 199.508 de tranzacții cu instrumente cu venit fix (alte obligațiuni, EUR-BOND, EUR-TBILLS, EUR-TBONDS și titluri de stat) în valoare de circa 18,5 miliarde, ceea ce reprezintă o creștere de aproximativ 5,9 miliarde față de același interval al anului 2023.

Numărul tranzacțiilor cu titluri de credit a fost într-o creștere consistentă comparativ cu perioada similară din anul 2023. Valoarea medie raportată la numărul de tranzacții (92,74 mii lei) a scăzut față de cea tranzacționată în 2023 (108,02 mii lei).

Cea mai ridicată valoare a tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix pe piața reglementată administrată de BVB din intervalul ianuarie -decembrie 2024 a fost de aproximativ 1,26 miliarde lei, fiind înregistrată pe 18 aprilie 2024 (tranzacție aferentă obligațiunilor emise de Ministerul Finanțelor - R2504AE). Toate obligațiunile de tip EUR-BOND tranzacționate pe BVB în anul 2024 au avut ca emitenți: Alser Forest, Ansett Logistics, Autonom Services, Bit Soft, BT Leasing Transilvania IFN, Municipiul Cluj, Impact Developer & Contractor, Impetum Investments, SC Inox SA, Crama La Salina, Bestjobs Recrutare, Libra Internet Bank, Agroserv Mariuta Ocean Credit IFN, Omro IFN S.A., Selfpay, Patria Bank, Prefera Foods, Qualitance, Restart Energy, Municipiul Reșița Teilor Holding S.A și Vivre Deco.

Grafic 28 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix derulate pe piața Reglementată

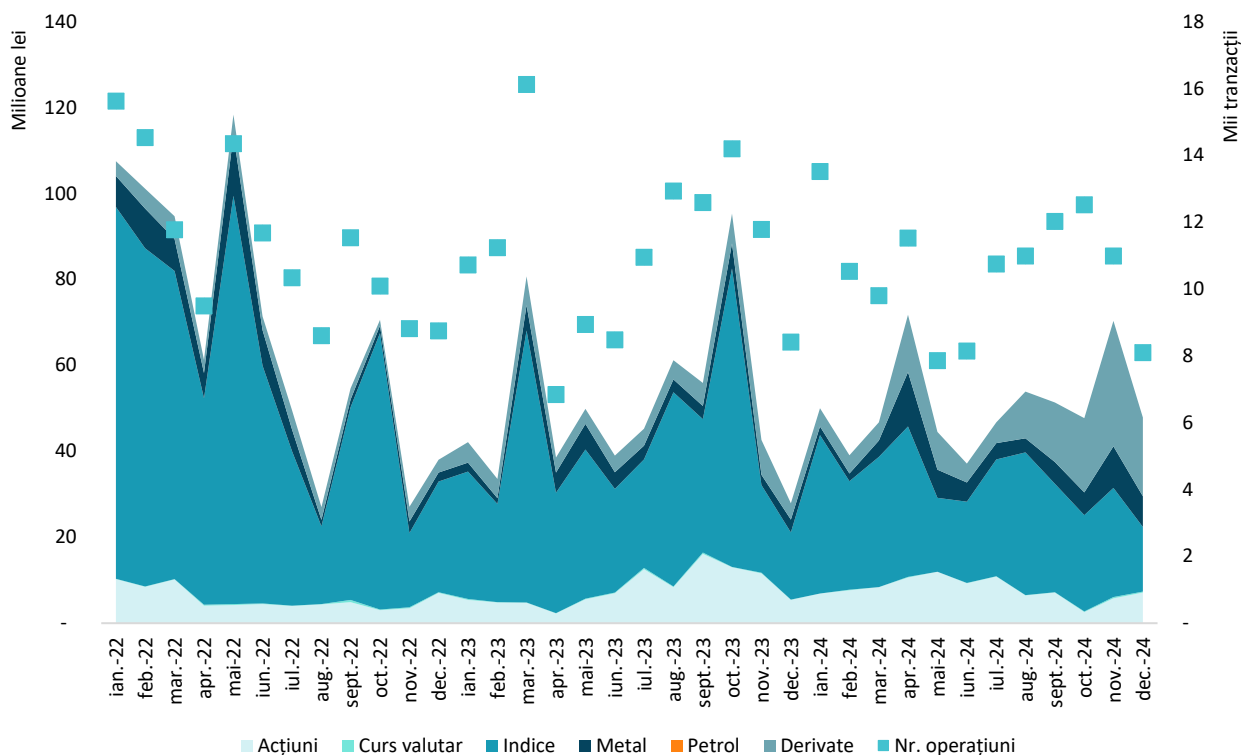


Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

La finalul anului 2024, valoarea agregată a tranzacțiilor cu produse structurate a scăzut cu aproximativ 0,7% comparativ cu perioada similară anului anterior. În același timp, numărul tranzacțiilor cu produse structurate a scăzut cu aproximativ 4,8%. Valoarea medie tranzacționată cu astfel de active financiare a înregistrat un nivel de 4789 lei/tranzacție la nivelul anului 2024, în creștere de la 4594 la finalul anului 2023. Cea mai mare pondere în valoarea totală tranzacționată cu astfel de produse o dețin produsele

structurate având ca activ suport un indice bursier, a căror valoare a fost de circa 311,9 milioane lei, reprezentând aproximativ 51,3% din valoarea totală.

Grafic 29 Evoluția lunară a tranzacțiilor cu produse structurate în perioada ianuarie 2022 – decembrie 2024



Sursa: ASF

4.2. Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT)

La nivelul anului 2024, au fost derulate pe SMT 204,3 mii de tranzacții, ce au cumulat o valoare totală de aproximativ 832,6 milioane lei, în creștere cu 42% comparativ cu valoarea înregistrată în aceeași perioadă a anului anterior.

Dintr-o perspectivă agregată, în 2024, instrumentele preferate de către investitori pe SMT au fost acțiunile, a căror valoare reprezintă aproximativ 86% din valoarea totală tranzacționată în perioada de referință. Tabelul de mai jos prezintă dinamica trimestrială a tranzacțiilor ce au avut loc pe SMT în intervalul T1 2019 – T4 2024.

Tabel 13 Evoluția trimestrială a tranzacțiilor derulate pe SMT în perioada T1 2019-T4 2024

Tip de instrument/ perioadă	Acțiuni*		Obligațiuni**	
	Valoare în lei	Nr. tranzacții	Valoare în lei	Nr. tranzacții
T1 2019	71.847.742	7.054	4.784.858	1.342
T2 2019	40.503.087	10.642	3.704.471	1.030
T3 2019	68.944.521	16.040	5.065.146	1.271
T4 2019	51.428.200	10.880	20.753.567	1.581
T1 2020	51.409.603	19.367	73.980.670	2.356
T2 2020	99.042.141	25.448	9.505.135	2.238
T3 2020	74.578.988	23.435	8.259.004	2.429
T4 2020	120.191.100	23.192	64.637.931	3.266
T1 2021	264.921.079	91.250	55.354.668	5.227
T2 2021	294.305.119	71.433	106.281.310	5.107
T3 2021	283.550.557	89.718	85.306.658	6.165
T4 2021	400.411.160	78.660	101.668.197	5.939
T1 2022	309.005.065	84.183	41.204.036	7.213
T2 2022	114.993.011	46.554	27.236.454	4.974
T3 2022	147.475.003	40.558	38.170.239	4.011
T4 2022	84.504.347	33.859	14.371.633	3.442
T1 2023	109.657.063	41.342	13.715.780	3.931
T2 2023	80.963.047	36.918	11.258.202	3.831
T3 2023	164.924.225	50.844	14.982.039	4.854
T4 2023	172.835.821	46.284	16.481.868	4.615
T1 2024	240.755.650	60.530	17.237.755	4.784
T2 2024	153.389.461	48.911	59.547.234	3.888
T3 2024	170.011.943	46.115	17.728.043	3.129
T4 2024	148,938,183	33,529	24,993,837	3511

*În categoria acțiuni sunt incluse acțiuni, drepturi și unități de fond

**În categoria obligațiuni sunt incluse toate obligațiunile, inclusiv EUR-BOND, EUR-TBILLS și EUR-TBONDS

Sursa: ASF

Pe parcursul anului 2025, pe SMT s-au derulat 189,08 de mii de tranzacții cu acțiuni, reprezentând o valoare de aproximativ 713,09 de milioane de lei, ce marcat o creștere consistentă comparativ cu anul anterior.

Foraj Sonde S.A. Videle este pe primul loc în topul emitenților după valoarea tranzacționată, cu o pondere de aproximativ 13,28 % din valoarea totală tranzacționată pe SMT, iar pe pozițiile următoare se regăsesc Simtel Team (SMTL) și DN Agrar Group (DN) cu ponderi de 11,04% și respectiv 7,67% din valoarea totală a tranzacțiilor cu acțiuni pe SMT.

Astfel primii trei emitenți obțin un procent de 32% din valoarea tranzacționată pe SMT și aproximativ 17,4% din numărul tranzacțiilor efectuate pe parcursul anului 2024.

Din totalul celor 246 companii care au efectuat tranzacții pe SMT în anul 2024, primele 20 au înregistrat tranzacții cumulând 78,9% din valoarea totală tranzacționată, conform tabelului de mai jos.

Tabel 14 Top emitenți după valoarea tranzacționată pe SMT (exclusiv acțiuni), la 30 decembrie 2024

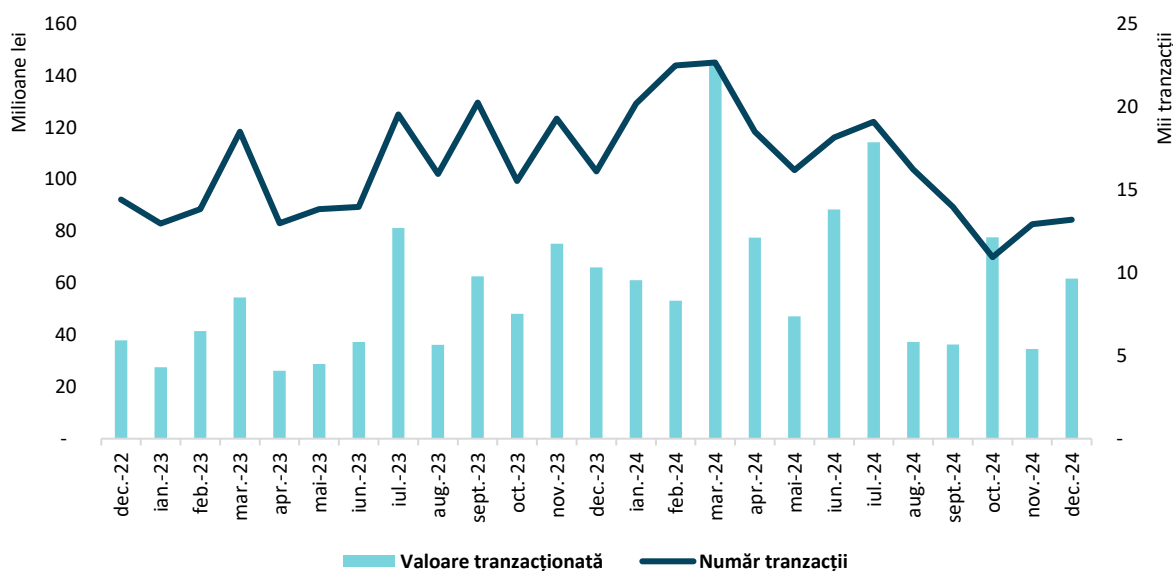
Simboluri	Valoare lei	% din valoare totală	Nr. tranzacții	% din nr. total de tranzacții
FOJE	93,858,416	13.28%	1,636	0.87%
SMTL	78,058,478	11.04%	17,577	9.31%
DN	54,234,798	7.67%	13,612	7.21%
UNVR	52,135,115	7.38%	69	0.04%
BENTO	43,100,381	6.10%	15,480	8.19%
JTG	25,355,623	3.59%	5,760	3.05%
4RT	24,349,522	3.44%	804	0.43%
LHA	22,875,056	3.24%	3,679	1.95%
RCHI	21,463,900	3.04%	153	0.08%
AG	20,505,353	2.90%	7,577	4.01%
BAYN	19,904,356	2.82%	3,308	1.75%
VIRO	14,569,602	2.06%	35	0.02%
LIH	14,128,616	2.00%	5,632	2.98%
MACO	13,216,978	1.87%	3,800	2.01%
PRSN	10,855,318	1.54%	6,984	3.70%
DBK	10,322,233	1.46%	1,006	0.53%
HAI	10,205,399	1.44%	4,769	2.52%
CC	9,839,596	1.39%	5,008	2.65%
IPRU	9,489,061	1.34%	5,560	2.94%
AST	9,263,951	1.31%	4,553	2.41%
TOTAL cumulat	557,731,751	78.90%	107,002	56.65%
TOTAL tranzacționat	706,865,554	100.00%	188,898	100.00%

* Din cadrul SMT International

Sursa: ASF

Graficul 30 prezintă evoluția lunară a valorii și a numărului de tranzacții derulate pe SMT în intervalul decembrie 2022 – decembrie 2024. Se remarcă faptul că la nivelul anului 2024 s-au înregistrat creșteri comparativ cu anul 2023 atât în termeni de valoare tranzacționată, cât și în ceea ce privește numărul de tranzacții specifice acestei secțiuni.

Grafic 30 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor derulate pe SMT



Sursa: ASF

4.3. Sisteme de decontare a titlurilor de valoare

În anul 2024, Depozitarul Central S.A., entitate autorizată de în baza reglementărilor Uniunii Europene, a desfășurat operațiuni de compensare-decontare a tranzacțiilor cu instrumente financiare, operațiuni de depozitare a instrumentelor financiare emise de societățile emitente și operațiuni de registru pentru emitenți de instrumente financiare.

La sfârșitul anului 2024, numărul de emisiuni pentru care Depozitarul Central este depozitar al emitentului a fost de 559, iar valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare a fost de 278,83 mld. lei (56,03 mld. euro), din care acțiunile reprezentau 238,75 mld. lei (47,98 mld. euro).

Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare, structurată pe tipuri de instrumente financiare, se prezintă astfel:

Tabel 15 Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare, structurată pe tipuri de instrumente financiare

Tip instrument financiar	Număr emisiuni la data de 30.12.2024 pentru care DC este depozitar al emitentului	Valoare la data de 30.12.2024 (RON)	Valoare la data de 30.12.2024 (EUR)
Acțiuni comune	347	238.748.640.129	47.976.175.574
Obligațiuni corporative	57	9.451.990.794	1.899.363.153
Obligațiuni municipale	37	2.933.823.809	589.547.426
Titluri de stat	48	26.527.404.337	5.330.641.495
Unități de fond	3	57.098.100	11.473.776
Produse structurate	52	612.810.000	123.143.236
Unități de fond ETF	3	502.920.472	101.061.103
Drepturi de preferință	10	0	0
Drepturi de alocare	2	0	0
TOTAL	559	278.834.687.640	56.031.405.763

Sursa: ASF

Instrumentele financiare au fost evaluate la prețul de referință comunicat de BVB în data de 31.12.2024, mai puțin instrumentele financiare pentru care nu există preț de referință, care au fost evaluate la valoarea nominală. Pentru evaluarea instrumentelor financiare a fost utilizat cursul de schimb RON/EUR 4,9764. Unitățile de fond netranzaționabile au fost evaluate la valoarea unitară a activului net furnizată de emitent.

Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare pentru care Depozitarul Central nu este depozitar al emitentului a fost de 743,64 mil. lei (149,43 mil. euro).

La data de 31.12.2024, erau înregistrate în Depozitarul Central 4 emisiuni de titluri de stat pentru care Depozitarul Central nu este depozitar emitent, în valoare de 37,86 mil. lei (7,61 mil. euro).

În anul 2024, numărul total al tranzacțiilor decontate pe bază netă a fost de 2.565.112, în creștere cu 32% față de 2023. În același timp, valoarea acestora a scăzut la 46.860.770 mii lei (-30%). Menționăm că activitatea din 2023 a fost influențată semnificativ de decontarea IPO Hidroelectrică și de efectul ulterior

listării asupra activității de tranzacționare. Distribuția pe lună a numărului de tranzacții decontate pe bază netă și a valorii corespunzătoare a acestora, în comparație cu aceeași perioadă a anului 2023, este prezentată în Tabelul 16.

Tabel 16 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate nete

Luna	Valoare decontare pe bază netă 2023		Valoare decontare pe bază netă 2024	
	Nr. tranzacții decontate	Valoare decontată (mii lei)	Nr. tranzacții decontate	Valoare decontată (mii lei)
Ianuarie	105.590	1.459.245	218.482	3.014.448
Februarie	106.252	1.148.933	184.309	2.478.464
Martie	160.152	2.809.686	201.506	3.883.632
Aprilie	96.160	2.830.909	196.957	4.004.056
Mai	124.461	1.412.699	214.919	4.424.066
Iunie	139.737	1.540.828	236.840	3.326.329
Iulie	272.494	32.681.132	256.294	5.855.553
August	185.242	3.688.491	227.283	3.847.052
Septembrie	190.152	3.630.976	213.354	2.601.933
Octombrie	206.415	4.004.018	183.159	3.648.569
Noiembrie	178.098	3.499.123	183.227	5.596.702
Decembrie	181.023	8.575.311	248.782	4.179.966
TOTAL	1.945.776	67.281.351	2.565.112	46.860.770

Sursa: ASF

Din valoarea totală decontată pe bază netă, 58,65% au provenit din decontarea tranzacțiilor în piețele administrate de BVB (27.483.368 mii lei) și 41,35% (19.377.402 mii lei) din decontarea tranzacțiilor de alocare.

În anul 2024, numărul total al tranzacțiilor decontate pe bază brută a fost de 4.932, în valoare totală de 3.419.374 mii lei. Numărul tranzacțiilor decontate a fost similar cu cel din 2023, în timp ce valoarea acestora a scăzut cu 57%. În perioada analizată, 99% din valoare totală a tranzacțiilor decontate pe bază brută a fost decontată pentru tranzacții cu acțiuni (3.388.881 mii lei), iar 1% (30.493 mii lei) pentru tranzacții cu obligațiuni, 97,51% din sumele decontate fiind operațiuni realizate în afara locurilor de tranzacționare.

Distribuția pe lună a numărului de tranzacții decontate pe bază brută și a valorii corespunzătoare a acestora, în comparație cu aceeași perioadă a anului 2023, este prezentată în Tabelul 17.

Tabel 17 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate brute

Luna	Valoare decontare pe bază brută 2023		Valoare decontare pe bază brută 2024	
	Nr. tranzacții	Valoare decontată (mii lei)	Nr. tranzacții	Valoare decontată din (mii lei)
Ianuarie	354	163.605	382	289.432
Februarie	339	96.717	341	249.599
Martie	310	109.633	381	274.881
Aprilie	280	119.360	478	349.337
Mai	418	204.282	358	395.073
Iunie	296	181.317	876	436.798
Iulie	693	4.914.577	500	310.062
August	526	336.434	251	206.095
Septembrie	393	306.704	329	210.282
Octombrie	431	518.528	422	207.686
Noiembrie	339	198.346	277	372.736
Decembrie	537	739.880	337	117.393
TOTAL	4.916	7.889.383	4.932	3.419.374

Sursa: ASF

În ceea ce privește decontarea pe bază brută pe Platforma T2S, valoarea totală a tranzacțiilor decontate a fost de 1.938.729 mii euro, în creștere cu 24%. Din valoarea totală decontată 96,3% (1.866.823 mii euro) au fost pentru tranzacții cu titluri de stat denumite în euro.

Referitor la activitatea transfrontalieră, în perioada analizată s-au decontat 1.272 instrucțiuni DvP și RvP pentru instrumente financiare de tipul acțiunilor, unităților de fond și a certificatelor, valoarea totală a acestora fiind de 223.553 mii lei. Sumele reprezintă echivalentul în lei, la cursul BNR valabil la data decontării instrucțiunii de decontare.

5. Intermediari

Conform celor mai recente definiții legislative în vigoare, se va folosi termenul de "intermediari" în cadrul acestui capitol când se va face referire la Societățile de Servicii de Investiții Financiare (SSIF-uri)/instituții de credit sau firme de investiții care prestează servicii și activități de investiții.

La finalul trimestrului IV 2024 pe piața reglementată administrată de BVB își desfășurau activitatea un număr total de 26 de intermediari, dintre care 16 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 7 entități autorizate în alte state membre UE.

Tabel 18 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB

Categorie	BVB-piața la vedere
Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF)	16
Instituții de credit locale	3
Firme de investiții din alte state membre UE	4
Instituții de credit din alte state membre UE	2
Sucursală a unei instituții de credit din alte state membre UE	1
TOTAL	26

Sursa: BVB, calcule ASF

În cadrul SMT, la finalul trimestrului IV 2024 erau activi un număr total de 20 de intermediari, din care 15 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 2 entități autorizate în alte state membre UE.

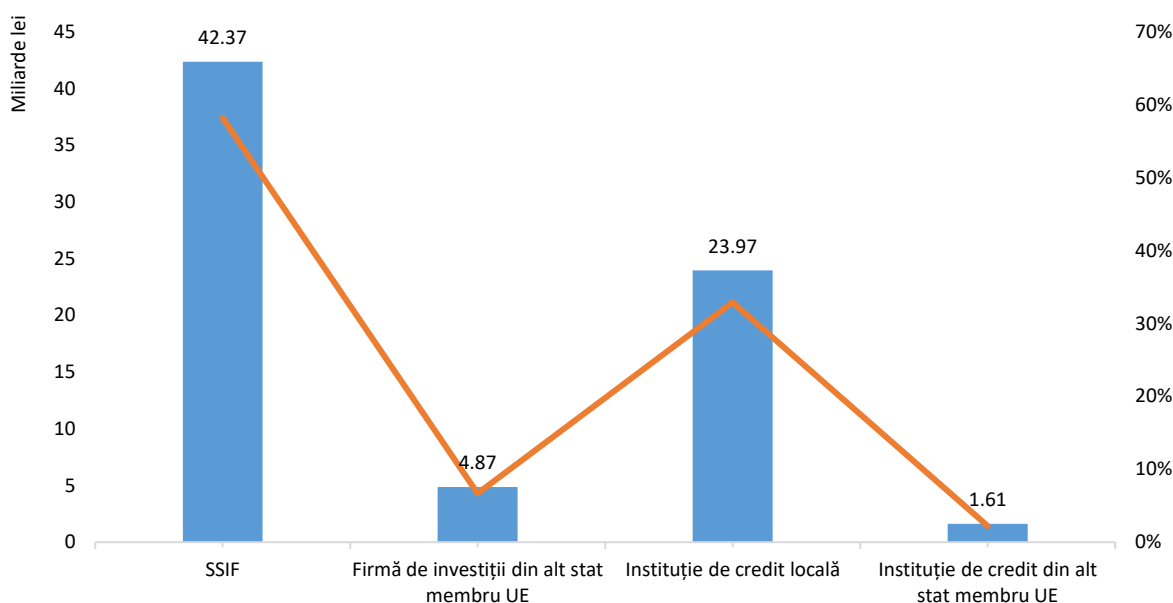
Tabel 19 Categoriile de intermediari pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB

Categorie	BVB - SMT
Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF)	15
Instituții de credit locale	3
Firme de investiții din alte state membre UE	1
Instituții de credit din alte state membre UE	1
TOTAL	20

Sursa: BVB, calcule ASF

La finalul lunii decembrie 2024, cei mai activi intermediari pe BVB (piața reglementată și SMT) au fost societățile de servicii de investiții financiare, valoarea intermediată de acestea fiind de aproximativ 42,37 miliarde lei. Intermediarii locali (SSIF și instituțiile de credit) au realizat aproximativ 91% din valoarea totală intermediată. Dintre intermediarii autorizați în alte state membre UE care au efectuat tranzacții pe piețele la vedere, cele mai active au fost firmele de investiții, acestea cumulând o cotă de piață de 7%.

Grafic 31 Valoarea intermediată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 30 decembrie 2024



Sursa: BVB, calcule ASF

La finalul trimestrului IV 2024, BT Capital Partners s-a clasat pe primul loc în clasamentul participanților pe piețele reglementate, cu o valoare intermediată de 19,7 miliarde lei și o cotă de piață de 27%.

BRD Groupe Societe Generale ocupă următoarea poziție, aceasta deținând o pondere de 14% în totalul valorii intermediare.

Primele 10 societăți dețin aproximativ 95% din valoarea totală intermediată în trimestrul IV 2024. Dintre acestea, 5 sunt Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale, o firmă de investiții autorizată într-un alt stat membru UE și o instituție de credit din alt stat membru UE.

Tabel 20 Clasamentul intermediarilor pe piețele la vedere administrate de BVB la 30 decembrie 2024

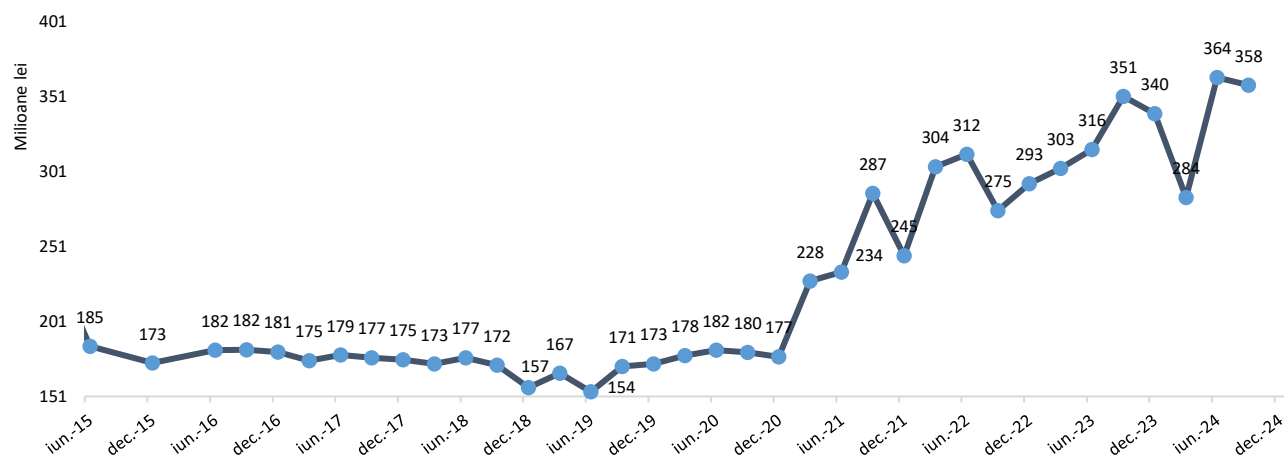
Poziție (an)	Nume intermediar	Valoare intermediată (lei)	Pondere
1	BT CAPITAL PARTNERS	19,690,535,811.97	27%
2	BRD Groupe Societe Generale	10,431,245,913.98	14%
3	BANCA COMERCIALA ROMANA	9,192,825,434.04	13%
4	TRADEVILLE	8,096,694,843.84	11%
5	SWISS CAPITAL S.A.	7,507,771,135.01	10%
6	WOOD & COMPANY FINANCIAL SERVICES, a.s. PRAGA	4,681,584,506.61	6%
7	Alpha Bank Romania SA	4,345,733,455.00	6%
8	SSIF BRK FINANCIAL GROUP S.A.	2,383,022,791.97	3%
9	Raiffeisen Bank International	1,548,729,101.69	2%
10	GOLDRING	1,199,649,253.41	2%
11	IFB FINWEST	1,163,190,625.35	2%
12	PRIME TRANSACTION	746,220,229.19	1%
13	ESTINVEST	664,348,359.11	1%
14	INTERFINBROK CORPORATION	231,927,543.96	0%
15	INVESTIMENTAL SA	186,430,750.47	0%
16	CONCORDE SECURITIES LTD	140,562,415.46	0%
17	Intercapital Securities Ltd.	117,291,610.60	0%
18	Bursa Romana de Marfuri (BRM)	96,545,000.16	0%

19	S.S.I.F. BLUE ROCK FINANCIAL SERVICES S.A	93,789,789.03	0%
20	FINACO SECURITIES	89,474,990.97	0%
21	MUNTENIA GLOBAL INVEST	71,263,350.56	0%
22	ERSTE GROUP BANK AG	63,726,881.37	0%
23	INTERDEALER CAPITAL INVEST	32,582,594.75	0%
24	S.S.I.F. VIENNA INVESTMENT TRUST	25,541,718.64	0%
25	Share Invest S.A.	20,593,681.08	0%
Total valoare intermediată la 30 decembrie 2024		72,821,281,788.22	100,00%

Sursa: BVB

În luna decembrie 2024, valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF-urilor a scăzut cu aproximativ 18% față de luna decembrie 2023, atingând nivelul de 280 milioane lei.

Grafic 32 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF

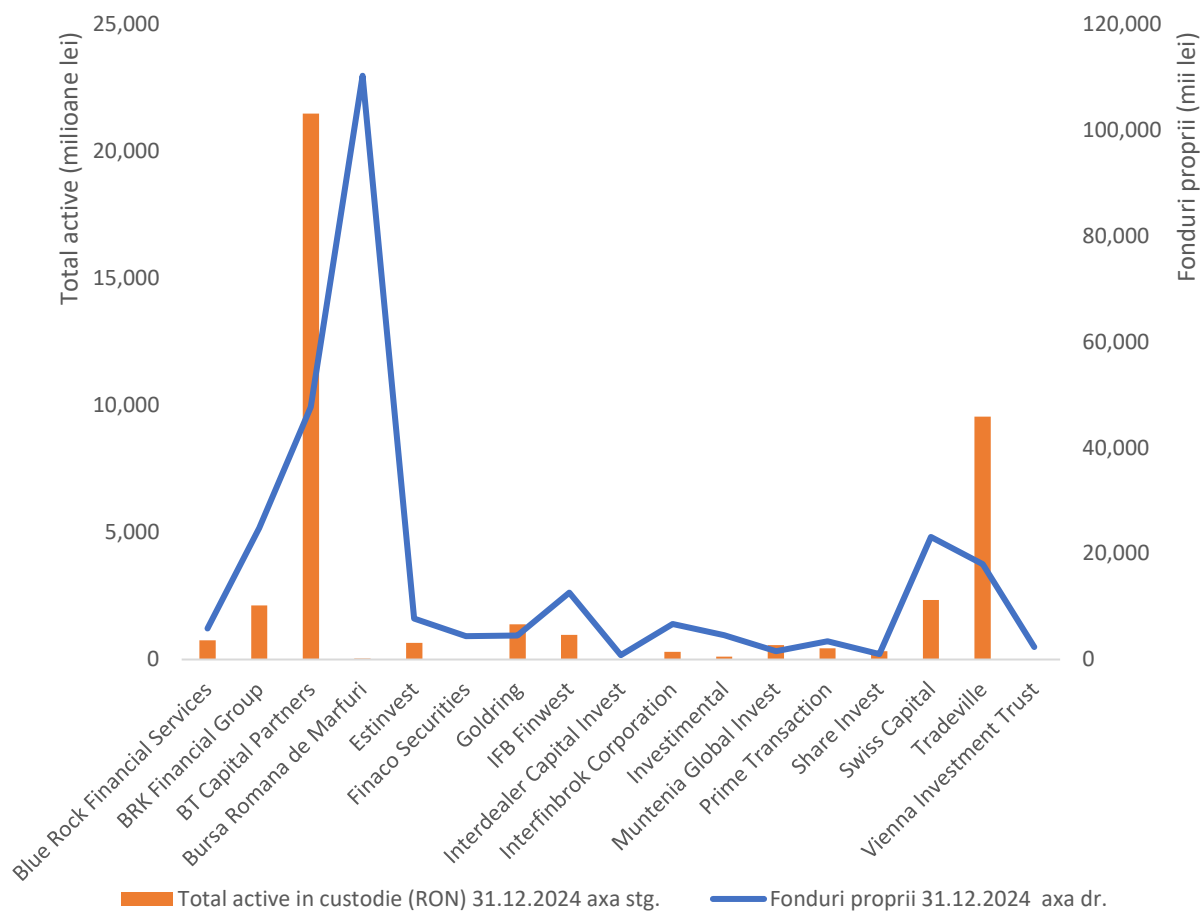


Sursa: ASF

La sfârșitul lunii decembrie 2024, SSIF-urile aveau în custodie o valoare cumulată a activelor de 41,05 miliarde de lei, reprezentând atât disponibilități ale clienților, cât și titluri financiare deținute de aceștia.

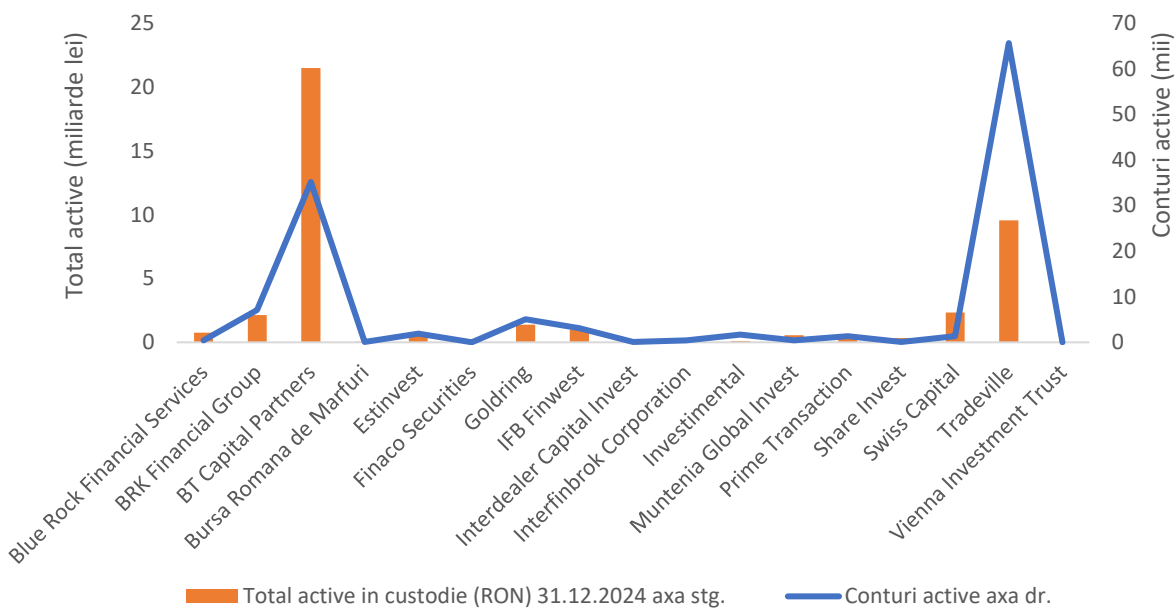
Numărul cumulat al conturilor de clienți activi ai SSIF-urilor la finalul trimestrului IV 2024 a fost de 124 mii (un investitor poate avea simultan conturi deschise la mai mulți intermediari). Din graficele prezentate mai jos se observă că valoarea activelor în custodie este în general corelată cu numărul de conturi active.

Grafic 33 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii



Sursa: ASF

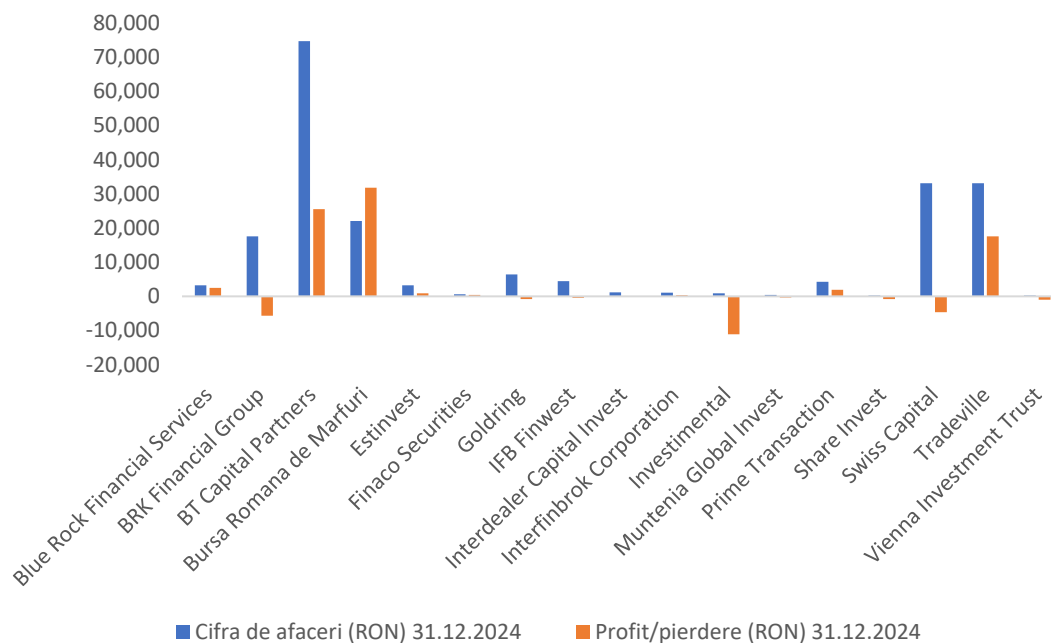
Grafic 34 Valoarea activelor în custodie raportată la numărul de conturi active



Sursa: ASF

Dintre cele 17 SSIF-uri, un număr de 8 SSIF-uri au obținut profit¹⁷ în anul 2024, valoarea cumulată a profiturilor acestora fiind de circa 81,12 milioane lei. Pierdere cumulată a celor 9 SSIF-uri care au avut rezultate negative a fost de aproximativ 24,82 milioane lei.

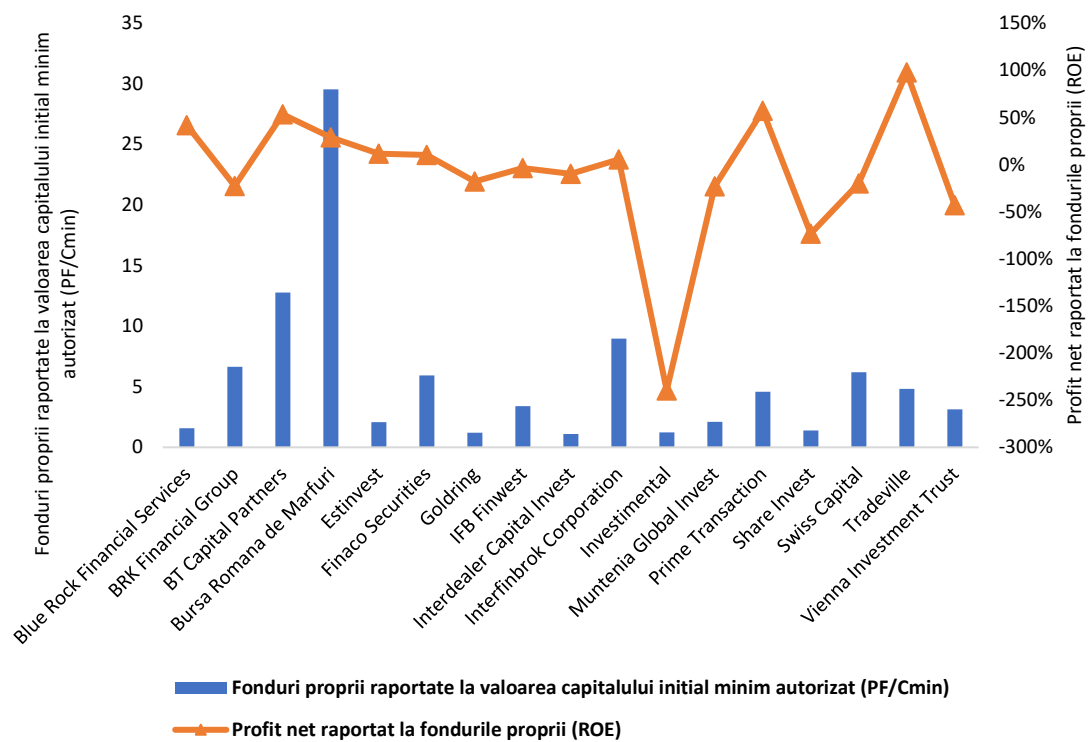
Grafic 35 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor



Sursa: ASF

Grafic 36 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în T4 2024

¹⁷ Rezultatele prezentate sunt conform balanțelor contabile preliminare aferente lunii decembrie 2024, rezultatele financiare auditate nefiind disponibile la data realizării raportului.



Sursa: ASF

6. Organismele de plasament colectiv

Valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România la data de 30 decembrie 2024 a fost de aproximativ 44,3 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 21,6% comparativ cu finalul anului 2023.

La data menționată mai sus, în România își desfășurau activitatea 16 administratori, din care 6 autorizați exclusiv ca și societăți de administrare a investițiilor (SAI), 2 autorizați exclusiv ca și administrator de fonduri alternative de investiții (AFIA), iar 8 având dublă autorizație. De asemenea, la 30 decembrie 2024, erau autorizate 92 organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), 37 fonduri de investiții alternative (FIA) care includ cele 6 societăți de investiții tranzacționate (SI) și Fondul Proprietatea. Serviciile de depozitare pentru cele 129 de OPC-uri erau asigurate de 4 depozitari.

Entitățile ce își desfășurau activitatea la 30 decembrie 2024 sunt prezentate în cele două tabele de mai jos.

Tabel 21 Numărul de OPC-uri și Administratori

Categorie entitate	30.12.2023 Nr. entități	30.12.2024 Nr. entități
Administratori	17	16
SAI exclusiv	6	6
AFIA exclusiv	2	2
SAI și AFIA	9	8
OPCVM (FDI)	92	92
FIA din care:	39	37
• Societăți de investiții	7	7
Depozitari	4	4

Tabel 22 Depozitarii activelor OPC

Depozitar	Total active 30.12.2024 (lei)
BRD – Groupe Société Générale SA	24,107,512,092.00
Banca Comercială Română SA	11,012,510,164.98
Raiffeisen Bank SA	9,078,905,537.09
Unicredit Țiriac Bank SA	180,533,312.92
TOTAL ACTIVE	44.379.461.106,99

Sursa: ASF

6.1. Societăți de administrare a investițiilor

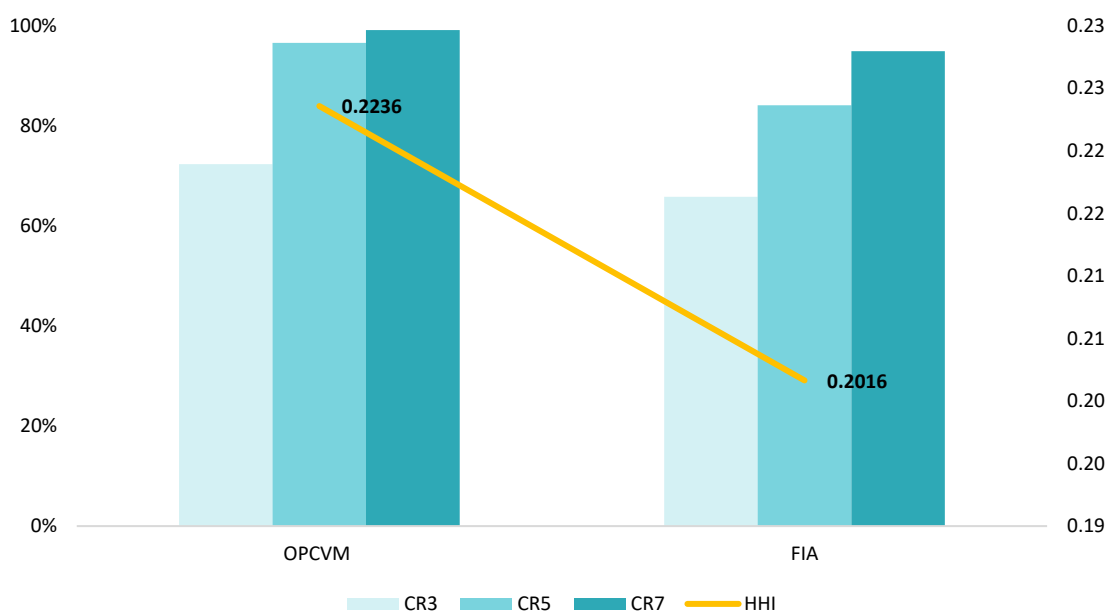
La finalul trimestrului IV din anul 2024, în mod similar cu perioadele anterioare, din totalul administratorilor categoria dominantă continuă să fie grupurile bancare. Acestea controlează cea mai consistentă parte din totalul cumulat al activelor administrate de SAI. Conform datelor din tabelul de mai jos, primele cinci SAI-uri după volumul activelor sunt toate societăți afiliate sistemului bancar, iar activele administrate de acestea la data de 30 decembrie 2024 totalizau aproximativ 23,3 miliarde lei ceea ce reprezintă 91,97% din activul total aferent industriei fondurilor de investiții, excluzând SI-urile și FP.

Tabel 23 Principalele societăți de administrare a investițiilor și activele administrate

SAI	Activ total (lei) 29.12.2023	% din total active	SAI	Activ total (lei) 30.12.2024	% din total active
BT Asset Management	4.535.819.634	23,66%	BRD Asset Management	6.156.332.787,54	24,25%
ERSTE Asset Management	4.300.656.370	22,43%	BT Asset Management	6.097.660.717,40	24,02%
Raiffeisen Asset Management	4.104.764.652	21,41%	Raiffeisen Asset Management	5.404.399.300,48	21,29%
BRD Asset Management	3.982.291.097	20,77%	ERSTE Asset Management	5.101.231.149,39	20,10%
OTP Asset Management Romania	535.881.048	2,80%	OTP Asset Management Romania	587.168.250,59	2,31%
Total active gestionate de cele 5 SAI-uri	17.459.412.801	91%	Total active gestionate de cele 5 SAI-uri	23.346.792.205,40	91,97%
Total active celelalte SAI-uri	1.711.981.345	9%	Total active celelalte SAI-uri	2.037.704.708,47	8,03%
Total active administrate de SAI- urile locale¹⁸	19,171,394,147	100,00%	Total active administrate de SAI-urile locale¹⁹	25.384.496.914	100,00%

Sursa: ASF

Grafic 37 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 30.12.2024)



Sursa: Calcule ASF

Pentru piața organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare, analizată din perspectiva activelor administrate de SAI-uri, indicele Herfindahl-Hirschman are valoarea de 0,2236, ceea ce reflectă un grad ridicat de concentrare. Acest lucru este vizibil și la nivelul indicatorilor CR („concentration ratio”). La 30 decembrie 2024, primele trei SAI administrau aproximativ 72,32% din activele OPCVM și 65,8% din activele FIA.

¹⁸ Nu include activele SIF-urilor și ale Fondului Proprietatea.

¹⁹ Nu include activele SIF-urilor și ale Fondului Proprietatea.

Administrarea portofoliilor individuale

La finalul anului 2024, 274 de conturi individuale de investiții erau administrate de 3 SAI-uri, valoarea totală a activelor fiind de aproximativ 824 milioane lei, în creștere cu 21,71% față de valoarea de la sfârșitul anului 2023.

Tabel 24 Numărul conturilor individuale de investiții și activele administrate de SAI-uri la 30 decembrie 2024

SAI	29.12.2023		30.12.2024	
	Nr. conturi individuale	Active administrate (lei)	Nr. conturi individuale	Active administrate (lei)
TOTAL SAI	270	677.054.532	274	824.077.859

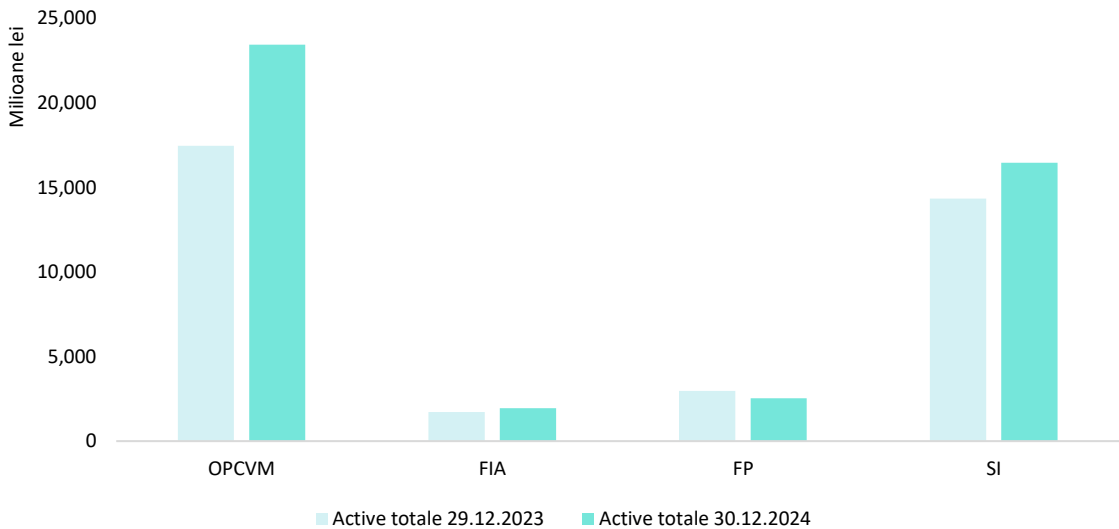
Sursa: ASF

Administrarea organismelor de plasament colectiv (OPC)

Pe parcursul anului 2024, valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România a fost de circa 44,37 miliarde lei, în creștere cu 21,66% față de finalul anului 2023.

O analiză orientată pe categorii de organisme de plasament colectiv arată că, în anul 2024, comparativ cu finalul anului 2023, au fost înregistrate diminuări ale activelor totale pentru FP (-14,27%), și creșteri ale activelor totale pentru OPCVM-uri (34,27%), SI-uri (14,74%) și FIA (13,39%).

Grafic 38 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC



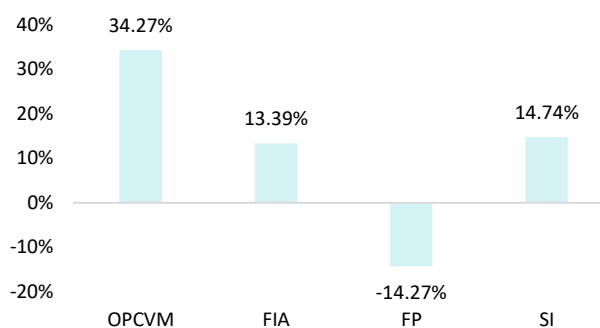
Sursa: ASF

Tabel 25 Activele totale (milioane lei) pe categorii de OPC

Categorie fond	Active totale	Active totale
	29.12.2023	30.12.2024
OPCVM	17.460	23,444
FIA	1.711	1,940
FP	2.964	2,541
SIF-uri	14.340	16,454
TOTAL OPC	36.475	44,379

Sursa: ASF

Grafic 39 Modificarea (%) activelor totale pe categorii de OPC la 30.12.2024 față de 29.12.2023



Sursa: ASF

La finalul primelor nouă luni din anul 2024, din totalul OPC-urilor locale (inclusiv SI-uri și FIA), activele cumulate ale OPCVM reprezentau, o pondere de circa 52,83 %, iar activele FIA reprezentau circa 4,37%.

Tabel 26 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei)

Active totale – 30.12.2024	OPCVM	FIA	FP	SI-uri	TOTAL
Acțiuni	4.187.953.847	1.090.529.975	1.981.660.190	13.074.149.877	20.334.293.889
Obligațiuni	2.733.674.806	8.900.338		272.174.801	3.014.749.945
Titluri de stat	10.745.737.565	1.656.581		198.796.430	10.946.190.576
Depozite și disponibil	4.281.802.544	314.866.210	558.417.095	1.253.408.888	6.408.494.738
Titluri OPCVM/FIA	1.494.483.379	186.553.134		1.459.676.626	3.140.713.139
Altele	609.583	337.728.951	1.000.858	195.679.427	535.018.819

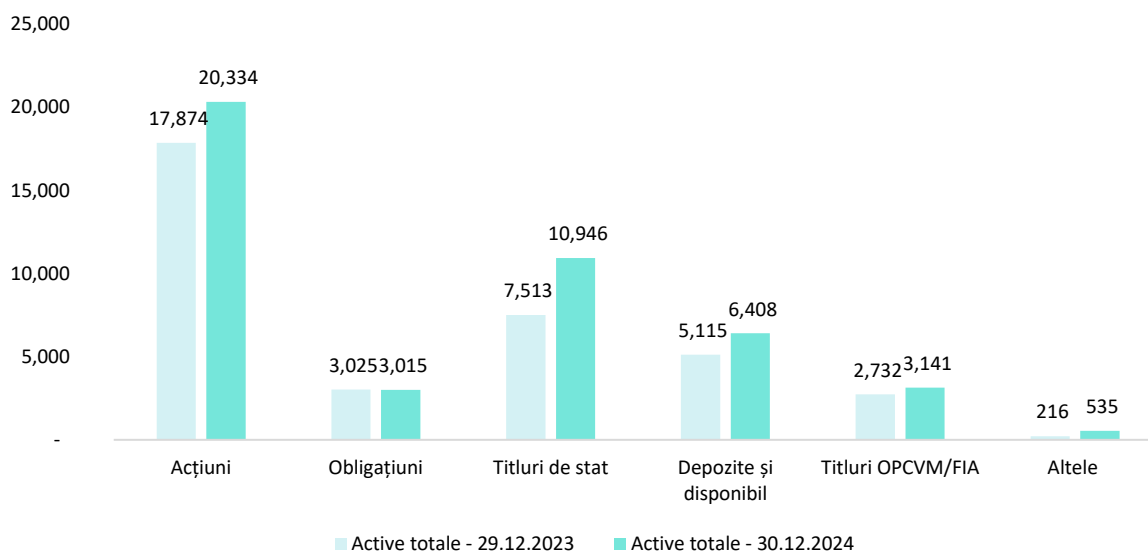
Sursa: ASF

Din perspectiva structurii plasamentelor, OPCVM-urile sunt orientate preponderent către instrumentele cu venit fix (titluri de stat și obligațiuni), iar FIA, SI-urile și FP au o orientare dominantă către plasamentele în acțiuni.

Pe ansamblul pieței, structura consolidată a investițiilor tuturor organismelor de plasament colectiv indică o preferință pentru acțiuni, a căror valoare totală este de circa 20,33 miliarde lei, consemnând o pondere de circa 45,83% din activul total al OPC. Investițiile în instrumente financiare cu venit fix la nivelul întregii piețe sunt în valoare de 13,96 miliarde lei, reprezentând circa 31,4% din activul total al OPC.

La 30 decembrie 2024, comparativ cu finalul anului 2023, se constată diminuări ale activelor pentru obligațiuni (-0.33%). Creșteri ale activelor deținute au fost înregistrate astfel: acțiuni (13,76%), titluri de stat (45,7%), depozite și disponibilități (25,28%), titluri OPCVM/FIA (14,95%) și alte investiții (147,4%).

Grafic 40 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC



Sursa: ASF

6.2. Organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM)

La finalul lunii decembrie a anului 2024, își desfășurau activitatea 92 de organisme de plasament colectiv în valori mobiliare, structurate pe nouă categorii: titluri de credit (25), titluri de capital (23), multi-active flexible (16), alte fonduri (11), multi-active echilibrate (7), multi-active agresive (4), multi-active defensive (3), absolute return (3) și alte fonduri (11).

Tabel 27 Evoluția numărului de OPCVM, pe categorii

OPCVM în funcție de politica investițională*	30.12.2024
Titluri de credit	25
Titluri de capital	23
Multi-active flexible	16
Alte fonduri	11
Multi-active echilibrate	7
Multi-active agresive	4
Multi-active defensive	3
Absolute return	3
TOTAL	92
* conform noii clasificări	

Sursa: ASF

Fondurile de titluri de credit reprezintă ca număr cea mai mare pondere în categoria acestui segment de piață. Fondurile de titluri de capital sunt de asemenea consistent reprezentate, ceea ce arată că interesul investitorilor pentru aceste două clase de active (obligațiuni și acțiuni) este substanțial.

Tabel 28 Distribuția investitorilor pe categorii de OPCVM

Categorii de fonduri	30.12.2024		
	PF	PJ	Total
Titluri de capital	198.319	1.138	199457
Titluri de credit	296.194	7.623	303817
Multi-active defensive	1.679	31	1710
Multi-active flexible	97.500	1.614	99114
Multi-active echilibrate	93.396	367	93763
Absolute return	1.509	12	1521
Alte fonduri	180.562	936	181498
Multi-active agresive	2.632	50	2682
Total	871.791	11.771	883562

La finalul trimestrului IV al anului 2024. numărul investitorilor în OPCVM-uri s-a situat la 883.562. în creștere cu 220.983 investitori față de finalul anului 2023.

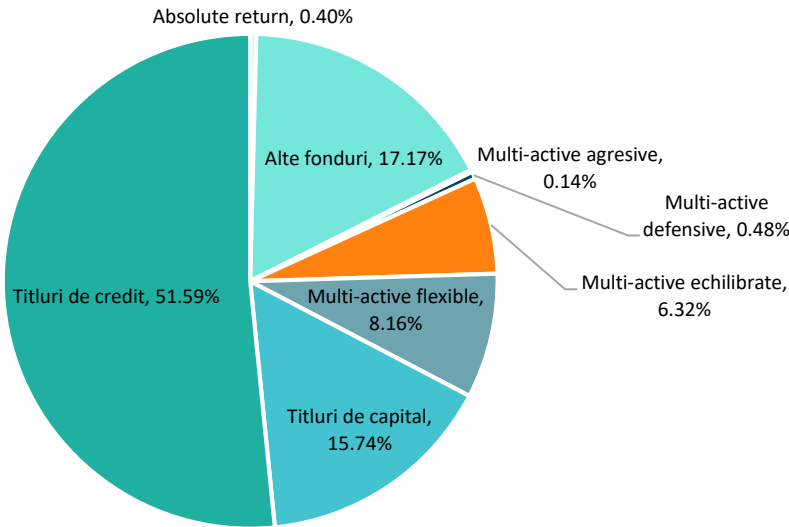
Tabel 29 Structura activelor nete pe categorii de OPCVM

OPCVM în funcție de politica investițională	Activ net 30.12.2024 (lei)
Titluri de capital	3.682.761.386
Titluri de credit	12.074.118.576
Multi-active defensive	111.570.670
Multi-active flexible	1.910.713.558
Multi-active echilibrate	1.478.871.501
Absolute return	93.196.754
Alte fonduri	4.018.488.043
Multi-active agresive	33.470.325
Total	23.403.190.814

Cea mai ridicată pondere în activul net cumulat al OPCVM este deținută de fondurile de titluri de credit, cu o valoare de aproximativ 51,59%.

Sursa: ASF

Grafic 41 Cota de piață a OPCVM în funcție de politica investițională și de activul net (30.12.2024)



Sursa: ASF

În ceea ce privește structura portofoliilor OPCVM, aceasta este orientată cu precădere spre instrumentele financiare cu venit fix. Ponderi semnificative în activul total al organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare sunt deținute de următoarele categorii: titlurile de credit (51,39%), titlurile de capital (15,74%) și alte fonduri (17,17%).

Tabel 30 Evoluția alocării strategice a activelor OPCVM

Elemente de portofoliu OPCVM	29.12.2023	% din AT	30.12.2024	% din AT
Acțiuni cotate	2.735.507.773	15,67%	4.143.433.845	17,67%
Acțiuni necotate	29.681.567	0,17%	44.520.002	0,19%
Acțiuni tranzacționate în afara piețelor reglementate	-	0,00%	-	0,00%
Obligațiuni corporative cotate	2.731.751.628	15,65%	2.452.119.448	10,46%
Obligațiuni corporative necotate	3.913.942	0,02%	144.632.662	0,62%
Obligațiuni municipale cotate	134.162.647	0,77%	136.922.695	0,58%
Conturi curente și numerar	138.117.540	0,79%	151.880.787	0,65%
Depozite bancare	3.028.842.508	17,35%	4.129.921.758	17,62%
Titluri de stat >1 an	6.453.161.920	36,96%	7.699.562.492	32,84%
Titluri de stat <1 an	1.006.670.118	5,77%	3.046.175.073	12,99%
Titluri OPCVM / AOPC cotate	140.691.434	0,81%	276.137.671	1,18%
Titluri OPCVM / AOPC necotate	1.101.967.284	6,31%	1.218.345.708	5,20%
Instrumente financiare derivate	1.378.868	0,01%	12.598.909	0,05%
Produce structurate	2.476.982	0,01%	-	0,00%
Dividende și alte drepturi de încasat	243.293	0,00%	217.727	0,00%
Alte active	-48.215.688	-0,28%	-12.207.053	-0,05%
Total activ (lei)	17.460.351.818	100,00%	23.444.261.725	100,00%

Sursa: ASF

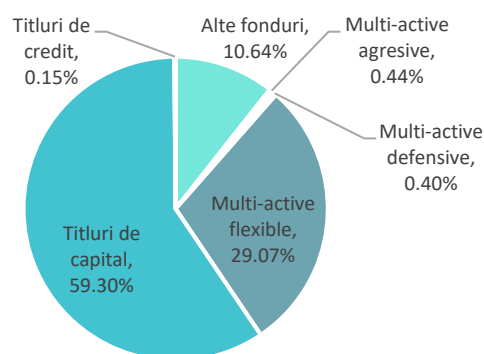
6.3. Fonduri de investiții alternative (FIA)

Tabel 31 Structura activelor nete pe categorii de FIA

FIA în funcție de politica investițională	Activ net 30.12.2024 (lei)
Titluri de capital	1.148.503.001,47
Titluri de credit	2.847.373,66
Multi-active defensive	7.745.839,87
Multi-active flexible	563.011.396,05
Alte fonduri	206.015.737,21
Multi-active agresive	8.515.692,08
Multi-active echilibrate	-
Total	1.936.639.040,34

Sursa: ASF

Grafic 42 Cota de piață a FIA în funcție de politica investițională și de activul net (30.12.2024)



Sursa: ASF

În funcție de politica investițională, FIA din categoria titlurilor de capital dețin o pondere de aproximativ 59,3% din activul net cumulat al FIA, urmate de FIA din categoria multi-active flexible cu o pondere de circa 29,07%. Astfel, la finalul trimestrului IV din anul 2024, aproximativ 88,38% din totalul activelor nete administrate de FIA se află în fondurile din categoria titlurilor de capital și multi-active flexible.

Din perspectiva structurii activelor FIA, se constată că acestea sunt orientate cu precădere spre plasamentele în acțiuni, ce dețin o pondere de aproximativ 56,21% din activul total al FIA, dintre care

53,67% din activul total constă în plasamente în acțiuni cotate. Investițiile în obligațiuni și titluri de stat dețin o pondere de până în 1% din activul total.

Tabel 32 Evoluția alocării strategice a activelor FIA

Elemente de portofoliu FIA	29.12.2023	% din AT	30.12.2024	% din AT
Acțiuni cotate	1.108.285.990	64,77%	1.041.280.019	53,67%
Acțiuni necotate	47.904.850	2,80%	49.249.956	2,54%
Acțiuni tranzacționate în afara piețelor reglementate		0,00%	-	0,00%
Obligațiuni corporative cotate	10.582.319	0,62%	7.891.752	0,41%
Obligațiuni corporative necotate	769.915	0,04%	745.912	0,04%
Obligațiuni municipale cotate	16.155	0,00%	10.487	0,00%
Obligațiuni municipale necotate	250.529	0,01%	252.186	0,01%
Conturi curente și numerar	11.774.678	0,69%	15.523.256	0,80%
Depozite bancare	141.412.075	8,26%	299.342.955	15,43%
Titluri de stat >1 an	691.356	0,04%	881.872	0,05%
Titluri de stat cu maturitate < 1 an			774.709	0,04%
Titluri OPCVM / AOPC cotate	120.048.610	7,02%	3.281.733	0,17%
Titluri OPCVM/AOPC necotate	35.760.943	2,09%	183.271.400	9,45%
Instrumente financiare derivate	-	0,00%	217.708	0,01%
Produse structurate	83.896.450	4,90%	91.108.424	4,70%
Dividende și alte drepturi de încasat	6.199	0,00%	53.795	0,00%
Alte active	149.642.259	8,75%	246.349.024	12,70%
Total activ (lei)	1.711.042.329	100,00%	1.940.235.188	100,00%

Sursa: ASF

6.4. Societățile de investiții (SI)

La 30 decembrie 2024, activele nete aferente celor șase SI-uri au cumulat aproximativ 15,33 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 14% față de finalul anului 2023 (13,4 miliarde lei). Cele mai mari active nete aparțin LION, INFINITY și EVER.

Tabel 33 Evoluția sintetică a celor cinci societăți de investiții financiare

Data	Indicatori	LION	EVER	TRANSI	SI4 Muntenia (Longshield Investment Group)	INFINITY	Sparking Capital SA
29.12.2023	VUAN (lei)	7,8630	2,9296	0,7952	2,9918	5,8795	
	Preț de piață	2,5900	1,2700	0,3260	1,5150	1,9000	
	Discount (%)	67,06%	56,65%	59,00%	49,36%	67,68%	
	Activ Net (lei)	3.982.788.300	2.665.945.739	1.718.362.674	2.277.074.918	2.792.746.164	12.233.390
	Nr. acțiuni emise	506.520.056	910.011.057	2.160.945.797	761.105.845	475.000.000	
30.12.2024	VUAN (lei)	9,0045	3,3941	0,8872	3,3137	7,9198	
	Preț de piață	2,81	1,47	0,376	1,93	2,42	
	Discount (%)	68,79%	56,69%	57,62%	41,76%	69,44%	
	Activ Net (lei)	4.547.449.954	2.976.661.278	1.883.661.410	2.522.100.225	3.390.800.550	23.390.141
	Nr. acțiuni emise	505.020.056	877.019.965	2.123.213.818	761.105.845	428.142.639	

Sursa: ASF, BVB, Rapoarte SIF

La finalul anului 2024, investițiile în acțiuni dețin cea mai ridicată pondere în activul total cumulat al SI-urilor (aproximativ 79,46%).

Tabel 34 Structura cumulată a portofoliilor SI-urilor la 29.12.2023. respectiv 30.12.2024

Elemente de portofoliu SI-uri	29.12.2023	% din AT	30.12.2024	% din AT
Acțiuni cotate	10.549.358.698	73,57%	11.604.520.145	70,53%
Acțiuni necotate	1.178.344.534	8,22%	1.469.629.733	8,93%
Obligațiuni corporative cotate	123.584.936	0,86%	55.900.973	0,34%
Obligațiuni corporative necotate		0,00%	216.250.047	1,31%
Obligațiuni municipale cotate	18.729.327	0,13%	23.781	0,00%
Conturi curente și numerar	35.711	0,00%	19.469.657	0,12%
Depozite bancare	28.935.024	0,20%	1.233.939.231	7,50%
Titluri de stat >1 an	1.028.709.505	7,17%	-	0,00%
Titluri de stat <1 an	-	0,00%	198.796.430	1,21%
Titluri OPCVM/AOPC cotate	52.347.521	0,37%	459.624.328	2,79%
Titluri OPCVM/AOPC necotate	331.494.406	2,31%	1.000.052.299	6,08%
Dividende și alte drepturi de încasat	1.002.178.769	6,99%	-	0,00%
Alte active	26.400.803	0,18%	195.679.427	1,19%
Total activ (lei)	14.340.119.234	100,00%	16.453.886.050	100,00%

Sursa: ASF

Bibliografie selectivă

1. Kim, C. J., & Nelson, C. R. (1998). Business cycle turning points, a new coincident index, and tests of duration dependence based on a dynamic factor model with regime switching. *Review of Economics and Statistics*, 80(2), 188-201.
2. Roll R., Schwartz E., Subrahmanyam A., (2015). Liquidity and the Law of One Price: The Case of the Futures-Cash Basis, *Journal of Finance*, vol. 62, issue 5, 2201-2234
3. Diebold, F.X., & Yilmaz, K. (2009) Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers with Application to Global Equity Markets, *The Economic Journal*, 119, Issue534, 158 - 171
4. Raportul ESMA privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile, ediția nr. 1/2025.
5. Comunicat de presă INS nr. 37/14 februarie 2025
6. European Comission (2024) Economic forecast for Romania

Anexa 1

Transformata Wavelet Continuă (CWT) analizează conținutul semnalului în domeniul timp-frecvență prin convoluția semnalului cu versiuni scalate și translate ale wavelet-ului.

$$W_f(a, b) = \int_{-\infty}^{\infty} f(t) \psi^* \left(\frac{t - b}{a} \right) dt$$

- $f(t)$: Semnalul original în domeniul timp.
- $\psi(t)$: Funcția wavelet (denumită și wavelet-ul mamă).
- a : Parametrul de scalare. care controlează întinderea sau comprimarea wavelet-ului.
- b : Parametrul de translație. care determină deplasarea wavelet-ului de-a lungul axei timpului.
- ψ^* : Conjugata complexă a funcției wavelet.

Coerența wavelet ajută la identificarea regiunilor din spațiul timp-frecvență unde două semnale prezintă o relație liniară puternică.

$$R_{x,y}^2(a, b) = \frac{|S(a, b)W_{x,y}(a, b)|^2}{S(a, b)|W_x(a, b)|^2 \cdot S(a, b)|W_y(a, b)|^2}$$

- $W_x(a, b)$: Transformata Wavelet Continuă (CWT) a semnalului $x(t)$.
- $W_y(a, b)$: Transformata Wavelet Continuă (CWT) a semnalului $y(t)$.
- $W_{x,y}(a, b)$: Transformata wavelet încrucișată (*cross-wavelet*) măsoară caracteristicile comune în spațiul timp-frecvență ale semnalelor $x(t)$ și $y(t)$.
- $S(a, b)$: Un operator de netezire aplicat pentru reducerea zgomotului și evidențierea coerenței semnificative.
- $R_{x,y}^2(a, b)$: Coerența wavelet reprezintă o măsură normalizată a corelației locale dintre două semnale în domeniul timp-frecvență.

Algoritm pentru estimarea unei Rețele Aciclice Direcționate (DAG)

Prezentăm pe scurt pașii de estimare a unei Rețele Aciclice Direcționate

Inițializarea unui graf nedirecționat complet conectat: este inițializat un graf nedirecționat. complet conectat (unde fiecare nod este conectat la fiecare alt nod).

Eliminarea iterativă a marginilor pe baza independenței condiționate:

- Pentru fiecare pereche de noduri. algoritmul testează independența condiționată având în vedere diferite subseturi de alte noduri (algoritmul de calculare a corelației parțiale este descris mai jos).
- Dacă se constată că două noduri sunt independente condiționat. având în vedere orice subset de alte noduri. marginea dintre ele este eliminată din graf.
- Procesul începe prin testarea independenței fără niciun set de condiționare. apoi continuă la seturi mai mari până la atingerea unei dimensiuni maxime specificate.
- Pentru fiecare pereche de noduri (i. j). algoritmul generează subseturi S ale altor noduri pe care să le condiționeze. Este utilizat un test de corelație parțială ca proxy pentru independența condiționată. Dacă două noduri (i. j) sunt independente condiționat având în vedere un subset S. algoritmul elimină marginea dintre ele în matricea de adiacență. Acest pas este iterat pentru creșterea dimensiunilor subseturilor pentru a elimina iterativ marginile.

Marginile sunt orientate pe baza testelor de independență condiționată

- Odată ce marginile sunt eliminate pe baza testelor de independență condiționată. muchiile rămase sunt orientate pentru a crea o structură aciclică direcționată. Nivelul de semnificație pentru testele de independență condiționate este de 0.05.
- Acest pas de orientare urmează reguli specifice (cum ar fi prevenirea ciclurilor și orientarea bazată pe structuri v) pentru a se asigura că graful rezultat este aciclic.

Orientarea finală a DAG

- Este implementată orientarea muchiilor pentru a forma un DAG complet. Pasul de orientare al algoritmului Peter-Clark necesită reguli suplimentare pentru a determina direcția muchiilor. cum ar fi identificarea structurilor v (unde două noduri indică un nod copil comun) și asigurarea aciclicității.

Etapă de orientare a marginilor este adăugată după testarea independenței condiționate. Această fază implică conversia muchiilor nedirecționate în cele direcționate. evitând în același timp ciclurile pentru a se asigura că graful rezultat rămâne un graf aciclic direcționat (DAG). Pașii pentru procesul de orientare a marginilor în algoritmul Peter-Clark sunt de obicei:

- identificarea structurilor V: Pentru nodurile X și Y care nu sunt conectate direct. dar împărtășesc un Z copil comun
- propagarea direcțiilor: se utilizează orice muchii direcționate existente pentru a deduce orientări suplimentare pe baza constrângerilor pentru a evita ciclurile și a asigura aciclicitatea.

- se evita ciclurile: Asigurați-vă că orientarea oricărei muchii noi nu introduce un ciclu, menținând astfel natura aciclică a DAG.

Faza de orientare a marginilor

- orientarea structurilor V: sunt identificate colisoarele neecranate (*v-structures*), unde două noduri i și k sunt conectate numai printr-un nod comun j .
- propagarea direcțiilor: După orientarea structurilor V, algoritmul orientează muchiile pe baza muchiilor direcționate deja setate.
- evitarea ciclurilor: Muchiile direcționate sunt atribuite pentru a menține structura DAG, ca să nu se formeze cicluri în rețea.

Algoritmul de calculare a corelației parțiale

Corelația parțială între două variabile X și Y , dat fiind variabila Z măsoară asocierea directă între X și Y după eliminarea efectului variabilei Z . Dacă Z nu are nici un efect, corelația parțială între X și Y este pur și simplu corelația *Pearson*.

$$\text{cor}(X, Y) = \frac{\sum (X - \bar{X})(Y - \bar{Y})}{\sqrt{\sum (X - \bar{X})^2 \sum (Y - \bar{Y})^2}}$$

Dacă Z are un efect asupra variabilelor, se utilizează regresia liniară pentru a elimina efectul variabilelor Z din X și Y înainte de a calcula corelația.

Regresia lui Z pe X

$$X = Z\beta_X + \epsilon_X$$

unde β_X sunt coeficienții de regresie, iar ϵ_X reprezintă reziduurile (partea din X care nu este explicată de Z).

Regresia lui Z pe Y

$$Y = Z\beta_Y + \epsilon_Y$$

unde β_Y sunt coeficienții de regresie și ϵ_Y reprezintă reziduurile (partea din Y care nu este explicată de Z).

$$\text{partial_corr}(X, Y|Z) = \frac{\text{cov}(\epsilon_X, \epsilon_Y)}{\sigma_{\epsilon_X} \sigma_{\epsilon_Y}}$$

Corelația parțială este corelația *Pearson* între aceste reziduuri, unde σ_{ϵ_X} și σ_{ϵ_Y} sunt deviațiile standard ale reziduurilor. După ce se calculează corelația parțială dintre X și Y dat fiind Z , se aplică testul de semnificație pentru a determina dacă corelația parțială este semnificativ diferită de zero.

Statistica de test t este calculată astfel

$$t = \text{partial_corr}(X, Y|Z) \times \sqrt{\frac{n - |Z| - 2}{1 - \text{partial_corr}(X, Y|Z)^2}}$$

unde n este numărul de observații. iar $|Z|$ este dimensiunea setului de variabile condiționale.

Statistică t urmează o distribuție Student t cu $n - |Z| - 2$ grade de libertate. Valoarea- p este apoi calculată pe baza acestei distribuții: $p\text{-value} = 2 \times (1 - \text{CDF}(|t|))$. unde CDF reprezintă funcția de distribuție cumulativă a distribuției Student- t . Dacă valoarea- p este mai mare decât nivelul de semnificație ales α . se consideră că X și Y sunt independente condiționat dat fiind Z .

Algoritmul PC necesită testarea independenței condiționate pentru toate submulțimile de variabile atunci când se analizează perechi de noduri. Această selecție a submulțimilor este esențială pentru a testa independența condiționată dat diferite seturi de variabile condiționale

Dat fiind un set de variabile S . excluzând X și Y . se generează toate submulțimile posibile ale lui S de dimensiune k . unde k reprezintă numărul de variabile condiționate.

Numărul de submulțimi de dimensiune k dintr-un set de m elemente (unde $m = |S|$) este dat de coeficientul binomial:

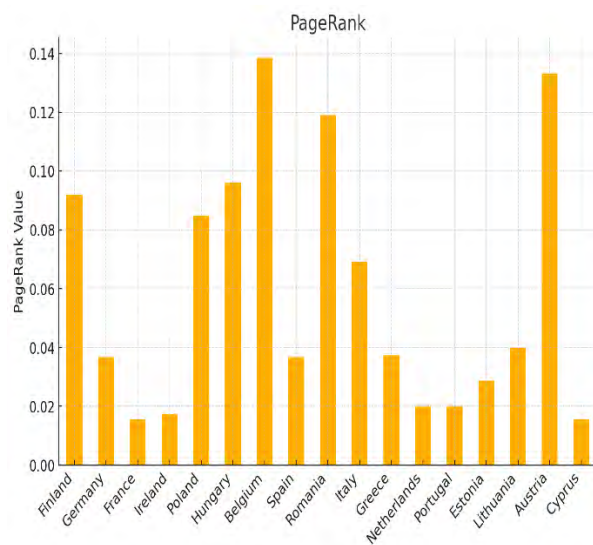
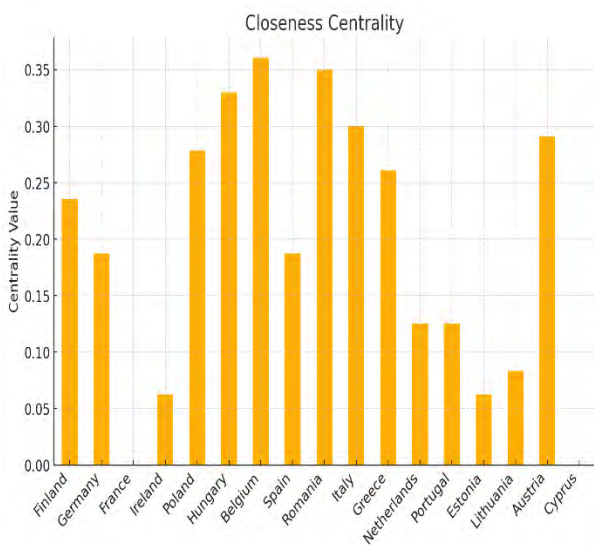
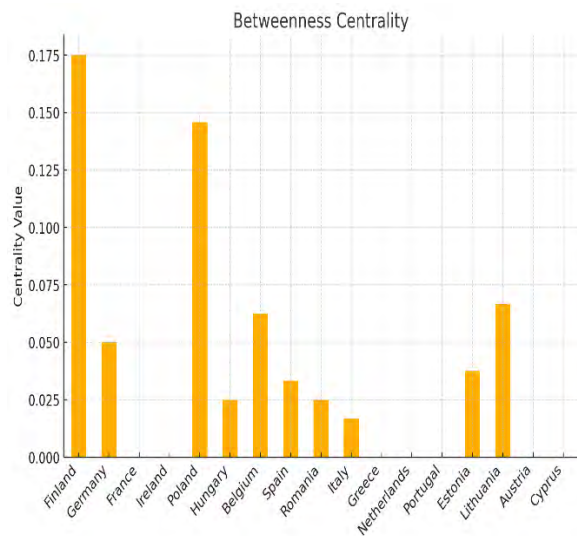
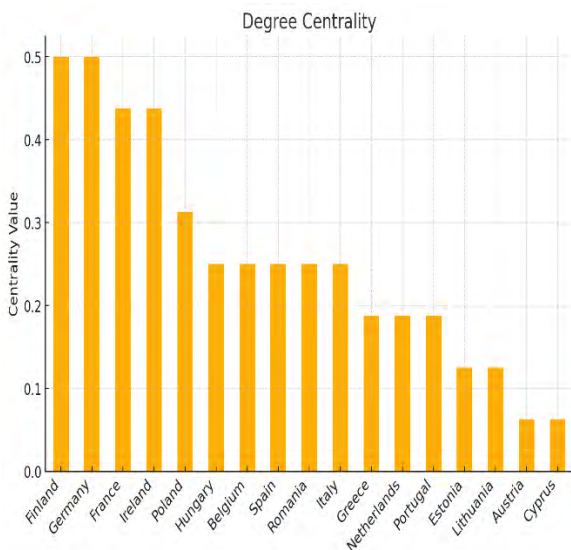
$$\binom{m}{k} = \frac{m!}{k!(m - k)!}$$

După selectarea submulțimilor relevante. se construiește matricea de adiacență pentru a reprezenta prezența sau absența muchiilor dintre nodurile grafului. Matricea de adiacență pentru un graf orientat (DAG) are următoarele caracteristici:

- Dacă există o muchie orientată de la nodul i la nodul j . atunci intrarea din matrice $A(i,j)=1$
- Pentru o muchie neorientată între i și j . ambele intrări $A(i,j)=1$ și $A(j,i)=1$

Măsuri de centralitate pentru rețeaua DAG

Statistica rețelei: a) Grad de centralitate b) Centralitatea intermediară
c) Centralitatea apropiării d) PageRank



Sursa: ASF. calcule proprii

Valorile de centralitate pentru rețeaua analizată sunt următoarele:

- **Grad de centralitate:** arată cele mai conectate noduri în ceea ce privește conexiunile imediate. Valorile cu un grad ridicat de centralitate indică țări cu multe influențe sau dependențe directe.

- **Centralitatea intermediară:** evidențiază nodurile care acționează ca legături în rețea. Aceste noduri au un control mai mare asupra fluxului de informații, deoarece se află pe multe dintre cele mai scurte căi între alte noduri.
- **Centralitatea apropierii:** indică cât de aproape este un nod de toate celelalte noduri în ceea ce privește cele mai scurte căi. Valorile mai mari de apropiere sugerează că influențele transmise de indicele bursier dintr-o țară pot ajunge la altele mai eficient.
- **PageRank:** reflectă influența generală a fiecărui nod, luând în considerare atât cantitatea, cât și calitatea conexiunilor. Nodurile cu un *PageRank* ridicat sunt susceptibile de a fi influente, deoarece sunt fie bine conectate, fie conectate la alte noduri importante.

Măsurile calculate reprezintă indicatorii statistici pentru o rețea și ajută la identificarea rolului și a importanței relative a fiecărui nod din structura rețelei.

Listă tabele

Tabel 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial.....	11
Tabel 2 Randamentele burselor de acțiuni	18
Tabel 3 Activele nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu	26
Tabel 4 Vânzările nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu în trimestrul III 2024	27
Tabel 5 Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu.....	28
Tabel 6 Vânzările nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în trimestrul I 2024 în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu	29
Tabel 7 Corelații multirezolutive (MODWT) dintre indicii BET și indicii STOXX 600 (ianuarie -decembrie 2024)	49
Tabel 8 Oferte publice de vânzare primare în perioada 01.01.2024 - 30.12.2024 (conform documentelor aprobate de ASF).....	58
Tabel 9 Oferte publice de cumpărare derulate în perioada 01.01.2023 – 30.12.2024 (conform documentelor aprobate de ASF)	59
Tabel 10 Numărul de Certificate de Înregistrare a Valorilor Mobiliare pe tipuri de operațiuni, emise în perioada 01.01.2023 – 30.12.2024	61
Tabel 11 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața Reglementată și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument	66
Tabel 12 Top 20 emitenți după valoarea tranzacționată la 30 decembrie 2024 pe piața Reglementată (exclusiv acțiuni).....	70
Tabel 13 Evoluția trimestrială a tranzacțiilor derulate pe SMT în perioada T1 2019-T4 2024	73
Tabel 14 Top emitenți după valoarea tranzacționată pe SMT (exclusiv acțiuni), la 30 decembrie 2024	74
Tabel 15 Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare, structurată pe tipuri de instrumente financiare	75
Tabel 16 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate nete	76
Tabel 17 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate brute	77
Tabel 18 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB	78
Tabel 19 Categoriile de intermediari pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB.....	78
Tabel 20 Clasamentul intermediarilor pe piețele la vedere administrate de BVB la 30 decembrie 2024.....	79
Tabel 21 Numărul de OPC-uri și Administratori	84
Tabel 22 Depozitarii activelor OPC.....	84
Tabel 23 Principalele societăți de administrare a investițiilor și activele administrate	85
Tabel 24 Numărul conturilor individuale de investiții și activele administrate de SAI-uri la 30 decembrie 2024	86
Tabel 25 Activele totale (milioane lei) pe categorii de OPC	87
Tabel 26 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei)	87
Tabel 27 Evoluția numărului de OPCVM, pe categorii	88
Tabel 28 Distribuția investitorilor pe categorii de OPCVM	89
Tabel 29 Structura activelor nete pe categorii de OPCVM	89
Tabel 30 Evoluția alocării strategice a activelor OPCVM	90
Tabel 31 Structura activelor nete pe categorii de FIA.....	90
Tabel 32 Evoluția alocării strategice a activelor FIA.....	91
Tabel 33 Evoluția sintetică a celor cinci societăți de investiții financiare	91
Tabel 34 Structura cumulată a portofoliilor SI-urilor la 29.12.2023. respectiv 30.12.2024	92

Listă grafice

Grafic 1 Creștere economică trimestrială (% modificare procentuală față de trimestrul anterior)	11
Grafic 2 Rata inflației (IAPC)	13
Grafic 3 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani)	14
Grafic 4 Sentiment economic.....	15
Grafic 5 Incertitudinea economică	16
Grafic 6 Indicatorul CISS pentru riscul sistemic.....	17
Grafic 7 Volatilitatea indicilor BVB, model GARCH(1,1), distribuție Student-t.....	19
Grafic 8 Volatilitatea indicelui BET	21
Grafic 9 Indicele BET: descompunerea volatilității în trei regimuri de volatilitate.....	22
Grafic 10 Indice de contagiune	24
Grafic 11 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 30 septembrie 2024.....	26
Grafic 12 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 30 septembrie 2024	28
Grafic 13 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni în 2024.....	36
Grafic 14 Distribuția empirică a duratei modificate (decembrie 2021-decembrie 2024)	41
Grafic 15 Analiza CWT pentru indicele BET din Romania.....	45
Grafic 16 Corelații condiționate dintre Romania și bursele europene (model DCC, ianuarie 2024-ianuarie 2025).....	47
Grafic 17 Gradul de coerenta dintre indicele BET și indicele european (STOXX600) în perioada ian 2024-ian 2025Indicele pieței de capital din România și indicele european (STOXX600).....	50
Grafic 18 Graf aciclic direcționat (DAG) pentru bursele europene	51
Grafic 19 Indicatorul Amihud pe termen lung	54
Grafic 20 Indicatorul Amihud pe termen scurt	55
Grafic 21 Funcția de distribuție cumulativă (C.D.F)	56
Grafic 22 Funcția de densitate (P.D.F)	57
Grafic 23 Evoluția indicilor Bursei de Valori București la 30.12.2024	65
Grafic 24 Evoluția indicilor BVB în perioada 01.01.2020 - 30.12.2024 (31.12.2019 = 1).....	66
Grafic 25 Structura trimestrială a tranzacțiilor derulate pe piața Reglementată în perioada 2021 – 2024	67
Grafic 26 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu acțiuni*, derulate pe piața Reglementată a BVB.....	68
Grafic 27 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni)	69
Grafic 28 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix derulate pe piața Reglementată	71
Grafic 29 Evoluția lunară a tranzacțiilor cu produse structurate în perioada ianuarie 2022 – decembrie 2024	72
Grafic 30 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor derulate pe SMT	74
Grafic 31 Valoarea intermediată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 30 decembrie 2024	79
Grafic 32 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF	80
Grafic 33 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii	80
Grafic 34 Valoarea activelor în custodie raportată la numărul de conturi active	81
Grafic 35 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor	82
Grafic 36 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în T4 2024	82
Grafic 37 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 30.12.2024)	85
Grafic 38 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC	86
Grafic 39 Modificarea (%) activelor totale pe categorii de OPC la 30.12.2024 față de 29.12.2023	87
Grafic 40 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC.....	88
Grafic 41 Cota de piață a OPCVM în funcție de politica investițională și de activul net (30.12.2024)	89
Grafic 42 Cota de piață a FIA în funcție de politica investițională și de activul net (30.12.2024)	90

Abrevieri

AOPC	=	Alte Organisme de Plasament Colectiv
ARIS	=	Absolute Return Innovative Strategies
ASF	=	Autoritatea de Supraveghere Financiară
BCE	=	Banca Centrală Europeană
BERD	=	Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BET	=	Bucharest Exchange Trading
BNR	=	Banca Națională a României
BoE	=	Banca Angliei
BVB	=	Bursa de Valori București
CE	=	Comisia Europeană
CISS	=	Indicatorul Compozit pentru Riscurile Sistemice (Composite Indicator of Systemic Stress)
CNSP	=	Comisia Națională de Strategie și Prognoză
CR	=	Concentration Rate
DvP	=	Delivery vs. Payment. principiul livrare contra plată
EFAMA	=	European Fund and Asset Management Association
ESAs	=	European Supervisory Authorities
ESI	=	Indicatorul Sentimentului Economic (Economic Sentiment Indicator)
ESG	=	Environmental, social, and governance
ESMA	=	European Securities and Markets Authority
ETF	=	Exchange-Traded Fund
FDI	=	Fonduri Deschise de Investiții
FeD	=	Banca Centrală a SUA
FIA	=	Fonduri de Investiții Alternative
FMI	=	Fondul Monetar Internațional
IAPC	=	Indicele Armonizat al Prețurilor de Consum
ILLIQ	=	Indicatorul ce măsoară lipsa de lichiditate
INS	=	Institutul Național de Statistică
IPC	=	Indicele prețurilor de consum
MF	=	Ministerul Finanțelor
OECD	=	Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
OPC	=	Organisme de Plasament Colectiv
OPCVM	=	Organisme de Plasament Colectiv în Valori Mobiliare
PIB	=	Produsul Intern Brut
RvP	=	Receive versus payment. principiul primire contra plată
SAI	=	Societate de Administrare a Investițiilor
SIF	=	Societate de Investiții Financiare
SMT	=	Sistem Multilateral de Tranzacționare
SSIF	=	Societate de Servicii de Investiții Financiare
T2S	=	Target2-Securities
UE	=	Uniunea Europeană

VAN	=	Valoarea Activului Net
VaR	=	Value at risk
VUAN	=	Valoarea Unitară a Activului Net

Simbol societăți

ABN	=	ABN Systems International
AROB	=	AROB TRANSILVANIA SOFTWARE
AG	=	AGROLAND BUSINESS SYSTEM
AQ	=	AQUILA PART PROD COM
AST	=	ARCTIC STREAM
BRD	=	BRD - Groupe Societe Generale SA
BRK	=	SSIF BRK FINANCIAL GROUP SA
CODE	=	Softbinator Technologies
COTE	=	CONPET SA
CBKN	=	Commerzbank A.G.
DBK	=	Deutsche Bank A.G.
DIGI	=	Digi Communications N.V.
DN	=	DN Agrar Group
EBS	=	Erste Group Bank A.G.
EL	=	Societatea Energetica Electrica SA
EVER	=	EVERGENT INVESTMENTS S.A.
FP	=	Fondul Proprietatea
GAOY	=	GASTRONOM SA BUZAU
HAI	=	Holde Agri Invest S.A. - Clasa A
HUNT	=	IHUNT TECHNOLOGY IMPORT-EXPORT S.A.
LHA	=	DEUTSCHE LUFTHANSA A.G.
M	=	MedLife SA
MILK	=	AGROSERV MARIUTA
NRF	=	Norofert SA
ROC1	=	ROCA INDUSTRY HOLDINGROCK1 S.A.
ONE	=	ONE UNITED PROPERTIES
SAFE	=	SAFETECH INNOVATIONS
SAP	=	SAP SE
SEVE	=	SEVERNAV SA DR. TR. SEVERIN
SIF1	=	SIF Banat Crișana SA
SIF4	=	SIF Muntenia SA
SIF5	=	SIF Oltenia SA
SMTL	=	SIMTEL TEAM
SNG	=	S.N.G.N. Romgaz SA
SNN	=	S.N. Nuclearelectrica S.A
SNP	=	OMV Petrom SA
SPX	=	SIPEX COMPANY
TGN	=	S.N.T.G.N. Transgaz SA

TLV	=	Banca Transilvania SA
TRP	=	Teraplast SA
TTS	=	TTS (TRANSPORT TRADE SERVICES)
WINE	=	Purcari Wineries Public Company Limited