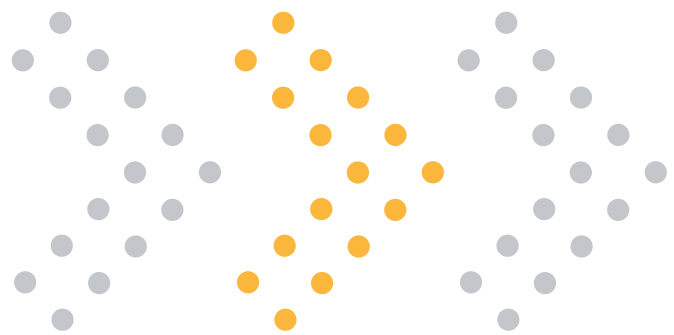




RAPORT PRIVIND
**STABILITATEA
PIEȚELOR
FINANCIARE NEBANCARE**
1/2026



RAPORT PRIVIND STABILITATEA PIEȚELOR
FINANCIARE NEBANCARE
1/2026

Cuprins

| | |
|--|-----|
| Introducere | 3 |
| 1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional | 6 |
| 1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale | 7 |
| 1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale | 14 |
| 2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebancale | 20 |
| 2.1. Piețele europene de capital | 20 |
| 2.2. Piața asigurărilor în UE | 25 |
| 2.3. Piața pensiilor ocupaționale în UE | 27 |
| 2.4. Riscuri și vulnerabilități la nivel național din perspectiva stabilității financiare | 29 |
| 3. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare | 32 |
| 3.1. Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa | 34 |
| 3.2. Structura temporală a variabilității indicelui BET | 39 |
| 3.3. Lichiditatea sistemică și apariția bulelor speculative | 41 |
| 3.4. Riscul de contagiune la nivelul pieței de capital din România | 42 |
| 4. Stabilitatea pieței asigurărilor | 45 |
| 4.1. Piața asigurărilor în context european | 46 |
| 4.2. Riscuri și vulnerabilități la adresa sectorului local de asigurări | 56 |
| 4.3. Activitatea de subscriere | 66 |
| 4.4. Solvabilitate | 66 |
| 4.5. Lichiditate | 68 |
| 4.6. Rezerve tehnice – Solvabilitate II | 71 |
| 4.7. Reasigurare | 72 |
| 5. Stabilitatea pieței pensiilor private | 75 |
| 5.1. Piața pensiilor private în context internațional | 76 |
| 5.2. Entități relevante sistemic | 81 |
| 5.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România | 83 |
| 5.4. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private | 97 |
| 5.5. Pensiile private: investitori instituționali pe piața de capital | 111 |
| 6. Finanțe sustenabile | 126 |
| 6.1. Pierderile generate de catastrofele naturale la nivel global | 126 |
| 6.2. Evaluarea EIOPA privind deficitul de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale | 127 |
| Listă tabele | 130 |
| Listă figuri | 131 |
| Bibliografie | 134 |

Introducere

Anul 2025 s-a distins printr-un nivel ridicat de incertitudine și o volatilitate ridicată, generate în principal de reconfigurarea priorităților politice în Statele Unite și de ajustarea politicilor economice ale celorlalte state la noile condiții globale. Escaladarea tensiunilor regionale sau măsuri protecționiste suplimentare pot genera în anul 2026 volatilitate crescută pe piețele financiare, re poziționări de portofolii sau creșterea primelor de risc.

La nivel global, piețele financiare au evoluat într-un context caracterizat de recalibrare graduală a politicilor monetare, pe fondul temperării presiunilor inflaționiste și al unei dinamici economice moderate în economiile dezvoltate.

Piața de capital

Pe piața locală, Bursa de Valori București a continuat procesul de consolidare instituțională și de creștere a lichidității, susținut de menținerea statutului de piață emergentă și de interesul investitorilor pentru emisiuni de acțiuni și obligațiuni.

Indicii pieței de capital din România au consemnat evoluții pozitive la sfârșitul lunii decembrie 2025, raportat la finalul anului anterior. Indicele principal BET, care surprinde dinamica celor mai lichide companii listate pe piața reglementată a BVB, a înregistrat o majorare de 46% la 31 decembrie 2025 comparativ cu 31 decembrie 2024.

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată și SMT a atins nivelul de 43,8 miliarde lei la finalul lunii decembrie 2025, în creștere cu 18,33% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2024. În același timp, numărul total de tranzacții derulate pe parcursul anului 2025 la BVB a scăzut cu 8,76% comparativ cu anul anterior. 98,49% din valoarea totală a tranzacțiilor a avut loc pe piața reglementată a BVB, restul fiind derulate pe SMT.

La 31 decembrie 2025, valoarea tranzacțiilor cu titluri de stat a înregistrat o creștere față de aceeași perioadă din 2024, atingând aproximativ 10,73 miliarde lei. Tranzacțiile cu acțiuni au totalizat 17,27 miliarde lei, acestea constituind clasa predominantă de active financiare, cu o pondere de 39,42% din valoarea totală tranzacționată la BVB în anul 2025. În același timp, capitalizarea bursieră aferentă pieței reglementate s-a situat la 579,46 miliarde lei, marcând o creștere de aproximativ 65,42% în raport cu sfârșitul lunii decembrie 2024.

Piața asigurărilor

Din punct de vedere al interconexiunilor și riscului de credit, societățile de asigurare autorizate și supravegheate de ASF investesc, în principal, în instrumente financiare cu venit fix, având o expunere semnificativă față de obligațiunile guvernamentale. Societățile de asigurare din România au, în general, o abordare prudentă, investind preponderent în titluri de stat emise de Ministerul Finanțelor și evitând expunerile directe mari față de instrumente financiare complexe sau active alternative. Investițiile

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

Analiza privind expunerea societăților autorizate și supravegheate de ASF față de activele alternative arată un nivel relativ prudent. Deși valoarea investițiilor în active alternative a crescut comparativ cu situația înregistrată în anii anteriori, de la 873 milioane lei la finalul anului 2024 până la 2,5 miliarde lei la sfârșitul lui 2025, raportată la investițiile totale reprezintă 6,6%. Pe categorii de societăți, cea mai mare expunere față de activele alternative ca pondere în investițiile totale pe segmentul respectiv o dețineau societățile compozite (7,4%), urmate de societățile de asigurări generale (6,8%). Valoarea investițiilor societăților de asigurări de viață în active alternative reprezenta 4,7% din totalul plasamentelor aferente acestor categorii de societăți.

Expunerile societăților de asigurare față de sectorul imobiliar sunt atent monitorizate din perspectiva lichidității și riscului de credit, mai ales în condiții de piață volatile. Evaluarea corectă a investițiilor imobiliare este o provocare majoră, ținând cont de contextul macroeconomic tot mai schimbător, acestea fiind considerate adesea ilichide, ceea ce poate îngreuna vânzarea rapidă a activelor. În acest context, ASF realizează periodic analize privind expunerea asigurătorilor autorizați local față de sectorul imobiliar. Pe plan local, investițiile asigurătorilor în sectorul imobiliar reprezintă 1,8% din valoarea totală a investițiilor la finalul anului 2025. Societățile ce practică asigurări generale și cele compozite au investit mai mult în sectorul imobiliar, înregistrând ponderi de 3,8%, respectiv 2% în valoarea totală a plasamentelor acestora, în timp ce societățile de asigurări de viață dețin o expunere extrem de scăzută (0,3%) față de imobiliare.

Solvabilitatea societăților de asigurare, măsurată prin ratele de solvabilitate la nivelul pieței, se menține supraunitară, conform raportărilor societăților. Cu toate acestea, în comparație cu statele din regiune (Bulgaria, Ungaria, Polonia, Cehia), ratele de solvabilitate se află la un nivel mai scăzut.

Indicatorul de lichiditate pentru ambele segmente de asigurare (asigurări generale și de viață) se menținea la finalul anului 2025 la un nivel relativ similar cu cel înregistrat la sfârșitul lunii iunie 2025. Comparativ cu finalul anului 2024, indicatorul de lichiditate a scăzut ușor atât pentru activitatea de asigurări generale, cât și pentru cea de viață.

La finele lui 2025, valoarea rezervelor tehnice conform regimului Solvabilitate II se situa la circa 27 miliarde lei, în creștere cu 22% față de anul anterior. Din valoarea totală a rezervelor tehnice, 60% sunt constituite pentru activitatea de asigurări generale, iar 40% pentru activitatea de asigurări de viață.

Piața pensiilor private

Activele fondurilor de pensii private din România au continuat să crească în anul 2025, sistemul aflându-se într-o etapă de acumulare, neexistând presiuni pentru vânzare, întrucât nivelul plăților este în continuare unul redus, dar în creștere accentuată de la an la an. Pe parcursul anului 2025 au fost operate plăți în Pilonul II în valoare de 2,73 miliarde lei (1,35% din activele totale de la finalul lunii decembrie), respectiv 242 milioane lei în Pilonul III (3,26% din activele totale). Riscul de lichiditate se situează la un nivel scăzut, un procent de 1,03% din activele întregului sistem fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt

(aprox. 2,15 miliarde de lei). Politica investițională a fondurilor de pensii private continuă să fie axată pe piața financiară locală (aproximativ 94% din active având emitenți români), orientată în special în instrumente cu venit fix (69%) și acțiuni (26%).

Riscul de piață este gestionat către administratori prin diversificare, urmărind diminuarea componentei de risc sistemic, și este monitorizat permanent prin managementul activelor pe termen scurt și a indicatorilor de risc. Incertitudinea desfășurării evenimentelor și a relațiilor geopolitice pe plan extern împreună cu instabilitatea politică pe plan local, concomitent cu implementarea unor măsuri de austeritate pentru reducerea deficitului bugetar, continuă să aibă un impact puternic asupra volatilității piețelor financiare globale și locale, accentuând riscurile pe piețele de capital, unde se menține posibilitatea apariției unor mișcări adverse. Astfel, fondurile de pensii private sunt expuse șocurilor pe termen scurt, majoritatea activelor din portofolii fiind evaluate prin prețurile de piață.

Ținând cont de cerințele de rating investițional aplicabile emitenților instrumentelor cu venit fix eligibile pentru a fi deținute în portofoliile fondurilor de pensii private, riscul de credit se menține redus, cu tendință de creștere, în contextul intensificării vulnerabilităților și incertitudinilor ca urmare a amplificării tensiunilor geopolitice și comerciale pe plan global, care pot afecta solvabilitatea emitenților de obligațiuni.

Din motive structurale ale pieței fondurilor de pensii private din România, se menține un grad ridicat de concentrare, primele trei fonduri de pensii administrate privat cumulând 68% din activele Pilonului II, în timp ce primele trei fonduri facultative însumau 71% din activele Pilonului III. Piața serviciilor de depozitare prezintă de asemenea un grad ridicat de concentrare, BRD GSG deținând în custodie 82% din activele fondurilor de pensii private.

Riscul operațional se află la un nivel redus, dar este atent monitorizat în contextul intensificării atacurilor cibernetice la scară largă. Administratorii fondurilor de pensii au monitorizat și evaluat permanent procesele operaționale pentru a diminua acest risc. Până în acest moment nu au fost raportate atacuri cibernetice asupra industriei fondurilor de pensii.

Structura sistemului de pensii private din România prevede mai multe mecanisme de protejare a intereselor participanților, dintre care amintim: segregarea activelor dintre administratori și fonduri, verificări suplimentare și validări de către depozitari, provizioane tehnice constituite de către administratori, cerințe de raportare și transparență sporită, cărora li se adaugă Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private (FGDSPP). Această construcție a pieței împreună cu toate mecanismele de protecție a drepturilor persoanelor înscrise în sistem au rolul de a diminua riscurile asupra stabilității pieței pensiilor private din România.

Ținând cont de incertitudinea perspectivelor macrofinanciare, precum și de probabilitatea de materializare a unor riscuri de piață, inclusiv sistemice, evoluția activelor fondurilor de pensii private ar putea fi marcată de corecții temporare în perioada următoare, cu toate că, prin natura lor, fondurile de pensii private sunt investitori pe termen lung. Până în prezent, fondurile de pensii private au demonstrat capacitatea de a traversa cu succes perioadele de vulnerabilitate ale piețelor financiare, menținând tendința de creștere a activelor totale.

1. Analiza contextului macroeconomic și financiar local și internațional

Conform proiecțiilor IMF, PIB-ul global va crește cu aproximativ 3,3% în anul 2026 și cu 3,2% în anul 2027. Economia globală continuă să prezinte un ritm moderat de creștere. Pentru economiile avansate, se preconizează o creștere de circa 1,8% în anul 2026 și 1,7% pentru anul 2027, cu o ușoară îmbunătățire față de prognoza anterioară. În Statele Unite, creșterea este estimată la aproximativ 2,4% în 2026, fiind susținută de politica fiscală și de o rată a dobânzii de politică monetară mai mică, dar și de diminuarea treptată a impactului barierelor comerciale. În zona euro, ritmul rămâne modest, la 1,3% pentru anul 2026 și la 1,4% pentru anul 2027. Impactul creșterii cheltuielilor pentru apărare este de așteptat să se materializeze abia în anii următori, având în vedere angajamentele de atingere graduală a nivelurilor-țintă până în 2035. În comparație cu alte regiuni, zona euro beneficiază într-o măsură relativ limitată de impulsul investițional recent determinat de progresele tehnologice.

În Europa emergentă și în curs de dezvoltare, se anticipează o încetinire accentuată a creșterii economice, până la un nivel de 2% pentru anul 2025. Această evoluție este de așteptat să se inverseze, economiile din regiune, urmând să revină pe o traiectorie de creștere moderată, cu un avans mediu de 2,3% în 2026 și de 2,4% în 2027.

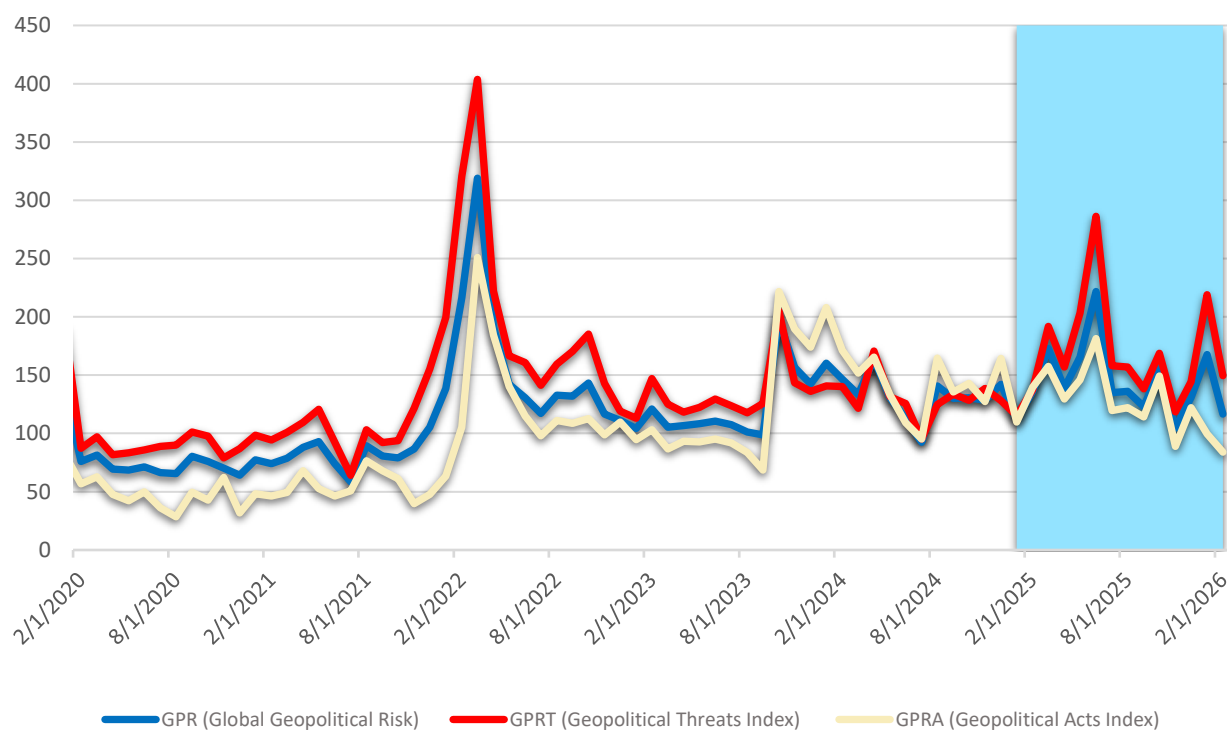
Inflația globală este anticipată să scadă de la un nivel estimat de 4,1% în anul 2025, la 3,8% în anul 2026 și, ulterior, la 3,4% în 2027. Proiecțiile privind inflația rămân, în mare măsură, neschimbate față de cele din octombrie 2025. Inflația în Statele Unite este așteptată să revină mai lent către ținta de politică monetară decât în alte economii mari.

Volumul comerțului mondial este prognozat să își tempereze ritmul de creștere, de la 4,1% în anul 2025, la 2,6% în anul 2026, urmând să se redreseze moderat la 3,1% în 2027. Această dinamică este determinată de efecte de anticipare a fluxurilor comerciale (*front-loading*), precum și de reconfigurări ale fluxurilor de comerț ca urmare a introducerii unor noi politici. Pe termen mediu, măsurile fiscale cu caracter expansionist implementate în economiile cu excedente de cont curent sunt de natură să contribuie la diminuarea dezechilibrelor globale.

1.1. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale

Tendențele recente la nivel global indică faptul că incertitudinea geopolitică rămâne în continuare ridicată, cu o tendință ascendentă pe termen lung. Mai mult, creșterea cumulată semnificativă a celor 3 indici în 2025 și la începutul anului 2026 sugerează o instabilitate geopolitică persistentă.

Figura 1 Evoluția indicilor de riscuri geopolitice



Sursa: <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>, prelucrare ASF

Analiza dinamicii celor 3 indici arată că:

- GPR (Indicele Global al Riscului Geopolitic) prezintă vârfuri majore în perioada decembrie 2019 – februarie 2026, a înregistrat creșteri susținute în 2025 față de 2024, indicând perioade de tensiuni geopolitice ridicate.
- GPRT (Indicele Amenințărilor Geopolitice) măsoară percepția mediatică și discursul public și urmează o tendință similară, și atinge valori mai mari atunci când tensiunile escaladează.
- GPRA (Indicele Actelor Geopolitice) rămâne sub GPRT (Indicele Amenințărilor Geopolitice), cu o valoare de 84,0 la sfârșitul perioadei analizate (februarie 2026), ceea ce sugerează că multe amenințări nu se transformă în evenimente geopolitice concrete.

Decalajul semnificativ între indici evidențiază comportamentul de aversiune crescută la risc pe piețele financiare. Conflictul ruso-ucrainean rămâne principalul factor de volatilitate pe piețele financiare globale. Conflictul din Iran nu a fost surprins de datele disponibile în seturile de date. Scăderile pronunțate ale

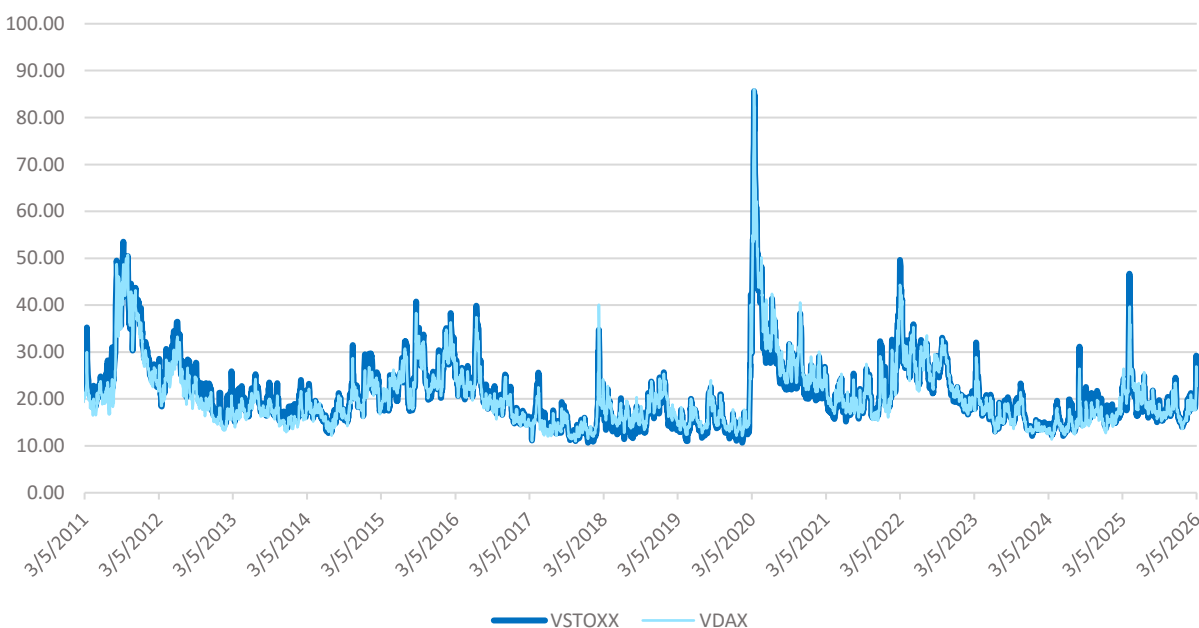
indicilor în februarie 2026 reflectă posibile progrese în negocierile de pace sau reducerea escaladării, deși persistă volatilitate geopolitică majoră comparativ cu nivelurile pre-pandemice din 2019.

Reintensificarea din 2025 reflectă noi factori de instabilitate: escaladarea în Fâșia Gaza, tensiuni crescânde în Coreea de Sud-Nord și continuarea conflictului ucrainean, combinat cu incertitudinile legate de schimbări în politica comercială și de alianțe internaționale. Sincronizarea celor trei indici evidențiază un climat geopolitic instabil, în care riscul nu este doar perceput, ci se intensifică la nivel global. Anul 2025 a consemnat creșteri ale tuturor celor trei indici, însă amploarea acestor avansuri nu a atins vârful din perioada invaziei Rusiei în Ucraina.

Tensiunile geopolitice și disputele comerciale globale au devenit un factor major de instabilitate, accentuând riscul de fragmentare economică și determinând oscilații bruște ale piețelor financiare.

VDAX și VSTOXX (*EURO STOXX 50 Volatility Index*) sunt indicatori standard ai volatilității pieței. Stabilizarea acestora semnalează reducerea aversiunii la risc pe piețele globale. Perioadele de creștere brusca ale acestora în 2025 indica perioade de incertitudine crescuta pentru piețele financiare internaționale.

Figura 2 Evoluția indicilor VDAX și VSTOXX



Sursa : LSEG, prelucrare ASF

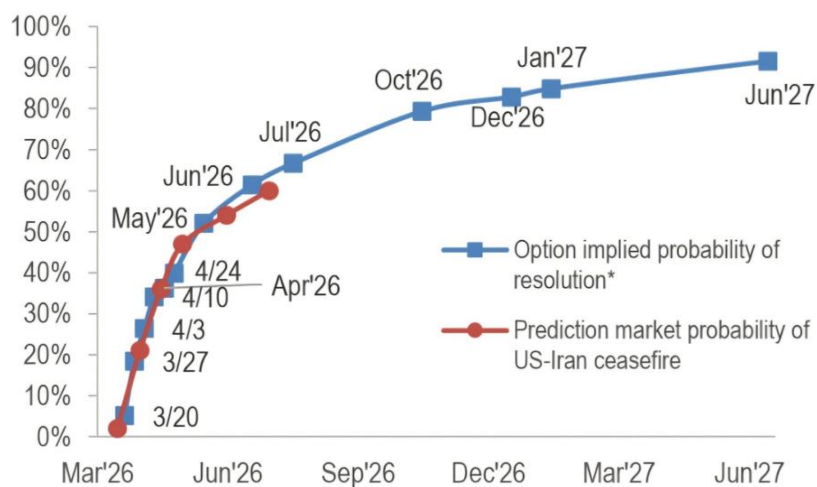
Chiar dacă, spre sfârșitul lunii aprilie 2025, indici precum VDAX și VSTOXX au început să semnaleze o tendință de stabilizare, riscul de noi episoade de stres sistemic a rămas ridicat, reflectat și de nivelul indicilor de risc geopolitic.

Barierile comerciale majorează costurile input, crescând inflația la consum. Simultan, riscul geopolitic și incertitudinea economică comprimă evaluările activelor (acțiuni, obligațiuni). Efectele sunt mai pronunțate pentru economiile orientate spre export și sectoarele dependente de lanțuri de aprovizionare globale.

În figura 3 sunt prezentate două serii de probabilități cumulative pentru rezolvarea conflictului SUA–Iran, pe orizontul martie 2026 – iulie 2027 care provin din surse metodologic distincte: (i) probabilitatea implicită din opțiuni pe petrol (JP Morgan Equity Derivatives Strategy) și (ii) probabilitatea de piață de predicție pentru un acord de încetare a focului SUA–Iran (Polymarket).

Cele două curbe converg spre același diagnostic: probabilitatea unui acord de încetare a focului ar depăși 50% în luna mai 2026 și ar urca spre 90% în intervalul ianuarie–iulie 2027. Convergența dintre cele două metodologii, una indirectă, extrasă din structura volatilității implicite a opțiunilor pe petrol, cealaltă directă, derivată din contracte de predicție (Polymarket) conferă robustețe analizei.

Figura 3 Calendarul implicit al unui acord de încetare a conflictului din Iran



Sursa: J.P.Morgan Equity Derivatives Strategy, Polymarket

Probabilitățile extrase din opțiunile pe petrol (curba albastră) reprezintă o distribuție a probabilităților neutre la risc (*risk-neutral*), și nu probabilități reale (*real-world*). Prin contrast, Polymarket oferă o măsură mai directă, contractele lichidându-se pe realizarea evenimentului însuși, ceea ce îi conferă o interpretare mai transparentă în termeni de probabilități de piață subiective.

Piețele de opțiuni și cele de predicție indică aceeași direcție: un acord de încetare a focului ar putea surveni în câteva săptămâni, însă există un risc de coadă (*tail risk*) ca acesta să se materializeze abia după mai multe luni. O concluzie similară reiese din nivelurile extreme de *backwardation*¹ înregistrate pe piețele petrolului.

Structural, piețele financiare prețuiesc conflictul Iran/SUA preponderent ca un șoc de ofertă energetică, nu ca o criză sistemică amplă și prelungită. Această lectură este susținută de configurația volatilităților pe clase de active:

- Volatilitatea petrolului (OVX) a crescut brusc la 120 ceea ce reflectă incertitudinea cu privire la oferta de energie.
- Volatilitatea acțiunilor (VIX) a urcat la circa 27 ceea ce reprezintă un nivel ridicat, dar sensibil sub pragul de 40 asociat în mod tipic episoadelor de criză sistemică, sugerând că investitorii în acțiuni

¹ Backwardation: prețul spot depășește prețul futures pentru scadențele îndepărtate. În contextul conflictului Iran/SUA, backwardation-ul extrem semnalează că piața percepe penuria de ofertă ca pe un fenomen acut, nu cronic.

tratează evenimentul ca pe un șoc geopolitic cu consecințe inflaționiste, nu ca pe o amenințare structurală pentru piață.

- Volatilitatea obligațiunilor de stat (MOVE Index, 91) și volatilitatea aurului (GVZ, 32) reflectă forțe concurente: cererea de active-refugiu (safe-haven demand) versus preocupările inflaționiste generate de prețurile energiei.

Semnalele agregate de piață sunt consistente cu un scenariu de bază în care conflictul rămâne conținut geografic și temporal, cu impact primar asupra prețurilor energiei și, prin canale secundare, asupra inflației și costului finanțării. Riscurile extreme (tail risk) care sunt generate de escaladare prelungită sau de o extindere a conflictului, nu sunt ignorate de piețe, dar nu constituie scenariul central prețuit. Această co-dependență a riscurilor justifică monitorizarea atentă a corelației dintre OVX și spread-urile de credit suveran în economiile emergente dependente energetic.

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

Indicele a înregistrat o creștere semnificativă în 2021, atingând un vârf în jurul mijlocului anului 2021 și începutului anului 2022. Aceasta corespunde cu perturbările globale ale lanțului de aprovizionare cauzate de COVID-19, blocaje logistice, congestiunea porturilor și costuri ridicate de transport.

Deficitul de semiconductori, lipsa materiilor prime și întreruperile producției în China au contribuit la aceste creșteri. Urmează o scădere accentuată în a doua jumătate a anului 2022, indicând o relaxare rapidă a constrângerilor lanțului de aprovizionare. Indicele s-a stabilizat în 2023-2024, ceea ce sugerează că presiunile asupra lanțului de aprovizionare s-au normalizat. Fluctuațiile minore indică riscuri geopolitice, probleme în aprovizionarea cu materii prime și incertitudini comerciale globale, dar fără perturbări majore.

Nivelul înregistrat în 2025 sugerează un mediu mai stabil, cu o tendință de revenire la media pe termen lung, ca urmare a descreșterii tensiunilor de pe structura lanțurilor de aprovizionare, deși anumite riscuri persistă. Descreșterea indicelui este asociată cu reducerea inflației la nivel global pentru bunurile și prețurile la nivel de producător. Această evoluție este în concordanță cu tendințele economice globale, schimbările în dinamica comerțului și relaxarea constrângerilor logistice.

Figura 4 Evoluția indicelui GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index)



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

Dinamica principalilor indici internaționali este prezentată în figura următoare pentru ianuarie 2023 – ianuarie 2026. Indicii au fost normalizați la 100 pentru a facilita comparația dintre aceștia.

Toți cei șase indici internaționali au continuat tendința ascendentă începută în 2023, însă ritmul și caracterul evoluțiilor diferă semnificativ între 2024 și 2025.

În 2025 toți indicii au suferit o corecție semnificativă în aprilie 2025, când tensiunile geopolitice și preocupările privind încetinirea creșterii globale au generat o scădere sincronizată. Ulterior, a urmat o revenire puternică în a doua parte a anului, ceea ce a readus majoritatea indicilor la creșteri robuste pe ansamblul anului 2025.

Creșterea indicelui STOXX Europe 600 s-a situat în urma indicilor globali, reflectând perspective mai prudente pentru economia europeană, afectată de stagnarea consumului. Figura evidențiază modul în care diferitele piețe regionale au reacționat la șocurile economice majore, politicile monetare și riscurile geopolitice din ultimii trei ani.

Figura 5 Principali indici internaționali (1 ianuarie 2023=100)



Sursa: LSEG, prelucrare ASF

Indicatorii *Citi Macro Risk* măsoară tensiunile financiare globale, instabilitatea economică și riscurile geopolitice.

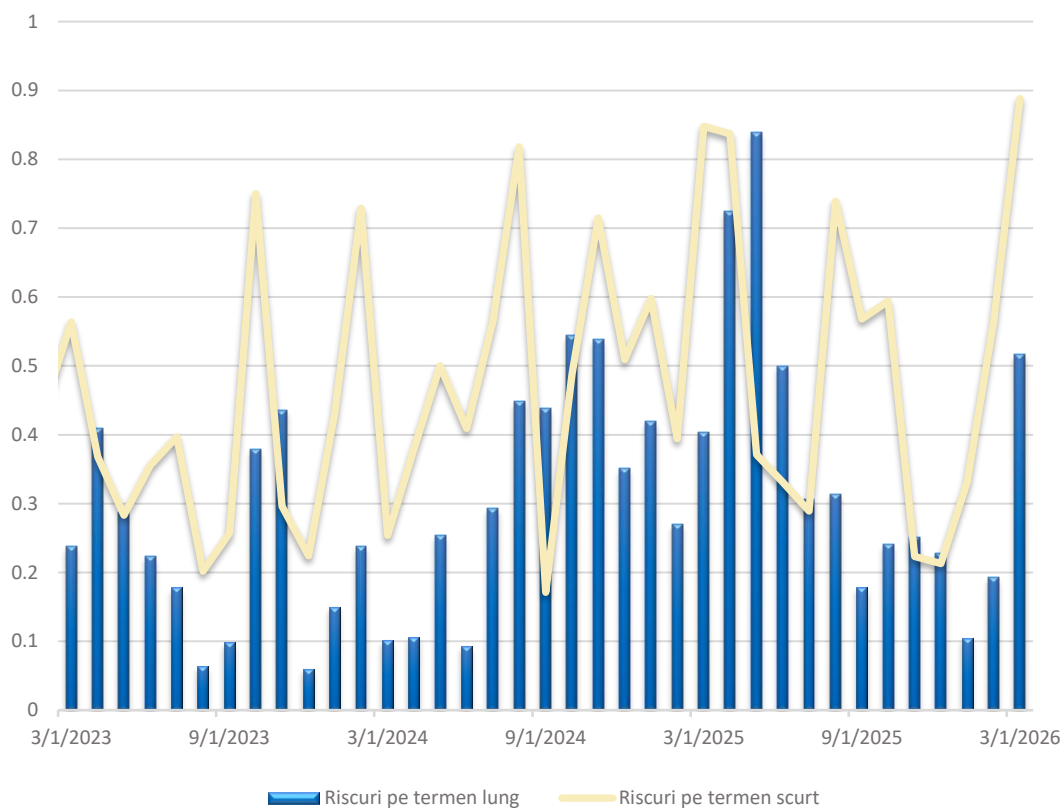
Riscurile pe termen lung au avut o tendință de creștere la începutul anului 2025 la valori atingând maxime locale în prima parte a anului 2025. Evoluția reflectă persistența dezechilibrelor economice globale, alternând perioade de acumulare și de diminuare a riscurilor, pe fondul dificultăților legate de ajustarea politicilor monetare și de incertitudinile privind dinamica creșterii economice.

Riscurile macroeconomice pe termen scurt (linia roșie) reacționează rapid la evenimente macroeconomice sau financiare imediate, prezentând vârfuri frecvente. Riscurile pe termen scurt sunt mult mai volatile, reacționând imediat la șocuri economice și financiare. Riscurile pe termen scurt au rămas la un nivel foarte ridicat și volatil, dar se remarcă o serie de episoade cu amplitudine mai mare decât în 2024 (în special în primul trimestru din 2026). Aceasta arată o sensibilitate și mai mare a piețelor la șocurile geopolitice.

Deși oscilează puternic, indicele riscurilor pe termen scurt pare să rămână la un nivel relativ ridicat, sugerând că incertitudinile economice și financiare nu s-au diminuat semnificativ. În paralel, creșterea lentă

a riscurilor pe termen lung confirmă faptul că fundamentele structurale ale economiei globale rămân fragile.

Figura 6 Indicatori globali pentru riscul macroeconomic



Sursa: LSEG, prelucrare ASF

1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

Creștere economică

Produsul Intern Brut (PIB) a crescut cu 0,6% în anul 2025 comparativ cu anul precedent. În trimestrul IV 2025, PIB a fost, în termeni reali, mai mic cu 1,9% comparativ cu trimestrul III 2025. În ultimul trimestru al anului 2025, față de același trimestru din anul 2024, PIB a înregistrat o creștere cu 0,1% pe seria brută și o scădere de 1,6% pe seria ajustată sezonier.

În trimestrul IV 2025, evoluțiile PIB indică o eterogenitate moderată între economiile analizate. Creșterea economică trimestrială, la nivelul Uniunii Europene, ajunge de la +0,4% în trimestrul anterior, la +0,3% în trimestrul IV 2025, semnalând o scădere modestă, dar fără o schimbare structurală majoră a ritmului de evoluție.

În condițiile în care atât Bulgaria, cât și Polonia consemnează evoluții peste media UE, România înregistrează în trimestrul al patrulea o diminuare de -1,9%, reprezentând cea mai slabă evoluție din eșantion.

Tabelul 1 Evoluția trimestrială a produsului intern brut²

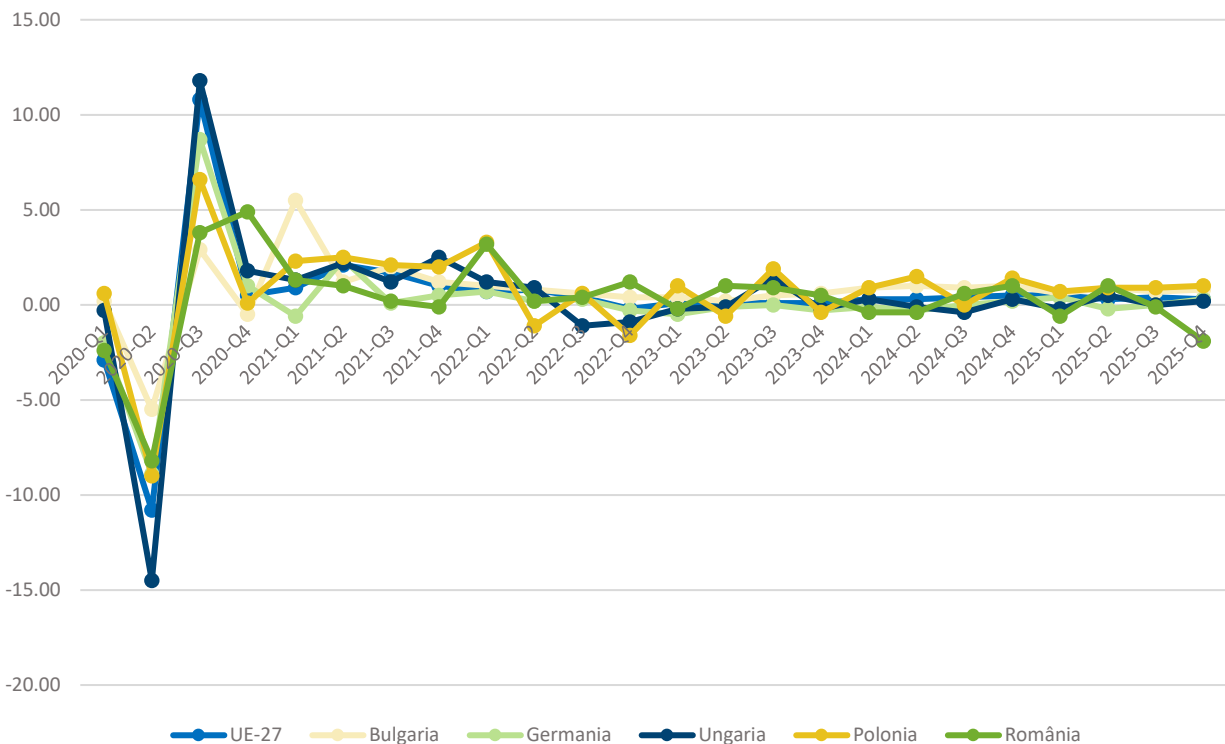
| | | Trim. I | Trim. II | Trim. III | Trim. IV | An |
|--|-------------|---------|----------|-----------|----------|-------|
| - în % față de perioada corespunzătoare din anul precedent | | | | | | |
| - | | | | | | |
| Serie brută | 2023 | 102,7 | 101,0 | 102,0 | 103,2 | 102,3 |
| | 2024 | 100,6 | 100,9 | 101,7 | 100,5 | 100,9 |
| | 2025 | 100,3 | 100,3 | 101,7 | 100,1 | 100,6 |
| Serie brută prin metoda volumelor înlănțuite cu an de referință 2020^{*)} | 2023 | 101,6 | 102,8 | 102,6 | 102,0 | 102,3 |
| | 2024 | 102,3 | 100,8 | 100,2 | 100,8 | 100,9 |
| | 2025 | 100,6 | 102,5 | 101,3 | 98,6 | 100,6 |
| Serie ajustată sezonier^{**)} | 2023 | 101,6 | 102,4 | 102,9 | 102,2 | - |
| | 2024 | 102,0 | 100,5 | 100,3 | 100,8 | - |
| | 2025 | 100,6 | 102,1 | 101,4 | 98,4 | - |
| - în % față de trimestrul precedent - | | | | | | |
| Serie ajustată sezonier^{**)} | 2023 | 99,8 | 101,0 | 100,9 | 100,5 | - |
| | 2024 | 99,6 | 99,6 | 100,6 | 101,0 | - |
| | 2025 | 99,4 | 101,0 | 99,9 | 98,1 | - |

Sursa: INS; *) a se vedea precizările metodologice pagina 4, punctul IV; **) ajustare sezonieră pe baza seriei brute de volume înlănțuite cu an de referință 2020

Contractia din ultimul trimestru plasează România în contrast cu ritmul pozitiv al regiunii și reflectă particularitățile ciclului economic intern.

² Conform comunicatului de presă INS din 13.02.2026

Figura 7 Creștere economică trimestrială (% modificare procentuală față de trimestrul anterior)



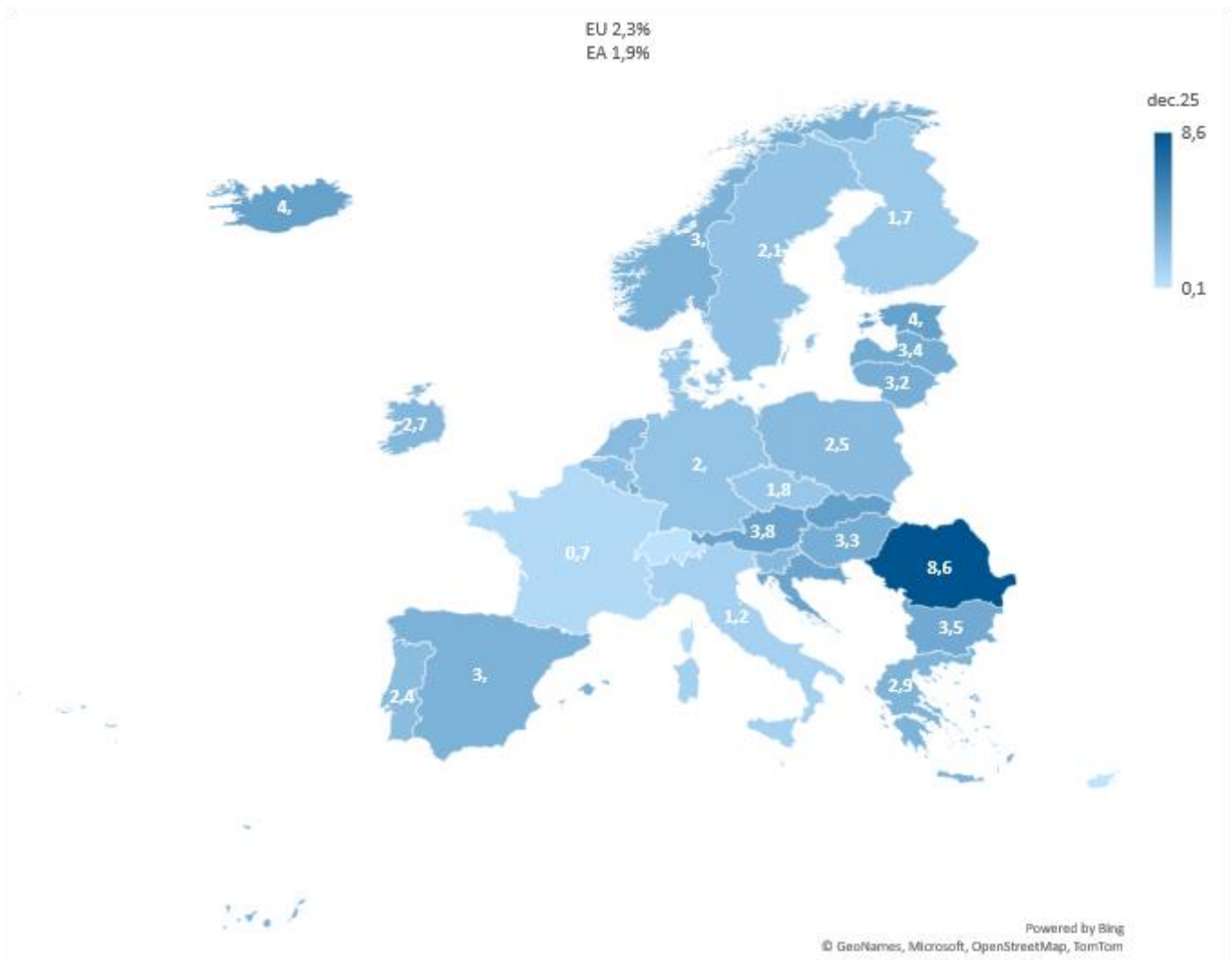
Sursa: Eurostat, date ajustate sezonier și calendaristic, prelucrare ASF

Dinamica inflației

România a încheiat anul 2025 cu o rată anuală a inflației de 8,6%, cel mai ridicat nivel din Uniunea Europeană. Valoarea a rămas constantă față de luna noiembrie 2025 și a consemnat o creștere de 0,2 puncte procentuale comparativ cu luna octombrie 2025. Începând cu martie 2025, România s-a menținut pe prima poziție în topul Eurostat privind valoarea inflației anuale. Această evoluție a fost determinată de persistența așteptărilor inflaționiste ridicate, de expirarea schemei de plafonare a prețului energiei electrice și de majorarea, începând cu 1 august, a cotelor de TVA și a accizelor, în concordanță cu pachetul de măsuri fiscal-bugetare adoptat în luna iulie 2025.

Graficul arată o divergență puternică a inflației României față de țările europene pentru luna decembrie 2025. Inflația anuală în UE a fost de 2,3%, iar în zona euro a fost 1,9%.

Figura 8 Rata anuală a inflației (indicele armonizat al prețurilor de consum - IAPC)

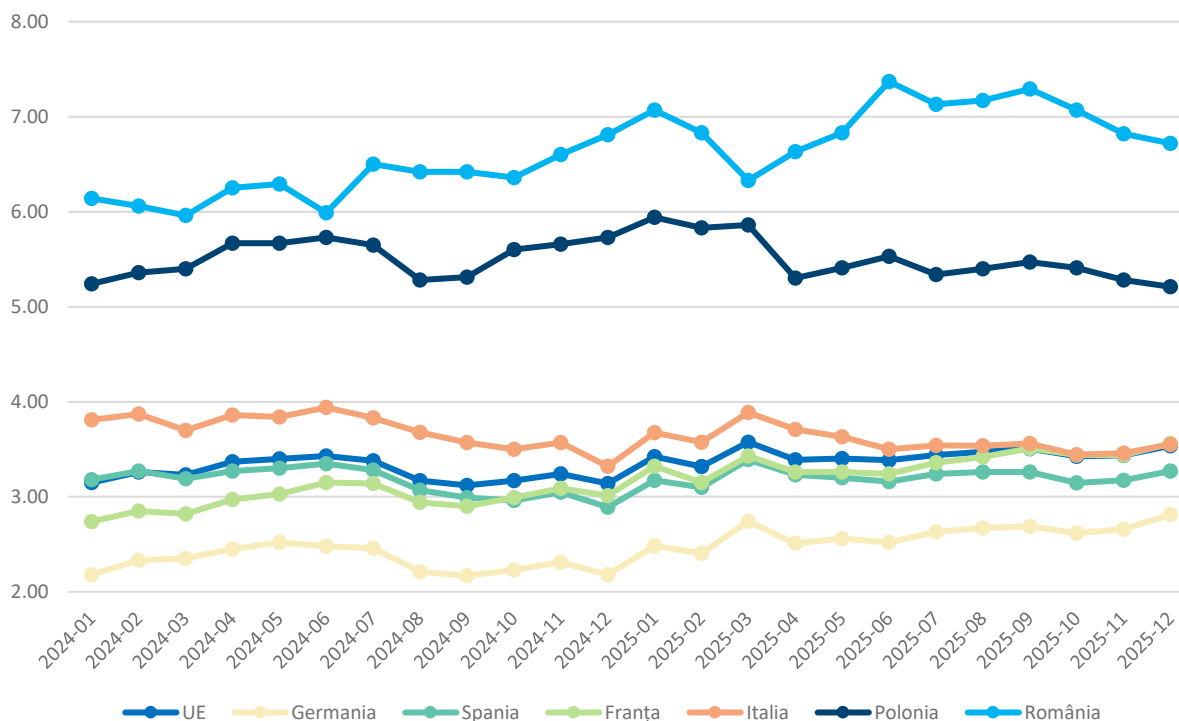


Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani)

Graficul prezintă dinamica randamentelor obligațiunilor suverane cu maturitate de 10 ani pentru un grup de economii europene în perioada 2024-2025, evidențiind diferențe structurale semnificative în ceea ce privește condițiile de finanțare și percepția de risc suveran. România se poziționează constant la nivelul superior al valorilor randamentelor, cu valori cuprinse între aproximativ 6% și peste 7%. Această traiectorie reflectă vulnerabilități macroeconomice interne, în special în sfera politicii fiscal-bugetare, precum și efectele persistente ale presiunilor inflaționiste asupra costurilor de finanțare ale statului.

Figura 9 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

În contrast, statele din nucleul zonei euro - Germania și Franța - se mențin în zona randamentelor scăzute, în intervalul 2,2-2,8% pentru Germania și aproximativ 2,7-3,6% pentru Franța. Evoluția acestor randamente este relativ stabilă, cu variații moderate, sugerând un profil de risc suveran scăzut și condiții de finanțare favorabile.

În ansamblu, graficul conturează o ierarhizare clară a riscului suveran la nivel european. Economii din zona euro centrală (Germania, Franța) beneficiază de cele mai favorabile condiții de finanțare, reflectând un profil de risc scăzut și un grad ridicat de credibilitate fiscală. Statele din sudul zonei euro (Spania, Italia) se poziționează într-o zonă intermediară a distribuției randamentelor, cu niveluri moderate ce indică un risc perceput relativ stabil. În schimb, economiile din afara zonei euro (Polonia, România) înregistrează cele mai ridicate prime de risc, România distingându-se printr-un nivel al randamentelor net superior celorlalte jurisdicții analizate.

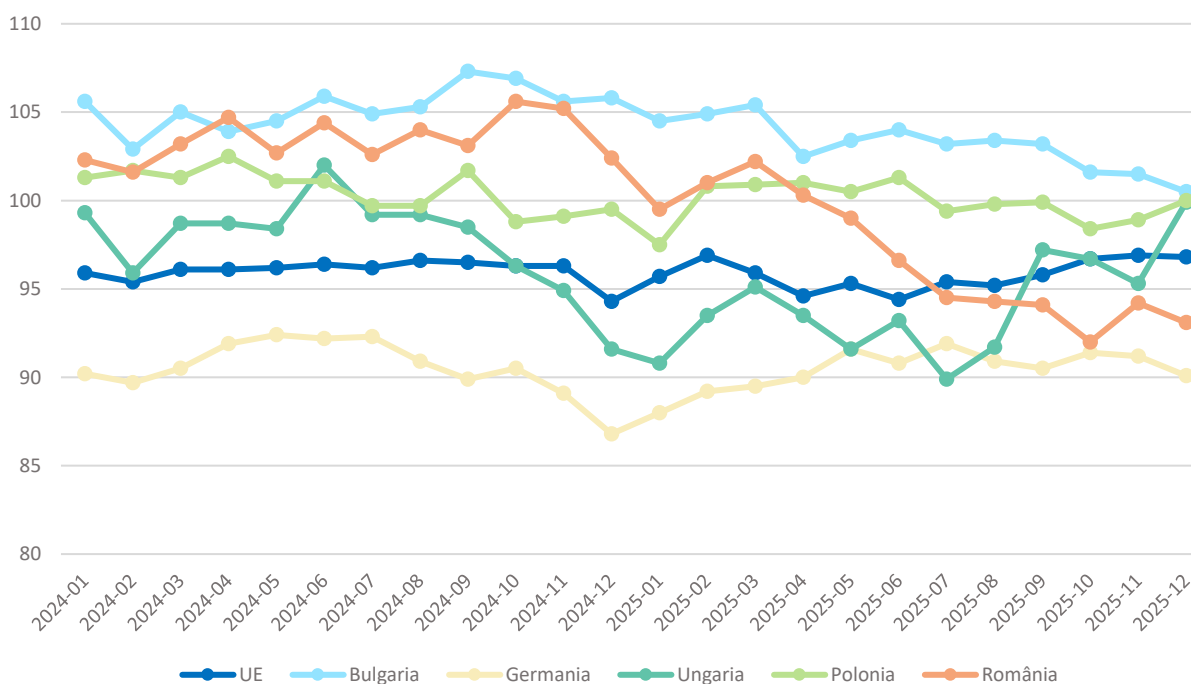
Sentiment economic

Indicatorul de sentiment economic (ESI) este un indicator compozit conceput pentru a surprinde evoluțiile activității economice, oferind o evaluare sintetică a încrederii mediului de afaceri și a consumatorilor în perspectivele economiei. Elaborat de Eurostat pentru economiile europene, ESI constituie un instrument esențial în anticiparea tendințelor macroeconomice. Un nivel ridicat al sentimentului economic este, în mod obișnuit, asociat cu așteptări favorabile privind creșterea economică, în timp ce diminuarea acestuia poate semnala riscul unei încetiniri sau contracții a activității. Figura următoare compară evoluția sentimentului economic în România cu cea din alte economii - Germania, Bulgaria, Polonia și Ungaria - pentru intervalul ianuarie 2024 – decembrie 2025.

În anul 2025, evoluția sentimentului economic a rămas sub pragul de 100 pentru Uniunea Europeană. Dispersia între economii rămâne ridicată: diferența dintre maxim (Bulgaria) și minim (Germania) este de 16,5 puncte în ianuarie 2025 (104,5 vs. 88,0) și încă 10,4 puncte la finalul anului 2025 (100,5 vs. 90,1), indicând eterogenitate persistentă a percepțiilor.

România trece de la un sentiment ușor pozitiv la început de an la o deteriorare graduală: de la 102,2 în martie 2025 la 93,1 în decembrie, coborând sub 100 începând cu luna aprilie și menținându-se în această zonă. Aceasta sugerează erodarea încrederii pe fondul intensificării incertitudinilor interne (fiscalitate, inflație, costuri de finanțare).

Figura 10 Indicatorul de sentiment economic



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Măsurarea riscului sistemic pentru piețele europene este realizată cu ajutorul indicatorului CISS3, care este un indicator compozit pentru riscurile sistemice calculat de Banca Centrală Europeană. Indicatorul CISS este construit pentru a arăta măsura în care stresul financiar sistemic contribuie la instabilitatea financiară a piețelor europene.

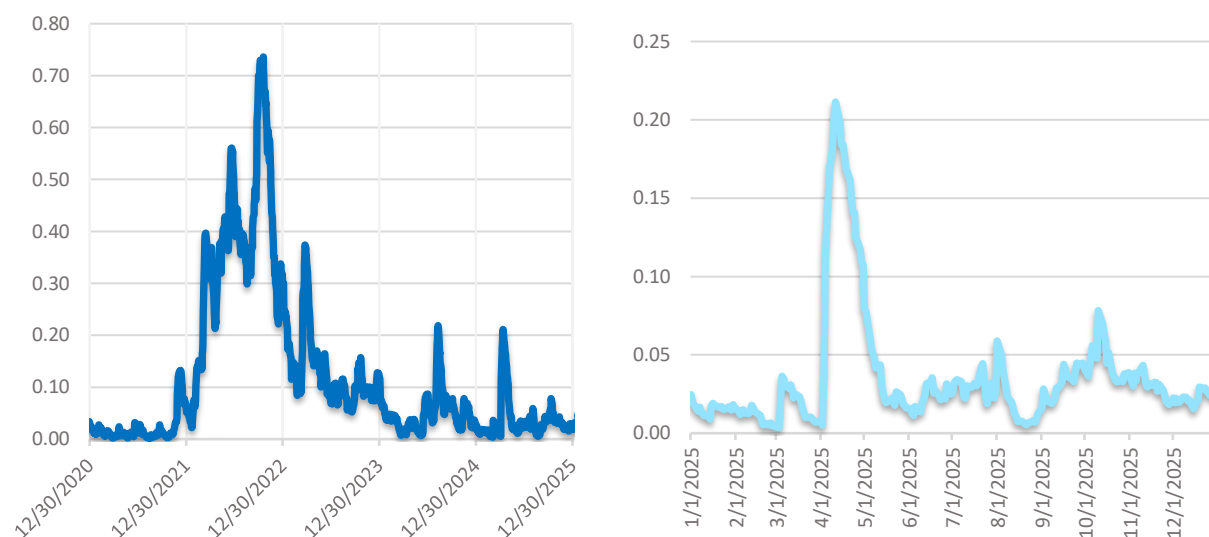
Indicatorul ia în calcul diferite sectoare ale sistemului financiar european: piețele de acțiuni și obligațiuni, schimb valutar și piețele monetare etc. Valoarea indicatorului este constrânsă să fie în intervalul (0, 1), astfel încât valorile mai mari indică perioadele de stres financiar pentru piețele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

Creșterea bruscă a indicatorului CISS din martie-aprilie 2025 (0,21) a apărut pe un fundal de risc sistemic redus, iar amplitudinea sa relativă față de evoluția din 2025 este comparabilă cu episoadele majore din perioada 2020-2025. Creșterea riscului sistemic a fost generată de un salt major în incertitudinea referitoare la impunerea tarifelor comerciale, de corecția bursieră sincronizată la nivel global și de re poziționarea abruptă pe piețele de obligațiuni suverane. Revenirea rapidă spre 0,02-0,03 sugerează că piețele au absorbit șocul ca temporar, fără transmisie sistemică persistentă datorită ancorării credibile a politicii BCE și absenței unui stres de lichiditate bancară la nivel european. Revenirea rapidă la nivelul de fond (0,02-0,03) în mai-iunie indică reziliență structurală a sistemului financiar european și absența unui canal de amplificare endogenă indicând că stresul sistemic a rămas exogen și tranzitoriu.

Al doilea episod de creștere a riscului sistemic din octombrie-noiembrie 2025 (0,07-0,08) este un semnal de acumulare a vulnerabilităților reziduale, fără a avea o semnificație sistemică.

Cu toate acestea, evoluția indicelui în 2025 confirmă sensibilitatea ridicată a piețelor europene la șocuri de politică comercială externă, un factor de risc care trebuie incorporat explicit în scenariile de stres pentru fondurile de investiții și piața de capital românească.

Figura 11 Indicatorul CISS pentru riscul sistemic pe termen lung (2020-2025) și pe termen scurt (2025)



Sursa: Banca Centrală Europeană, calcule ASF

³ CISS - Composite Indicator of Systemic Stress

2. Tabloul riscurilor pe piețele financiare nebankare

În a doua jumătate a anului 2025 și la începutul anului 2026, piețele europene de capital, sectorul asigurărilor și cel al pensiilor ocupaționale au continuat să împărtășească un set comun de riscuri structurale, conturând un peisaj de risc interconectat în care șocurile geopolitice și macroeconomice, fragilitatea evaluărilor și transformările tehnologice acționează simultan, într-un context de incertitudine persistentă.

Instabilitatea geopolitică a rămas factorul dominant de risc pentru toate cele trei segmente. Conflictele regionale în curs din Venezuela, Iran și Groenlanda au alimentat volatilitatea macroeconomică, în timp ce creșterea preconizată a cheltuielilor publice pentru apărare și infrastructură poate exercita presiuni ascendente asupra spread-urilor obligațiunilor suverane și corporative, cu implicații directe asupra portofoliilor asigurătorilor, fondurilor de pensii și participanților la piața de capital. Deși semnale pozitive din partea creșterii PIB-ului și reducerii inflației au atenuat parțial tensiunile, contextul macroeconomic rămâne fragil.

Digitalizarea și amenințările cibernetice reprezintă riscuri transversale tot mai importante din punct de vedere structural, cu impact asupra tuturor celor trei piețe. Sectorul financiar european continuă să fie vizat tot mai frecvent de amenințări cibernetice și hibride, cu infrastructuri critice și furnizori de servicii expuși unor dependențe operaționale cu potențial de propagare sistemică. Adoptarea inteligenței artificiale, extinderea token-izării și proliferarea platformelor digitale aduc beneficii de eficiență operațională, dar amplifică totodată complexitatea și expunerea la riscuri cibernetice. Mediul geopolitic în continuă evoluție și dependența de furnizori terți de tehnologie sporesc vulnerabilitatea și complexitatea operațională a tuturor segmentelor piețelor financiare nebankare europene.

2.1. Piețele europene de capital

Tabloul riscurilor pe piața de capital europeană, publicat de ESMA⁴, arată că riscurile din acest sector rămân ridicate.

În a doua jumătate a anului 2025 și la începutul anului 2026, evaluările acțiunilor au atins niveluri record, subliniind riscurile tot mai mari ale prețurilor nesustenabile și ale corecțiilor dezordonate care ar putea afecta toate piețele, chiar și după o retragere modestă ulterioară. Prăbușirea fulger din octombrie pe piața criptomonedelor a temperat expansivitatea, dar evaluările rămân totuși la niveluri ridicate. Creditul privat a devenit o vulnerabilitate sistemică după *default*-urile din SUA, care au scos în evidență opacitatea și interconexiunile sistemice. Preocupările privind sustenabilitatea datoriilor au crescut atât în UE, cât și în SUA, pe fondul deficitelor publice în creștere. Amenințările cibernetice și hibride au rămas ridicate, crescând riscul de perturbări grave ale infrastructurii pieței și amplificând vulnerabilitățile sistemice.

Aceste evoluții de piață au contribuit colectiv la menținerea riscurilor de piață și sistemic la nivel ridicat, mai ales pe fondul geopoliticii în schimbare și al incertitudinii persistente. Corelațiile prețurilor activelor au











⁴ Raportul ESMA privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile, ediția nr. 1/2026

crescut, de asemenea, începând din aprilie, indicând un risc sporit de contagiune între diferite clase de active.

ESMA continuă să evalueze riscurile de piață, contagiune și operaționale la cel mai înalt nivel, riscul de credit și lichiditate la nivel înalt, iar riscul de mediu la nivel moderat.

Incertitudinea persistentă continuă să influențeze perspectiva, evaluările globale ridicate ale acțiunilor reprezentând riscuri semnificative de corecții abrupte și contagiune sistemică, iar calitatea creditului ar putea să se deterioreze. Inflația generată de tarife poate complica deciziile de politică ale băncilor centrale, cu potențial de volatilitate pe piețele obligațiunilor și valutare. Expansiunea rapidă a creditului privat adaugă vulnerabilități de levier și lichiditate, iar eventualele eșecuri ar putea genera dificultăți financiare. Interconexiunile tot mai puternice între piețele de *criptomonede* și cele tradiționale (inclusiv prin *stablecoins*) merită o atenție deosebită, deoarece cresc riscul de propagare a efectelor negative. În plus, amenințările cibernetice și hibride reprezintă o preocupare în creștere. Investitorii retail și instituționali ar trebui să rămână vigilenți și să mențină rezerve solide de lichiditate pentru a face față corecțiilor bruște de piață.

Tabelul 2 Tabloul riscurilor piața de capital din UE, ESMA martie 2026 ⁵

| Categorie risc | Nivel risc actual | Perspectivă |
|--|---|-------------|
| Risc de lichiditate |  | → |
| Risc de piață |  | → |
| Risc de credit |  | → |
| Risc de contagiune |  | → |
| Risc operaționale |  | → |
| Risc de mediu |  | → |
| Segmente de piață | Nivel risc actual | Perspectivă |
| Piețe de valori mobiliare și active crypto |  | → |
| Infrastructuri și servicii |  | ↗ |
| Managementul activelor |  | → |
| Investitori retail |  | → |

Sursa: ESMA, Tabloul riscurilor pe piața de capital din UE (martie 2026)

⁵ 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 perioada precedentă; perspectivele se referă la perioada următoare.

Factori de risc

Stabilitate financiară și piețe ordonate

Incertitudini geopolitice și macroeconomice: Incertitudinile geopolitice persistente, inclusiv conflictele regionale și tensiunile legate de comerțul global cresc riscul de fragmentare și pot declanșa evenimente cu impact brusc, amplu și de durată asupra prețurilor. Performanța economică a UE oferă, de asemenea, un context incert pentru piețele financiare europene, mai ales în condițiile impactului așteptat al tarifelor vamale mai ridicate. Creșterea datoriei publice și private va majora costurile de serviciu al datoriei, care vor continua să apese asupra emitenților. Evaluările ridicate persistente ale piețelor de acțiuni – legate de tehnologie și inteligență artificială în SUA, respectiv de sectorul financiar în UE – intensifică riscul unor corecții neașteptate într-un context de reactivitate și volatilitate sporită a piețelor.

Perturbări operaționale și tehnologice: Datele recente privind incidentele arată că sectorul financiar este din ce în ce mai vizat de amenințări cibernetice și hibride, în timp ce infrastructurile critice și furnizorii de servicii rămân vulnerabili la dependențe operaționale care pot propaga șocuri către participanții și piețele din întregul sistem. Consolidarea cadrului de reziliență operațională, îmbunătățirea supravegherii terților și perfecționarea raportării și testării incidentelor reprezintă măsuri esențiale pentru atenuarea impactului potențial asupra stabilității financiare și a ordinii piețelor.

Perspectivă



Protecția investitorilor

Produce speculative: Deși majoritatea investițiilor retail se concentrează pe clase de active tradiționale (acțiuni sau unități de fond), unii investitori tranzacționează produse complexe cu efect de levier sau au expuneri pe active crypto. Riscurile și costurile cresc semnificativ dacă investitorii intră și ies frecvent din poziții, așa cum se întâmplă în cazul anumitor produse cu levier (de exemplu, turbos). Aceste produse generează pierderi așteptate pentru investitori.

Tendințe comportamentale în investiții: Noi clienți se îndreaptă masiv către platformele digitale. Deși participarea sporită aduce beneficii importante, clienții fără experiență sunt expuși riscului de a lua decizii de investiții inadecvate sau de a avea așteptări nerealiste. Investitorii riscă să fie expuși la informații false sau înșelătoare prin intermediul rețelelor sociale. Unele platforme digitale integrează fluxuri de știri din rețelele sociale, amplificând influența acestora asupra deciziilor de investiții.

Riscul de concentrare a portofoliului: Clienții retail au acumulat expuneri semnificative față de acțiunile americane din sectorul inteligenței artificiale. Acest fenomen este deosebit de pronunțat la investitorii tineri, iar expunerile pot fi atât directe (prin deținere de acțiuni), cât și indirecte (prin fonduri de investiții și ETF-uri). Investițiile în companii de AI și tehnologie au continuat să crească evaluările pieței americane de acțiuni, ridicând îngrijorări privind riscul unei corecții dezordonate care ar afecta investitorii retail din UE.

Perspectivă



Dezvoltări pe piața financiară

Piețe de valori mobiliare și active crypto

- Acțiuni: Evaluările ridicate persistente intensifică riscul unor corecții bruște de piață într-un context de reactivitate și volatilitate crescută
- Obligațiuni: Contractarea spread-urilor obligațiunilor suverane, dar ușoară deteriorare a lichidității pe fondul riscurilor macro incerte; semnalele privind calitatea creditului sunt mixte în UE, în timp ce preocupările cresc în privința creditului privat din SUA
- Active crypto: Scăderea se accentuează după prăbușirea fulger din octombrie, însă stablecoin-urile continuă să crească
- *Analiză aprofundată:* Sensibilitatea pieței obligațiunilor suverane din UE la evenimente neașteptate
- *Analiză aprofundată:* Prăbușirea din 10 octombrie a scos la iveală vulnerabilități structurale pe piața crypto

Infrastructuri și servicii

- Riscurile cibernetice capătă o relevanță structurală tot mai mare pentru piețele financiare
- Volumele tranzacționate pe piețele reglementate pentru acțiuni au scăzut în a doua jumătate a anului 2025
- Creștere bruscă a eșecurilor de decontare CSD pentru ETF-uri în luna aprilie
- Numărul de ratinguri de credit în vigoare a crescut ușor pentru SEE

Managementul activelor

- Performanța fondurilor de acțiuni depinde tot mai mult de SUA, crescând riscul unei reevaluări masive
- Riscurile rămân stabile pentru fondurile cu venit fix, însă riscul de credit devine mai proeminent
- Riscurile de lichiditate și de evaluare rămân preocupări majore pentru fondurile de investiții imobiliare
- Sectorul privat de finanțare în expansiune ridică îngrijorări din cauza opacității și a interconexiunilor
- *Analiză aprofundată:* Expunerea fondurilor de investiții la finanțarea privată

Investitori retail

- Intrări de capital record în ETF-uri, pe măsură ce investitorii migrează de la managementul activ la cel pasiv
- Platformele digitale accesibile atrag tot mai mulți investitori tineri
- Rețelele sociale influențează comportamentul investitorilor, crescând riscul formării de bule
- *Analiză aprofundată:* Investițiile retail în produse cu barieră și efect de levier
- *Analiză aprofundată:* Costurile totale ale investițiilor în UCITS și AIF

Dezvoltări structurale

Finanțare bazată pe piață

- Emisiunile de acțiuni au rămas slabe, cu IPO-uri în scădere și oferte secundare care oferă un suport limitat
- Obligațiunile corporative au continuat să înregistreze o evoluție solidă, în ciuda temperării datoriei pe termen scurt și a riscurilor crescute de refinanțare
- Fondurile private de capital au încetinit deoarece atragerea de fonduri și investițiile au scăzut, iar activele fondurilor din UE s-au contractat
- *Analiză aprofundată:* Îngrijorări privind creșterea numărului de delistări în UE

Finanțare sustenabilă

- Schimbarea de atitudine în politica globală privind clima creează un context negativ pentru investițiile ESG
- Fondurile ESG au înregistrat evoluții mixte, piața obligațiunilor ESG s-a dovedit mai rezilientă, dar emisiunile au încetinit
- Ghidurile ESMA privind denumirea fondurilor au îmbunătățit alinierea dintre numele fondurilor și portofoliu
- *Analiză aprofundată:* Riscul fizic și obligațiunile catastrofice































Inovație financiară

- Adoptarea tokenizării rămâne redusă, dar câștigă teren
- Utilizarea inteligenței artificiale pe piețele de valori mobiliare din UE rămâne inegală, 40% din firmele chestionate (65% din firme mici) raportând că nu utilizează sau nu planifică să utilizeze AI
- Deși încă departe de viabilitate comercială, aplicațiile de calcul cuantic atrag un interes tot mai mare din partea instituțiilor financiare și a investitorilor

2.2. Piața asigurărilor în UE

Tabloul riscurilor pe piața asigurărilor din UE din luna ianuarie 2026, publicat de EIOPA, arată că riscurile din sectorul european al asigurărilor sunt stabile, la un nivel mediu.

Tabelul 3 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, ianuarie 2026⁶

| Riscuri | Nivel | Tendință (ultimele 3 luni) | Perspectivă (următoarele 12 luni) |
|---|---|---|---|
| Riscuri macroeconomice |  |  |  |
| Riscuri de credit |  |  |  |
| Riscuri de piață |  |  |  |
| Riscuri de lichiditate și finanțare |  |  |  |
| Riscuri de profitabilitate și solvabilitate |  |  |  |
| Interconexiuni și dezechilibre |  |  |  |
| Riscuri de asigurare (subscriere) |  |  |  |
| Percepțiile pieței |  |  |  |
| Riscuri legate de factorii ESG |  |  |  |
| Riscurile cibernetice și de digitalizare |  |  |  |

Sursa: EIOPA, Tabloul riscurilor pe piața asigurărilor din UE (ianuarie 2026)

Riscurile macroeconomice rămân stabile la un nivel mediu, cu semnale pozitive din partea creșterii PIB-ului și a reducerii inflației. Instabilitatea geopolitică persistentă, cu tensiuni emergente în Venezuela, Iran și Groenlanda, sporește și mai mult incertitudinea și volatilitatea. Împreună, aceste evoluții sugerează o revizuire ascendentă a perspectivei riscului macroeconomic.

Riscurile de credit: Condițiile generale de credit rămân în mare parte stabile, cu modificări minore ale indicatorilor de piață și ale expunerilor portofoliului, deși se preconizează o creștere a cheltuielilor publice în apărare și infrastructură. Riscurile fundamentale de credit din sectorul corporativ și bilanțurile gospodăriilor sunt în mare parte neschimbate, reflectând fragilități structurale continue, dar fără semne semnificative de deteriorare.

Riscurile de piață rămân ridicate, cu perspective stabile. Volatilitatea piețelor financiare a crescut ușor, iar indicatorii de evaluare sugerează detașarea de fundamente, indicatorii anuali rămânând la niveluri care

⁶ Data de referință pentru datele companiilor este T2-2025 pentru indicatorii trimestriali și 2024-YE pentru indicatorii anuali. Data limită pentru majoritatea indicatorilor de piață este sfârșitul lunii septembrie 2025. Nivelul (culoarea) corespunde nivelului de risc la data de referință, Tendința este afișată pentru cele 3 luni anterioare datei de referință, iar Perspectiva este afișată pentru cele 12 luni ulterioare datei de referință. Aceasta din urmă se bazează pe răspunsurile primite de la 23 de autorități naționale competente (ANC) și este clasificată în funcție de modificarea preconizată a importanței fiecărui risc (scădere substanțială, scădere, neschimbată, creștere și creștere substanțială).

necesită încă atenție. Alocările de portofoliu ale asigurătorilor și expunerile la imobiliare prezintă variații reduse, iar concentrarea activelor rămâne stabilă. Per total, condițiile de piață par stabile, dar continuă să reflecte vulnerabilități sporite. Riscul legat de potențiala bulă AI ar putea stimula volatilitatea fără ca preocupările legate de neplată să crească semnificativ.

Lichiditatea și condițiile de finanțare rămân la un nivel mediu de risc, cu o tendință crescătoare. Pozițiile de numerar și ratele activelor lichide ale asigurătorilor prezintă doar modificări minore, în timp ce emisiunile de obligațiuni au crescut, iar activitatea pe piața obligațiunilor catastrofale s-a intensificat ușor. Alți indicatori cheie sunt în mare parte neschimbați.

Condițiile de profitabilitate și solvabilitate rămân stabile, la un nivel mediu. Pozițiile de capital ale asigurătorilor s-au consolidat ușor, susținute de rate de solvabilitate robuste. Indicatorii de profitabilitate prezintă modificări reduse, performanța subscrisorilor și a investițiilor fiind în general stabilă. Per total, sectorul continuă să demonstreze reziliență, deși fără o îmbunătățire semnificativă a tendințelor de bază.

Riscurile de interconectare și dezechilibru rămân în general stabile, la un nivel mediu. Expunerile asigurătorilor față de sectorul financiar au rămas neschimbate. Deținerile în datorii suverane interne și instrumente derivate și riscul cedat prin activitatea de reasigurare au oscilat în jurul aceluiași nivel. Per total, interconectarea în cadrul sectorului rămâne constantă, fără acumularea semnificativă de noi vulnerabilități.

Riscurile de asigurare sunt la nivel mediu, cu o tendință descendentă pe fondul creșterii pozitive a primelor. În trimestrul al treilea din anul 2025, creșterea primelor pentru asigurările de viață și generale a fost puternică, ceea ce a redus nivelul general de risc. Performanța subscrisorilor a rămas stabilă, însă condițiile generale sugerează un mediu de risc mai echilibrat și mai sustenabil. Incertitudinea provine din potențialele creanțe împotriva acoperirilor legate de război și comerț.

Percepțiile pieței rămân la un nivel mediu. Acțiunile companiilor de asigurări au avut performanțe sub așteptări față de cele înregistrate pe piețe, în timp ce indicatorii de evaluare arată o oarecare corecție. Indicatorii pieței de credit și perspectivele de rating sunt în general stabile.

Riscurile legate de ESG rămân stabile la un nivel mediu, cu o tendință descendentă. Modelele de investiții indică o participare ușor mai mare la obligațiuni verzi și o scădere treptată a activelor relevante pentru climă. Expunerile la riscul climatic fizic rămân neschimbate, evidențiind vulnerabilități persistente de mediu.

Digitalizarea și riscurile cibernetice rămân la un nivel mediu. Evaluările de supraveghere continuă să evidențieze relevanța lor ridicată pentru sectorul asigurărilor. Mediul geopolitic în continuă evoluție și expunerea tot mai mare prin subscrierea la riscuri cibernetice continuă să sporească vulnerabilitatea și complexitatea operațională a sectorului.

2.3. Piața pensiilor ocupaționale în UE

















Tabloul riscurilor publicat de Autoritatea Europeană pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA), ediția din ianuarie 2026, privind instituțiile pentru furnizarea de pensii ocupaționale (IORP), arată că riscurile din sectorul european al IORP sunt la niveluri medii, pe fondul unui mediu geopolitic incert.

Mediul macroeconomic prezintă semne de stabilitate, susținut de semnale pozitive din partea creșterii PIB-ului și a reducerii inflației. Cu toate acestea, instabilitatea geopolitică persistentă, cu tensiuni emergente în Venezuela, Iran și, din ce în ce mai mult, Groenlanda, sporește și mai mult incertitudinea globală.

Obligațiunile suverane și corporative au înregistrat o înăsprire modestă, în timp ce incertitudinea geopolitică ridicată, împreună cu creșterea preconizată a cheltuielilor publice pentru apărare și infrastructură, ar putea exercita o presiune ascendentă asupra spread-urilor în viitor.

Piețele financiare rămân vulnerabile la presiunile de evaluare. Deși creșterile recente ale volatilității au fost ținute sub control, potențiala destindere a unei bule a prețurilor activelor legate de inteligența artificială, chiar și în absența default-urilor, ar putea amplifica corecțiile pieței.

Tabelul 4 Tabloul riscurilor pe piața pensiilor ocupaționale din UE, EIOPA, ianuarie 2026⁷

| Riscuri | Nivel | Tendință (ultimele 3 luni) | Perspectivă (următoarele 12 luni) |
|---|---|---|---|
| Riscuri macro |  |  |  |
| Riscuri de credit |  |  |  |
| Riscuri legate de piață și de randamentul activelor |  |  |  |
| Riscuri de lichiditate |  |  |  |
| Riscuri legate de rezerve și de finanțare (scheme DB) |  |  |  |
| Riscuri de concentrare |  |  |  |
| Riscuri legate de ESG |  |  |  |
| Riscurile cibernetice și de digitalizare |  |  |  |

Sursa: EIOPA, Tabloul riscurilor pe piața pensiilor ocupaționale din UE (ianuarie 2026)

⁷ Data de referință pentru datele IORP este T3-2025 pentru indicatorii trimestriali și 2024-YE pentru indicatorii anuali. Data limită pentru indicatorii bazați pe date din surse externe este sfârșitul lunii decembrie 2025. Nivelul (culoarea) corespunde nivelului de risc la data de referință, Tendința este afișată pentru cele 3 luni anterioare datei de referință, iar Perspectiva este afișată pentru cele 12 luni ulterioare datei de referință. Aceasta din urmă se bazează pe răspunsurile primite de la 17 autorități naționale competente (ANC) și este clasificată în funcție de modificarea preconizată a importanței fiecărui risc (scădere substanțială, scădere, neschimbată, creștere și creștere substanțială).

Riscurile macroeconomice rămân stabile la un nivel mediu, cu semnale pozitive din partea creșterii PIB-ului și a temperaturii inflației. Instabilitatea geopolitică persistentă, cu tensiuni apărute în Venezuela, Iran și, tot mai mult, în Groenlanda, amplifică incertitudinea și volatilitatea la nivel global. Luate împreună, aceste evoluții sugerează o revizuire în sens ascendent a perspectivei privind riscurile macroeconomice.

Riscurile de credit rămân la un nivel mediu, spread-urile obligațiunilor suverane și corporative înregistrând o comprimare până la sfârșitul lunii decembrie. Incertitudinea geopolitică ridicată, coroborată cu creșterea preconizată a cheltuielilor publice pentru apărare și infrastructură, ar putea exercita presiuni asupra spread-urilor în perioada următoare.

Riscurile de piață și de randament al activelor rămân la un nivel mediu: volatilitatea piețelor de acțiuni s-a redus, deși se menține ridicată, în timp ce volatilitatea piețelor de obligațiuni a rămas mai temperată la sfârșitul lunii decembrie față de sfârșitul lunii septembrie. Evaluările rămân la niveluri ridicate, cu vulnerabilități potențiale decurgând din decuplarea acestora de la fundamentele economice, vulnerabilități ce ar putea fi amplificate în cazul unor evoluții geopolitice adverse.

Riscurile de lichiditate se situează la un nivel mediu: mediana valorii nete de piață a instrumentelor derivate ale IORP-urilor a devenit ușor mai negativă, ca urmare, în principal, a creșterii ratelor dobânzilor.

Riscurile legate de rezerve și finanțare se situează la un nivel diminuat, în scădere față de nivelul mediu anterior, susținute de consolidarea poziției financiare a IORP-urilor cu beneficii definite (Defined Benefit – DB) în trimestrul al treilea al anului 2025. Această îmbunătățire reflectă efectul combinat al randamentelor solide ale investițiilor, stimulate de creșterea prețurilor acțiunilor, și al impactului majorării ratelor dobânzilor pe termen lung, care a diminuat valoarea obligațiilor de pensii.

Riscurile de concentrare se situează la un nivel mediu. Tabloul general este dominat în continuare de stabilitatea concentrării expunerilor față de sectoarele/clasele de active identificate.

Riscurile legate de ESG rămân stabile la un nivel mediu. Ponderea mediană a investițiilor IORP-urilor în obligațiuni verzi din totalul obligațiunilor corporative a crescut ușor, confirmând tendința ascendentă observată începând cu anul 2022.

Riscurile legate de digitalizare și cele cibernetice se situează la un nivel mediu. Materialitatea acestor riscuri pentru IORP-uri, astfel cum a fost evaluată de supraveghetori, a rămas ridicată în ultimul trimestru al anului 2025, în contextul preocupărilor persistente generate de tensiunile geopolitice și incertitudinea aferentă.

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

Mediul economic internațional menține o stare de fragilitate pronunțată, fiind expus unor vulnerabilități structurale și șocuri exogene. Tensiunile geopolitice persistente, coroborate cu revizuirea descendentă a prognozelor de creștere economică și nivelurile ridicate ale îndatorării publice, amplifică incertitudinea la nivel global. În plus, intensificarea protecționismului comercial au declanșat o reconfigurare a lanțurilor valorice, generând presiuni suplimentare asupra stabilității economice europene.

În acest context, escaladarea tensiunilor în Orientul Mijlociu prin declanșarea unui conflict armat cu Iran reprezintă un factor de risc sistemic major, cu implicații directe asupra canalelor de transmisie globale și locale:

- **Securitatea energetică și volatilitatea prețurilor energiei:** Instabilitatea în regiune menține o primă de risc ridicată asupra prețului barilului de petrol și al gazelor naturale. Orice perturbare a rutelor de aprovizionare sau a producției se traduce rapid în creșterea costurilor de producție în industria europeană și implicit românească, punând presiune pe marjele de profitabilitate și alimentând inflația.
- **Perturbarea rutelor comerciale și logistice:** Tensiunile afectează siguranța transportului maritim pe rutele comerciale vitale, generând întâzieri și creșteri ale costurilor de transport, ceea ce amplifică riscurile de profitabilitate ale companiilor cu activități de import-export. Totodată, redirectionarea navelor comerciale pe rute alternative implică timpi de tranzit mai lungi și costuri de asigurare mai mari, în timp ce întâzierile în livrarea componentelor și materiilor prime pot genera sincopă în producția industrială, favorizând un nou val de inflație prin creșterea costurilor.
- **Aversiunea față de risc și dinamica capitalurilor:** În perioade de conflict geopolitic acut, fluxurile de capital tind să migreze către active sigure („safe havens”), penalizând piețele emergente prin ieșiri de capital și presiuni de depreciere asupra monedei naționale.

Menținerea stării de conflict în Orientul Mijlociu acționează ca un multiplicator de risc pentru economia României, limitând beneficiile unei potențiale relaxări a politicii monetare globale și menținând incertitudinea la un nivel care descurajează investițiile străine directe pe termen lung.

Eforturile de consolidare fiscală în România, direcționate către reducerea deficitului bugetar sub pragurile critice, au generat o serie de efecte pro-ciclice care accentuează vulnerabilitatea pieței locale, în special prin:

- **Presiuni inflaționiste și taxare:** Implementarea noilor pachete fiscale (creșteri de taxe indirecte și eliminarea unor facilități) a condus la o revigorare a inflației, limitând spațiul de manevră al politicii monetare. Această dinamică pune presiune pe costurile de finanțare atât pentru sectorul public, cât și pentru cel privat. Creșterea nivelului de impozitare are un impact direct asupra companiilor în special prin diminuarea capacității de autofinanțare, crescând dependența de creditul bancar într-un mediu cu dobânzi ridicate și prin diminuarea predictibilității pe termen mediu și lung, ceea ce poate îngreuna semnificativ planificarea activităților.
- **Reacția piețelor financiare:** Incertitudinea privind predictibilitatea fiscală a determinat o atitudine prudentă din partea investitorilor instituționali. Revizuirea perspectivei ratingului suveran la

„negativ” reflectă scepticismul piețelor cu privire la capacitatea de a atinge țintele de deficit fără a compromite creșterea economică pe termen mediu.

- Absorbția fondurilor europene PNRR: Complexitatea reformelor administrative și riscul de implementare deficitară a proiectelor finanțate prin mecanisme europene (PNRR) rămân puncte critice care pot amplifica dezechilibrele macroeconomice existente. Succesul reformelor este intrinsec legat de îndeplinirea jaloanelor din PNRR. Orice întârziere în implementarea reformelor structurale (în administrație, pensii sau justiție) riscă suspendarea fondurilor, ceea ce ar priva economia de un motor esențial de creștere și ar forța noi ajustări fiscale.
- Impactul social și asupra pieței muncii: Reformele vizează disponibilizări masive în sectorul public, în scopul eficientizării acestuia, generând unde de șoc în piața forței de muncă. Reducerea aparatului birocratic și consolidarea companiilor de stat, deși necesare pentru eficiență, cresc rata șomajului pe termen scurt și pun presiune pe sistemele de protecție socială. Totodată, transmiterea noilor taxe în prețurile finale de consum menține inflația la un nivel superior mediei europene, afectând consumul privat, care a fost principalul motor al creșterii economice din ultimii ani.

Astfel, suprapunerea ajustărilor fiscale interne peste un cadru geopolitic extern volatil (Orientul Mijlociu și protecționismul SUA) creează un mediu de operare auster, în care probabilitatea materializării riscurilor de credit și lichiditate este în creștere, fiind necesară o abordare defensivă în gestionarea activelor și a expunerilor financiare. Combinația dintre o politică fiscală restrictivă (necesară pentru reducerea deficitului) și un mediu economic global incert plasează România într-o zonă de vulnerabilitate ridicată, în care succesul reformelor depinde de calibrarea nivelului echilibrului între consolidarea bugetară și dezvoltarea unor stimulente pentru competitivitatea economică.

În acest context, riscul de piață este tot mai prezent, reflectându-se în posibila decuplare a valorii reale a activelor de prețurile de piață, fiind posibile antrenarea unor corecții, pe fondul extinderii contagionii și deteriorării perspectivelor macroeconomice și al condițiilor de finanțare la nivel global. Într-un climat instabil și marcat de incertitudine, probabilitatea materializării riscurilor în perioada următoare este din ce în ce mai mare.

Creșterea protecționismului comercial a determinat reconfigurarea relațiilor economice internaționale și schimbări structurale în mai multe state europene. În același timp, tendința globală de creștere a disponibilizărilor în sectoarele financiar și industrial accentuează presiunile asupra pieței muncii, contribuind la amplificarea riscului macroeconomic și la intensificarea riscurilor de credit, lichiditate, solvabilitate și profitabilitate. În plus, în contextul tensiunilor existente și al dezvoltării tehnologice accelerate, utilizarea tot mai extinsă a digitalizării și inteligenței artificiale duce la creșterea riscurilor cibernetice, cu apariția unor incidente de securitate cu impact major, care pot exploata diverse vulnerabilități.















Factorii analizați conduc la menținerea evaluării riscului macroeconomic la un nivel ridicat, cu tendințe de creștere, în contextul intensificării vulnerabilităților interne și al climatului de incertitudine externă, pe fondul tensiunilor geopolitice și comerciale și al acumulării dezechilibrelor.

Riscul de piață rămâne la un nivel ridicat, cu tendință de creștere, pe fondul contagionii și al interconexiunilor, piețele financiare reacționând prompt la materializarea oricăror tensiuni și factori de risc,

Într-un mediu în care înăsprirea condițiilor financiare împreună cu situația geopolitică externă au o influență ridicată asupra acestora.

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

Tabelul 5 Tabloul riscurilor la nivel național⁸

| Categoriile de risc | Factori determinanți | | |
|---------------------------|---|---|--|
| | Nivel | Perspectivă | |
| Riscul macroeconomic |  |  | Accelerarea riscurilor macroeconomice, pe fondul creșterii incertitudinii, intensificării tensiunilor geopolitice, a politicilor comerciale la scară globală, a continuării disponibilizărilor în masă, precum și provocărilor și a costurilor economice asociate implementării măsurilor de redresare fiscală pe plan local |
| Riscul de piață |  |  | Volatilitatea piețelor financiare, contagiunea și interconectarea acestora; incertitudinile existente pe plan geopolitic în contextul posibilității de materializare a riscurilor macroeconomice |
| Riscul de credit |  |  | Accentuarea riscului de credit, pe fondul creșterii vulnerabilităților ce pot afecta anumite ramuri industriale, cu efecte ce se pot revărsa la nivelul economiilor |
| Riscul de lichiditate |  |  | Materializarea riscului de piață în contextul persistenței vulnerabilităților macrofinanciare și amplificarea șocurilor sau a tensiunilor pe piețele financiare |
| Riscul de solvabilitate |  |  | Interconexiunile economice care pot antrena efecte în lanț referitoare la onorarea obligațiilor de plată |
| Riscul de profitabilitate |  |  | Tendențele de creștere a costurilor în contextul politicilor comerciale tarifare și a menținerii vulnerabilităților pe plan economic |
| Riscul operațional |  |  | Creșterea la scară largă a digitalizării și Implicite a incidentelor cibernetice, inclusiv pe fondul tensiunilor geopolitice externe |

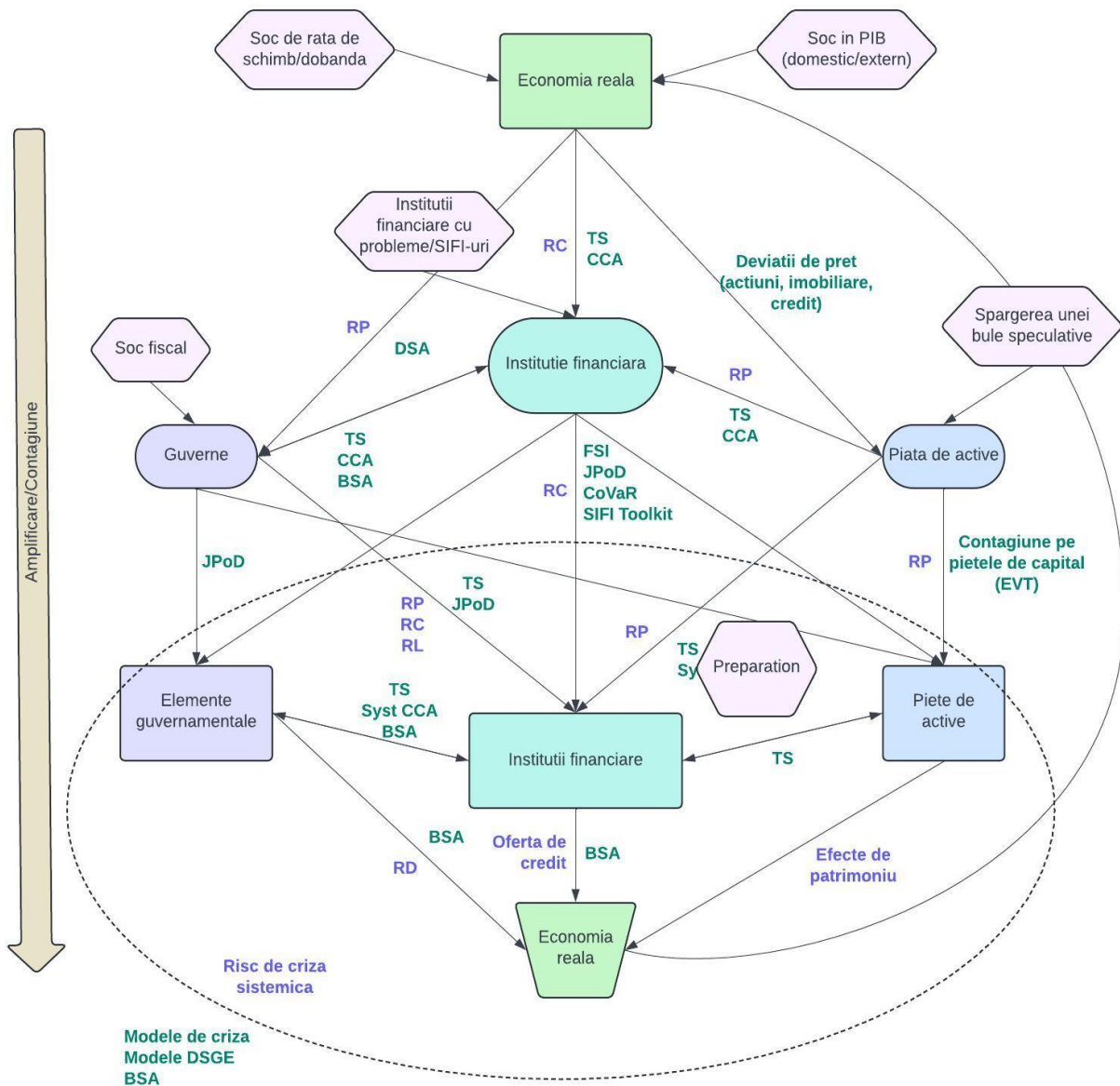
Sursa: ASF

⁸ Pentru unitatea raportului, a fost utilizată aceeași codificare a riscurilor ca cea realizată de ESMA.

3. Stabilitatea pieței instrumentelor și investițiilor financiare

Riscul sistemic este un concept central în analiza macrofinanciară actuală fiind legat de perturbarea semnificativă a sistemului financiar cu consecințe negative multiple asupra economiei reale (Freixas, Laeven și Peydró, 2015). Transmiterea și acumularea riscului sistemic este una dintre consecințele globalizării financiare și a noilor tehnologii informaționale care au intensificat interconectarea dintre piețele și instituțiile financiare (Evanoff, Hoelscher și Kaufman, 2009).

Figura 12 Dinamica riscului sistemic. Surse și canale de transmisie



Sursa: Prelucrare ASF după IMF (2023)

Riscul sistemic reprezintă un fenomen cu impact asupra tuturor dimensiunilor sistemului financiar, investigațiile academice acoperind un spectru variat de forme: instituții bancare (Lehar, 2005, Bostandzic și Weiß, 2018, Wang et al., 2024), piețe financiare (Caporin et al., 2021, Umar et al., 2022), piețe valutare (Borri, 2018, Chen și Lin, 2024) sau criptoactive (Akhtaruzzaman et al., 2022, Shahzad et al., 2022, Rahman et al. 2024).

Entitățile financiare nebancale de importanță sistemică sunt acele instituții sau infrastructuri a căror incapacitate temporară sau pe termen lung de onorare a obligațiilor sau de desfășurare a activităților critice ar putea genera disfuncționalități în sistemul financiar cu efecte negative asupra stabilității financiare și indirect asupra economiei reale.

Deși tendința ultimilor ani pentru sectoarele financiare nebancale supravegheate de ASF a fost de creștere a dimensiunii acestora (măsurată prin valoarea activelor sau a fluxurilor financiare), atât la nivel absolut, cât și ca pondere în PIB (ceea ce evidențiază o dinamică mai accelerată decât cea pe care a avut-o, în medie, economia), totuși acestea rămân la un nivel semnificativ mai redus față de sectorul bancar.

Riscul sistemic este adesea analizat din două perspective: ca efect asupra economiei (măsurat cel mai adesea ca efect asupra PIB), respectiv ca efect asupra intermedierei financiare.

Estimarea riscului sistemic necesită mai multe perspective diferențiate în funcție de:

- 1) tipul de instituție financiară
- 2) impactul asupra prețurilor activelor
- 3) impactul asupra percepției piețelor privind riscul suveran
- 4) evoluția ciclică a economiei
- 5) potențiale efecte de propagare transfrontalieră
- 6) posibilitatea apariției unei crize financiare

Majoritatea elementelor anterior menționate, precum și abordările prezentate în continuare, sunt prezentate în formă sintetică în figura de mai jos, care prezintă dinamica riscului sistemic și a principalelor canale de transmisie. În continuare vor fi prezentate unele modele și abordări pentru cuantificarea riscului sistemic pentru piețele supravegheate de ASF.

3.1. Nivelul de echilibru pe piețele de capital din Europa

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

Nivelul de echilibru este crucial pentru analiza stabilității pieței financiare, întrucât oferă:

- Un punct de referință pentru evaluarea valorilor activelor;
- Un indicator al sustenabilității creșterii pieței;
- O bază pentru anticiparea riscurilor sistemice, cum ar fi crizele financiare.

Reprezentarea grafică a nivelului de echilibru și a benzilor de încredere (90%) indică nivelul de echilibru, intervalele de încredere pentru acesta și valorile zilnice de închidere pentru indicii reprezentați. Benzile de încredere definesc *variabilitatea așteptată*. Când indicii bursieri se deplasează în afara acestor benzi, sugerează fie o perioadă de optimism excesiv (peste banda superioară) sau o perioadă de stres financiar (sub banda inferioară).

O piață care se află semnificativ peste nivelul de echilibru poate indica o posibilă bulă speculativă, în timp ce o piață mult sub echilibru poate reflecta o subevaluare a activelor sau o recesiune economică.

Depășirea nivelului de echilibru poate indica o perioadă de creștere nesustenabilă a pieței financiare sau o modificare a nivelului de echilibru pe fondul modificării factorilor fundamentali care afectează economia (ex: progresul tehnologic).

Scăderea pieței sub nivelul de echilibru poate indica o perioadă temporară de stres financiar, efecte de contagiune sau modificarea nivelului de echilibru ca urmare a unei perioade de recesiune economică. Scăderea pieței sub nivelul de echilibru poate indica:

- O criză de încredere sau o perioadă de stres financiar.
- Efecte de contagiune, unde problemele dintr-un sector sau țară afectează piețele mai largi.
- Reajustarea echilibrului pe fondul recesiunilor economice, unde valorile activelor sunt recalibrate în funcție de noile condiții macroeconomice.

În acest context, monitorizarea nivelului de echilibru poate ajuta autoritățile și investitorii să înțeleagă dacă fluctuațiile pieței sunt parte a unui ciclu normal sau semnaleză riscuri sistemice.

Evoluția indicelui poate fi reprezentată ca sumă dintre procesul de medie și procesul de șocuri economice. Astfel, estimarea nivelului de echilibru al indicelui pieței de capital din România se poate realiza cu un model de tipul nivel local (*Local Level model*⁹) estimat cu filtrul Kalman.

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

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

⁹ Durbin, J. and Koopman, S.J., 2012. *Time series analysis by state space methods*. Oxford University Press.

Dinamica mediei este dată de valoarea din ziua anterioară la care se adaugă erorile de măsurare și este modelat ca un proces stocastic. Șocurile din ecuația de observare sunt datorate modificării compoziției indicelui, a ponderilor companiilor existente, în timp ce perturbațiile din ecuația de tranziție reprezintă inovații permanente ale nivelului. Nivelul la echilibru al indicelui pieței de capital este trasat de medie, a cărei dinamică este latentă (neobservabilă).

Modelul filtrului Kalman este adecvat pentru această estimare deoarece:

- Filtrează zgomotul pieței pentru a identifica tendințele fundamentale.
- Actualizează estimările în timp real pe baza noilor date.
- Oferă intervale de încredere pentru nivelul de echilibru, ajutând la identificarea abaterilor semnificative.

Un aspect esențial al modelului este includerea erorilor de măsurare, care pot fi generate de:

- Modificarea compoziției indicelui bursier (inclusiunea/exclusiunea unor acțiuni);
- Schimbarea ponderilor acțiunilor (rebalansarea indicelui);
- Factori macroeconomici exogeni (schimbări de reglementare, politici monetare, șocuri externe).

Fluctuațiile pieței bursiere în jurul nivelului de echilibru pot fi interpretate ca abateri temporare din cauza șocurilor externe, a sentimentului investitorilor sau a schimbărilor structurale din economie.

Indicele pentru piață de capital din România și indicele STOXX 600 urmează o traiectorie generală de creștere din 2020 până în 2025, dar modelele lor de volatilitate și redresare diferă din cauza structurii pieței, a sentimentului investitorilor și a factorilor macroeconomici.

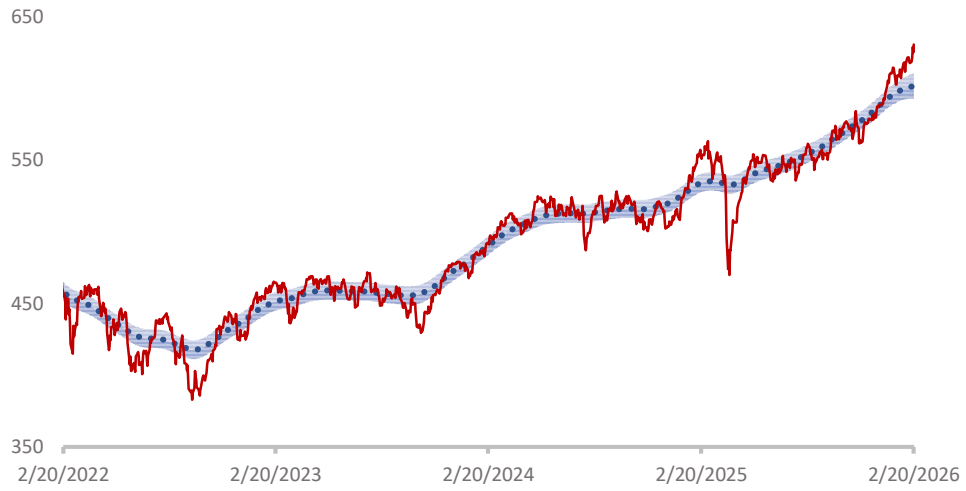
În prima jumătate a lui 2025 piața de capital din România a redevenit foarte volatile cu scăderi abrupte dar și reveniri rapide. Din mai 2025 până în august 2025 piața de capital a crescut brusc depășind semnificativ banda superioară, evoluție pe care a continuat-o și în al doilea semestru. Această evoluție sugerează un exces de optimism sau o posibilă supraevaluare a pieței.

Această dinamică semnalează riscuri de instabilitate: dacă optimismul nu este susținut de factori fundamentali (profituri, stabilitate macroeconomică, lichiditate), atunci probabilitatea unei corecții crește semnificativ.

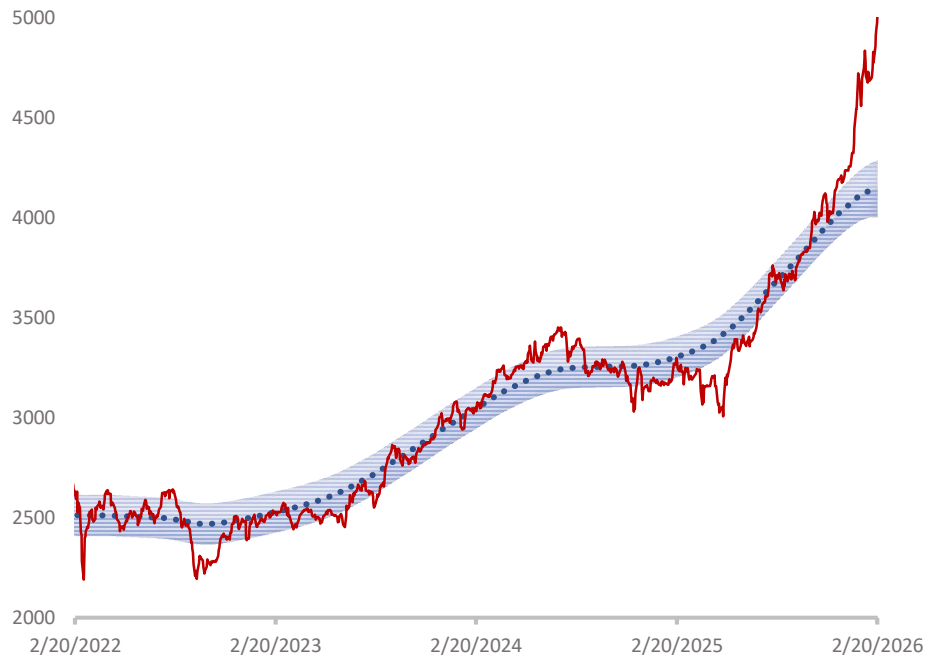
Indicele STOXX 600 a evoluat relativ stabil, apropiat de nivelul de echilibru pe parcursul anului 2024. A existat o tendință de creștere moderată în prima jumătate a anului, urmată de o fază de consolidare și în al doilea semestru. Oscilațiile au rămas în mare parte în interiorul benzilor de încredere, sugerând o piață echilibrată.

În figura următoare sunt prezentate evoluțiile de pe piețele de capital din Austria, România și Polonia, alături de evoluția indicelui STOXX 600.

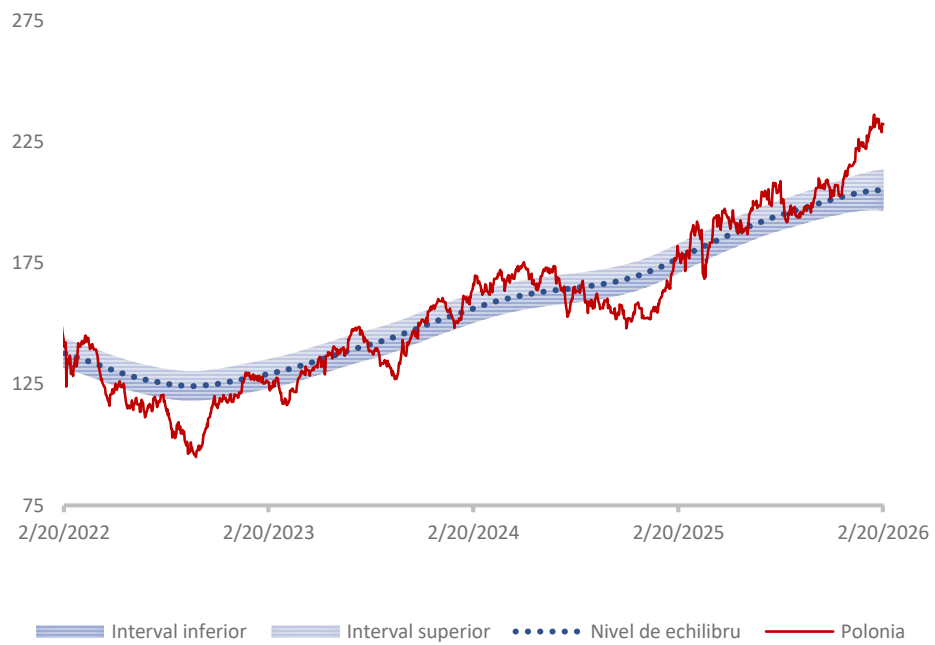
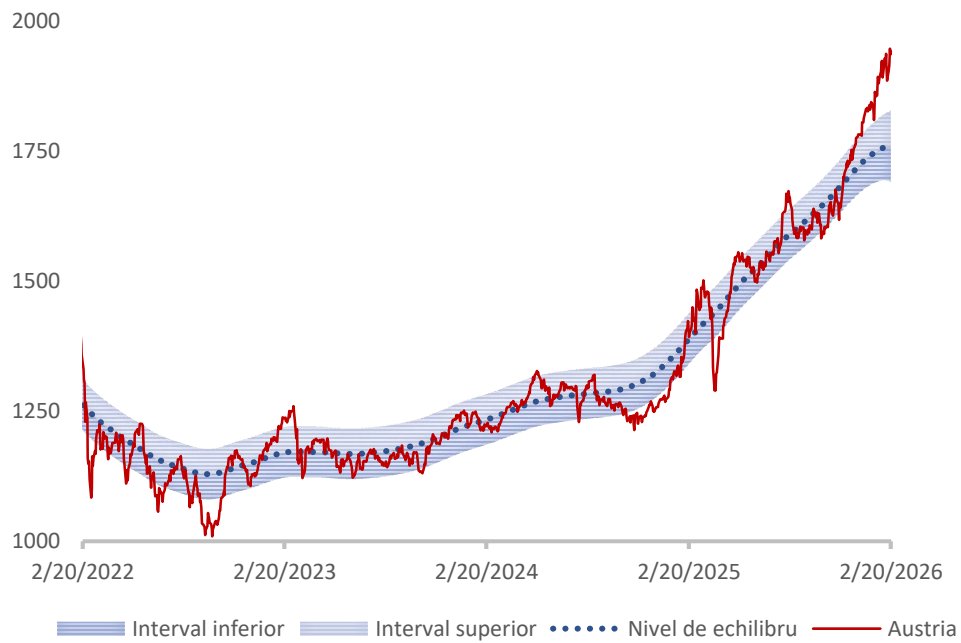
Figura 13 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, România, Austria și Polonia față de nivelul de echilibru



Interval inferior Interval superior Nivel de echilibru STOXX 600

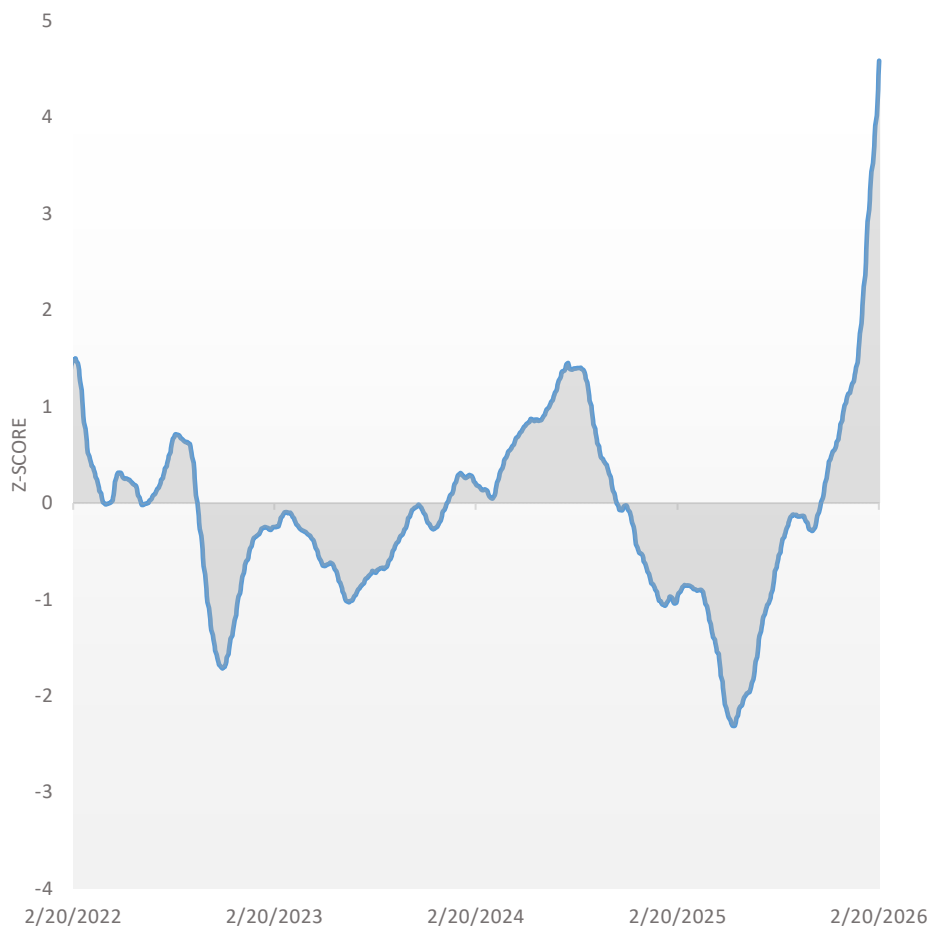


Interval inferior Interval superior Nivel de echilibru Romania



Sursa: LSEG, calcule ASF

Figura 14 Tipare ciclice de evoluție financiară. Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România



Sursa: LSEG, calcule ASF

Pe baza modelului estimat mai sus, a fost extras ciclul financiar pentru activele tranzacționate pe piața de capital din România. Componenta ciclică extrasă a fost calculată ca diferență dintre nivelul indicelui pentru piața de capital din România și nivelul de echilibru estimat prin model. Graficul următor prezintă scorul Z al abaterii dintre indicele real al pieței și nivelul de echilibru estimat pentru bursa românească. Normalizarea scorului Z ne permite să interpretăm abaterile în termeni de abateri standard de la medie, facilitând identificarea perioadelor de supraevaluare și subevaluare.

Valorilor scorului Z se interpretează în funcție de distanța estimată de la echilibru. Astfel, dacă scorul $Z > 0$ piața este peste echilibru, sugerând o supraevaluare sau un sentiment optimist. Dacă scorul $Z < 0$ piața este sub echilibru, indicând subevaluare sau stres financiar. Atunci când scorul Z este în jurul valorii 0 indică o piață aproape de nivelul său de echilibru, reflectând că valorile prețurilor activelor sunt conjugate cu factorii fundamentali. Pe baza modelului estimat, ciclul financiar pentru activele tranzacționate pe piața de capital din România evidențiază în 2025 o etapă de volatilitate accentuată de la o scădere puternică la o expansiune puternică în al doilea semestru al anului, când scorul Z a depășit pragul de +4, sugerând o supraevaluare și un sentiment de piață foarte optimist.

3.2. Structura temporală a variabilității indicelui BET

Indicele BET, barometrul principal al Bursei de Valori București, conține mișcări de natură foarte diferită: unele se produc de la o zi la alta, altele reflectă cicluri de câteva săptămâni, iar altele sunt determinate de tendințe macroeconomice care se desfășoară pe luni sau ani. O analiză convențională a volatilității tratează toate aceste mișcări împreună, pierzând informație valoroasă despre originea lor.

Analiza¹⁰ utilizează prețurile zilnice de închidere ale indicelui BET pe perioada 4 ianuarie 2024 până la 31 decembrie 2025. Datele au fost obținute de la Bursa de Valori București și verificate pentru consistență. Analiza aplică o metoda de multirezoluție MODWT (*Maximal Overlap Discrete Wavelet Transform*)¹¹ pentru a descompune indicele BET în șase componente independente, fiecare corespunzând unui orizont temporal distinct.

Tabelul 6 Niveluri de descompunere MODWT și interpretarea temporală

| Nivel | Componentă | Interval temporal | Orizont economic |
|---------|--------------------|-------------------|--------------------------|
| $j = 1$ | $\mathcal{D}_1(t)$ | 2-4 zile | Fluctuații zilnice |
| $j = 2$ | $\mathcal{D}_2(t)$ | 4-8 zile | Cicluri săptămânale |
| $j = 3$ | $\mathcal{D}_3(t)$ | 8-16 zile | Oscilații bi-săptămânale |
| $j = 4$ | $\mathcal{D}_4(t)$ | 16-32 zile | Ciclu lunar |
| $j = 5$ | $\mathcal{D}_5(t)$ | 32-64 zile | Ciclu bi-lunar |
| $J = 5$ | $\mathcal{S}_5(t)$ | ≥ 64 zile | Tendință macroeconomică |

Sursa: adaptare după Percival și Walden (2000)

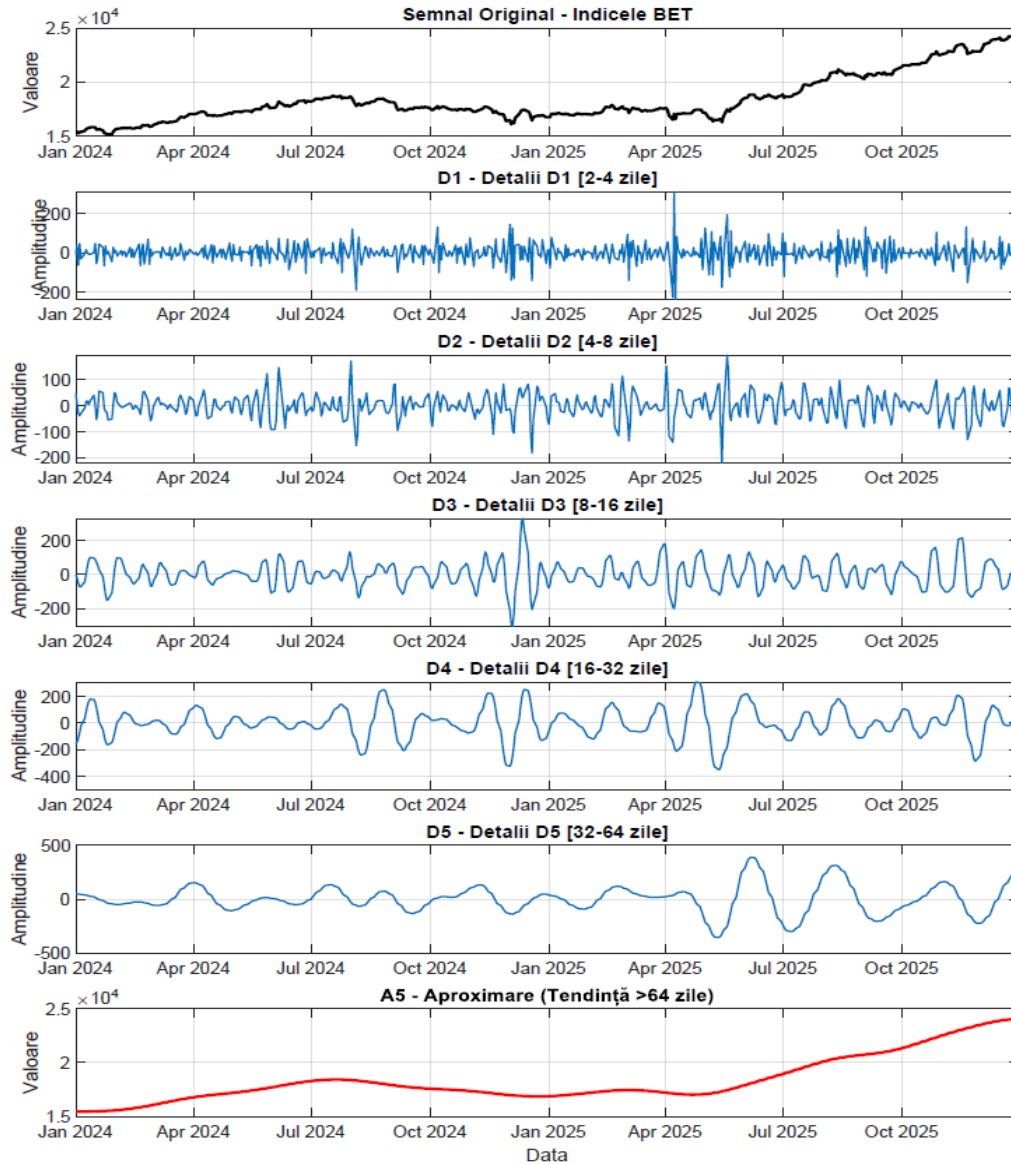
Componentele $\mathcal{D}_1 - \mathcal{D}_5$ captează oscilații ciclice care se manifestă în jurul tendinței de lungă durată, în timp ce \mathcal{S}_5 reprezintă evoluția persistentă a indicelui pe orizonturi mai lungi de două luni. Prima componentă, \mathcal{D}_1 , captează mișcările pe orizonturi de 2-4 zile, reprezentând variabilitatea pe termen foarte scurt. Componenta \mathcal{D}_2 , care acoperă intervalul 4-8 zile, reflectă structuri ciclice repetitive pe parcursul săptămânii de tranzacționare. Componenta \mathcal{D}_3 , acoperind 8-16 zile, captează oscilații pe 2-3 săptămâni. Componenta \mathcal{D}_4 , corespunzând intervalului 16-32 zile, reprezintă ciclul lunar de tranzacționare. Componenta \mathcal{D}_5 , care acoperă 32-64 zile, reflectă oscilații pe orizonturi de 1-2 luni. În final, componenta \mathcal{S}_5 reprezintă mișcări pe orizonturi peste 64 de zile, captând tendința de fond a pieței determinată de factori macroeconomici.

Figura 15 prezintă descompunerea completă a indicelui BET pe ultimii doi ani în șase componente independente. Fiecare panou arată evoluția temporală a unei singure componente, permițând identificarea vizuală a momentelor de amplificare sau atenuare pe diferite scale. Analiza vizuală a descompunerii relevă mai multe aspecte ale dinamicii indicelui pe această perioadă.

¹⁰ Acatrinei.M, Petrescu.A - *Dominația tendinței macroeconomice. O analiza de multirezoluție (MODWT) a indicelui BET*, articol trimis spre publicare la Revista de Studii Financiare.

¹¹ *Maximal Overlap Discrete Wavelet Transform (MODWT)* s-a impus ca tehnică fundamentală în analiza seriilor financiare datorită capacității sale de a descompune semnale complexe în componente independente pe multiple scale temporale. Spre deosebire de metodele tradiționale de filtrare, MODWT oferă o descompunere ortogonală, proprietate care înseamnă că suma tuturor componentelor reconstituie exact semnalul original, permițând o atribuire precisă a variabilității pe fiecare orizont temporal.

Figura 15 Descompunerea MODWT a indicelui BET (ianuarie 2024 - decembrie 2025)



Rezultatele pentru anul 2025 indică o dominație extremă a factorilor macroeconomici, componenta de trend explicând 99.15% din varianța totală, în timp ce totalitatea oscilațiilor ciclice contribuie cu doar 0.85%. În cadrul acestei componente ciclice reziduale, se observă o ierarhie clară: ciclurile lunare și bi-lunare (16-64 zile) concentrează 73% din varianța ciclică, în timp ce activitatea pe orizonturi zilnice și săptămânale contribuie cu doar 12%.

Examinarea vizuală a descompunerii pe perioada 2024-2025 identifică iulie 2025 ca perioadă cu amplificare simultană pe toate scalele temporale, de la volatilitate zilnică până la trendul macroeconomic. Această simultaneitate a amplificărilor pe scale temporale diferite reprezintă un pattern distinct observabil în descompunere, coincizând temporal cu implementarea liberalizării prețurilor la energie electrică. Studiul demonstrează că structura varianței observată în 2025 are implicații pentru modelarea riscului, scenariile concentrate pe volatilitate de scurtă durată captând o fracțiune minimă din variabilitatea totală observată.

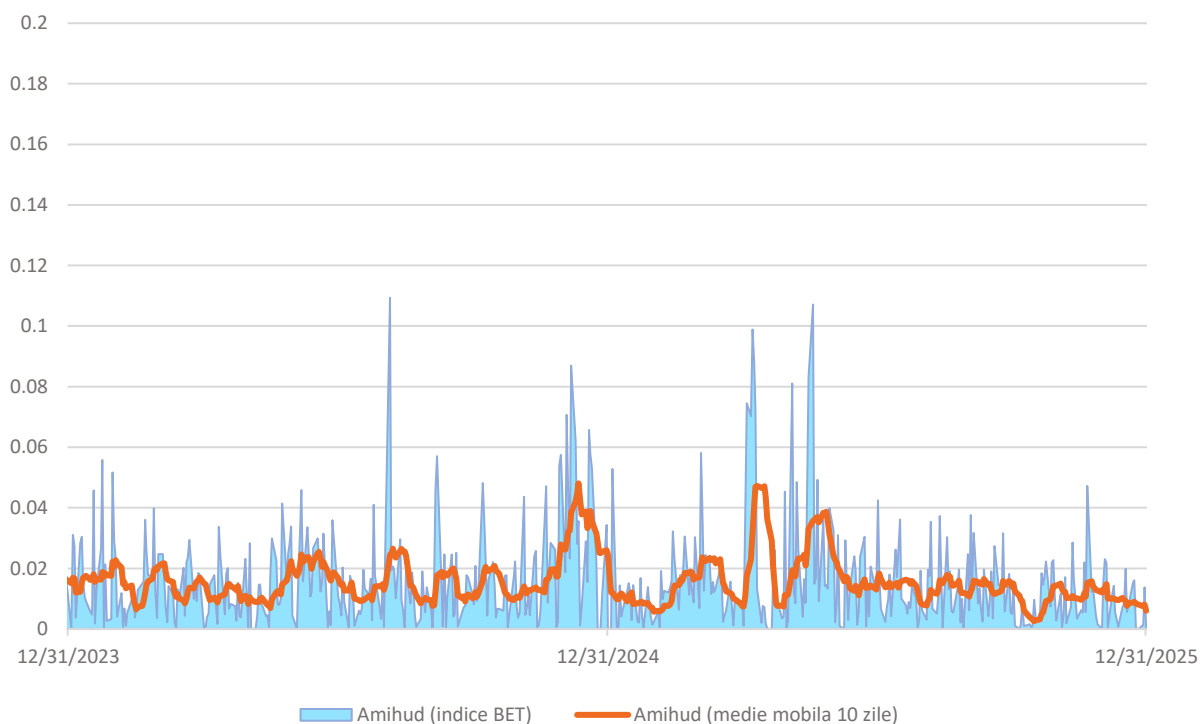
3.3. Lichiditatea sistemică și apariția bulelor speculative

Indicatorul Amihud, introdus de Yakov Amihud în 2002, măsoară lichiditatea pieței prin raportul dintre valoarea absolută a randamentului zilnic și volumul de tranzacționare. Metoda este larg utilizată de autoritățile de reglementare pentru monitorizarea lichidității de piață.

Indicatorul Amihud măsoară costul de execuție implicit al tranzacțiilor, reflectând impactul asupra prețului pentru fiecare unitate de volum. O scădere semnificativă indică îmbunătățirea lichidității pieței. Metodologia și aplicațiile acestui indicator sunt documentate în literatura academică referitoare la microstructura pieței.

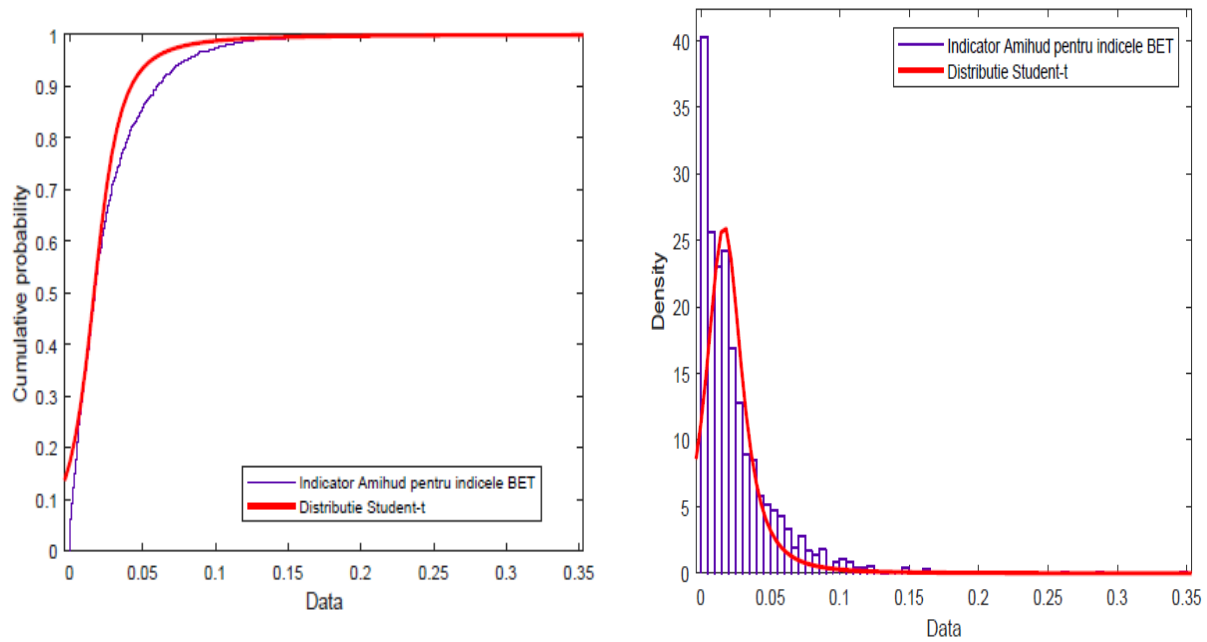
O valoare ridicată a indicatorului indică o reducere a lichidității pieței și/sau fluctuații semnificative ale prețurilor activelor pentru un volum în scădere. O valoare redusă a indicatorului indică o piață lichidă cu volume mari de tranzacționare

Figura 16 Indicatorul de lichiditate Amihud



Din punct de vedere statistic, lichiditatea a fost ridicată și se situează în primele 10 percentile (10%) pentru eșantionul estimat. Indicatorul Amihud a fost calculat pe date zilnice pentru ultimii 5 ani.

Figura 17 Funcțiile de distribuție și densitate pentru indicatorul de lichiditate Amihud



Sursa: LSEG, calcule ASF

3.4. Riscul de contagiune la nivelul pieței de capital din România

Riscul de contagiune se manifestă ca un efect de domino, cauzat de o instituție financiară și de interdependențele acesteia cu alte instituții financiare. Nefinalizarea obligațiilor financiare creează dificultăți contrapărților. Contagiunea se poate manifesta direct sau indirect. Analiza riscului de contagiune trebuie să ia în calcul și viteza de răspândire a contagiunii. În situația în care contagiunea se răspândește încet, atunci autoritățile de reglementare au timp pentru a limita daunele. Riscul de piață, de credit sau lichiditate nu creează risc sistemic dacă afectează doar câteva instituții financiare.

Indicele de contagiune¹² măsoară contribuția marginală a piețelor externe de capital la bursa românească și este utilizat pentru a înțelege transmiterea riscurilor sistemice. Piața de capital din România este sensibilă la aceiași factori de risc regionali care influențează randamentele burselor din Austria, Polonia, Ungaria, Bulgaria. Extinderea eșantionului de date pentru a cuprinde toate piețele de capital din Europa arată că piețele de capital importante din punctul de vedere al capitalizării acționează prin transmiterea de volatilitate către piețele de capital mai puțin interconectate și mai mici din punct de vedere al capitalizării.

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

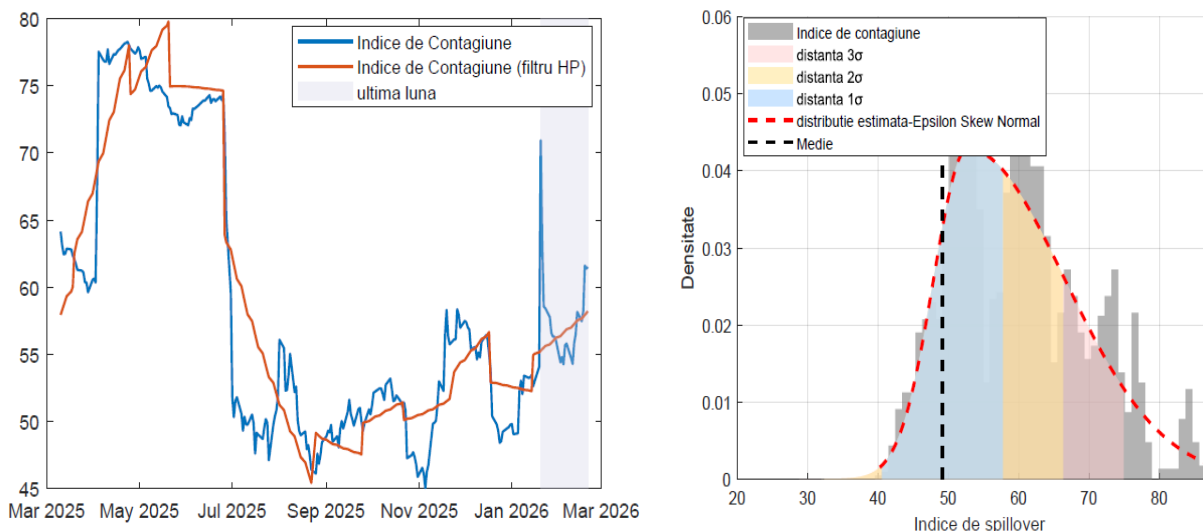
¹² Metodologia de calcul utilizată este adaptată după „*Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers with Application to Global Equity Markets*” (Diebold, F.X și Yilmaz, K.,2009). Indicele este construit din 5 indici bursieri reprezentativi pentru piețele bursiere din Germania, Austria, România, Ungaria și Polonia pe baza unui model Vector Autoregresiv (VAR) cu 10 pași de prognoză pentru o fereastră de estimare de 200 de zile prin însumarea erorii varianței de prognoză a indicilor. Eșantionul utilizat conține date zilnice în intervalul decembrie 2011-martie 2026.

graficul următor este prezentată dinamica indicelui de contagiune¹³ în perioada martie 2025-martie 2026. Evoluția intensității fenomenelor de contagiune este realizată prin comparație cu valorile anterioare ale indicelui. Axa verticală ia valori între 40 și 80, sugerând o gamă largă de variații în conectivitatea sistemică.

În jurul lunii martie 2025, se observă un salt brusc al indicelui de contagiune, de la 60 la 75. Acest comportament este neliniar și semnalează o schimbare de regim care s-a datorat escaladării geopolitice pe tema tarifelor comerciale cu efecte potențiatore asupra economiei, deoarece șocurile macroeconomice produc dezechilibre multiple la nivelul economiei mondiale. Totodată aceasta a determinat și o creștere puternică a volatilității sau a corelațiilor între piețe. Din punct de vedere statistic, aceasta instabilitate în modelul VAR utilizat este observabilă în descompunerea erorilor de prognoză.

În primul semestru, analiza tendinței indicelui de contagiune (linia filtrată HP) indică o traiectorie ascendentă persistentă, ceea ce sugerează că această creștere a contagiunii nu este doar zgomot tranzitoriu, ci reflectă o modificare structurală. Din punct de vedere econometric, acest lucru indică un regim ne-staționar al contagiunii. În lunile iulie și august indicele de contagiune a rămas staționar la aproximativ 50 în scădere față de lunile anterioare, coborând în intervalul de 1 sigma, ceea ce indică o reducere a interconectării piețelor. Creșterea la 71 în ianuarie 2026 sugerează reapariția unor presiuni pe piețele financiare, potențial legate de revizuirii ale proiecțiilor de politică monetară globală și volatilitate a prețurilor activelor, conform datelor IMF.

Figura 18 Indice de contagiune și funcția de densitate (p.d.f)



Sursa: LSEG, calcule ASF

¹³ 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-august 2025.

Histograma (bare gri) arată distribuția empirică a indicelui de contagiune. Zonele colorate evidențiază regiunile situate la distanța de 1σ , 2σ și 3σ față de medie, oferind o perspectivă asupra volatilității și dispersiei acestuia.

S-a utilizat o distribuție Epsilon Skew Normal pentru ajustarea densității datelor. Această distribuție este potrivită pentru serii asimetrice, care nu urmează o distribuție normală perfect simetrică. Linia roșie întreruptă reprezintă distribuția estimată. Se remarcă o asimetrie pozitivă a indicelui de contagiune, distribuția indicelui este îndreptată spre dreapta, ceea ce sugerează episoade rare de contagiune ridicată, dar cu o frecvență mai mică. Față de o distribuție normală, distribuția Epsilon Skew Normal oferă o potrivire mai bună, captând atât asimetria, cât și frecvența extremelor. Media indicelui este marcată prin linia neagră întreruptă. Regiunile colorate arată că majoritatea valorilor sunt concentrate în intervalul 1σ și 2σ , dar există și cazuri extreme.

Evenimente de contagiune ridicată sunt situate în zona 3σ (roșie). Aceasta sugerează episoade rare, dar intense de contagiune, care corespund transmiterii unor riscuri sistemice (crize financiare, colaps de piață etc.).

Deoarece indicele nu este simetric, acest rezultat indică o probabilitate mai mare de creșteri abrupte ale contagiunii decât de scăderi abrupte. Acest rezultat este important pentru monitorizarea riscului sistemic, oferind o bază mai solidă pentru analiza stabilității financiare.

4. Stabilitatea pieței asigurărilor

Din perspectiva activității de subscriere, piața asigurărilor din România a continuat să înregistreze dinamici pozitive în anul 2025 comparativ cu precedentul, ratele reale de creștere situându-se în teritoriul pozitiv în toată perioada analizată atât pentru activitatea de asigurări generale, cât și pentru asigurările de viață, în pofida ratelor anuale ridicate ale inflației.

În termeni nominali, primele brute subscrise pentru asigurările generale de societățile autorizate de ASF și de succursale au crescut cu 8%, în timp ce activitatea de asigurări de viață a înregistrat un avans de 18% comparativ cu anul 2024. La nivelul întregului sector al asigurărilor, creșterea nominală a fost de 10%.

Din perspectiva gradului de concentrare, se mențin aceleași îngrijorări cu privire la dependența pieței asigurărilor din România de asigurările auto (obligatorii și facultative). Asigurările auto dețin o pondere de 59% în volumul total de prime brute subscrise de societățile autorizate de ASF și succursale în anul 2025, în ușoară scădere comparativ cu nivelul înregistrat în 2024 (60%). Dacă luăm în calcul doar asigurarea obligatorie de răspundere civilă auto (RCA), primele subscrise pentru această activitate reprezintă 42% din suma totală a primelor brute subscrise pe piața locală. Deși aceste aspecte relevă una dintre principalele vulnerabilități ale pieței, reprezintă, totodată, și un element de predictibilitate din perspectiva activității de subscriere și, implicit a profitabilității societăților, în contextul macroeconomic actual marcat de incertitudini ridicate.

Structura portofoliilor societăților de asigurare autorizate local rămâne similară, remarcându-se orientarea asigurătorilor către investiții în instrumente cu venit fix, în principal obligațiuni guvernamentale. În acest context, expunerea societăților față de riscul de rată a dobânzii rămâne semnificativă. Pe de altă parte, investițiile asigurătorilor în acțiuni rămân limitate ca pondere în valoarea totală a plasamentelor, astfel că societățile au o expunere mai redusă la riscul de scădere a prețului acțiunilor.

Din punct de vedere al interconexiunilor și riscului de credit, principala expunere a asigurătorilor locali este față de Ministerul Finanțelor, ca urmare a investițiilor mai mari în titluri de stat românești, ceea ce arată un risc de nivel mediu. Cu toate acestea, o potențială deteriorare a ratingului de țară poate conduce la creșterea costului de finanțare și, implicit, a randamentelor așteptate de investitori, ceea ce poate determina o scădere a valorii de piață a titlurilor de stat deținute de asigurători.

Solvabilitatea societăților de asigurare, măsurată prin ratele de solvabilitate la nivelul pieței, se menține supraunitară, conform raportărilor transmise. Cu toate acestea, în comparație cu statele din regiune (Bulgaria, Ungaria, Polonia, Cehia), ratele de solvabilitate se află la un nivel mai scăzut.

La nivelul pieței asigurărilor, indicatorul de lichiditate la finalul anului 2025 s-a menținut la niveluri similare cu cele înregistrate la sfârșitul lunii iunie 2025.

În acord cu practicile la nivel european și internațional, ASF a continuat să monitorizeze expunerea societăților autorizate de ASF față de activele alternative/netradiționale și sectorul imobiliar.

În ceea ce privește investițiile în active alternative, se observă o creștere a acestora la finalul anului 2025 (2,5 miliarde lei) comparativ cu sfârșitul trimestrului II 2025 (2,1 miliarde lei). Ca pondere la nivelul întregii piețe a asigurărilor, investițiile asigurătorilor în active alternative se situau la 6,6% din valoarea totală a plasamentelor. Pe categorii de societăți, cea mai mare expunere față de activele alternative ca pondere în investițiile totale pe segmentul respectiv o dețineau societățile compozite (7,4%), urmate de societățile de asigurări generale (6,8%). Valoarea investițiilor societăților de asigurări de viață în active alternative reprezenta 4,7% din totalul plasamentelor aferente acestor categorii de societăți.

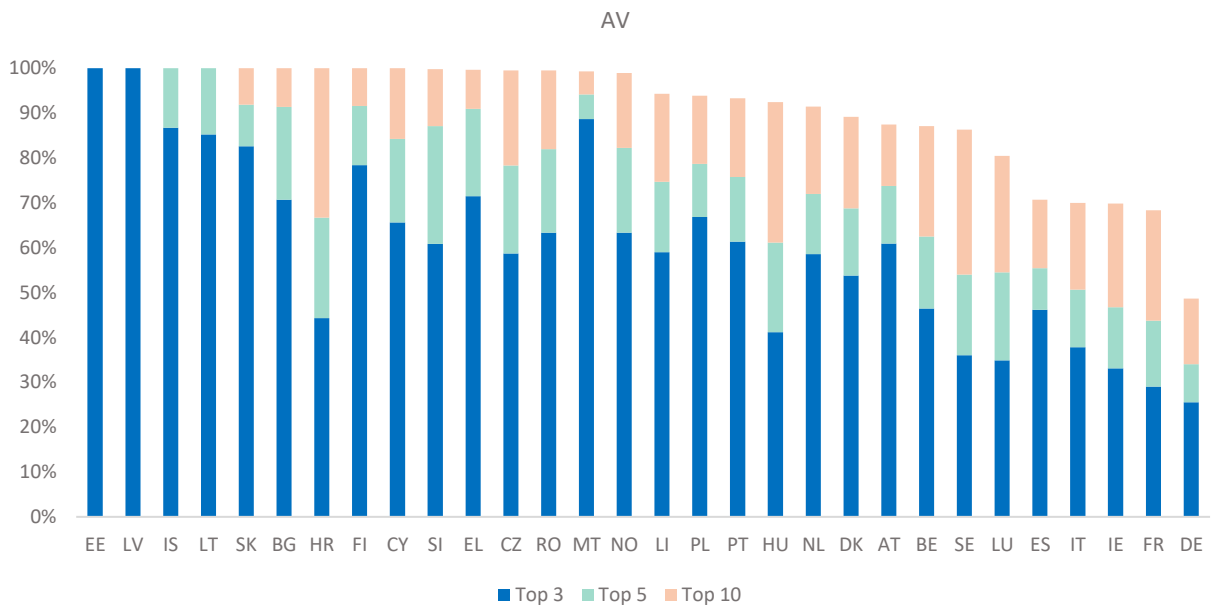
Pe de altă parte, expunerea față de sectorul imobiliar rămâne limitată, cu investiții totale în valoare de 707 milioane lei, reprezentând 1,8% din valoarea totală a plasamentelor asigurătorilor. Din investițiile totale în sectorul imobiliar, 83% reprezintă plasamente în active deținute pentru uz propriu. Societățile ce practică asigurări generale și cele compozite au investit mai mult în sectorul imobiliar, înregistrând ponderi de 3,8%, respectiv 2% în valoarea totală a plasamentelor acestora, în timp ce societățile de asigurări de viață dețin o expunere extrem de scăzută (0,3%) față de imobiliare.

4.1. Piața asigurărilor în context european

Franța și Germania înregistrează cel mai mic grad de concentrare pe segmentul asigurărilor generale, calculat ca suma cotelor de piață aferente primelor 3, 5 și 10 societăți din perspectiva volumului de prime brute subscrise. Primele 10 companii din perspectiva volumului de prime subscrise dețin o cotă de piață cumulată de 36% în Franța, respectiv 53% în Germania.

În ceea ce privește activitatea de asigurări de viață, primele 10 companii însumează o cotă de piață de 49% pe piața asigurărilor din Franța, respectiv 68% în Germania.

Figura 19 Gradul de concentrare



Sursa: EIOPA, European Insurance Overview 2025, prelucrare ASF date aferente anului 2024

Totodată, Franța și Germania sunt piețele pe care activează cel mai mare număr de societăți de asigurare. În Franța sunt autorizate 443 de societăți, cele mai multe fiind companii ce practică activitate de asigurări generale (223), în timp ce în Germania sunt 328 de asigurători, din care 221 sunt societăți de asigurări generale.

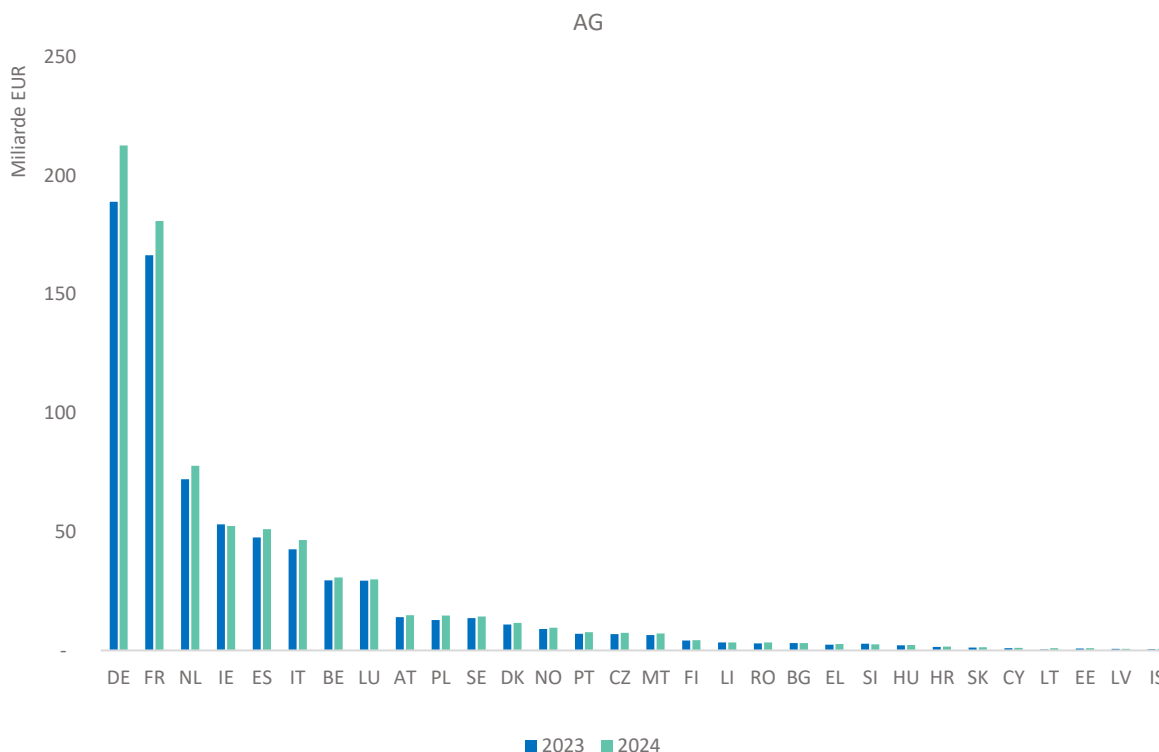
Subscriere

Volumul total de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale în cele 30 de țări din Spațiul Economic European s-a situat la 798 miliarde EUR în 2024, cu un avans de 8% față de 2023, indicând o creștere robustă a pieței asigurărilor din Europa.

Volumul de prime brute subscrise pentru sectorul asigurărilor generale a crescut în toate țările din Spațiul Economic European în anul 2024 față de 2023, cu excepția Irlandei, Liechtenstein și Sloveniei. Valoarea mediană a ratelor de creștere s-a situat la 7,9%, în timp ce media la nivelul pieței a fost de 10,3%. Totodată, piața asigurărilor generale se caracterizează printr-un grad ridicat de eterogenitate între țări din acest punct de vedere (deviație standard: 19%)

În clasamentul celor mai mari piețe din perspectiva activității de subscriere se regăsesc Germania cu prime brute subscrise pentru segmentul asigurărilor generale de 213 miliarde EUR, Franța (180 miliarde EUR) și Olanda (78 miliarde EUR).

Figura 20 Volumul de prime brute subscrise pentru asigurările generale în țările din Spațiul Economic European

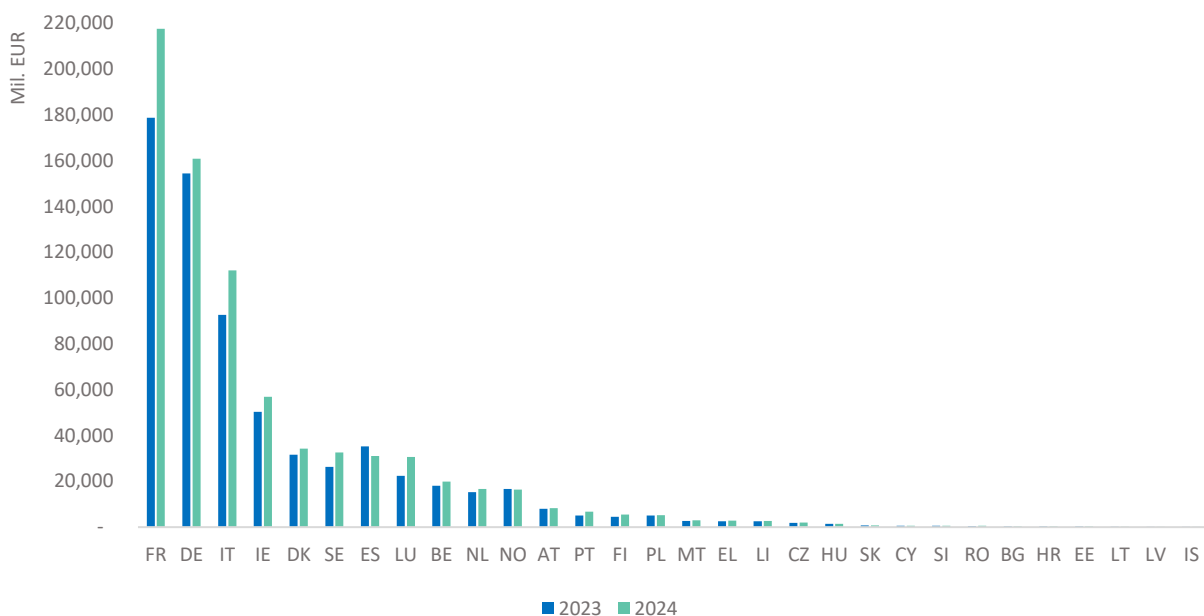


Sursa: EIOPA, European Insurance Overview 2025, prelucrare ASF

Piața asigurărilor de viață a înregistrat, de asemenea, o evoluție pozitivă, cu un avans de 13% a volumului de prime brute subscrise în anul 2024 comparativ cu 2023, ajungând la o valoare de aproximativ 771 miliarde EUR. Valoarea mediană a ratelor de creștere s-a situat la 8,1%, iar media la 10,4%. Cele mai mari importante contribuții la dinamica pozitivă a sectorului de asigurări de viață le-au avut Franța (+22%), Italia (+21%), Luxemburg (+37%). Singurele țări care au înregistrat scăderi ale primelor brute subscrise pentru asigurările de viață au fost Spania (-12%) și Norvegia (-2%) în anul 2024 comparativ cu 2023.

Cele mai mari piețe pe segmentul asigurărilor de viață sunt Franța (218 miliarde EUR), Germania (161 miliarde EUR) și Italia (112 miliarde EUR).

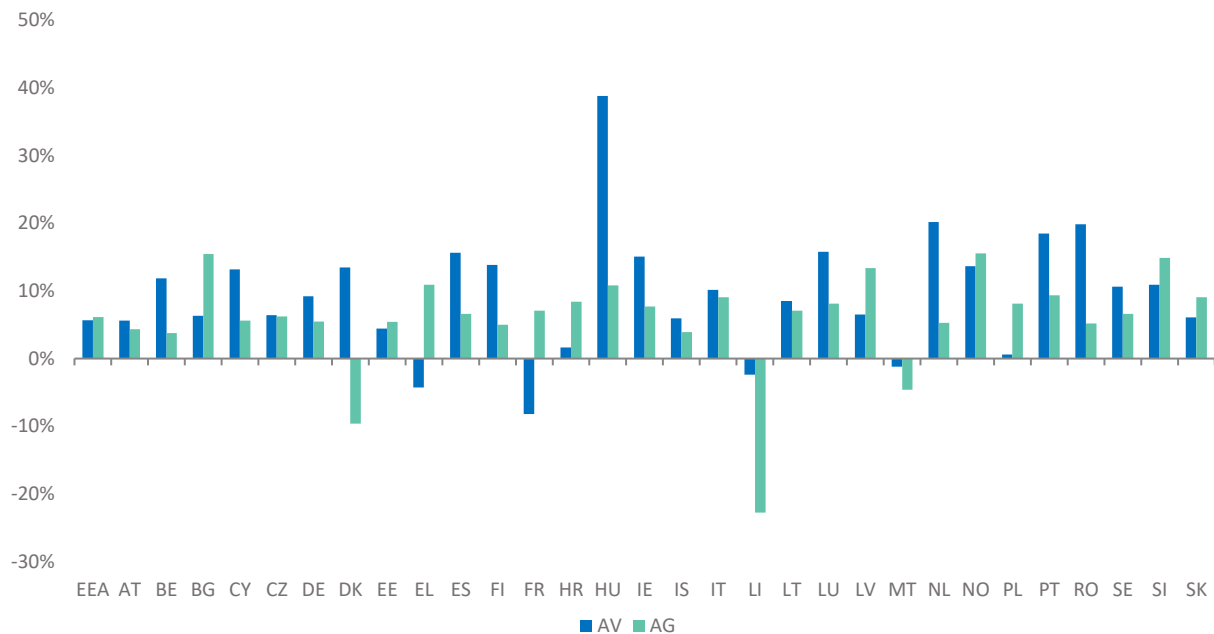
Figura 21 Volumul de prime brute subscrise pentru asigurările de viață în țările din Spațiul Economic European



Sursa: EIOPA, European Insurance Overview 2025, prelucrare ASF

În trimestrul II 2025, piața asigurărilor din Europa (țările din SEE) a înregistrat o evoluție pozitivă, ambele segmente consemnând creșteri față de perioada similară din anul 2024. Primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale au crescut cu 6,1%, în timp ce sectorul de asigurări de viață a înregistrat un avans de 5,7%.

Figura 22 Evoluția primelor brute subscrise în trimestrul II 2025 față de trimestrul II 2024



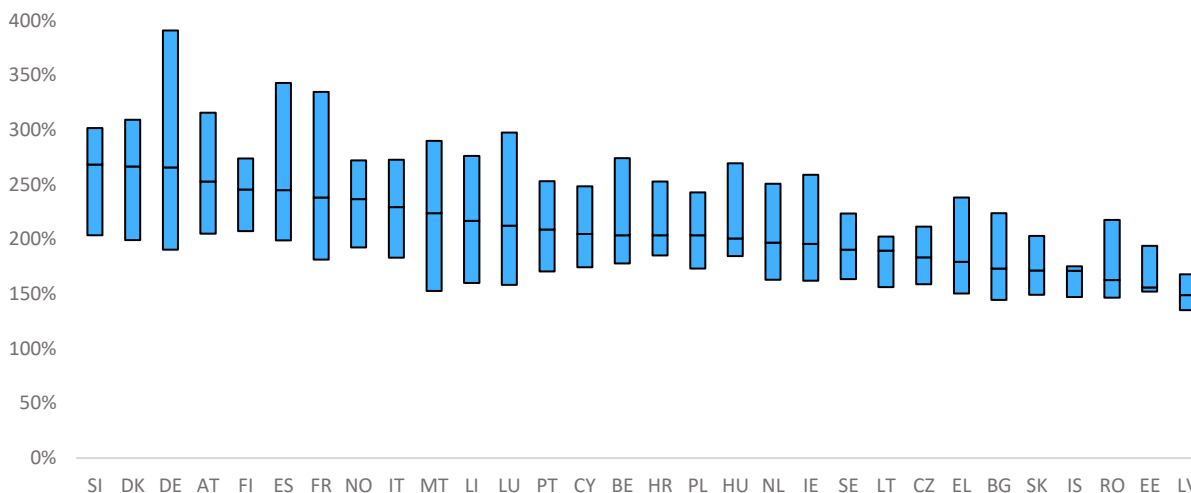
Sursa: EIOPA, Financial Stability Report (decembrie 2025)

O analiză pe țările din SEE arată că majoritatea au înregistrat rate de creștere pozitive pentru ambele segmente de asigurare, cu excepția Franței, Greciei, Lituaniei și Maltei pentru primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață. În ceea ce privește asigurările generale, doar trei țări au înregistrat o reducere a primelor subscrise (Danemarca, Lituania, Malta) în trimestrul II 2025 comparativ cu trimestrul II 2024.

Solvabilitate

Cele mai mari valori mediane ale ratei SCR au fost înregistrate în Slovenia (268%), Danemarca (267%) și Germania (266%), în timp ce la polul opus se află Letonia (149%), Estonia (156%) și România (163%).

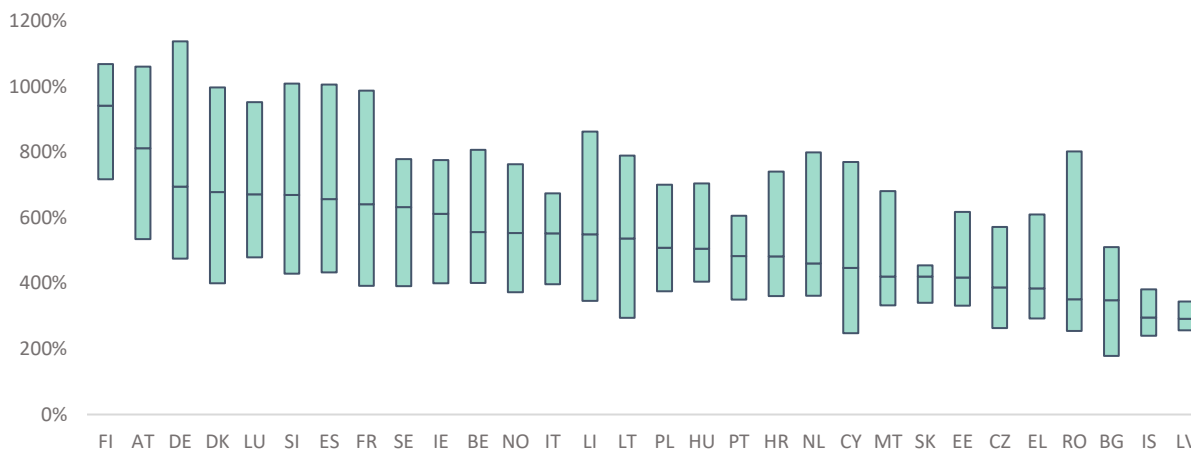
Figura 23 Distribuția ratei SCR în țările din Spațiul Economic European



Sursa: EIOPA, European Insurance Overview 2025, prelucrare ASF, date aferente anului 2024, ordonate în funcție de valoarea mediană a ratei SCR

În ceea ce privește rata MCR, cele mai mari valori mediane au fost înregistrate în Finlanda (941%), Austria (811%) și Germania (695%), iar cele mai mici în Letonia (292%), Islanda (295%) și Bulgaria (348%). Valoarea mediană a ratei MCR aferentă pieței asigurărilor din România se situa la 351%.

Figura 24 Distribuția ratei MCR în țările din Spațiul Economic European

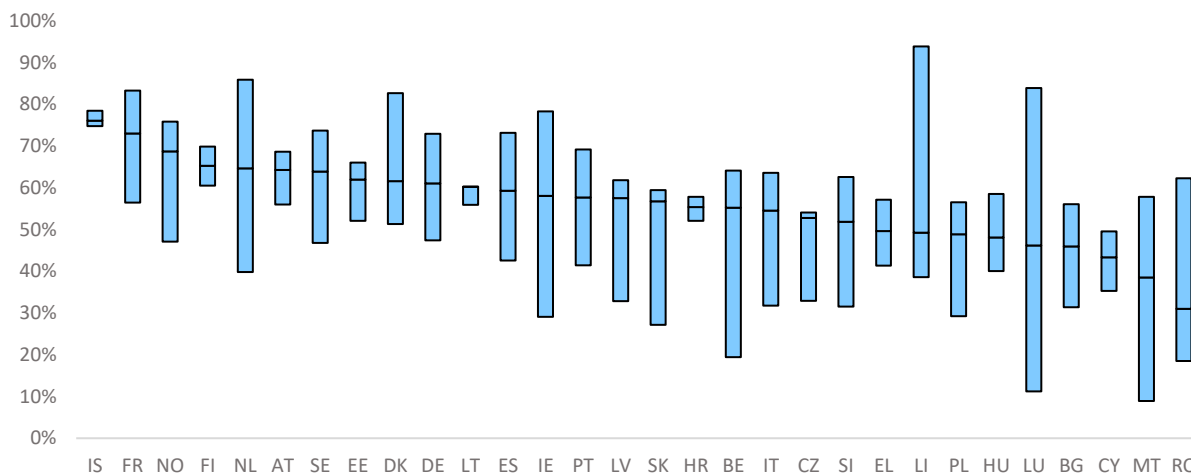


Sursa: EIOPA, European Insurance Overview 2025, prelucrare ASF, date aferente anului 2024, ordonate în funcție de valoarea mediană a ratei MCR

Profitabilitate

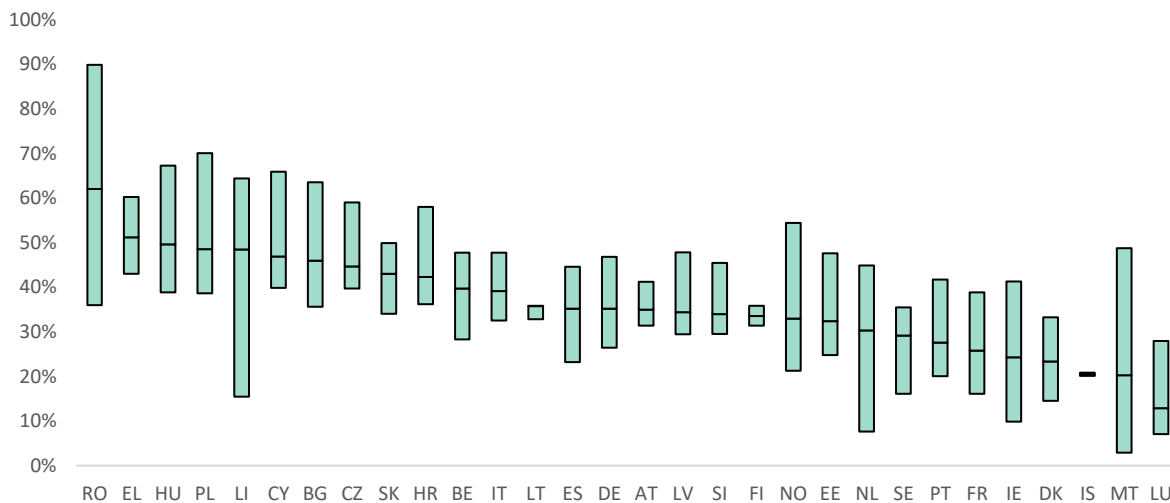
Valoarea mediană a ratei daunei, conform calculului EIOPA, s-a situat la 31% în România în anul 2024, cea mai scăzută valoare mediană dintre cele 30 de țări analizate de instituția europeană, urmată de Malta (39%). La polul opus, cele mai mari valori mediane ale ratei daunei au fost înregistrate în Islanda (76%), Franța (73%) și Norvegia (69%). EIOPA calculează rata daunei netă, deducând sumele cedate în reasigurare, pentru toată activitatea de asigurări generale (inclusiv societățile de asigurări de viață autorizate să practice clasele A1 - Accidente și A2 - Asigurări de sănătate).

Figura 25 Rata daunei



Sursa: Raportul European Insurance Overview 2025 - EIOPA, prelucrare ASF, date aferente anului 2024, ordonate în funcție de valoarea mediană a ratei daunei; rata daunei este calculată ca raportul dintre daunele plătite și primele câștigate. Graficul arată intervalul intercuartil și mediana. EIOPA calculează rata netă, deducând sumele cedate în reasigurare, pentru toată activitatea de asigurări generale (inclusiv societățile de asigurări de viață autorizate să practice clasele A1 - Accidente și A2 - Asigurări de sănătate)

Figura 26 Rata cheltuielilor

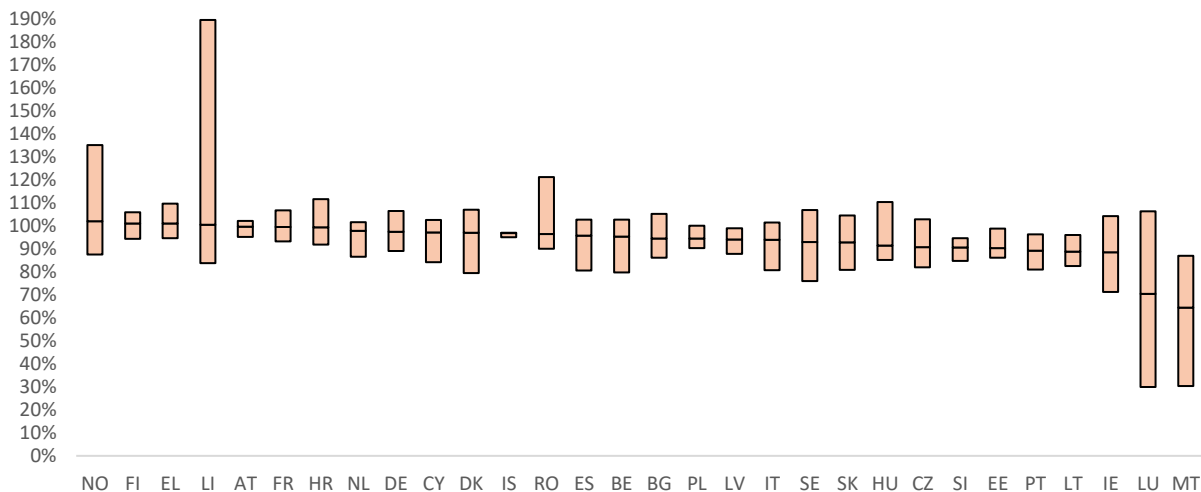


Sursa: EIOPA, European Insurance Overview 2025, prelucrare ASF, date aferente anului 2024, ordonate în funcție de valoarea mediană a ratei cheltuielilor; graficul arată intervalul intercuartil și mediana. EIOPA calculează rata netă, deducând sumele cedate în reasigurare, pentru toată activitatea de asigurări generale (inclusiv societățile de asigurări de viață autorizate să practice clasele A1 - Accidente și A2 - Asigurări de sănătate)

Valoarea mediană a ratei cheltuielilor înregistrează un nivel de 62% pe plan local, cel mai mare dintre cele 30 de state din SEE, urmat de Grecia (51%) și Ungaria (50%) și, conform datelor publicate de EIOPA. Din distribuția ratei cheltuielilor pe piața asigurărilor din România, se observă că 25% dintre societăți înregistrează o rată a cheltuielilor sub nivelul de 36%.

Cea mai mare valoare mediană a ratei combinate a daunei a fost înregistrată în Norvegia (102%), urmată de Finlanda și Grecia (ambele 101%).

Figura 27 Rata combinată a daunei



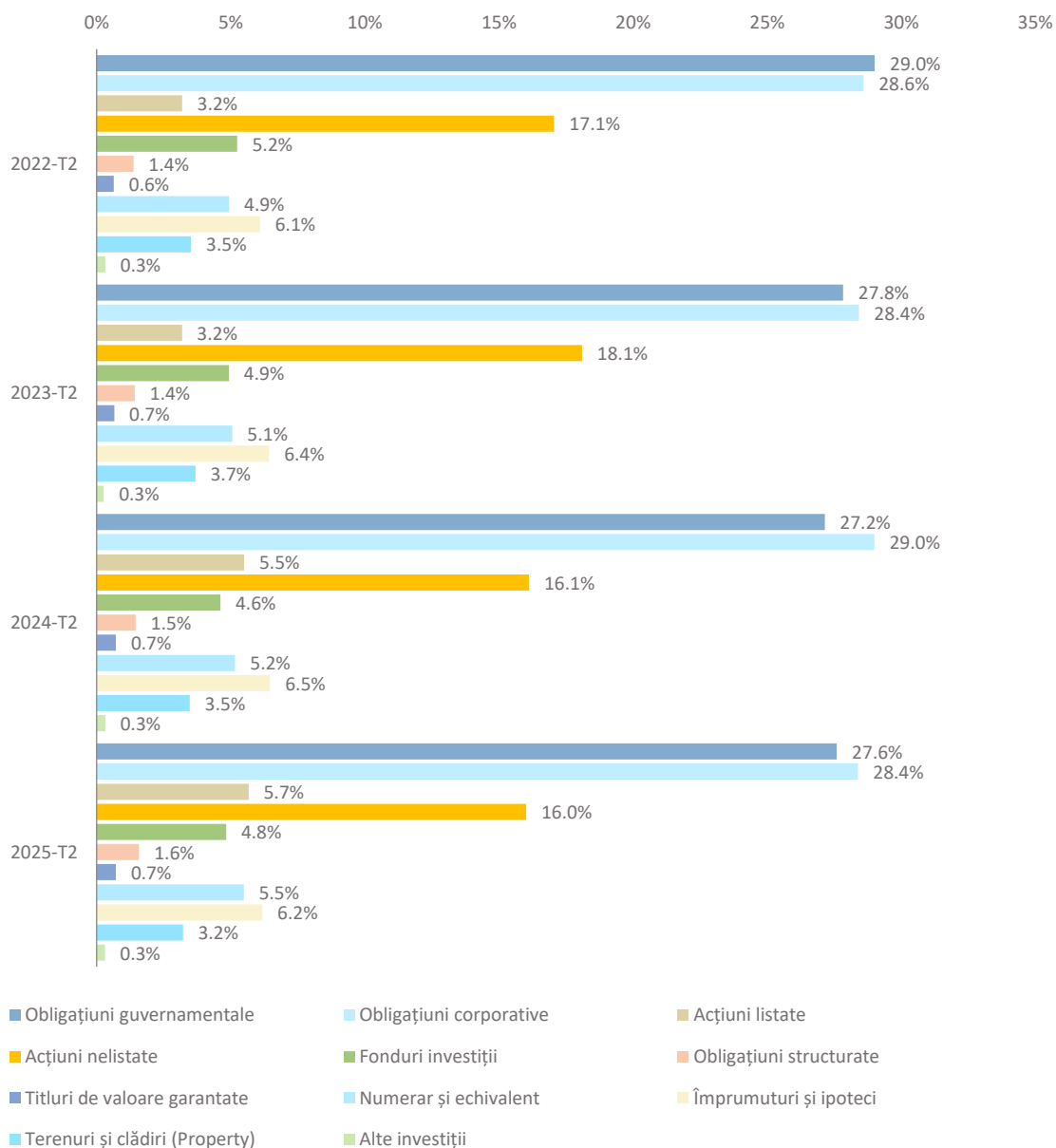
Sursa: EIOPA, European Insurance Overview 2025, prelucrare ASF, date aferente anului 2024, ordonate în funcție de valoarea mediană a ratei combinate; graficul arată intervalul intercuartil și mediana. EIOPA calculează rata netă, deducând sumele cedate în reasigurare, pentru toată activitatea de asigurări generale (inclusiv societățile de asigurări de viață autorizate să practice clasele A1 - Accidente și A2 - Asigurări de sănătate)

Alocarea activelor

Investițiile sectorului de asigurări din SEE se concentrează preponderent în instrumente cu venit fix. Investițiile în obligațiuni guvernamentale și corporative reprezintă 56% din valoarea totală a plasamentelor (excl. activele deținute pentru contractele unit-linked), iar numerarul și depozitele au o pondere de 5,5% în trimestrul II 2025.

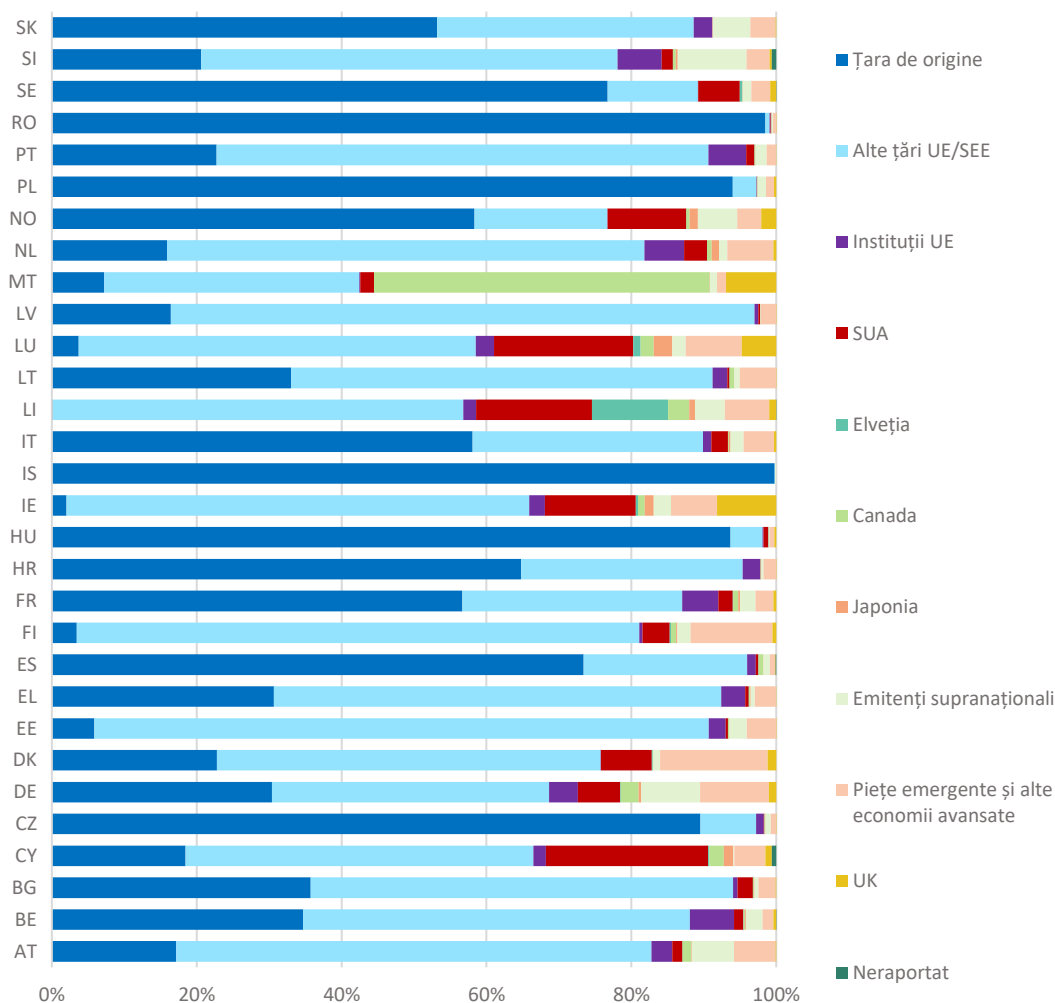
Comparativ cu trimestrul II 2024, structura investițională la nivelul pieței asigurărilor din Europa nu a înregistrat modificări notabile. Ponderea investițiilor în obligațiuni guvernamentale a crescut cu 0,5%, iar numerarul și depozitele au înregistrat un avans de 0,3% ca pondere în valoarea totală a investițiilor. Pe de altă parte, ponderea investițiilor în obligațiuni corporative s-a redus ușor, cu 0,6%, în trimestrul II 2025 comparativ cu trimestrul II 2024.

Figura 28 Investițiile sectorului de asigurări pe clase de active în perioada T2 2022 – T2 2025



Sursa: EIOPA, Financial Stability Report (decembrie 2025), prelucrare ASF, calculele se bazează pe abordarea de tip look-through în fonduri de investiții; excl. activele deținute pentru activitatea unit-linked; acțiunile includ și deținerile în societățile afiliate.

Figura 29 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile guvernamentale în funcție de țara emitentă

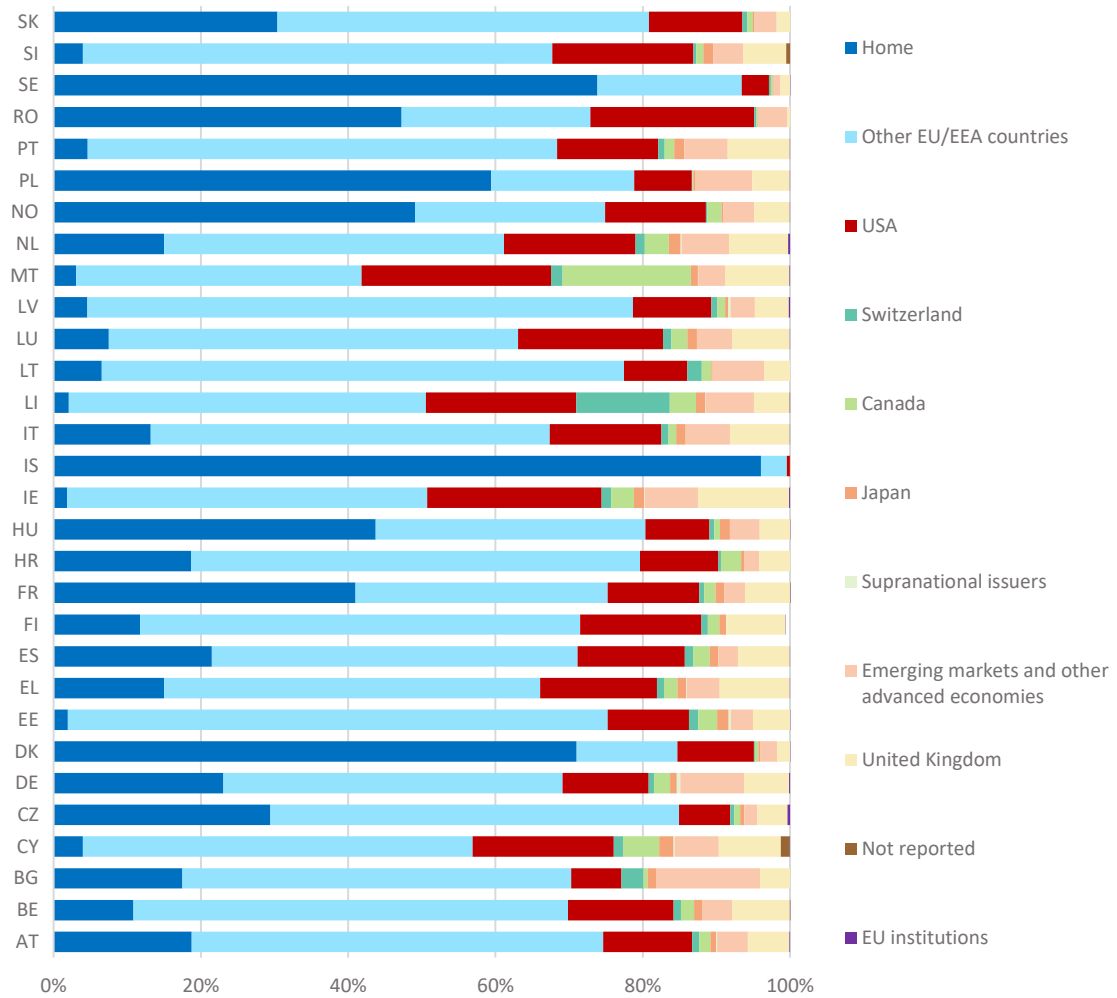


Sursa: EIOPA, Financial Stability Report (decembrie 2025); data de referință: Q2 2025; calculele sunt realizate pe baza abordării de tip look-through în fonduri de investiții; incl. activele deținute pentru activitatea de unit-linked.

Structura investițiilor societăților în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă diferă de la un stat la altul. În Islanda, România, Polonia și Ungaria, expunerea față de obligațiunile guvernamentale emise pe plan local depășește ponderea de 90%, în timp ce la polul opus se află Liechtenstein, Irlanda, Finlanda și Luxemburg care au investit preponderent în titluri de stat emise de alte țări decât cea de origine, din Uniunea Europeană sau Spațiul Economic European.

În ceea ce privește investițiile în obligațiuni corporative ale societăților de asigurare din România în funcție de țara emitentă, expunerea este mai diversificată. Ponderea investițiilor deținute de societățile de asigurare în obligațiuni corporative emise de companii din România este de 47%, în timp ce investițiile asigurătorilor români în obligațiuni corporative emise de companii din alte țări ale Uniunii Europene sau din Spațiul Economic European (SEE) se situau la 26% din valoarea totală a plasamentelor în această clasă de active.

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



Sursa: EIOPA, Financial Stability Report (decembrie 2025); data de referință: Q2 2025; calculele sunt realizate pe baza abordării de tip look-through în fonduri de investiții; incl. activele deținute pentru activitatea de unit-linked.

Cele mai mari expuneri față de obligațiunile corporative emise de companii din țara de origine le-au avut Islanda Suedia și Danemarca, în timp ce în Irlanda, Estonia și Liechtenstein predomină investițiile în obligațiuni corporative emise de companii din alte țări ale Uniunii Europene sau din Spațiul Economic European.

4.2. Riscuri și vulnerabilități la adresa sectorului local de asigurări

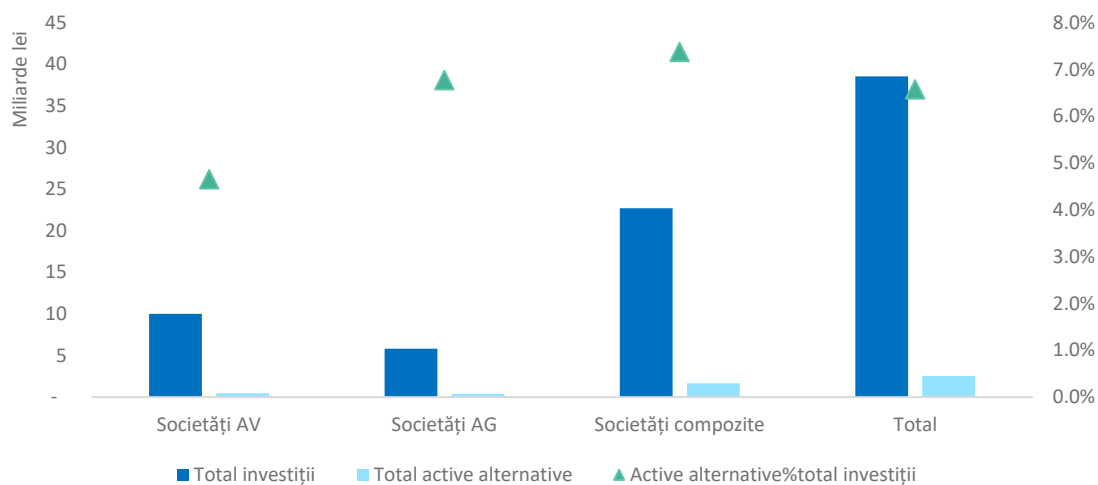
Expunerea societăților de asigurare față de activele alternative/nelichide

În contextul macroeconomic și geopolitic actual, caracterizat printr-un nivel ridicat de incertitudine, expunerea societăților de asigurare față de active alternative rămâne o temă de interes, autoritățile de supraveghere monitorizând cu atenție investițiile asigurătorilor din perspectiva evaluării riscului de credit și lichiditate.

Rămân, așadar, de actualitate riscurile în ceea ce privește o deteriorare a ratingurilor de credit ale emitenților, precum și ale instrumentelor financiare, și chiar riscurile referitoare la potențiale insolvențe ale contrapărților asigurătorilor.

În contextul actual, instituțiile europene (EIOPA¹⁴) și internaționale (Asociația Internațională a Supraveghetorilor în Asigurări¹⁵ - IAIS) continuă să deruleze analize în vederea monitorizării expunerii societăților de asigurare față de activele alternative, în demersul de a măsura riscul de credit la care este expusă piața asigurărilor.

Figura 31 Valoarea activelor alternative pe categorii de societăți și ponderea acestora în investițiile totale la 31 decembrie 2025



Sursa: ASF, raportări individuale ale societăților autorizate și supraveghete de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

Valoarea investițiilor societăților de asigurare în active alternative a continuat să crească (+20%) la finalul anului 2025 (2,5 miliarde lei) față de sfârșitul trimestrului II 2025 (2,1 miliarde lei). Comparativ cu finele lui 2024, când valoarea plasamentelor în active alternative se situa la 873 milioane lei, avansul înregistrat este semnificativ.

¹⁴ EIOPA Financial Stability Report – iunie 2025 - www.eiopa.europa.eu/document/download/047539e4-db06-4d56-b1f2-b3d1d3365204_en?filename=EIOPA%20Financial%20Stability%20Report%20June%202025.pdf

¹⁵ Global Insurance Market Report (GIMAR), decembrie 2024 - www.iais.org/uploads/2024/12/Global-Insurance-Market-Report-2024.pdf

Ca pondere la nivelul întregii piețe a asigurărilor, investițiile asigurătorilor în active alternative se situau la 6,6% din valoarea totală a plasamentelor. Pe categorii de societăți, cea mai mare expunere față de activele alternative ca pondere în investițiile totale pe segmentul respectiv o dețineau societățile compozite (7,4%), urmate de societățile de asigurări generale (6,8%). Valoarea investițiilor societăților de asigurări de viață în active alternative reprezenta 4,7% din totalul plasamentelor aferente acestor categorii de societăți.

O analiză pe categorii de clase de active alternative arată că din valoarea totală a acestora cea mai mare expunere a societăților este față de alte investiții (48%), împrumuturi negarantate (39%) și acțiuni nelistate¹⁶ (7%).

Tabelul 7 Investițiile societăților în active alternative pe categorii de clase de active și societăți la 31 decembrie 2025

| | Societăți AV | Societăți AG | Societăți compozite | Total |
|---|--------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| Total active alternative | 466,294,496 | 392,718,447 | 1,675,413,252 | 2,534,426,194 |
| Private equity | 0.2% | 23.7% | 4.9% | 7.0% |
| <i>Fonduri de private equity</i> | 0.2% | 0.2% | 0.0% | 0.1% |
| <i>Acțiuni nelistate</i> | 0.1% | 23.5% | 4.9% | 6.9% |
| Datorii privată | 0.0% | 59.1% | 45.4% | 39.2% |
| <i>Împrumuturi negarantate</i> | 0.0% | 59.1% | 45.4% | 39.2% |
| Imobiliare | 1.9% | 6.0% | 3.5% | 3.6% |
| <i>Imobiliare (altele decât cele pentru uz propriu)</i> | 1.9% | 4.6% | 3.4% | 3.3% |
| <i>Ipoteci</i> | 0.0% | 1.5% | 0.0% | 0.2% |
| <i>Acțiuni - companii imobiliare</i> | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.0% |
| Infrastructură | 0.0% | 0.0% | 3.8% | 2.5% |
| <i>Fonduri infrastructură</i> | 0.0% | 0.0% | 0.9% | 0.6% |
| <i>Investiții directe</i> | 0.0% | 0.0% | 2.9% | 1.9% |
| Altele | 97.9% | 11.2% | 42.4% | 47.8% |
| <i>Fonduri alternative</i> | 5.5% | 0.4% | 0.1% | 1.1% |
| <i>Alte împrumuturi garantate</i> | 0.0% | 0.0% | 10.7% | 7.0% |
| <i>Împrumuturi legate de polițe</i> | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| <i>Obligațiuni structurate</i> | 92.4% | 0.0% | 8.0% | 22.3% |
| <i>Împrumuturi și ipoteci</i> | 0.0% | 11.2% | 23.6% | 17.4% |
| <i>Alte investiții</i> | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.0% |

Sursa: ASF, raportări individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF; conform clasificării EIOPA: Private equity: a) acțiuni nelistate (CIC XL3 și XT3, dar nu participații, nu infrastructură) b) fonduri de private equity [CIC 47, dar nu infrastructură]; DATORIA PRIVATĂ: a) obligațiuni corporative nelistate [CIC XT21 și XL21, dar nu infrastructură] și b) împrumuturi [CIC81, dar nu infrastructură]; Imobiliare: a) Terenuri și clădiri (Property) [CIC 91, 92 și 94, dar nu infrastructură] b) Ipoteci [CIC 84, dar nu infrastructură] c) Fonduri imobiliare [CIC 45, dar nu infrastructură] d) Acțiuni - companii imobiliare [CIC 32, dar nu infrastructură] e) Obligațiuni structurate imobiliare [CIC 55, dar nu infrastructură]; INFRASTRUCTURĂ: a) Fonduri de infrastructură [CIC 48] b) Infrastructură-investiții directe (adică toate CIC cu excepția CIC48) cu investiții în infrastructură standard. ALTELE: a) Fonduri alternative [CIC 46, dar nu infrastructură] b) Împrumuturi garantate cu titluri de valoare [CIC 82, dar nu infrastructură] c) Alte împrumuturi garantate [CIC 85, dar nu infrastructură] d) Împrumuturi legate de polițe [CIC 86, dar nu infrastructură] e) Obligațiuni garantate [CIC 61-69, fără CIC 65, dar nu infrastructură] f) Obligațiuni structurate [CIC 51-59 dar fără CIC 55 - bunuri imobiliare, dar nu infrastructură] g) Împrumuturi și ipoteci - altele [CIC 89, dar nu infrastructură] h) Alte investiții [CIC 09, dar nu infrastructură].

¹⁶ Excl. participațiile și investițiile în infrastructură

Expunerea societăților de asigurare față de sectorul imobiliar

Expunerile societăților de asigurare față de sectorul imobiliar sunt atent monitorizate din perspectiva lichidității și riscului de credit, mai ales în condiții de piață volatile. Evaluarea corectă a investițiilor imobiliare este o provocare majoră, ținând cont de contextul macroeconomic tot mai schimbător, acestea fiind considerate adesea ilichide, ceea ce poate îngreuna vânzarea rapidă a activelor.

O altă preocupare cheie pentru investițiile imobiliare este riscul asociat ratelor dobânzilor și creditului, având în vedere că modificările ratelor dobânzilor pot avea un impact semnificativ asupra valorii activelor imobiliare.

Astfel, autoritățile de supraveghere trebuie să urmărească atent evoluția pieței imobiliare, identificând din timp sursele de vulnerabilitate. Prin această monitorizare, pot interveni proactiv pentru a proteja sectorul asigurărilor și a reduce riscurile sistemice ce pot decurge din oscilațiile prețurilor imobiliare.

În acest context, ASF realizează periodic analize privind expunerea asigurătorilor autorizați local față de sectorul imobiliar. Pe plan local, investițiile asigurătorilor în sectorul imobiliar reprezintă 1,8% din valoarea totală a investițiilor la finalul anului 2025. Societățile de asigurare locale investesc preponderent în terenuri și clădiri (property), ce dețin o pondere de 95% în totalul investițiilor în sectorul imobiliar.

Societățile ce practică asigurări generale și cele compozite au investit mai mult în sectorul imobiliar, înregistrând ponderi de 3,8%, respectiv 2% în valoarea totală a plasamentelor acestora, în timp ce societățile de asigurări de viață dețin o expunere extrem de scăzută (0,3%) față de imobiliare.

Tabelul 8 Expunerea față de sectorul imobiliar a societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în funcție de tipul de societate și clasa de active imobiliare la 31 decembrie 2025

| Tip investiție | Societăți AV | Societăți AG | Societăți compozite | Total |
|---|-----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Terenuri și clădiri (Property) | 33.199.836 | 191.995.761 | 446.517.463 | 671.713.061 |
| Sector imobiliar comercial | 33.199.836 | 191.995.761 | 442.499.845 | 667.695.443 |
| Sector imobiliar rezidențial | | | 4.017.618 | 4.017.618 |
| Acțiuni - corporații imobiliare | | | 1.012.704 | 1.012.704 |
| Obligațiuni coporative | | | 3.346.640 | 3.346.640 |
| Credite ipotecare și împrumuturi | | 30.292.522 | 314.490 | 30.607.012 |
| Total investiții imobiliare | 33.199.836 | 222.288.283 | 451.191.298 | 706.679.417 |
| Total investiții societăți de asigurare | 10.022.740.795 | 5.801.688.604 | 22.715.500.718 | 38.539.930.117 |
| Investiții imobiliare % Total investiții | 0,3% | 3,8% | 2,0% | 1,8% |

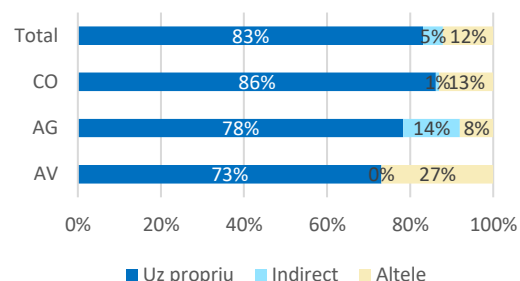
Sursa: ASF, raportări individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

Investițiile în imobiliare se pot clasifica în cele destinate uzului propriu, indirecte (obligațiuni structurate, garantate, ipotecă) și alte plasamente imobiliare (terenuri și clădiri pentru investiții, fonduri de investiții imobiliare, acțiuni și obligațiuni corporative emise de companii imobiliare). În România, investițiile în terenuri și clădiri deținute pentru uz propriu dețin o pondere de 1,5% în valoarea totală a investițiilor asigurătorilor, iar celelalte tipuri de investiții reprezintă doar 0,3% din plasamentele totale ale asigurătorilor autorizați și supravegheați de ASF.

Tabelul 9 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în total investiții în funcție de tipul de plasament (uz propriu, indirect și altele) – 31 decembrie 2025

| Tip plasament | Societăți AV | Societăți AG | Societăți compozite | Total |
|---------------|-------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| Uz propriu | 24.259.588 | 174.089.761 | 388.749.311 | 587.098.660 |
| Indirect | | 30.292.522 | 3.661.130 | 33.953.652 |
| Altele | 8.940.248 | 17.906.000 | 58.780.856 | 85.627.104 |
| Total | 33.199.836 | 222.288.283 | 451.191.298 | 706.679.417 |

Figura 32 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în totalul investițiilor imobiliare în funcție de tipul de plasament



Sursa: ASF, raportări individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

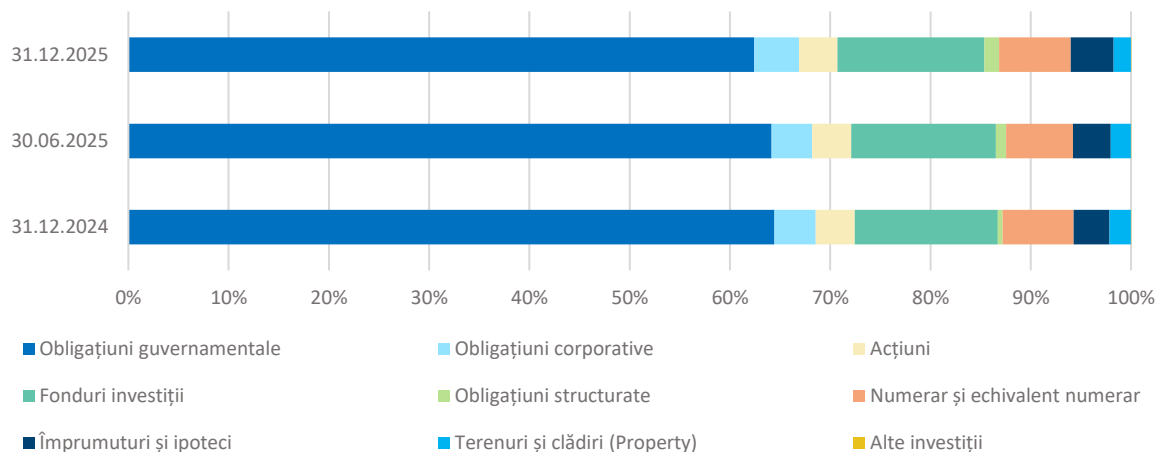
Din valoarea totală a investițiilor în sectorul imobiliar (circa 707 milioane lei), 83% reprezintă plasamente în terenuri și clădiri (property) pentru uz propriu, iar 12% reprezintă ponderea investițiilor în terenuri și clădiri (property) pentru investiții, acțiuni și obligațiuni corporative emise de companii din sectorul imobiliar.

Structura investițională – alocarea activelor

Valoarea totală a investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF (incluzând și activele deținute pentru contractele *unit-linked*) era de 38,5 miliarde lei la finalul anului 2025, în creștere cu circa 11,5% comparativ cu situația înregistrată la finele trimestrului II 2025 (34,6 miliarde lei), respectiv cu 19% față de sfârșitul lui 2024 (aproximativ 32,4 miliarde lei).

Societățile de asigurare autorizate și supravegheate de ASF investesc preponderent în obligațiuni guvernamentale. Dacă luăm în considerare investițiile totale (incluzând și activele deținute pentru contractele *unit-linked*), plasamentele societăților în titluri de stat dețin o pondere de 62,4%, fiind urmate de investițiile în fonduri de investiții (14,6%) și deținerile de numerar și depozite (7,2%). În ceea ce privește valoarea numerarului și depozitelor, ponderea acestora în total investiții a crescut ușor față de perioadele anterioare analizate.

Figura 33 Investițiile totale ale societăților de asigurare pe clase de active



Sursa: ASF, raportări individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

Obligațiuni guvernamentale

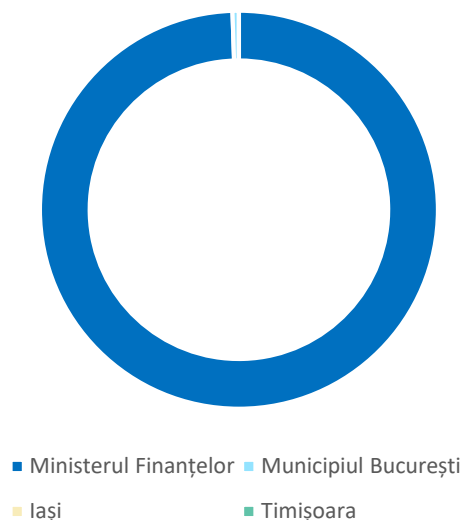
Valoarea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în obligațiuni guvernamentale se situa la circa 24 miliarde lei la 31 decembrie 2025, în creștere cu 9% față de finalul trimestrului II 2025, respectiv cu 15% față de sfârșitul anului 2024. Din valoarea totală a plasamentelor în obligațiuni guvernamentale, 98,6% sunt investiții în obligațiuni emise de instituții guvernamentale din România.

Se menține la un nivel semnificativ expunerea față de Ministerul Finanțelor. Din valoarea investițiilor în obligațiuni emise de instituții guvernamentale din România, 99,5% reprezintă plasamente în titluri de stat românești, restul fiind expuneri limitate față de obligațiuni municipale.

Figura 34 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă la 31 decembrie 2025



Figura 35 Investițiile în obligațiuni guvernamentale românești descompuse pe emitenți



Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

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

În cazul investițiilor societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale, 98,6% din plasamentele în titluri de stat au un nivel de calitate a creditului de 3, similar unui rating BBB, ceea ce indică un risc de credit mediu. Având în vedere expunerea semnificativă față de Ministerul Finanțelor, nivelul de calitate a creditului este dat în principal de ratingul de țară al României. Așadar, riscul de credit se află la un nivel mediu, însă o potențială deteriorare a ratingului de țară poate conduce la creșterea costului de finanțare și, implicit, a randamentelor așteptate de investitori, ceea ce poate determina o scădere a valorii de piață a titlurilor de stat deținute de asigurători. Obligațiunile guvernamentale de tip non-investment grade (nivel de calitate a creditului de 4 și cele fără rating) reprezintă doar 0,1% din valoarea investițiilor în titluri de stat.

Tabelul 10 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului

| Nivel de calitate a creditului | Pondere în total investiții guvernamentale |
|--------------------------------|--|
| 0 | 0,7% |
| 1 | 0,5% |
| 2 | 0,0% |
| 3 | 98,6% |
| 4 | 0,1% |
| Fără rating | 0,0% |

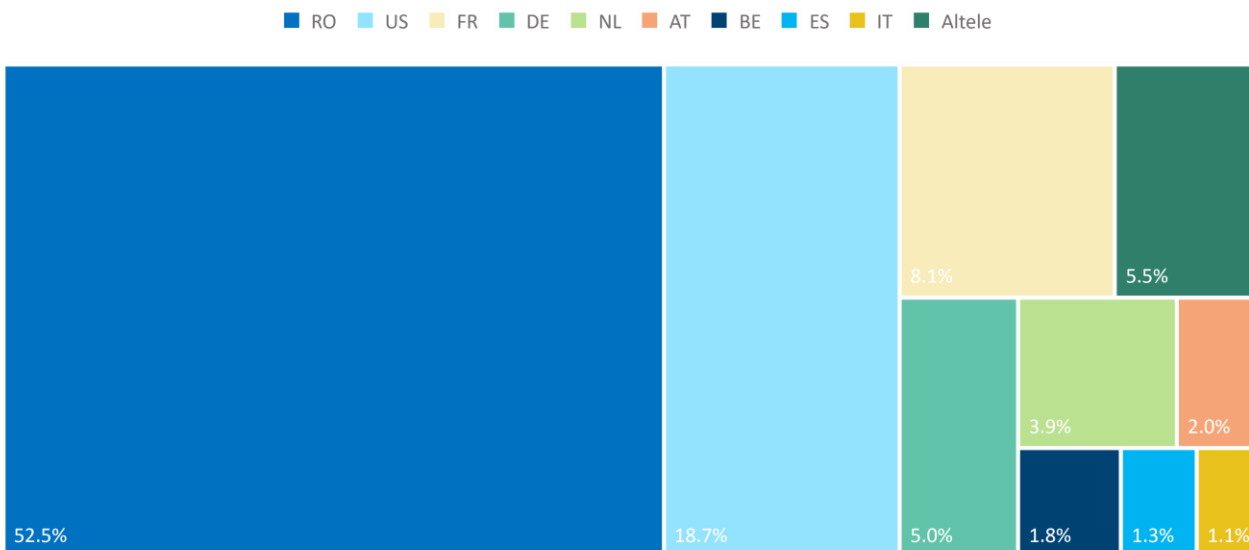
Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

Obligațiuni corporative

Valoarea investițiilor în obligațiuni corporative se situa la 1,7 miliarde lei la 31 decembrie 2025, în creștere cu aproximativ 22% față de valoarea înregistrată la finalul trimestrului II 2025 și cu 29% față de valoarea înregistrată la finalul anului 2024. Comparativ cu investițiile în obligațiuni guvernamentale, plasamentele în obligațiuni corporative sunt mult mai reduse ca valoare, iar alocarea emitenților pe țări este mai diversificată.

Cea mai mare expunere este față de obligațiunile corporative emise de companii din România ce dețin o pondere de 53% din valoarea totală a obligațiunilor corporative din portofoliile asigurătorilor, urmate de SUA (19%) și Franța (8%).

Figura 36 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni corporative în funcție de țara emitentă la 31 decembrie 2025



Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

Din valoarea investițiilor în obligațiuni corporative, doar 3,4% reprezintă plasamente în obligațiuni cu un nivel de calitate a creditului de 4 și 5 (non-investment grade).

Tabelul 11 Investițiile în obligațiuni corporative în funcție de nivelul de calitate a creditului

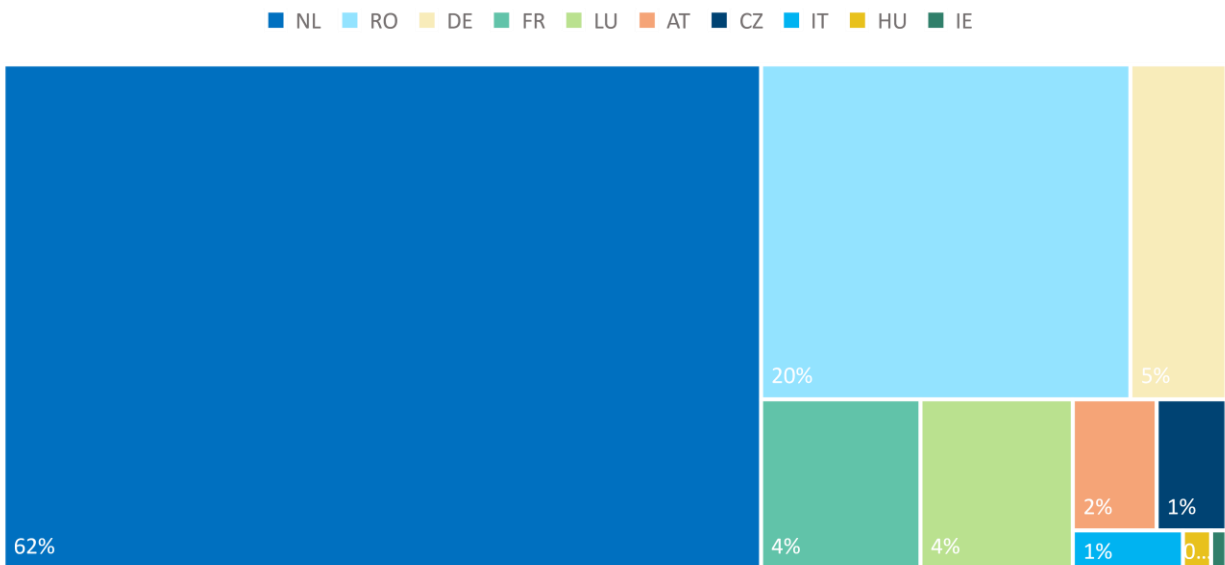
| Nivel de calitate a creditului | Pondere în total investiții guvernamentale |
|--------------------------------|--|
| 0 | 0,4% |
| 1 | 1,9% |
| 2 | 35,9% |
| 3 | 58,4% |
| 4 | 2,3% |
| 5 | 1,1% |

Sursa: ASF, raportări trimestriale individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

Fonduri de investiții

Valoarea investițiilor în organisme de plasament colectiv a societăților de asigurare se situa la circa 5,6 miliarde lei la 31 decembrie 2025, în creștere cu 13% față de finalul trimestrului II 2025 și cu 22% comparativ cu valoarea înregistrată la finalul anului 2024. Din valoarea totală a plasamentelor în fonduri de investiții, 62% era investită în fonduri domiciliate în Olanda.

Figura 37 Investițiile societăților de asigurare în organisme de plasament colectiv în funcție de țara de origine a emitentului la 31 decembrie 2025



Sursa: ASF, raportări individuale ale societăților autorizate și supravegheate de ASF - raportări Solvabilitate II, calcule ASF

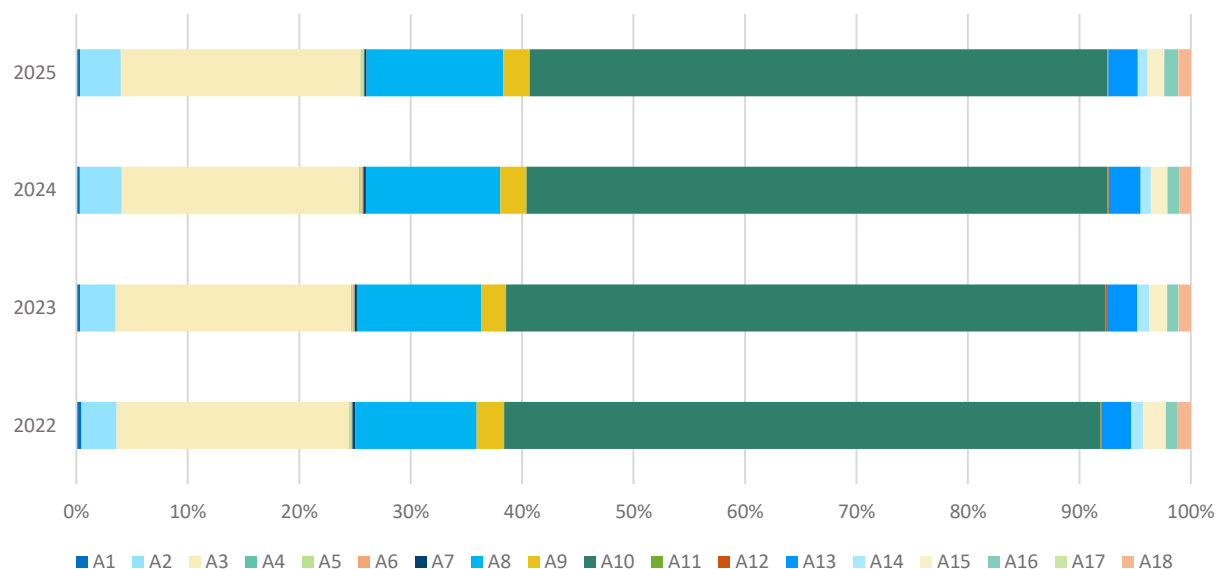
Concentrare

Se menține gradul ridicat de concentrare pe piața asigurărilor din România, măsurat atât din perspectiva volumului de prime brute subscrise pe clase de asigurare, cât și pe societăți. Totodată, sectorul asigurărilor rămâne dominat de asigurările generale ce dețin o pondere de 80% în volumul total de prime brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, în timp ce ponderea activității de asigurări de viață se menține la un nivel relativ redus, de 20%.

Asigurări generale

În ceea ce privește activitatea de asigurări generale, asigurările auto (clasele A3 și A10) reprezintă 73% din acest sector, din perspectiva primelor brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, nivel similar cu cel înregistrat în anul 2024.

Figura 38 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF; incl. sucursalele

Din perspectiva gradului de concentrare în funcție de primele brute subscrise de societățile autorizate și supravegheate de ASF și sucursale, primele cinci companii însumează o cotă de piață cumulată de circa 72% pe segmentul asigurărilor generale, nivel relativ similar cu cel înregistrat în anul 2024.

Tabelul 12 Cotele de piață ale societăților pentru activitatea de asigurări generale în anul 2025

| Societate | Cotă de piață |
|--|---------------|
| GROUPAMA ASIGURARI SA | 23,4% |
| ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI SA | 16,6% |
| OMNIASIG VIG SA | 14,1% |
| Total 1-3 | 54,1% |
| GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE SA | 8,9% |
| ASIGURAREA ROMANEASCA - ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP SA | 8,6% |
| Total 1-5 | 71,6% |
| AXERIA IARD | 5,6% |
| GRAWE ROMANIA ASIGURARE SA | 5,1% |
| Total 1-7 | 82,4% |
| HELLAS DIRECT INSURANCE | 4,0% |
| UNIQA ASIGURARI SA | 2,2% |
| EAZY ASIGURARI SA | 1,7% |
| Total 1-10 | 90,3% |
| Alte societăți | 9,7% |
| Total | 100,0% |

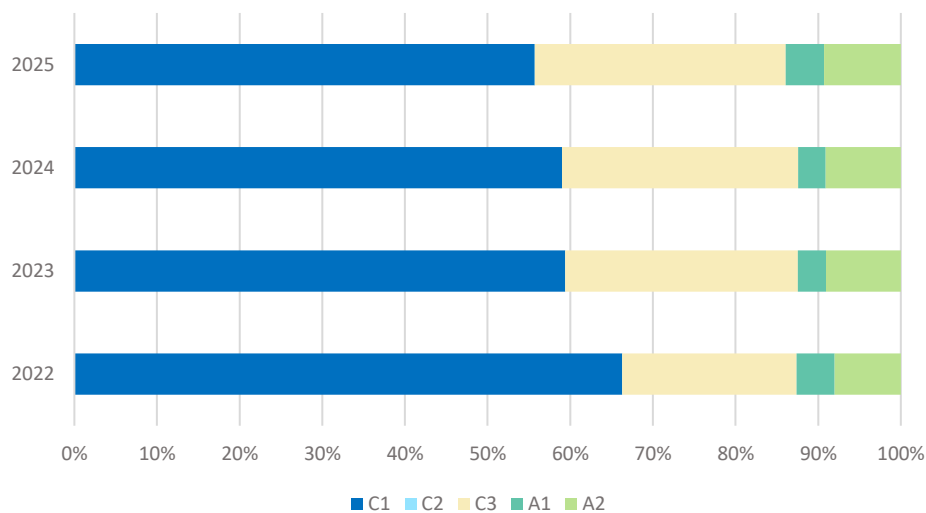
Sursa: ASF, incl. sucursalele

Asigurări de viață

În ceea ce privește segmentul asigurărilor de viață, acesta este dominat de asigurările de viață tradiționale (clasa C1) și asigurările de viață cu componentă investițională (clasa C3) ce dețin o pondere cumulată de

86% în volumul total de prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață de către societățile autorizate de ASF și sucursale.

Tabelul 13 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF; incl. sucursalele

Din perspectiva gradului de concentrare în funcție de primele brute subscrise de societățile autorizate de ASF și sucursale, primele cinci companii însumează o cotă de piață cumulată de 73% pe segmentul asigurărilor de viață.

Tabelul 14 Cotele de piață ale societăților pentru activitatea de asigurări de viață în anul 2025

| Societate | Cotă de piață |
|--|---------------|
| NN ASIGURARI DE VIATA SA | 24,7% |
| METROPOLITAN LIFE | 16,4% |
| BCR ASIGURARI DE VIATA VIENNA INSURANCE GROUP SA | 14,0% |
| Total 1-3 | 55,1% |
| BRD ASIGURARI DE VIATA SA | 8,8% |
| ALLIANZ - TIRIAC ASIGURARI SA | 8,6% |
| Total 1-5 | 72,5% |
| SIGNAL IDUNA ASIGURARE REASIGURARE SA | 7,4% |
| UNIQA ASIGURARI DE VIATA SA | 7,0% |
| Total 1-7 | 86,9% |
| ASIGURAREA ROMANEASCA - ASIROM VIENNA INSURANCE GROUP SA | 5,9% |
| GENERALI ROMANIA ASIGURARE REASIGURARE SA | 3,3% |
| GROUPAMA ASIGURARI SA | 2,0% |
| Total 1-10 | 98,1% |
| Alte societăți | 1,9% |
| Total | 100,0% |

Sursa: ASF; incl. sucursalele

4.3. Activitatea de subscriere

Volumul primelor brute subscrise de societățile autorizate de ASF și sucursale a crescut cu 10% în termeni nominali în anul 2025 comparativ cu anul precedent. Activitatea de asigurări generale a înregistrat o creștere cu 8%, iar primele brute subscrise pentru asigurările de viață au crescut cu 18%. Având în vedere ratele anuale ale inflației în perioada 2023 – 2025, ratele reale de creștere s-au situat în teritoriul pozitiv în tot intervalul analizat pentru ambele segmente de asigurare.

Din volumul total al activității de subscriere (incl. sucursale) de 25,8 miliarde lei, 80% reprezintă prime brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale, iar 20% sunt pentru asigurările de viață. Dinamica pozitivă a activității de subscriere a fost susținută atât de avansul înregistrat de primele brute subscrise de societățile autorizate de ASF (+11%), cât și de creșterea primelor subscrise de sucursale (+7%).

Figura 39 Dinamica anuală a primelor brute subscrise

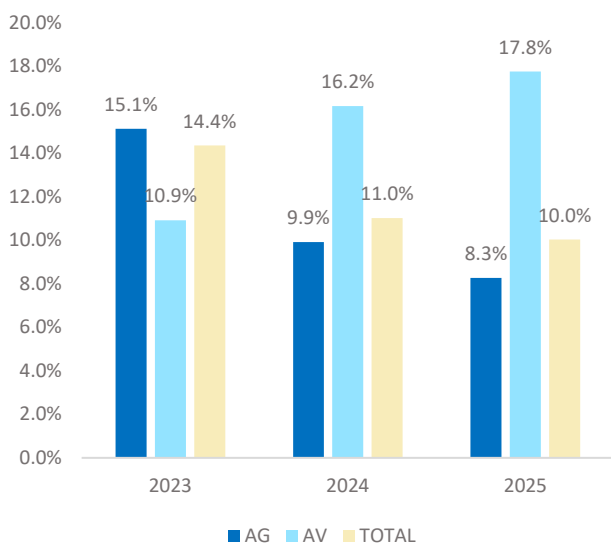
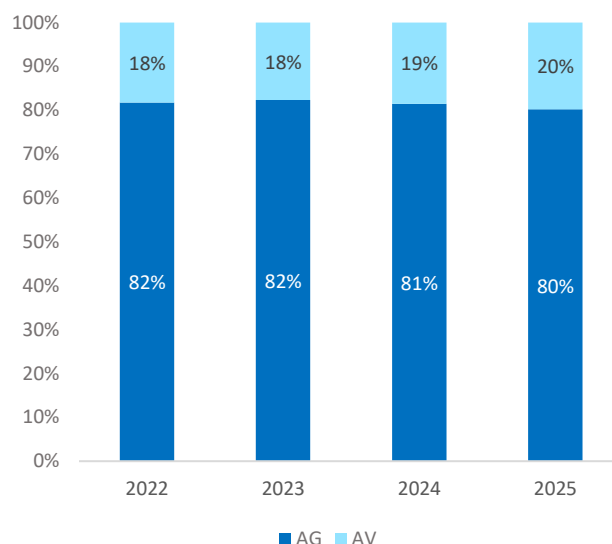


Figura 40 Dinamica repartizării primelor brute subscrise pe segmente de asigurare



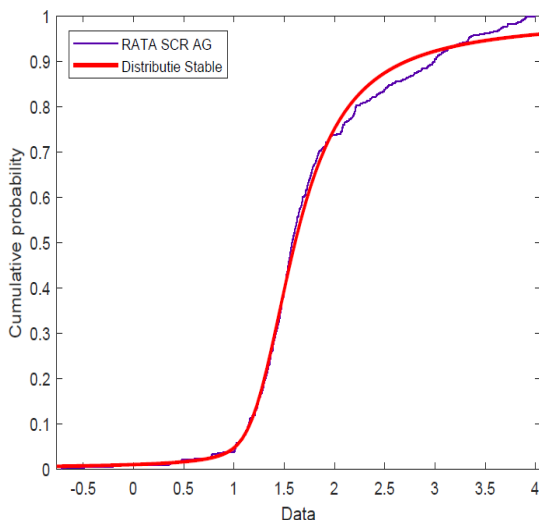
Sursa: ASF; incl. sucursalele

4.4. Solvabilitate

Valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital de solvabilitate se afla la nivelul de circa 11,2 miliarde lei la finalul anului 2025, în creștere cu aproximativ 9% comparativ cu finalul trimestrului II 2025, în timp ce valoarea fondurilor proprii eligibile să acopere cerința de capital minim se situa la 10,7 miliarde lei, în creștere cu 9%.

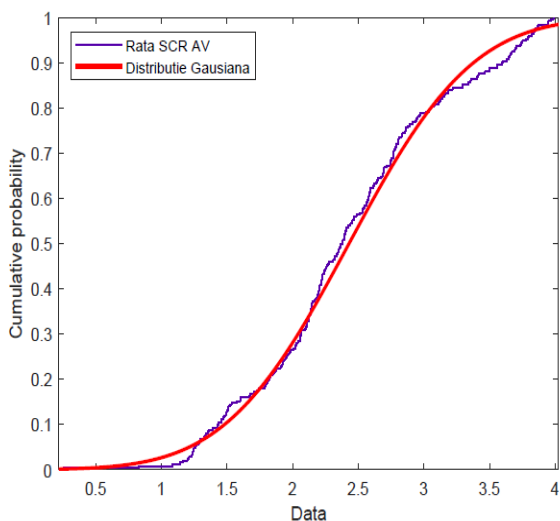
La finalul anului 2025, se observă creșterea ușoară a ratelor SCR și MCR la nivelul pieței asigurărilor (167%, respectiv 389%) comparativ cu sfârșitul trimestrului II 2025 (164%, respectiv 386%).

Figura 41 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări generale



Sursa: ASF, raportări trimestriale Solvabilitate II

Figura 42 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări de viață



Sursa: ASF, raportări trimestriale Solvabilitate II

Rata SCR este un indicator esențial pentru stabilitatea societăților ce practică asigurări generale, reprezentând capitalul necesar pentru a face față riscurilor. Modelarea acestui indicator printr-o distribuție *Stable* este o alegere adecvată, având în vedere natura sa asimetrică și volatilă.

Media estimată a ratei SCR este de aproximativ 2,21, folosind raportările trimestriale ale societăților în perioada 2016 – 2025.

Parametrul de stabilitate α (1,18) sugerează o distribuție puternic leptocurtică, ceea ce indică o probabilitate ridicată de apariție a valorilor extreme.

Parametrul γ (0,28) determină scala distribuției și sugerează că volatilitatea ratei SCR este ridicată.

Parametrul δ (1,52) indică poziția centrală a distribuției și confirmă faptul că nivelul tipic al ratei SCR este relativ ridicat, dar susceptibil la variații extreme.

Modelarea ratelor SCR pentru societățile care practică activitatea de asigurări de viață prin distribuția normală sugerează o comportare relativ previzibilă a cerințelor de capital, fără prezența unor valori extreme semnificative.

Media estimată a ratei SCR este de 2,43. Variația relativ scăzută (0,55) sugerează că nivelul ratei de solvabilitate nu variază semnificativ între societăți, ceea ce înseamnă că piața asigurărilor de viață este mai stabilă comparativ cu alte sectoare financiare. Această observație reflectă caracterul pe termen lung al polițelor de asigurări de viață și predictibilitatea fluxurilor financiare asociate.

Parametrul μ (2,43) confirmă faptul că majoritatea companiilor operează într-un interval bine definit al ratelor SCR, ceea ce este favorabil din perspectiva gestionării riscurilor. Parametrul σ (0,74) indică o dispersie moderată a valorilor ratelor, ceea ce sugerează că, deși există unele variații între companii, acestea nu sunt extreme și pot fi gestionate eficient.

Distribuția normală a ratei SCR indică faptul că riscurile din acest domeniu sunt mai puțin afectate de factori extremi și imprevizibili, ceea ce asigură o mai bună predictibilitate și gestionare a capitalului.

Faptul că varianța este redusă arată că majoritatea societăților de asigurări de viață operează în parametri similari în ceea ce privește cerințele de capital. Acest lucru poate fi explicat prin natura predictibilă a produselor de asigurare de viață, unde fluxurile financiare sunt mai bine controlate decât în alte tipuri de asigurări.

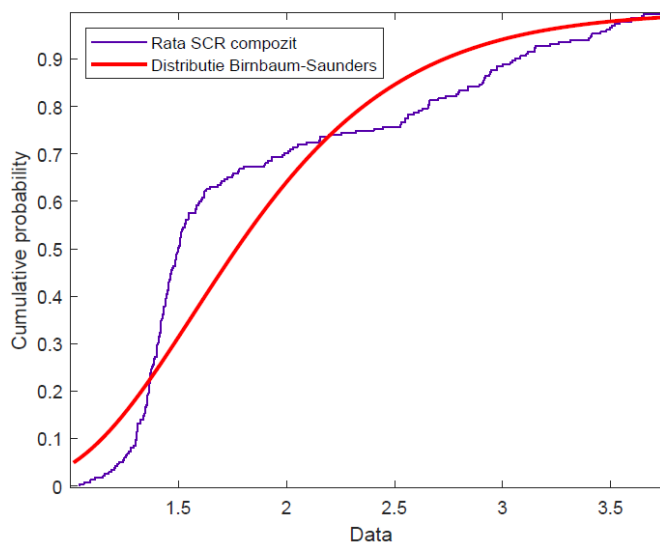
Distribuția ratei SCR pentru societățile compozite a fost modelată utilizând distribuția Birnbaum-Saunders.

Media estimată a ratei SCR pe termen lung (2016 – 2025) este de 1,87.

Varianța estimată este de 0,42, ceea ce reflectă o dispersie moderată a ratelor SCR între societăți, indicând existența unor diferențe semnificative între entități în ceea ce privește gradul de capitalizare.

Toate cele șase societăți compozite înregistrau la finalul anului 2025 rate SCR situate sub media estimată a ratei SCR pe termen lung.

Figura 43 Distribuția ratelor SCR aferente societăților compozite



Sursa: ASF, raportări trimestriale Solvabilitate II

4.5. Lichiditate

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

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

Asigurări generale

La nivelul pieței asigurărilor, se observă o ușoară scădere a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale la finalul anului 2025 (2,95) comparativ cu finalul lunii iunie 2025 (2,98), pe fondul creșterii mai rapide a obligațiilor pe termen scurt ale asiguraților (+12%) comparativ cu avansul înregistrat de activele lichide. Valoarea activelor lichide s-a situat la un nivel de 20,1 miliarde lei, în creștere cu circa 11% față de situația de la finalul lunii iunie 2025, conform raportărilor transmise de societățile de asigurare. Creșterea a avut loc pentru toate clasele de active. Pe de altă parte, obligațiile pe termen scurt ale asiguraților, reprezentate de rezerva brută de daune avizate, au crescut cu aproximativ 12%, de la 6,1 miliarde lei (iunie 2025) la 6,8 miliarde lei (decembrie 2025).

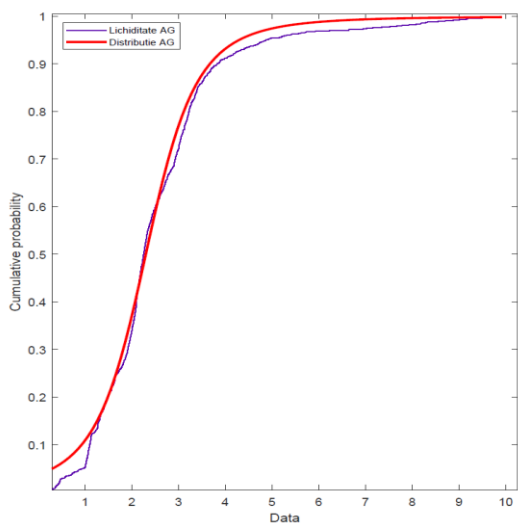
Dintre cele 18 societăți care practicau activitate de asigurări generale¹⁷ la finalul lunii decembrie 2025, 14 societăți au raportat un indicator de lichiditate peste media calculată la nivelul pieței de asigurări generale.

Analiza lichidității societăților care practică asigurări generale utilizând o distribuție de tipul Student-t oferă o perspectivă detaliată asupra variațiilor acestui indicator. Estimările parametrilor sugerează o lichiditate în general stabilă, dar expusă unor fluctuații semnificative și unor șocuri potențiale. Nivelul mediu al indicatorului de lichiditate este estimat la 2,29, indicând o capacitate relativ bună a pieței de a absorbi tranzacțiile. Variabilitatea lichidității, reflectată de deviația standard de 0,82, sugerează fluctuații considerabile în timp, ceea ce ar putea implica episoade de stres financiar. Prezența unor valori extreme este confirmată de parametrul $v = 2,78$, ceea ce arată că distribuția lichidității prezintă cozi mai grele decât o distribuție normală, indicând apariția unor șocuri bruște și intense.

În acest context, analiza sugerează că societățile care practică asigurări generale sunt expuse la riscuri de lichiditate. Deși nivelul mediu al lichidității este relativ stabil, volatilitatea și prezența extremelor indică faptul că anumite condiții de piață pot amplifica riscurile, afectând capacitatea pieței de a funcționa eficient în momente de stres.

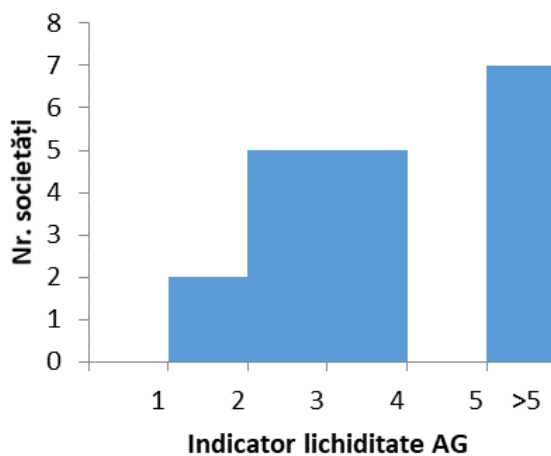
La finalul lunii decembrie 2025, cele mai multe societăți au înregistrat un indicator de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale ce depășea nivelul de 5. Dintre toate societățile ce au derulat activitate pe segmentul asigurărilor generale, doar doi asigurători au înregistrat la finalul anului 2025 un indicator de lichiditate situat sub media pe termen lung a indicatorului (2,29). Conform raportărilor asigurătorilor, indicatorul de lichiditate se menține supraunitar în cazul tuturor societăților.

Figura 44 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF, raportări lunare

Figura 45 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale (decembrie 2025)



¹⁷ Sunt incluse și societățile compozite

Asigurări de viață

În ceea ce privește indicatorul de lichiditate aferent pieței de asigurări de viață, acesta s-a menținut la finalul lunii decembrie 2025 la un nivel similar cu cel înregistrat la sfârșitul lui iunie 2025 (3,6).

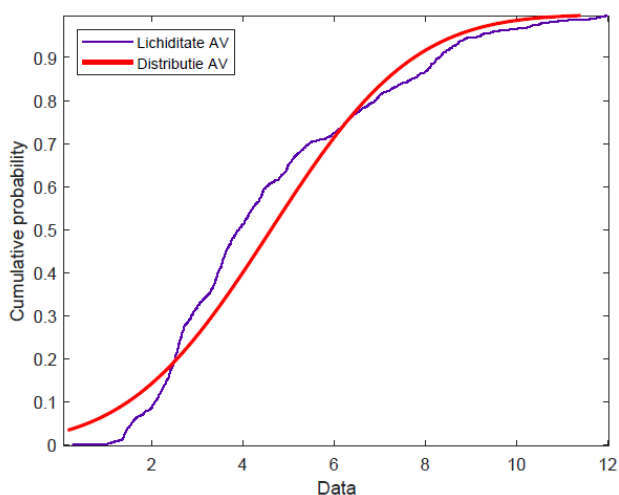
Valoarea activelor lichide s-a situat la 9,3 miliarde lei, în creștere cu circa 7% față de sfârșitul lunii iunie 2025. Creșterea a avut loc pentru toate clasele de active, cu excepția deținerilor de numerar (cont curent și casierie), care au scăzut de la 135 milioane lei la 101 milioane lei. Obligațiile pe termen scurt au fost în sumă de 2,6 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 8% față de finalul lunii iunie 2025.

Dintre cele 12 societăți care au raportat pentru activitatea de asigurări de viață¹⁸, șase societăți au înregistrat un indicator de lichiditate situat peste media la nivelul pieței asigurărilor calculată pentru finalul lunii decembrie 2025.

Evaluarea indicatorului de lichiditate pentru asigurările de viață a fost realizată utilizând distribuția normală. Media estimată a indicatorului de lichiditate este de 4,61, ceea ce indică un nivel moderat spre ridicat al capacității pieței de asigurări de viață de a gestiona obligațiile financiare. Acest aspect sugerează că sectorul dispune, în medie, de resurse suficiente pentru a acoperi obligațiile. Varianța ridicată (6) sugerează fluctuații semnificative în nivelul lichidității, ceea ce înseamnă că, deși media se situează la un nivel confortabil, pot exista perioade în care lichiditatea poate deveni insuficientă, necesitând mecanisme suplimentare de gestionare a riscului.

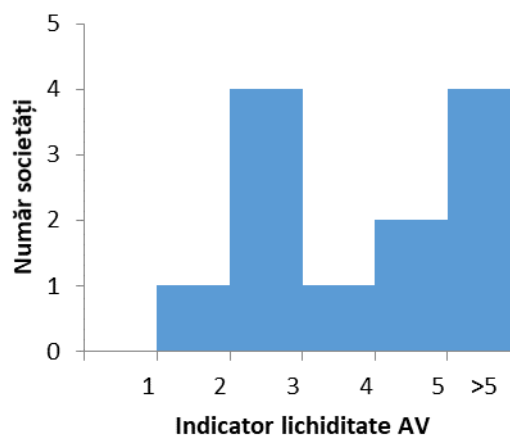
Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață arată că doar aproximativ 10% din observații se află sub valoarea de 2, cu o medie pe termen lung de 4,61, luând în calcul raportările lunare ale societăților în perioada 2016 – 2025.

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



Sursa: ASF, raportări lunare

Figura 47 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață (decembrie 2025)



¹⁸ Sunt incluse și societățile compozite

În luna decembrie 2025, dintre cele 12 societăți care derulau activitate de asigurări de viață, patru societăți înregistrau un indicator de lichiditate mai mare de 5, iar opt societăți au înregistrat un indicator de lichiditate situat sub media pe termen lung (4,61).

4.6. Rezerve tehnice – Solvabilitate II

Unul dintre cele mai importante mecanisme ce stau la baza funcționării eficiente a pieței asigurărilor îl reprezintă constituirea rezervelor tehnice de către societățile de asigurare, pentru a asigura onorarea obligațiilor acestora față de asigurați, în cazul în care au loc evenimentele asigurate.

Astfel, constituirea unui nivel suficient al rezervelor tehnice, de natură să susțină plata tuturor obligațiilor față de asigurați, reprezintă un pilon important al managementului riscului aferent societăților de asigurare, contribuind la asigurarea stabilității financiare a companiilor respective.

La finalul anului 2025, societățile de asigurare aveau constituite rezerve tehnice brute în valoare totală de circa 27 miliarde lei, conform regimului Solvabilitate II, în creștere cu aproximativ 22% față de anul anterior, repartizate pe cele două categorii de asigurare, după cum urmează:

- rezervele tehnice brute constituite pentru asigurările generale au înregistrat un volum de 16 miliarde lei, reprezentând 60% din totalul rezervelor tehnice brute, în creștere cu 24% față de finalul anului 2024;
- pentru asigurări de viață, societățile au constituit rezerve tehnice brute în valoare de circa 11 miliarde lei, nivel aferent unei ponderi de 40% din totalul rezervelor tehnice brute, în creștere cu 20% față de anul precedent.

Figura 48 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare

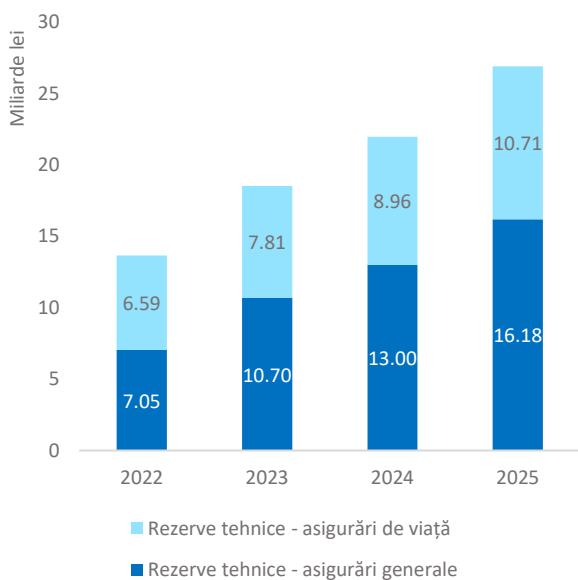
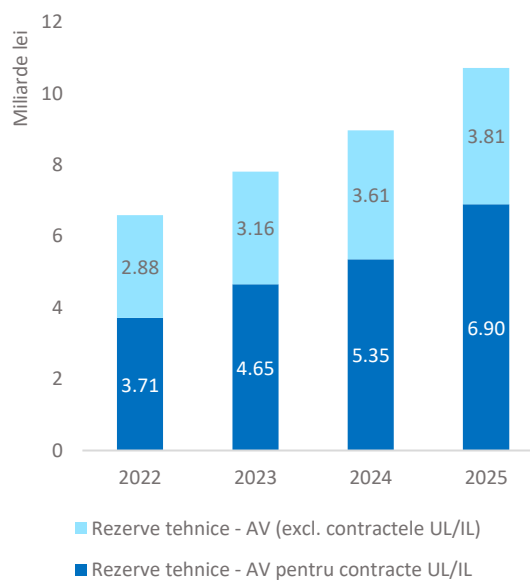
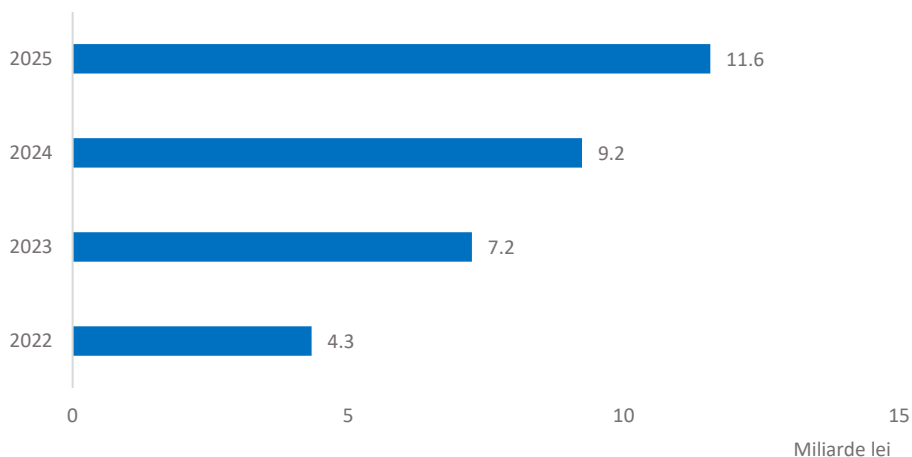


Figura 49 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF, raportări individuale Solvabilitate II

Figura 50 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru RCA



Sursa: ASF, raportări individuale Solvabilitate II

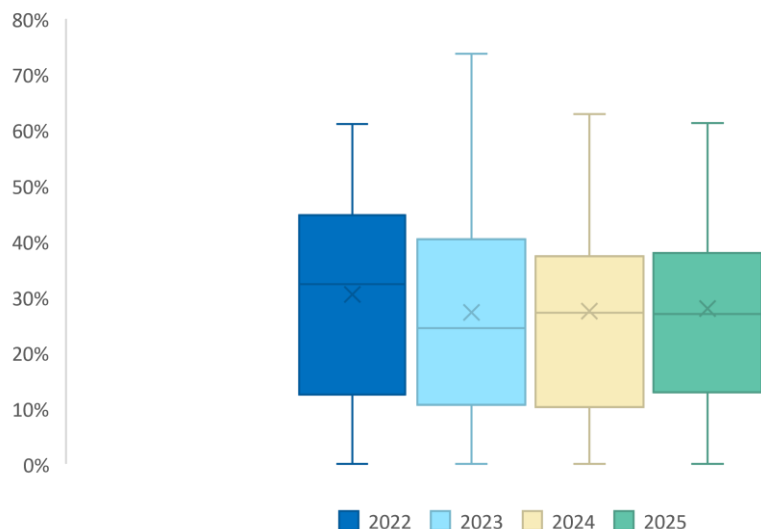
4.7. Reasigurare

Asigurări generale

Pentru o parte importantă de produse de asigurări generale (ex. asigurările care acoperă riscuri de catastrofe naturale, asigurările de răspundere civilă etc), ca parte a strategiei proprii de management al riscurilor, asigurătorii apelează frecvent la tehnici de diminuare a riscurilor de subscriere prin încheierea, de regulă, de contracte de reasigurare. În anul 2025, aproximativ 19% din primele brute subscrise au fost cedate în reasigurare.

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

Figura 51 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2022 – 2025 pentru activitatea de asigurări generale



Sursa: ASF

Indicator al dimensiunii programelor de reasigurare derulate de societăți și, implicit, al transferului riscurilor, gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări generale a variat între 0% (în cazul a două societăți ce practică doar asigurări generale, Onix și Geroma) și 56% (valoarea maximă observată - Garanta) în anul 2025.

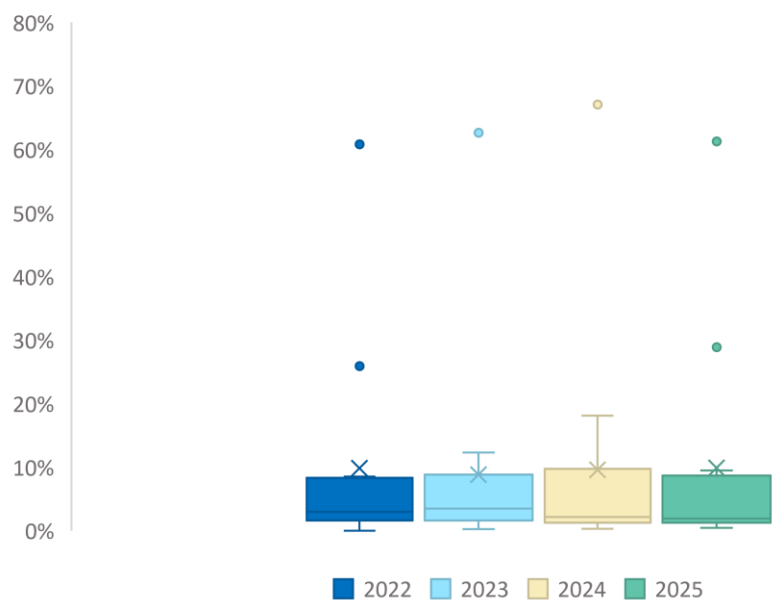
Asigurări de viață

În mod tradițional, există diferențe importante în ceea ce privește politica de reasigurare între activitățile de asigurări de viață și cele de asigurări generale. În cazul asigurărilor de viață, în general societățile de asigurare rețin o parte mult mai mare din riscul subscris. În anul 2025, aproximativ 7% din primele brute subscrise pentru asigurările de viață au fost cedate în reasigurare.

Ca urmare a faptului că asigurările de viață sunt de regulă contracte de asigurare pe durate mari și riscul se distribuie în timp, iar despăgubirile sunt relativ previzibile statistic, asigurătorii de viață acumulează rezerve semnificative în timp, ceea ce le permite să acopere despăgubirile fără să apeleze la fel de mult la cedarea în reasigurare precum o fac societățile de asigurări generale.

Gradul de cedare în reasigurare pentru activitatea de asigurări de viață a variat între 0,5% (BRD Asigurări de Viață) și 61% (valoarea maximă înregistrată – Generali România) în anul 2025.

Figura 52 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2022 – 2025 pentru activitatea de asigurări de viață



Sursa: ASF

5. Stabilitatea pieței pensiilor private

Activele fondurile de pensii private din România au continuat să crească în anul 2025, sistemul aflându-se într-o etapă de acumulare, neexistând presiuni pentru vânzare, întrucât nivelul plăților este în continuare unul redus, dar în creștere accentuată de la an la an. Pe parcursul anului 2025 au fost operate plăți în Pilonul II în valoare de 2,73 miliarde lei (1,35% din activele totale de la finalul lunii decembrie), respectiv 242 milioane lei în Pilonul III (3,26% din activele totale). Riscul de lichiditate se situează la un nivel scăzut, un procent de 1,03% din activele întregului sistem fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt (aprox. 2,15 miliarde de lei). Politica investițională a fondurilor de pensii private continuă să fie axată pe piața financiară locală (aproximativ 94% din active având emitenți români), orientată în special în instrumente cu venit fix (69%) și acțiuni (26%).

Riscul de piață este gestionat de către administratori prin diversificare, urmărind diminuarea componentei de risc sistemic, și este monitorizat permanent prin managementul activelor pe termen scurt și a indicatorilor de risc. Incertitudinea desfășurării evenimentelor și a relațiilor geopolitice pe plan extern împreună cu instabilitatea politică pe plan local, concomitent cu implementarea unor măsuri de austeritate pentru reducerea deficitului bugetar, continuă să aibă un impact puternic asupra volatilității piețelor financiare globale și locale, accentuând riscurile pe piețele de capital, unde se menține posibilitatea apariției unor mișcări adverse. Astfel, fondurile de pensii private sunt expuse șocurilor pe termen scurt, majoritatea activelor din portofolii fiind evaluate prin prețurile de piață.

Ținând cont de cerințele de calitate aplicabile emitenților instrumentelor cu venit fix eligibile pentru a fi deținute în portofoliile fondurilor de pensii private, riscul de credit se menține redus, cu tendință de creștere, în contextul intensificării vulnerabilităților și incertitudinilor ca urmare a amplificării tensiunilor geopolitice și comerciale pe plan global, care pot afecta solvabilitatea emitenților de obligațiuni.

Din motive structurale ale pieței fondurilor de pensii private din România, se menține un grad ridicat de concentrare, primele trei fonduri de pensii administrate privat cumulând 68% din activele Pilonului II, în timp ce primele trei fonduri facultative însumau 71% din activele Pilonului III. Piața serviciilor de depozitare prezintă de asemenea un grad ridicat de concentrare, BRD GSG deținând în custodie 82% din activele fondurilor de pensii private.

Riscul operațional se află la un nivel redus, dar este atent monitorizat în contextul intensificării atacurilor cibernetice la scară largă. Administratorii fondurilor de pensii au monitorizat și evaluat permanent procesele operaționale pentru a diminua acest risc. Până în acest moment nu au fost raportate atacuri cibernetice asupra industriei fondurilor de pensii.

Ținând cont de incertitudinea perspectivelor macrofinanciare, precum și de probabilitatea de materializare a unor riscuri de piață, inclusiv sistemică, evoluția activelor fondurilor de pensii private ar putea fi marcată de corecții temporare în perioada următoare, cu toate că, prin natura lor, fondurile de pensii private sunt investitori pe termen lung. Până în prezent, fondurile de pensii private au depășit cu bine perioadele de vulnerabilitate ale piețelor financiare, continuând tendința de creștere a activelor totale.

5.1. Piața pensiilor private în context internațional

Potrivit raportului publicat de OCDE, Pension Markets in Focus 2025, activele pensiilor au continuat să se majoreze și în 2024, cu o creștere medie de 7,1% în țările membre OCDE. Acestea au ajuns la un nivel de 69,8 trilioane USD la sfârșitul anului 2024 în țările membre OCDE și la 2,9 trilioane USD în jurisdicțiile non-OCDE. Acest nivel maxim reflectă o creștere generalizată a activelor gestionate de furnizorii de pensii în toate țările OCDE și în majoritatea celor non-OCDE, precum și în majoritatea fondurilor publice de rezervă pentru pensii. Activele au crescut în toate tipurile de planuri. Totuși, importanța planurilor ocupaționale cu beneficii definite (DB) a scăzut, acestea înregistrând o creștere de doar 4%, comparativ cu 11,4% în planurile ocupaționale cu contribuții definite (DC) și cu 9,3% în planurile personale.

Creșterea activelor în 2024 se datorează în principal randamentelor nominale pozitive ale investițiilor. Randamentul mediu nominal al investițiilor a fost de 9,1% pentru furnizorii de pensii din țările membre OCDE, de 11,7% pentru cei din jurisdicțiile non-OCDE și de 8,5% pentru fondurile publice de rezervă pentru pensii. Randamentele au fost, în general, peste media pe termen lung. Furnizorii de pensii cu cea mai mare expunere la acțiuni au înregistrat unele dintre cele mai solide câștiguri din investiții în 2024, susținute de evoluțiile pozitive de pe piețele globale de acțiuni. Furnizorii de pensii și fondurile publice de rezervă pentru pensii au avut dețineri mai mari de acțiuni la sfârșitul anului 2024 față de anul precedent, ca rezultat al creșterii valorii acțiunilor din portofolii sau al unei realocări către acțiuni.

Furnizorii de pensii au beneficiat, în general, de un flux pozitiv de numerar din contribuțiile care au fost mai mari decât plățile de beneficii în 2024, ceea ce a susținut creșterea activelor. Contribuțiile la schemele de pensii au continuat să crească în 2024, la fel și plățile de beneficii, pe măsură ce sistemele de pensii s-au maturizat și mai multe persoane au devenit eligibile pentru plata pensiilor private.

Activele din schemele de pensii au înregistrat creșteri în majoritatea jurisdicțiilor raportoare în anul 2024. Activele au crescut rapid în statele baltice și în Grecia, înregistrând creșteri de peste 20%, în timp ce aproximativ o treime dintre statele non-OCDE au avut creșteri similare.

Gradul de penetrare al activelor, definit ca activele totale ale schemelor de pensii în raport cu produsul intern brut (PIB) al țării, indică dimensiunea sistemelor de pensii private în raport cu dimensiunea economiei. Nivelul gradului de penetrare diferă de la un stat la altul. În Danemarca și în Olanda, unde angajatorii trebuie să contribuie la planuri de pensii în funcție de ramura industriei, gradul de penetrare al activelor din pensii este la un nivel ridicat. În Islanda și în Elveția, unde angajatorii sunt obligați să asigure pensii ocupaționale angajaților, furnizorii de pensii dețin active în cuantum de 191% și, respectiv, 167% din PIB. Statele cu sisteme de pensii opționale sau cu un sistem de pensii încă recent tind să aibă valori mai mici ale activelor acumulate în planurile de economisire pentru pensionare.

Tabelul 15 Gradul de penetrare a schemelor de pensii private din statele europene în anul 2024

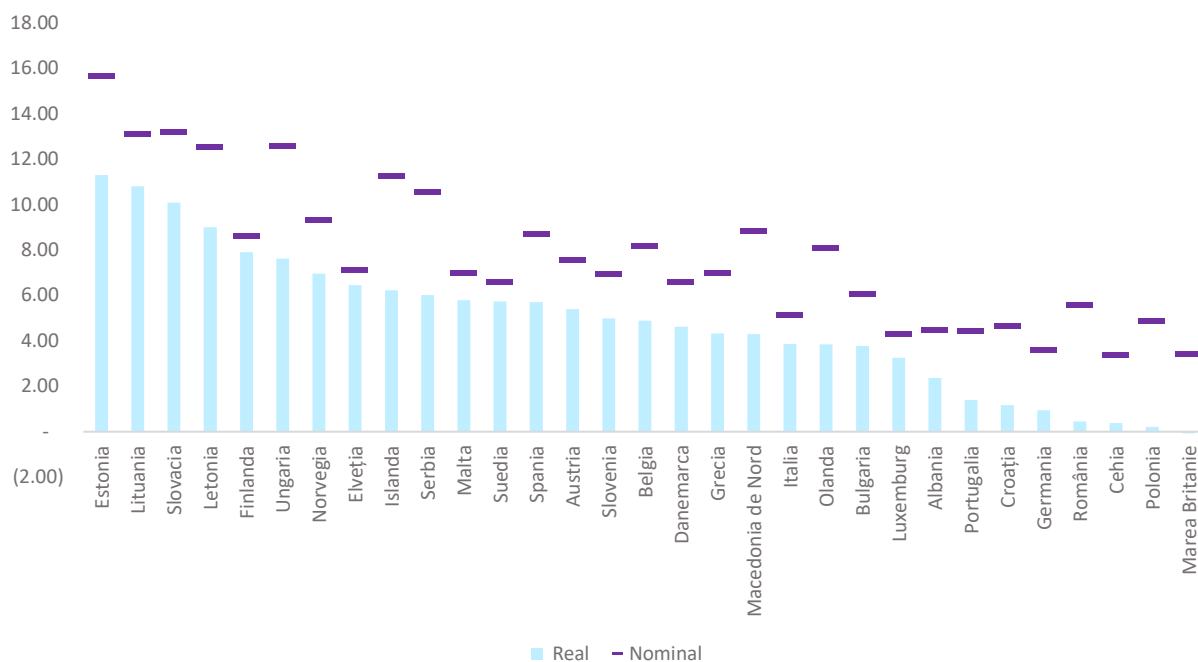
| State OCDE/ non-OCDE | Anul 2024 |
|----------------------|-----------|
| Danemarca | 206,4 |
| Islanda | 191,3 |
| Elveția | 166,9 |
| Olanda | 150,9 |
| Suedia | 115,8 |
| Marea Britanie | 78,4 |
| Israel | 69,4 |
| Finlanda | 65,2 |
| Malta | 38,2 |
| Belgia | 30,3 |
| Croația | 29,6 |
| Irlanda | 26,2 |
| Letonia | 24,3 |
| Estonia | 18,0 |
| Macedonia de Nord | 17,6 |
| Slovacia | 16,2 |
| Bulgaria | 13,1 |
| Portugalia | 12,9 |
| Franța | 12,9 |
| Lituania | 12,2 |
| Italia | 11,7 |
| Spania | 10,8 |
| Norvegia | 10,1 |
| România | 8,9 |
| Polonia | 8,4 |
| Cehia | 7,8 |
| Austria | 7,2 |
| Slovenia | 7,1 |
| Germania | 6,4 |
| Ungaria | 4,8 |
| Luxemburg | 1,6 |
| Grecia | 1,1 |
| Serbia | 0,6 |
| Albania | 0,3 |

Sursa: OCDE, doar statele europene. Gradul de penetrare a fost calculat ca raport dintre valoarea totală a activelor pentru pensionare și PIB.

Creșterile activelor înregistrate în anul 2024 se datorează, în principal, rezultatelor investiționale pozitive pe care le-au înregistrat furnizorii de pensii. Toate jurisdicțiile europene raportoare au avut randamente pozitive, atât în termeni nominali, cât și reali (cu excepția Marii Britanii care a înregistrat o rată a rentabilității reale de -0,07%).

Rata de rentabilitate nominală a investițiilor, calculată la nivelul statelor OCDE a fost de 9,1%, în timp de statele non-OCDE au înregistrat o rată nominală de 11,7%.

Figura 53 Rata anuală de rentabilitate a investițiilor, în anul 2024 (%), în statele europene



Sursa: OCDE; rata de rentabilitate a investițiilor (IRR) este calculată a raportul dintre venitul net din investiții la finalul anului 2024 și nivelul mediu al activelor pe parcursul anului.

Furnizorii de pensii din Estonia, Lituania și Slovacia au avut performanțe investiționale remarcabile, având rate reale de rentabilitate a investițiilor de peste 10%.

Planurile de pensii private cu cea mai mare expunere la acțiuni au obținut unele dintre cele mai mari câștiguri investiționale în anul 2024. Furnizorii de pensii private investesc în mod diferit. Structura investițională a schemelor de pensii din statele europene arată faptul că statele care nu sunt membre OCDE au o politică de investiții mai prudentă, investind predominant în certificate de trezorerie și obligațiuni (ex. România deținea la finalul anului 2024 circa 72% din active în obligațiuni, conform statisticilor OCDE). Alte state precum cele baltice, Polonia și Slovacia au o expunere mai mare la acțiuni. Această expunere mai mare la acțiuni poate fi datorată preferințelor membrilor pentru riscuri, reglementărilor investiționale (de ex. Polonia) sau designului sistemului care necesită sau încurajează investițiile în acțiuni (de ex. Lituania).

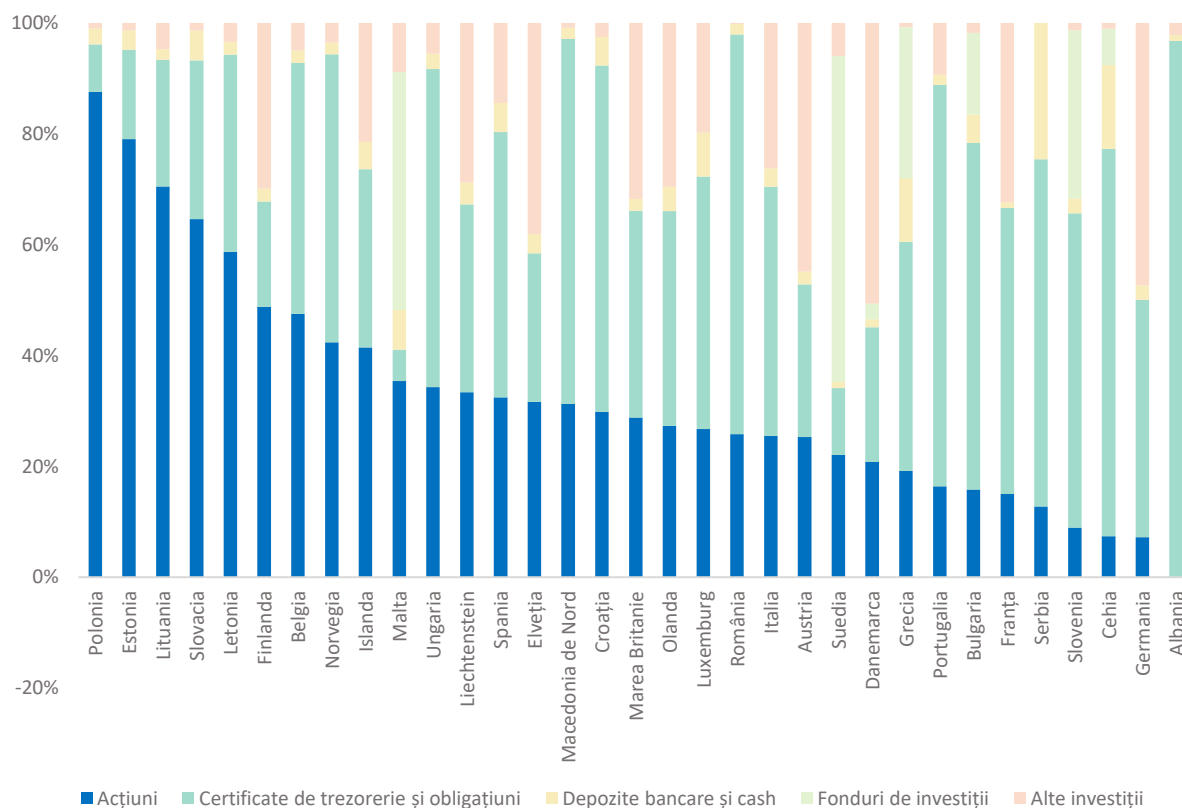
Investițiile în acțiuni au beneficiat, în general, de evoluții pozitive pe piețele bursiere în 2024. Acțiunile globale au oferit randamente pozitive, stimulate de o creștere economică ce a depășit așteptările fiind amplificată de performanța marilor companii tehnologice listate din Statele Unite. Indicele MSCI World a crescut cu aproape 20% în 2024. Valoarea indicilor bursieri a crescut în majoritatea piețelor bursiere OCDE (de ex. 23,8% pentru S&P 500 în Statele Unite, 19,2% pentru Nikkei-225 în Japonia, 18,8% pentru DAX în Germania). Piețele bursiere din câteva țări au performat mai slab comparativ cu alte țări OCDE, inclusiv Polonia, ceea ce explică performanța cea mai slabă a fondurilor sale de pensii, în ciuda unei proporții ridicate investite în acțiuni.

Furnizorii de pensii au înregistrat rezultate mixte în privința deținerilor lor în obligațiuni în 2024. Deși presiunile inflaționiste s-au atenuat, iar ratele de politică pe termen scurt au scăzut recent, randamentele

medii ale obligațiunilor guvernamentale au rămas în general stabile. Totuși, evoluțiile au variat în funcție de maturități: randamentele pe termen scurt au scăzut în mod constant, în timp ce cele pe termen lung au înregistrat reduceri mai modeste sau chiar creșteri în anumite cazuri, pe fondul incertitudinii macro-financiare accentuate, al rezilienței creșterii economice și al deficitelor bugetare ridicate.

Această scădere a randamentelor pe termen scurt a determinat o creștere a prețurilor obligațiunilor cu maturități scurte, generând câștiguri pentru cele aflate în portofoliile furnizorilor de pensii. În schimb, prețurile obligațiunilor guvernamentale cu maturități lungi au scăzut în unele țări OCDE, precum Statele Unite, Japonia și unele state europene, ceea ce a condus la pierderi pentru aceste active.

Figura 54 Structura investițională a schemelor de pensionare în statele europene în anul 2024 (%)



Sursa: OCDE

Potrivit Raportului de Stabilitate Financiară publicat de EIOPA (decembrie 2025), fondurile de pensii ocupaționale au o poziție financiară solidă, în pofida unui context macroeconomic fragil, marcat de creștere economică modestă, tensiuni comerciale și randamente suverane în creștere. Rata agregată de finanțare a IORPs s-a situat peste 120% în trimestrul al doilea din 2025, ceea ce indică un nivel confortabil de acoperire a obligațiilor, însă volatilitatea piețelor și nivelul ridicat al incertitudinii macroeconomice rămân factori de risc relevanți.

Un element structural important este tranziția treptată de la schemele cu beneficii definite (DB) la cele cu contribuții definite (DC). Această schimbare poate modifica semnificativ comportamentul investițional al sectorului, întrucât schemele DC nu mai necesită corelarea strictă a pasivelor pe termen lung prin

obligațiuni de durată mare și calitate ridicată. În consecință, ar putea apărea efecte negative asupra cererii de obligațiuni pe termen lung, asupra randamentelor, spread-urilor de credit și lichidității pieței. EIOPA subliniază necesitatea unei tranziții bine gestionate pentru a evita impacte destabilizatoare asupra piețelor financiare.

Expunerea IORPs la creditele private a continuat să crească în ultimii ani, atingând 128 miliarde EUR la finalul anului 2024, echivalentul a 4,4% din totalul activelor și peste 30% din expunerea totală la credit. Structura acestor investiții este dominată de ipoteci și împrumuturi (aproximativ 60%), urmate de obligațiuni corporative nelistate și instrumente structurate. Raportul evidențiază riscuri asociate acestor plasamente, în special riscul de lichiditate, incertitudini legate de evaluarea corectă a creditelor private și concentrarea sectorială (în special în imobiliare) și geografică (predominant investiții domestice). În anumite state membre există limite cantitative sau restricții privind investițiile în astfel de active.

În ceea ce privește expunerea valutară, IORPs investesc o parte semnificativă din active în dolari americani, în special în acțiuni, pentru diversificare și randamente superioare. Deprecierea dolarului în prima jumătate a anului 2025 a evidențiat vulnerabilitatea la riscul valutar. Fondurile utilizează instrumente derivate pentru acoperirea riscului, în special pentru portofoliile de obligațiuni.

Raportul analizează și interconectarea globală a sectorului. Investițiile transfrontaliere oferă beneficii de diversificare, însă cresc expunerea la șocuri externe, inclusiv riscuri de credit, volatilitate pe piețele financiare și tensiuni geopolitice. Fragmentarea economică globală ar putea limita oportunitățile de diversificare și ar putea amplifica transmiterea riscurilor între jurisdicții.

În final, sunt evidențiate riscurile emergente legate de digitalizare. Riscul cibernetic este considerat din ce în ce mai mult un potențial risc sistemic, datorită interconectării și posibilității de acumulare simultană de pierderi. De asemenea, utilizarea inteligenței artificiale poate amplifica comportamentele corelate și riscurile de concentrare, necesitând cadre solide de governanță și management al riscului de model.

În ansamblu, IORPs din SEE sunt prezentate ca fiind reziliente, dar expuse unor riscuri structurale și ciclice relevante. EIOPA recomandă monitorizare continuă, analiză de scenarii și atenție sporită asupra concentrărilor sectoriale și geografice, a expunerilor valutare și a interconectării sistemice, pentru a asigura menținerea stabilității financiare pe termen mediu și lung.

5.2. Entități relevante sistemic

Activele totale cumulate pentru Pilonul II și III depășeau valoarea de 209 miliarde lei la sfârșitul lunii decembrie 2025; raportate la PIB, **activele totale cumulate ale sistemului de pensii private din România reprezentau circa 10.94% din PIB anual** (calculat ca suma ultimelor 4 trimestre¹⁹).

Principalul indicator pentru evaluarea dimensiunii fondurilor de pensii private este **valoarea activelor totale**, iar o entitate este considerată a fi relevantă din punct de vedere sistemic potrivit acestui criteriu dacă ponderea activelor sale totale în PIB depășește nivelul de 2%.

Tabelul 16 Dimensiunea sistemică a fondurilor de pensii private

| Pilon | Fond | Activ Total 31 dec. 2025 (mld. Lei) | % PIB 31 dec. 2025 |
|-----------------|--------------------------|-------------------------------------|--------------------|
| PII | FPAP NN | 67,3 | 3,5% |
| PII | FPAP AZT VIITORUL TAU | 41,9 | 2,2% |
| PII | FPAP METROPOLITAN LIFE | 28,4 | 1,5% |
| PII | FPAP VITAL | 20,7 | 1,1% |
| PII | FPAP ARIPI | 19,0 | 1,0% |
| PII | FPAP BCR | 15,1 | 0,8% |
| PII | FPAP BRD | 9,3 | 0,5% |
| PIII | FPF NN OPTIM | 3,19 | 0,2% |
| PIII | FPF BCR PLUS | 1,06 | 0,1% |
| PIII | FPF NN ACTIV | 0,98 | 0,1% |
| PIII | FPF AZT MODERATO | 0,63 | 0,0% |
| PIII | FPF PENSIA MEA | 0,48 | 0,0% |
| PIII | FPF RAIFFEISEN ACUMULARE | 0,43 | 0,0% |
| PIII | FPF PENSIA MEA PLUS | 0,31 | 0,0% |
| PIII | FPF AZT VIVACE | 0,24 | 0,0% |
| PIII | FPF STABIL | 0,07 | 0,0% |
| PIII | FPF ESENTIAL | 0,03 | 0,0% |
| PII | Total PII | 201,6 | 10,6% |
| PIII | Total PIII | 7,42 | 0,4% |
| PII+PIII | Total PII + PIII | 209,03 | 10,94% |

Sursa: calcule ASF

Două fonduri de pensii private din Pilonul II au valoarea activului total de peste 2% din PIB: FPAP NN și FPAP AZT Viitorul Tău. Acestea pot fi considerate relevante din punct de vedere sistemic din perspectiva

¹⁹ T I 2025 – T IV 2025

criteriului privind dimensiunea. Alte trei fonduri de pensii private au active totale ce depășesc nivelul de 1% din PIB (FPAP Metropolitan Life, FPAP Vital și FPAP Aripa).

Ca urmare a caracteristicii de investitori instituționali pe termen lung a fondurilor de pensii și a fazei de acumulare în care se regăsesc în prezent, este puțin probabilă situația în care acestea să genereze șocuri de lichiditate și de preț asupra piețelor financiare prin vânzări forțate de active. Pentru sistemul de pensii private din România, riscurile privind stabilitatea fondurilor de pensii se mențin la niveluri reduse, având în vedere mecanismul de implementare și funcționare a sistemului de pensii private din România de tip contribuții definite cu garanții absolute și relative. În plus, unul dintre mecanismele importante de protejare a drepturilor participanților, ce contribuie la stabilitatea sistemului de pensii private, este separarea activelor administratorilor de activele fondurilor de pensii private.

La nivelul întregului sistem de pensii private (Pilon II și Pilon III), cea mai mare expunere a activelor era față de statul român, respectiv 64,9%. Topul primilor 10 emitenți arată că fondurile de pensii private au investit 4,5% în acțiuni emise de către OMV Petrom, 4,3% în acțiuni, obligațiuni și instrumente bancare emise de Banca Transilvania, 3,9% în acțiuni și obligațiuni emise de către Romgaz, 3,5% în acțiuni Hidroelectrica, 2,4% în acțiuni și instrumente bancare emise de către BRD GSG, 1,4% în obligațiuni și instrumente bancare emise de BCR, 1,3% în acțiuni emise de Transgaz, 1,3% în acțiuni emise de Electrica, 1,2% în unități de fond emise de Xtrackers Euro Stoxx 50 și 1,2% în acțiuni MedLife, restul plasamentelor pe emitenți fiind sub 1% din activele totale. Valoarea plasamentelor în primii 10 emitenți din portofoliile fondurilor de pensii private, incluzând statul român, însumează 88,6% din activele totale.

Tabelul 17 Top 10 emitenți din portofoliile fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2025

| Emitent | Țară | Valore Lei | Procent active totale |
|--|------|------------------------|-----------------------|
| Ministerul Finantelor Publice | RO | 135.746.581.519 | 64,9% |
| OMV Petrom SA | RO | 9.321.009.622 | 4,5% |
| Banca Transilvania SA | RO | 8.925.978.988 | 4,3% |
| Romgaz SA | RO | 8.138.354.251 | 3,9% |
| Hidroelectrica SA | RO | 7.247.362.864 | 3,5% |
| BRD - Groupe Societe Generale SA | RO | 4.966.166.047 | 2,4% |
| Banca Comerciala Romana | RO | 2.847.987.047 | 1,4% |
| Transgaz SA | RO | 2.789.800.847 | 1,3% |
| Electrica SA | RO | 2.671.913.881 | 1,3% |
| Xtrackers Euro Stoxx 50 UCITS ETF 1C / Xtrackers | LU | 2.540.475.074 | 1,2% |
| Total Top 10 emitenți | | 185.195.630.138 | 88,6% |
| Alți emitenți | | 23.834.594.432 | 11,4% |
| Total | | 209.030.224.570 | 100,0% |

Sursa: calcule ASF

5.3. Evoluții recente pe piața pensiilor private din România

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

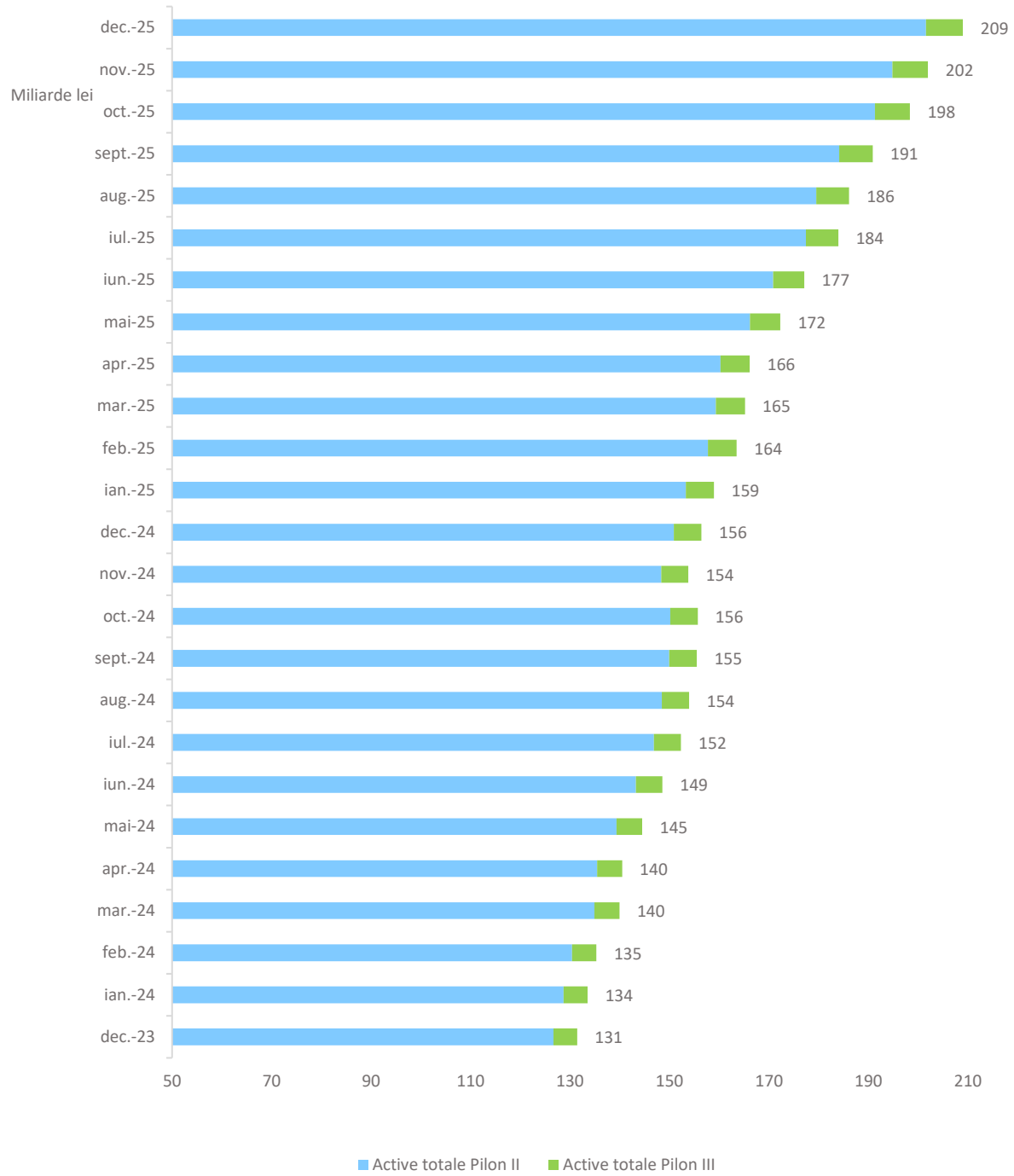
Existența fondurilor de pensii private este esențială pentru stabilitatea și dezvoltarea pieței financiare din România, acestea acționând ca principalul motor de capital autohton pe termen lung. Fondurile de pensii reprezintă cei mai importanți investitori instituționali locali și, spre deosebire de investitorii speculativi, acestea au un orizont de investiții de ordinul deceniilor, ceea ce oferă stabilitate pieței chiar și în perioade de volatilitate ridicată. Prezența lor constantă la cumpărare asigură lichiditatea necesară Bursei de Valori București (BVB). În afară de deținerea unor ponderi semnificative în emisiunile de titluri de stat, facilitând finanțarea deficitului bugetar la costuri mai predictibile, fondurile de pensii private participă la emisiunile de acțiuni și obligațiuni corporative, direcționând economiile populației către sectoare productive (energie, bănci, tehnologie) și susținând expansiunea companiilor românești.

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

Valoarea activelor totale aflate în administrare, la nivelul întregului sistem de pensii private, a atins la finalul lunii decembrie 2025 nivelul de 209,03 miliarde de lei (41 miliarde de euro), cu un număr de 9,46 milioane de participanți.

La 31 decembrie 2025, politica investițională din cadrul portofoliilor de active ale fondurilor de pensii private continuă să fie concentrată pe piața locală de capital. Ponderea investițiilor în instrumente cu venit fix reprezenta aproximativ 69% din totalul portofoliului investițional al fondurilor de pensii private, în timp ce un procent de 26% a fost investit în acțiuni.

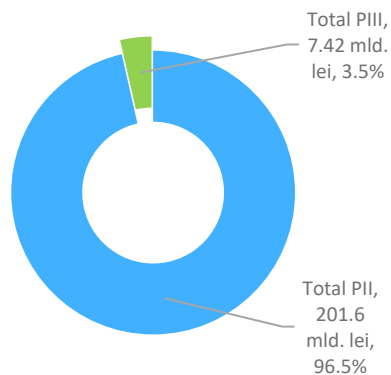
Figura 55 Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private



Sursa: prelucrare ASF

Figura 56 Structura sistemului de pensii private

Activele fondurilor din pilonul II reprezintă 96,5% din totalul activelor sistemului de pensii private din România, în timp ce dimensiunea pilonului III rămâne una redusă.

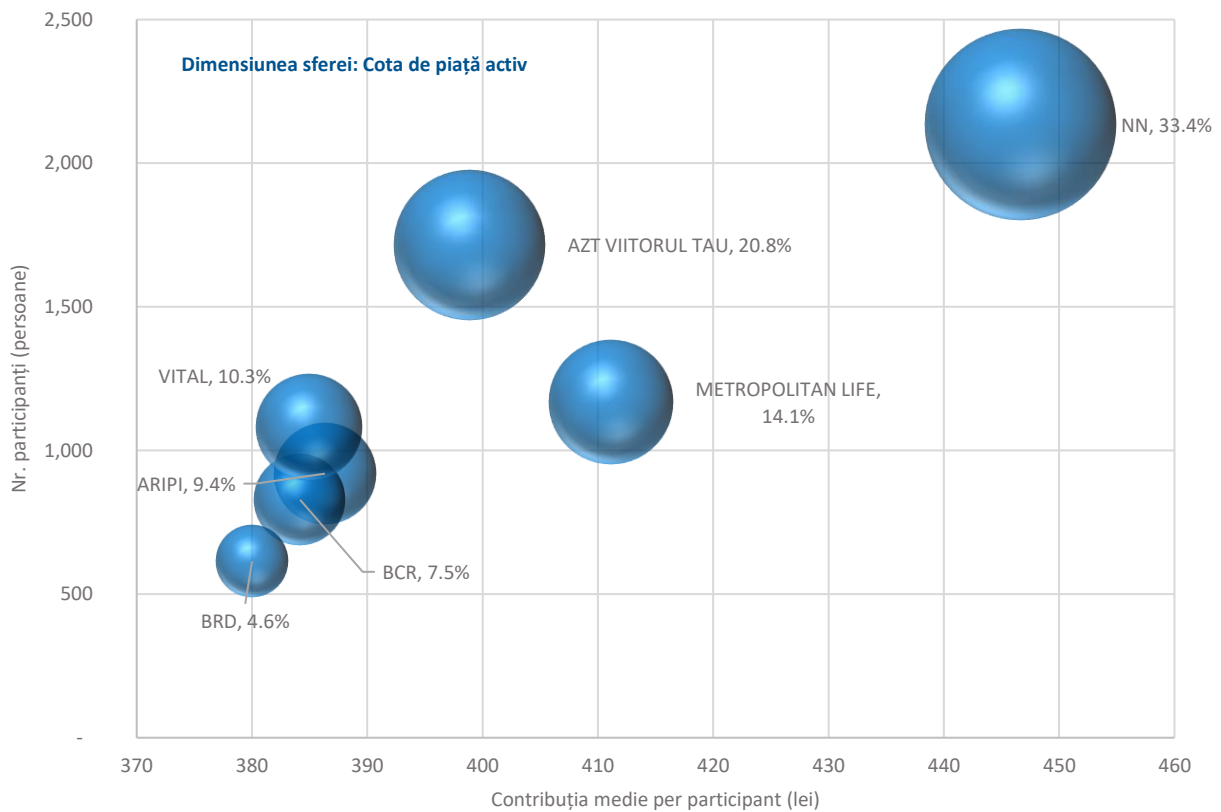


Sursa: prelucrare ASF

Pe parcursul anului 2025, au fost virate contribuții brute către fondurile de pensii administrate privat în cuantum de 22,3 miliarde lei, cu 25% mai mult comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. În Pilonul III au fost virate contribuții brute în valoare de 946 milioane lei, în creștere cu 26% față de anul 2024.

La nivelul fondurilor de pensii administrate privat, contribuția medie a participanților în luna decembrie 2025 a fost de circa 408 lei, înregistrând o creștere de 6% comparativ cu aceeași dată a anului anterior. Fondul de pensii administrate privat cu cea mai mare contribuție medie per participant, dar și cu cei mai mulți participanți înscriși a fost FPAP NN, având o cotă de piață de aproximativ 33% (calculată după activele totale).

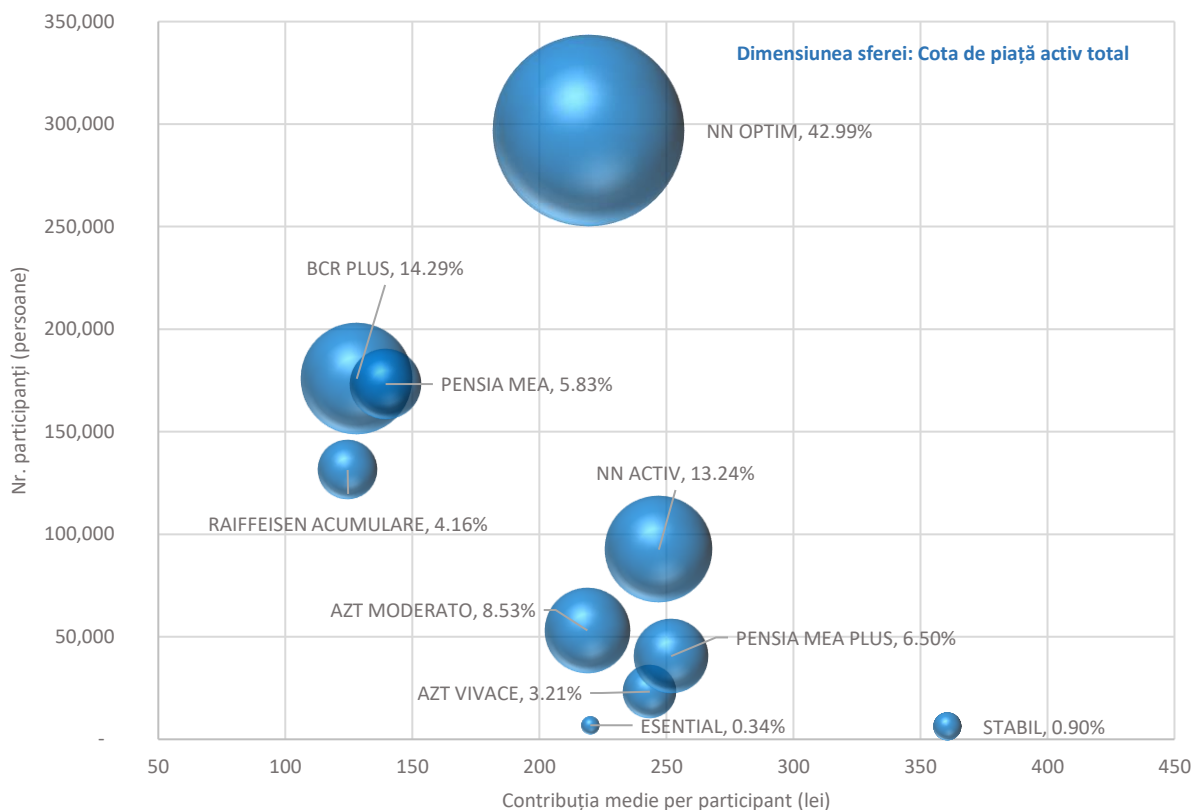
Figura 57 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2025



Sursa: prelucrare ASF

În ceea ce privește fondurile de pensii facultative, contribuția medie per participant în luna decembrie 2025 a fost de aproximativ 181 lei, în scădere cu 1,7% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2024. Fondul de pensii facultative cu cel mai mare număr de participanți este FPF NN Optim, înregistrând totodată și cota de piață cea mai mare după activele totale (43,4%). Cea mai mare contribuție medie pe participant a fost la FPF Stabil, respectiv 360 lei.

Figura 58 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2025



Sursa: prelucrare ASF

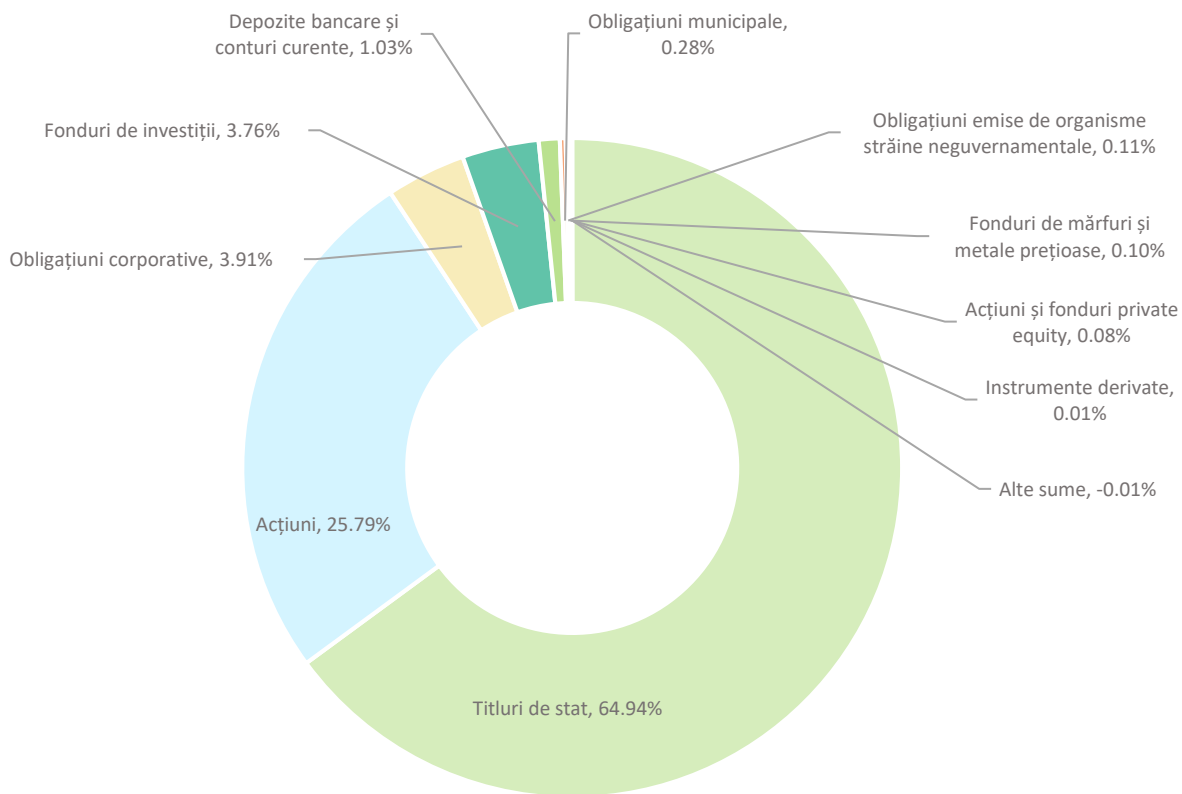
Fondurile de pensii private au un profil de risc moderat, investind preponderent în titluri emise de statul român, urmate de companii listate pe piața locală de capital, care sunt lichide și care au obligații de a respecta cerințe de guvernare corporativă, stimulând astfel dezvoltarea pieței primare și secundare de capital.

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

Cea mai mare pondere în portofoliile fondurilor de pensii private a fost deținută în permanență de instrumentele financiare cu venit fix (în special titluri de stat și obligațiuni corporative). La 31 decembrie 2025 ponderea instrumentelor cu venit fix era de aproximativ 69% din portofoliile fondurilor de pensii private, iar 64,5% din active erau investite în titluri emise de statul român. Încă de la înființarea fondurilor de pensii private, investițiile acestora s-au realizat preponderent în emitenți din România, la finalul lunii decembrie 2025, plasamentele fondurilor de pensii fiind efectuate local în procent de 93,85%. Majoritatea

instrumentelor românești sunt reprezentate de titluri de stat, acțiuni listate la Bursa de Valori București, obligațiuni corporative, fonduri de investiții și depozite bancare.

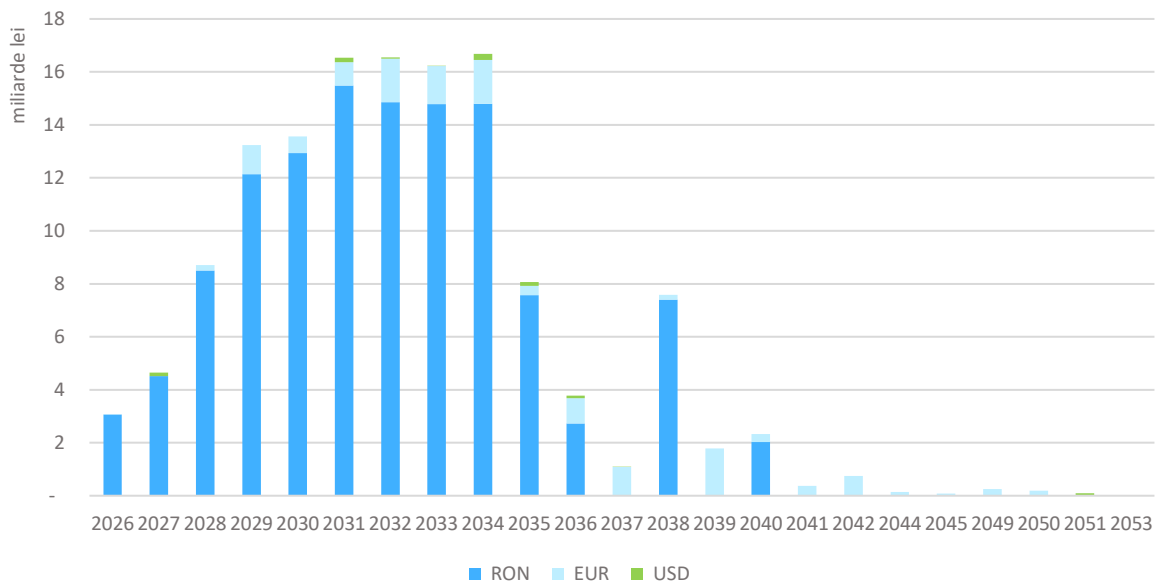
Figura 59 Structura activelor fondurilor de pensii private (Pilon II și Pilon III) la 31 decembrie 2025



Sursa: prelucrare ASF

Titlurile de stat din portofoliile fondurilor de pensii private sunt emise de statul român și sunt denominate în RON (89%), EUR (10,3%) și USD (0,7%). Din punct de vedere al orizontului investițional, majoritatea sunt deținute pe termen mediu, cu data maturității până în anul 2034 (aproximativ 86% din totalul titlurilor de stat), restul fiind emisiuni pe termen lung, cu data maturității până în 2053.

Figura 60 Anul maturității titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private la data de 31 decembrie 2025



Sursa: prelucrare ASF

Fondurile de pensii private sunt investitori instituționali semnificativi pe piața de capital, investind în emitenți care respectă governanța corporativă și au un grad înalt de transparență. La 31 decembrie 2025, sistemul pensiilor private din România avea investiții în acțiuni în procent de 25,6%, iar 89% din acest procent este reprezentat de 10 companii, aflate în topul celor mai tranzacționate companii pe segmentul principal la BVB.

Tabelul 18 Principalele investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2025

| Denumire emitent | Valoare dețineri (lei) | % în total portofoliu acțiuni listate |
|----------------------------------|------------------------|---------------------------------------|
| OMV Petrom SA | 9.321.009.622 | 17,3% |
| Banca Transilvania SA | 8.654.386.095 | 16,1% |
| Romgaz SA | 7.470.479.273 | 13,9% |
| Hidroelectrica SA | 7.247.362.864 | 13,4% |
| BRD - Groupe Societe Generale SA | 3.995.924.280 | 7,4% |
| Transgaz SA | 2.789.800.847 | 5,2% |
| Electrica SA | 2.526.814.700 | 4,7% |
| Med Life SA | 2.451.940.882 | 4,5% |
| Digi Communications NV | 1.881.702.027 | 3,5% |
| Nuclearelectrica SA | 1.635.204.900 | 3,0% |
| Alți emitenți | 5.937.043.862 | 11,0% |
| Total | 53.911.669.350 | 100,0% |

Sursa: prelucrare ASF

Din totalul investițiilor în acțiuni, un procent de 0,6% îl reprezintă trei emitenți tranzacționați specializați în imobiliare, în valoare totală de 327 milioane lei (0,2% din activele totale din Pilonul II și III).

Investițiile fondurilor de pensii în obligațiuni corporative au reprezentat un procent de 3,91% din activele totale ale sistemului de pensii private, plasamentele fiind efectuate pe plan local și extern, în mod majoritar, în grupuri financiare sau bancare. O mare parte dintre obligațiunile corporative au fost emise în România (67,9%), SUA (14,2%) și Spania (8,9%).

Tabelul 19 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2025

| Denumire emitent | Țara emitent | Valoare dețineri | % total portofoliu obligațiuni corporative |
|---------------------------------------|--------------|----------------------|--|
| Banca Comerciala Romana | RO | 2.449.390.928 | 30,0% |
| Raiffeisen Bank SA | RO | 1.300.841.027 | 15,9% |
| Banco Santander SA | ES | 729.752.253 | 8,9% |
| Romgaz SA | RO | 667.874.978 | 8,2% |
| Citigroup Inc | US | 546.571.688 | 6,7% |
| Citigroup Global Markets Holdings Inc | US | 447.172.494 | 5,5% |
| Unicredit Bank SA | RO | 412.760.626 | 5,1% |
| BNP Paribas | FR | 377.031.815 | 4,6% |
| CEC Bank SA | RO | 299.329.331 | 3,7% |
| Banca Transilvania SA | RO | 271.589.339 | 3,3% |
| Alți emitenți | | 664.058.040 | 8,1% |
| Total | | 8.166.372.519 | 100,0% |

Sursa: prelucrare ASF

Plasamentele fondurilor de pensii în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare au reprezentat un procent de 3,76% din activele totale ale sistemului de pensii private. Fondurile de pensii private au investit în OPCVM-uri emise preponderent în Luxemburg (46,8%), Irlanda (44,3%) și România (6,6%), restul de 2,2% fiind emise în Regatul Unit și Germania. Investițiile în fonduri și metale prețioase au fost în valoare de aproximativ 206 milioane de lei (0,1% din activele totale) și au avut ca activ suport aurul.

Tabelul 20 Plasamentele în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2025

| Denumire OPCVM / Administrator | Țara OPCVM | Valoare dețineri | % total portofoliu OPCVM |
|---|------------|------------------|--------------------------|
| Xtrackers Euro Stoxx 50 UCITS ETF 1C / Xtrackers | LU | 2.540.475.074 | 32,3% |
| iShares Europe ex - UK Index Fund (IE) / BlackRock Inc | IE | 849.733.657 | 10,8% |
| iShares S&P 500 Information Technology Sector UCITS ETF USD (Acc) / BlackRock Inc | IE | 837.798.610 | 10,7% |
| iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc) / BlackRock Inc | IE | 535.139.520 | 6,8% |
| Amundi Euro Stoxx 50 UCITS ETF DR - EUR (C) / Amundi Index Solutions SICAV | LU | 408.174.428 | 5,2% |
| Xtrackers Artificial Intelligence & Big Data UCITS ETF 1C / Xtrackers (IE) PLC | IE | 367.623.457 | 4,7% |
| Xtrackers DAX UCITS ETF 1C / Xtrackers | LU | 229.002.521 | 2,9% |
| iShares US Index Fund (IE) - USD Acc / BlackRock Inc | IE | 209.624.152 | 2,7% |

| | | | |
|--|----|----------------------|---------------|
| BT Obligatiuni / BT Asset Management | RO | 190.405.340 | 2,4% |
| iShares Core EURO STOXX 50 UCITS ETF EUR (Acc) / iShares VII Plc | IE | 168.489.033 | 2,1% |
| Alte OPCVM | | 1.523.390.595 | 19,4% |
| Total | | 7.859.856.387 | 100,0% |

Sursa: prelucrare ASF

Plasamentele în depozite bancare și conturi curente ale fondurilor de pensii private au reprezentat un procent de 1,03% din activele totale și au fost realizate exclusiv la bănci din România. Dintre acestea, depozitele în lei au fost în cuantum de 81,01%, cele în euro 18,97%, restul de 0,02% fiind denuminate în dolari americani și alte valute. Sumele depuse la BRD GSG, ING Bank România și Banca Comercială Română au cumulat 91% din depozite și conturi curente.

Tabelul 21 Plasamentele în depozite bancare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2025

| Denumire bancă | Valoare (RON) | % în total depozite și conturi curente |
|----------------------------------|----------------------|--|
| BRD - Groupe Societe Generale SA | 970.241.767 | 45,1% |
| ING Bank Romania | 593.157.993 | 27,6% |
| Banca Comerciala Romana | 398.596.119 | 18,5% |
| Citibank Romania | 122.271.147 | 5,7% |
| Raiffeisen Bank SA | 59.725.008 | 2,8% |
| Unicredit Bank SA | 3.368.326 | 0,2% |
| Exim Banca Romaneasca SA | 2.453.086 | 0,1% |
| Garanti Bank SA | 4.767 | 0,0% |
| Intesa SanPaolo | 3.573 | 0,0% |
| Banca Transilvania SA | 3.554 | 0,0% |
| Alte bănci | 1.072 | 0,0% |
| Total | 2.149.826.412 | 100,0% |

Sursa: prelucrare ASF

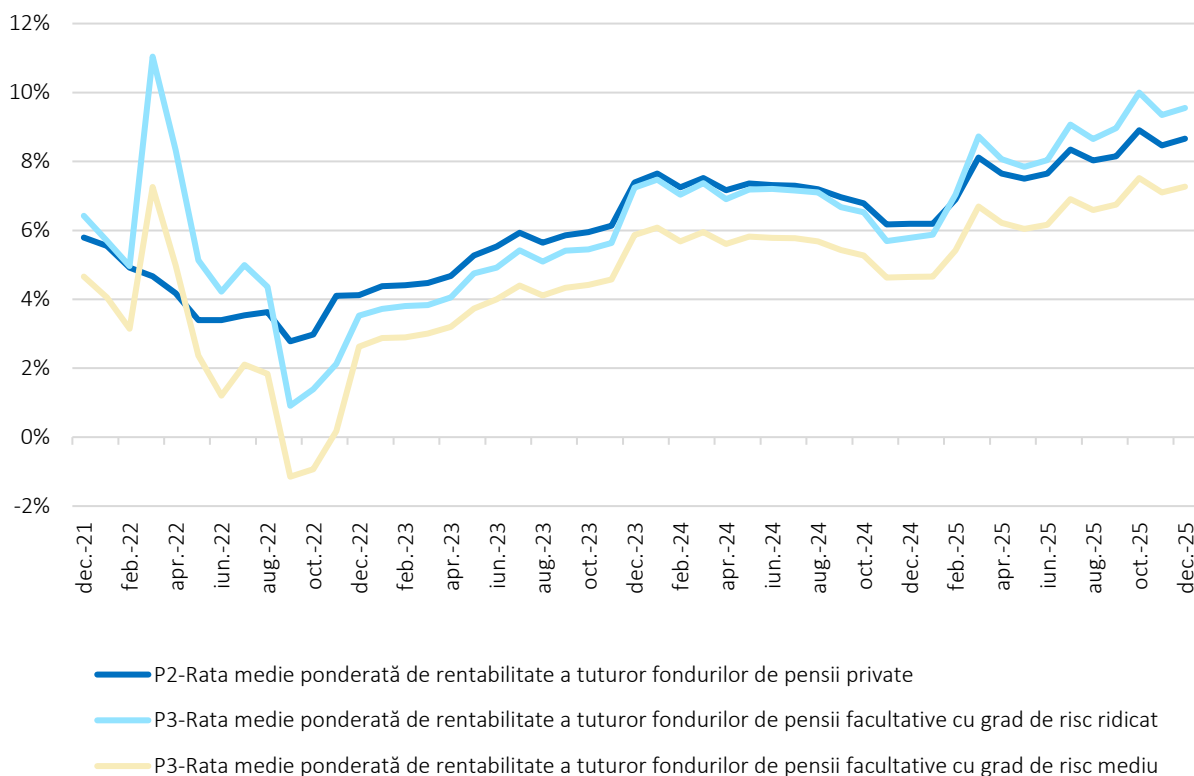
Investițiile fondurilor de pensii private în obligatiuni municipale au reprezentat 0,28% din activele totale. respectiv 596 milioane lei și au fost realizate în emitenți români, majoritatea fiind emise de către Municipiul București. Plasamentele în obligatiuni supranaționale au fost în procent de 0,11% din activele totale (239 milioane lei), emise de către Black Sea Trade and Development Bank.

Investițiile în private equity ale fondurilor de pensii private au fost în valoare de aproximativ 173 milioane de lei (0,1% din activele totale) și au fost realizate prin acțiuni private equity (36 milioane de lei), respectiv fonduri de private equity (136 milioane de lei), în emitenți din Luxemburg.

Randamentele unităților de fond

La 31 decembrie 2025 rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii administrate privat (Pilonul II) a fost de 8,6618%, iar în ceea ce privește fondurile de pensii facultative (Pilonul III), rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu grad de risc ridicat a fost de 9,5512%, în timp ce rata medie ponderată de rentabilitate a tuturor fondurilor de pensii facultative cu risc mediu a fost de 7,2678%.

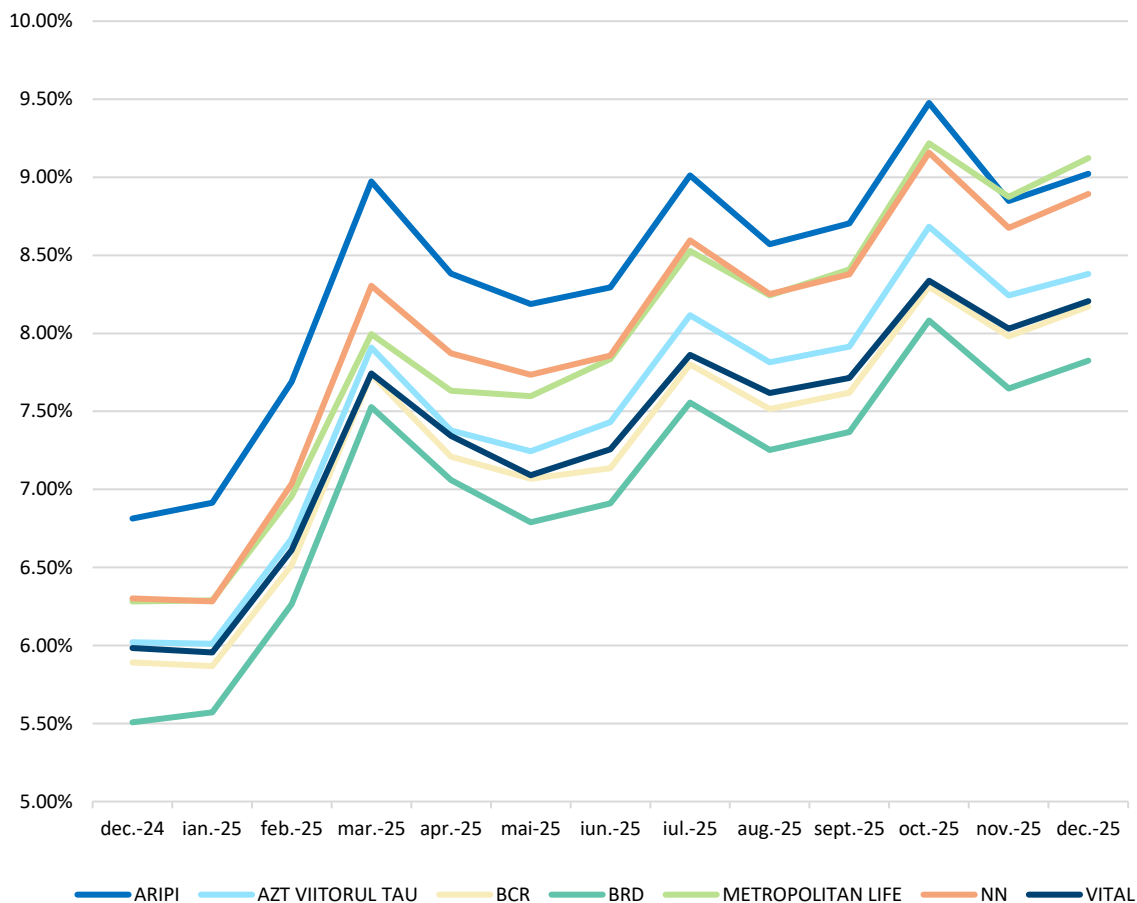
Figura 61 Evoluția ratelor medii de rentabilitate ale fondurilor de pensii private



Sursa: prelucrare ASF

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

Figura 62 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat



Sursa: prelucrare ASF

Pe termen lung, randamentul anualizat²⁰ al fondurilor de pensii private din Pilonul II aferent întregii perioade de funcționare a acestora s-a menținut la un nivel ridicat.

Tabelul 22 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la finalul lunii decembrie 2025 (calculat față de 21.05.2008)

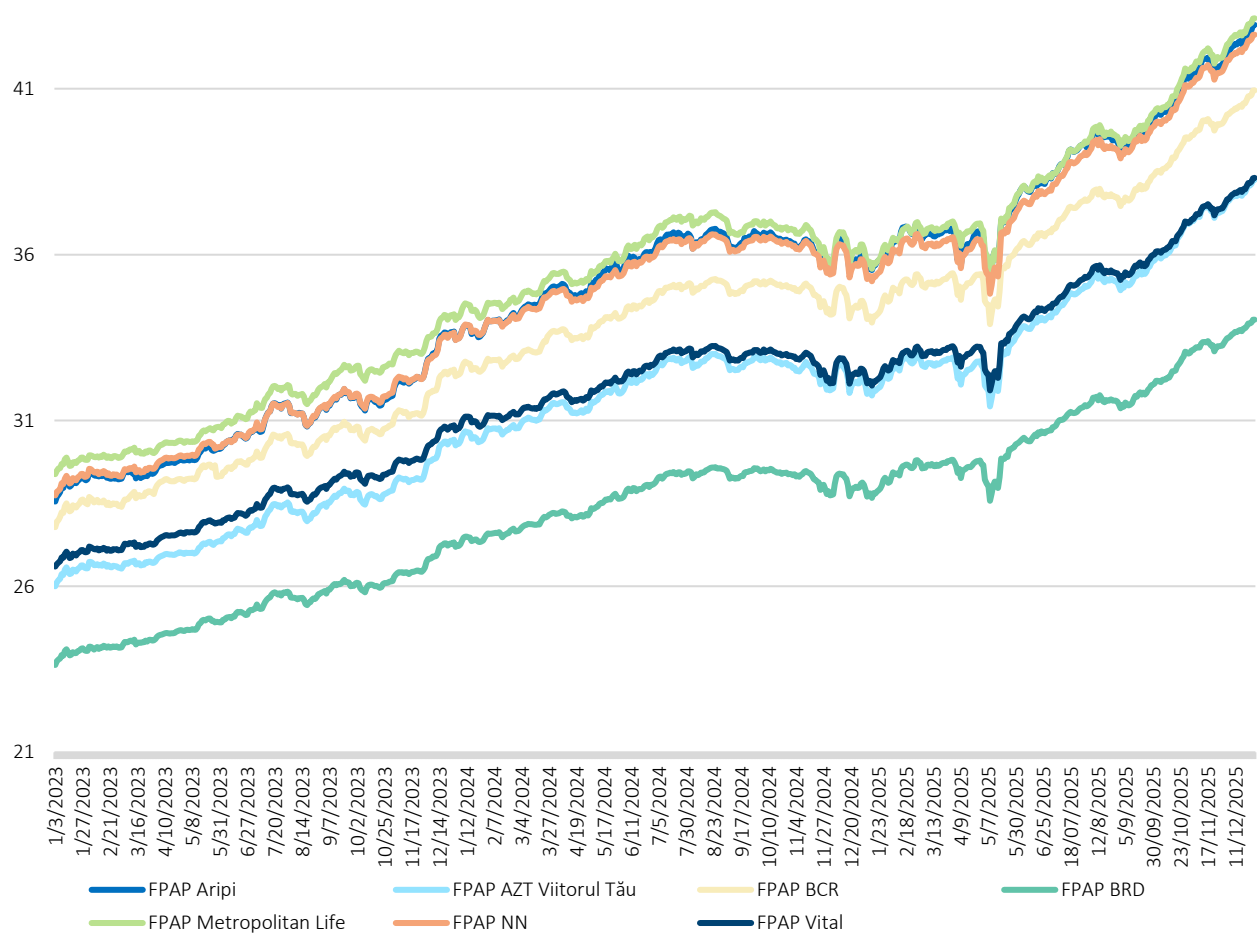
| FPAP Aripa | FPAP AZT Viitorul Tău | FPAP BCR | FPAP BRD | FPAP Metropolitan Life | FPAP NN | FPAP Vital |
|------------|-----------------------|----------|----------|------------------------|---------|------------|
| 8,62% | 7,91% | 8,33% | 7,20% | 8,64% | 8,57% | 7,92% |

Sursa: prelucrare ASF

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

²⁰ Randamentul anualizat este randamentul mediu anual calculat pe termen lung, de la înființarea sistemului de pensii private până în prezent

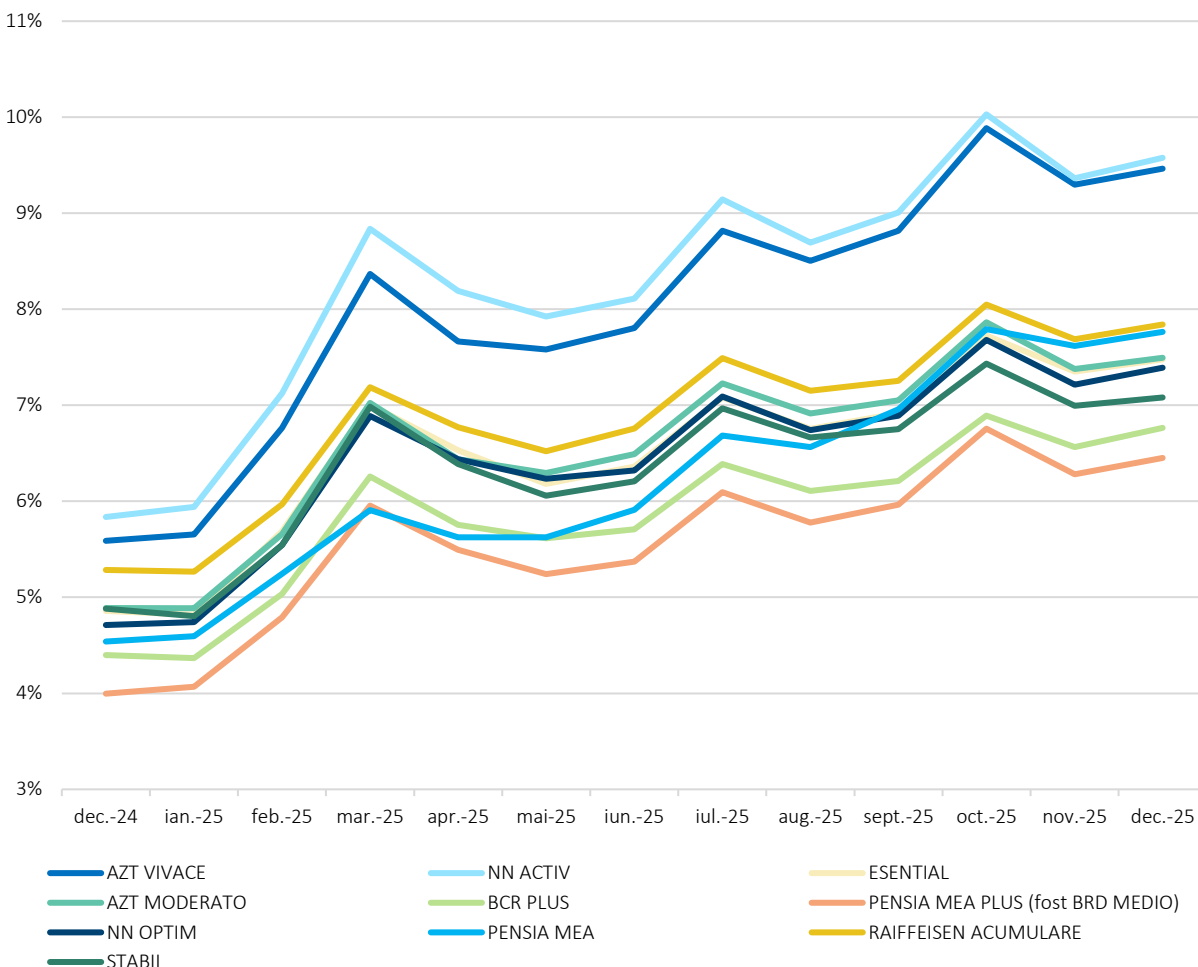
Figura 63 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei)



Sursa: prelucrare ASF

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

Figura 64 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative



Sursa: prelucrare ASF

Pe termen lung, randamentul anualizat²¹ al fondurilor de pensii facultative din Pilonul III aferent întregii perioade de funcționare a acestora s-a menținut la un nivel pozitiv, ușor mai scăzut ca în Pilonul II.

Tabelul 23 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la finalul lunii iunie 2025 (calculat în funcție de data lansării fiecărui fond de pensii facultative)

| FPF Esențial | FPF AZT Moderato | FPF AZT Vivace | FPF BCR Plus | FPF Pensia Mea Plus | FPF NN Activ | FPF NN Optim | FPF Pensia Mea | FPF Raiffeisen Acumulare | FPF Stabil |
|--------------|------------------|----------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|----------------|--------------------------|------------|
| 5,44% | 6,60% | 7,14% | 6,07% | 5,41% | 7,56% | 7,01% | 5,86% | 7,72% | 6,46% |

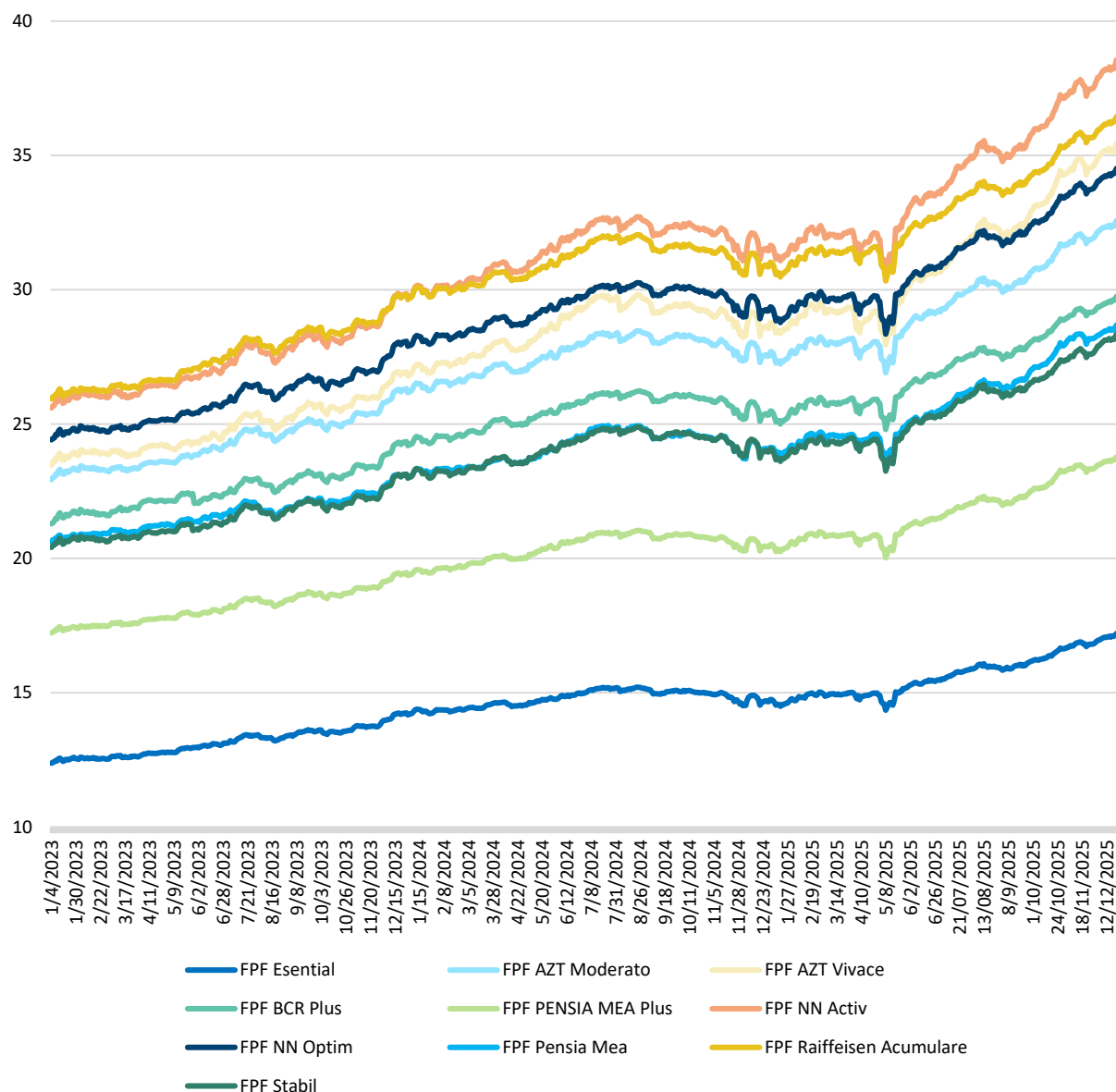
Sursa: prelucrare ASF

Datorită structurii asemănătoare a plasamentelor, evoluția randamentelor unităților de fond aferente fondurilor de pensii facultative din cadrul Pilonului III urmează aceeași tendință prezentată în cadrul

²¹ Randamentul anualizat este randamentul mediu anual calculat pe termen lung, de la înființarea fiecărui fond de pensii facultative până în prezent

fondurilor aferente Pilonului II, cu mențiunea că unele fonduri au fost lansate mai recent și de aceea istoricul performanțelor pe termen lung în cazul lor este diferit. Pe termen scurt însă, evoluțiile randamentelor sunt apropiate ca tendință la nivelul întregii piețe a fondurilor private de pensii.

Figura 65 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III



Sursa: prelucrare ASF

5.4. Riscuri și vulnerabilități pe piața pensiilor private

Context macroeconomic și financiar

Perspectivile economiei globale pentru perioada 2025–2027 rămân moderate, dar vulnerabile la șocuri, într-un context marcat de incertitudine geopolitică și de menținerea unor presiuni inflaționiste. Escaladarea conflictului din Orientul Mijlociu introduce riscuri sistemice semnificative pentru stabilitatea macroeconomică prin intermediul piețelor energetice.

Economia globală pare să traverseze o perioadă de reajustări profunde, pe fondul persistenței incertitudinilor comerciale structurale și al intensificării tensiunilor geopolitice. Cel mai recent raport al Fondului Monetar Internațional (FMI) — World Economic Outlook Update, ianuarie 2026 — proiectează o creștere globală de 3,3% în 2026 și 3,2% în 2027, rate ușor revizuite în sens ascendent față de previziunile din octombrie 2025, însă sub media istorică 2000–2019 de 3,7%. Europa continuă să înainteze moderat, în contextul unor deficite bugetare persistente în UE și zona euro și a unor costuri energetice ridicate. Previziunile Comisiei Europene (CE) din toamna anului 2025 estimează o creștere a PIB-ului UE de 1,4% în 2025 și 2026, cu o accelerare modestă spre 1,5% în 2027. Zona euro se menține sub pragul de 1,5%, reflectând îngrijorări referitoare la competitivitatea pe piața globală și la dinamica avansului tehnologic, comparativ cu alți mari jucători. Economia europeană beneficiază de un set de factori favorabili, dar este afectată de vulnerabilități structurale persistente. Pe latura pozitivă, piața muncii rămâne robustă, cu o rată scăzută a șomajului iar inflația se apropie de ținta BCE de 2%, permițând aparent continuarea ciclului de relaxare monetară. Cu toate acestea, competitivitatea industriei europene este afectată de dependența de importuri de energie și de materii prime critice și de presiunea concurenței chineze în sectoarele cu valoare adăugată ridicată (vehicule electrice, tehnologie verde, echipamente electronice).

Comisia Europeană a redus la jumătate previziunile de creștere față de prognoza din primăvara anului 2025, estimând acum o expansiune de numai 0,7% în 2025 și 1,1% în 2026, cele mai scăzute rate din UE, ca urmare a celui mai mare deficit bugetar din Uniune și a consolidării fiscale contractante impuse ulterior. Din perspectiva echilibrului macroeconomic, poziția este una vulnerabilă. Deficitul bugetar de 9,3% din PIB înregistrat în 2024 a obligat guvernul să adopte un pachet semnificativ de consolidare fiscală, cu efecte restrictive imediate asupra creșterii economice. Evoluția macroeconomică a României în perioada 2025–2026 este temperată de interacțiunea dintre mai mulți factori care se auto-amplifică. Pachetul fiscal adoptat în vara și toamna anului 2025, incluzând majorarea TVA, lărgirea bazei contribuțiilor la sănătate, creșteri ale accizelor și impozitelor pe proprietăți, alături de înghețarea nominală a salariilor și pensiilor publice, exercită un efect contractant direct asupra cererii agregate interne. Eliminarea, în iulie 2025, a plafonului prețurilor energiei electrice pentru gospodăria a generat o creștere bruscă a inflației, cel mai ridicat nivel din UE, erodând și mai mult puterea de cumpărare reală a populației și anticipând o contracție a consumului privat în 2026. Totodată, absorbția fondurilor europene prin PNRR își menține rolul deosebit de important, susține investițiile și reprezintă un contrabalans parțial al încetinirii economice.

Într-un context deja vulnerabil, escaladarea militară din Orientul Mijlociu, concretizată în atacurile SUA și Israel asupra Iranului de la sfârșitul lunii februarie 2026, generează riscuri sistemice majore. Prețul petrolului Brent a crescut puternic în prima săptămână a lunii martie 2026, amenințând procesul de

dezinflație globală, cu riscul amânării ciclurilor de relaxare a politicii monetare. În funcție de modalitatea în care va evolua conflictul, nu este exclusă posibilitatea unui șoc stagflaționist cu efecte asimetrice importante asupra economiilor importatoare de energie, inclusiv România. Impactul negativ asupra traficului naval din strâmtoarea Ormuz, prin care tranzitează aproximativ 20% din transportul global de petrol, este unul deosebit de important în transmiterea șocurilor, creșterii costurilor de producție, de transport, ceea ce poate duce la reajustări de competitivitate pe piețe externe pentru mai multe țări industrializate, importatoare de energie. Europa este expusă într-o măsură relativ mai mare acestor riscuri, datorită dependenței energetice și a creșterii economice deja moderate, în timp ce România, deși beneficiază de investiții europene și de o structură economică relativ diversificată, rămâne vulnerabilă la inflația energetică și la condițiile financiare globale.

În ansamblu, perspectiva riscurilor pentru economia globală și europeană rămâne una negativă, iar evoluția conflictelor geopolitice va constitui un factor determinant pentru dinamica creșterii economice și pentru stabilitatea piețelor financiare în perioada următoare.

Alocarea strategică a portofoliilor

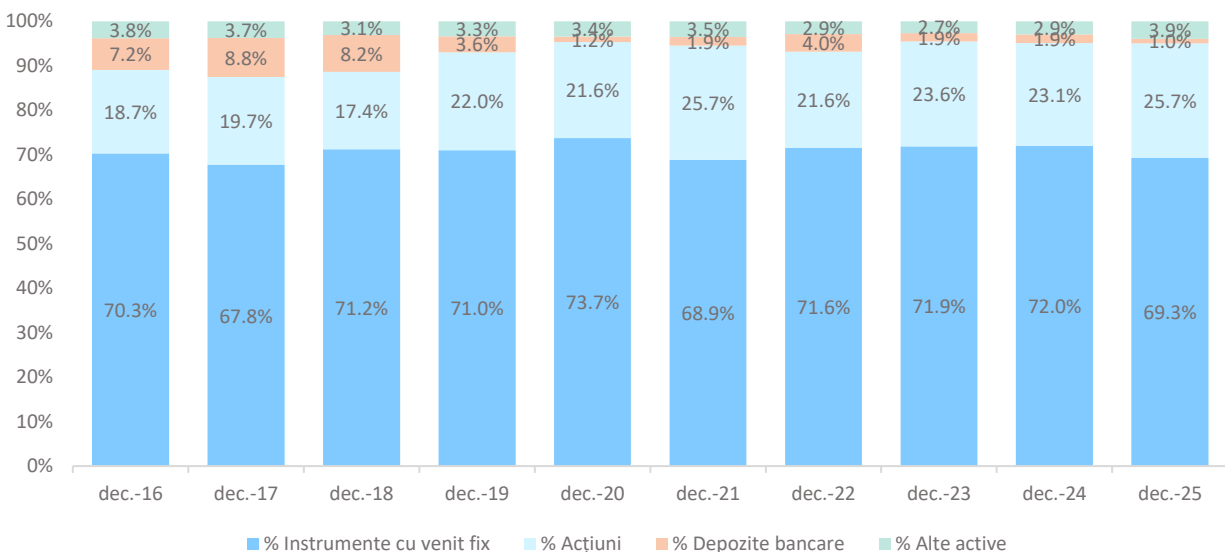
Investițiile fondurilor de pensii private sunt bazate pe principiul administrării prudente, astfel încât să asigure securitatea, diversificarea, calitatea, lichiditatea și profitabilitatea activelor fondului de pensii private, iar cadrul legal presupune limite maxime din portofoliile fondurilor atât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

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

În contextul în care există un număr restrâns de fonduri de pensii în Pilonul II și în Pilonul III, s-a constatat în timp o abordare oarecum similară din partea administratorilor în ceea ce privește alocarea strategică a portofoliului investițional, caracterizată printr-o expunere moderată la risc și totodată printr-o preferință pentru titlurile emise de către statul român. Fondurile de pensii private care au optat pentru categoria de risc ridicat au avut în general expuneri mai mari pe acțiuni.

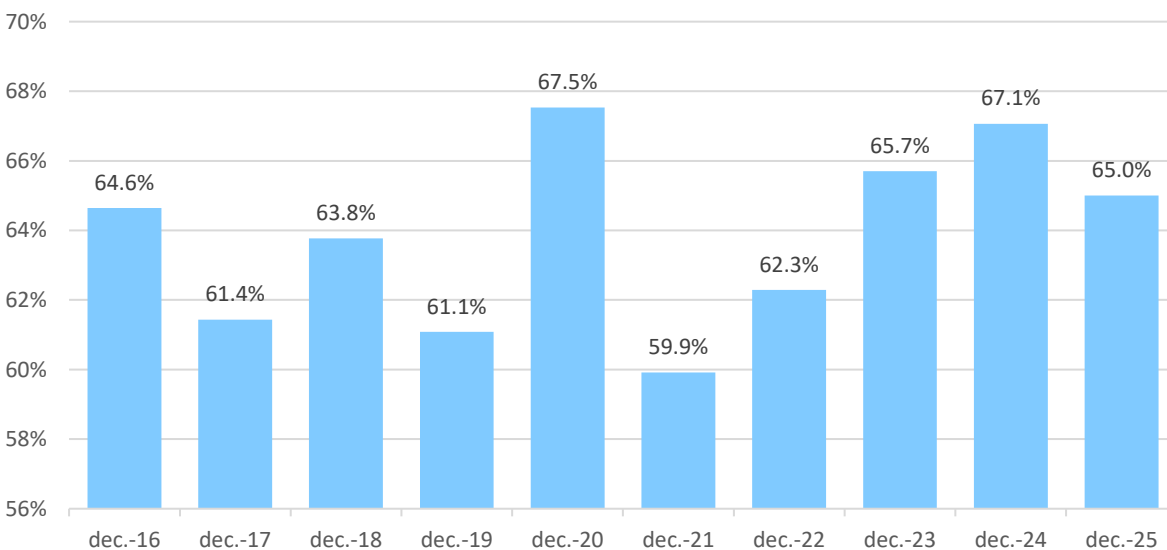
În anul 2025, a crescut ponderea alocată acțiunilor, în detrimentul instrumentelor cu venit fix și al depozitelor bancare, atât pe Pilonul II cât și pe Pilonul III, în contextul în care indicii Bursei de Valori București au obținut randamente record în anul 2025.

Figura 66 Evoluția Alocării Strategice a activelor fondurilor de pensii din Pilonul II



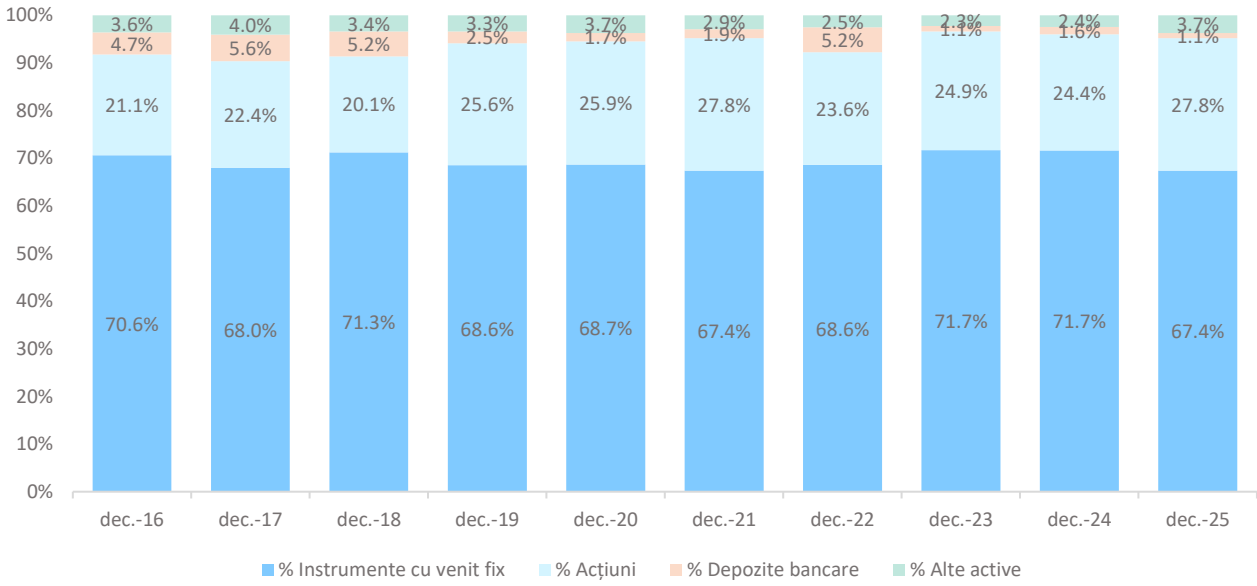
Sursa: calcule ASF

Figura 67 Evoluția procentelor investite în titluri de stat în Pilonul II



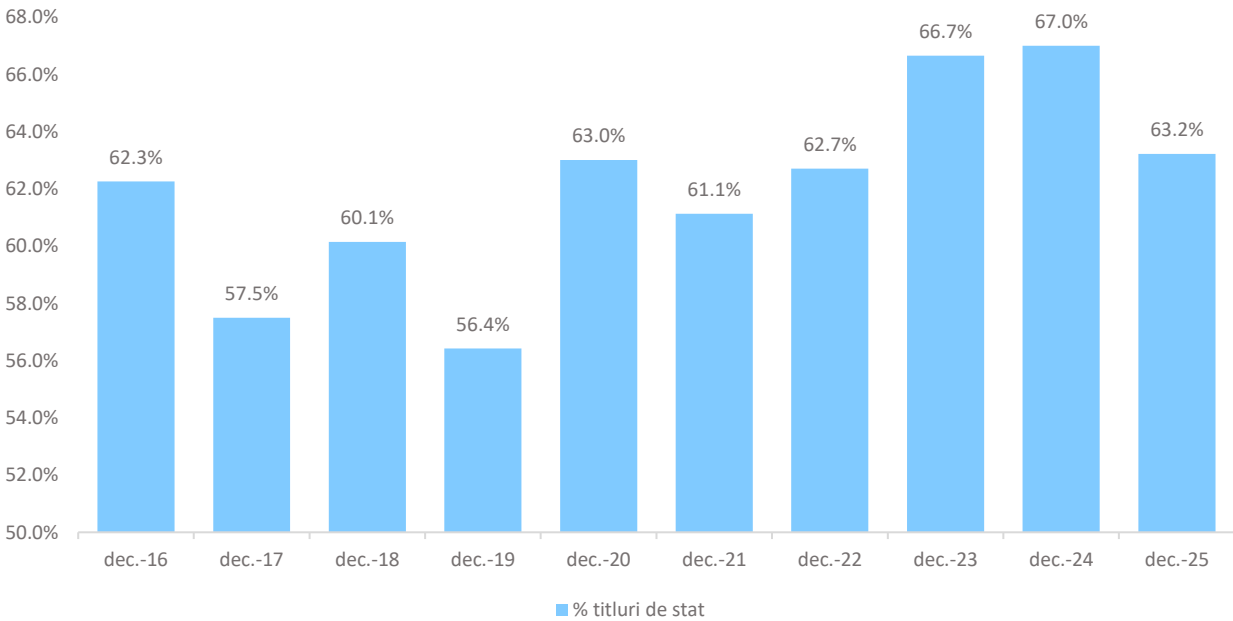
Sursa: calcule ASF

Figura 68 Evoluția Alocării Strategice a activelor fondurilor de pensii din Pilonul III



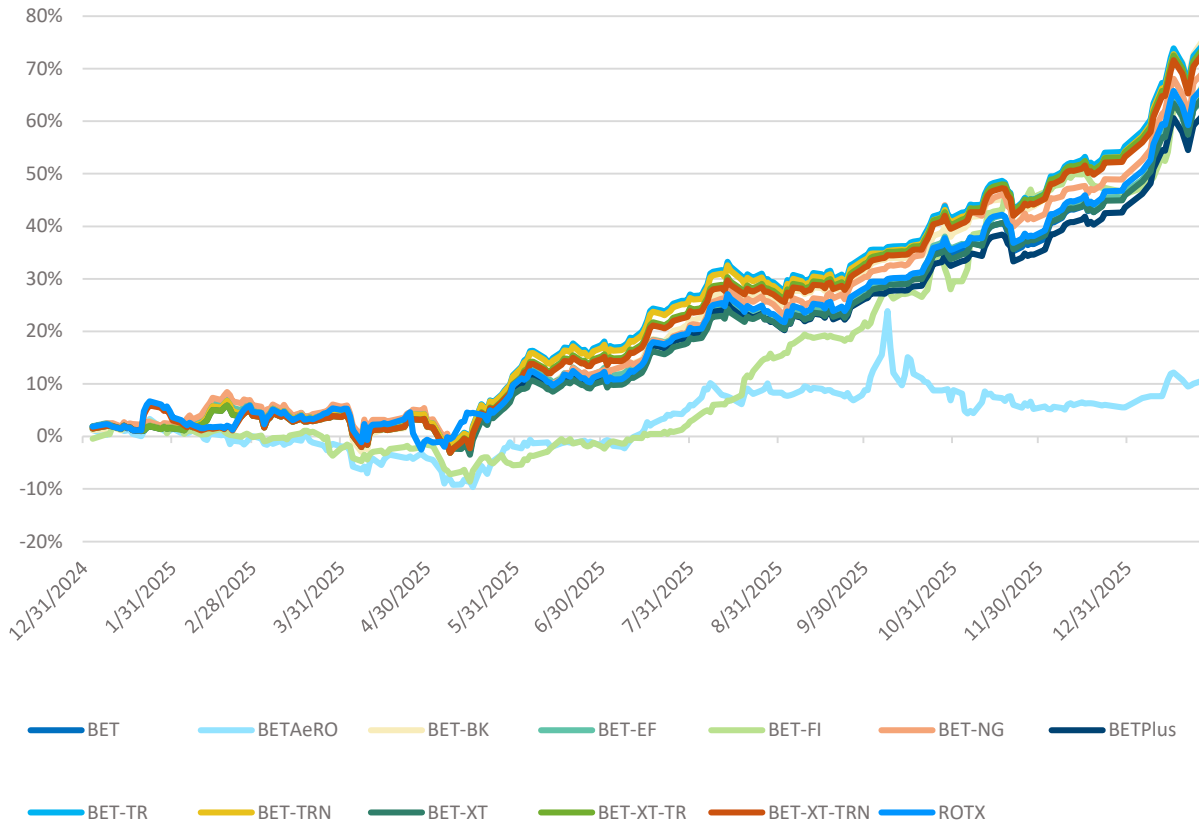
Sursa: calcule ASF

Figura 69 Evoluția procentelor investite în titluri de stat în Pilonul III



Sursa: calcule ASF

Figura 70 Evoluția indicilor bursieri BVB în anul 2025 (2024 = 100)

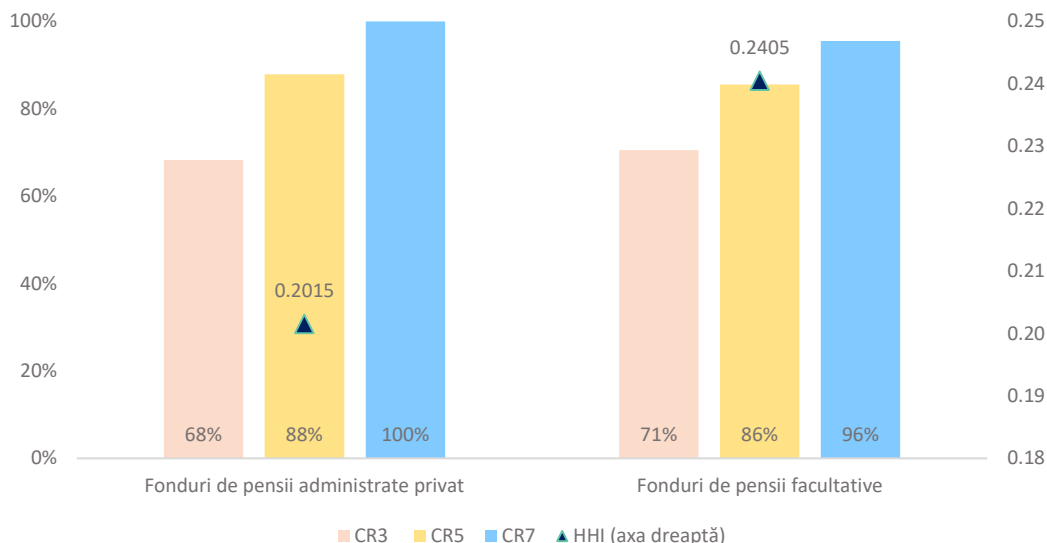


Sursa: BVB, calcule ASF

Gradul de concentrare

Piața pensiilor administrate privat (Pilon II) înregistrează un grad ridicat de concentrare, primele trei fonduri de pensii totalizând 68% din active la finalul lunii decembrie 2025. Și în cazul fondurilor de pensii facultative (Pilon III), gradul de concentrare este asemănător, primele trei fonduri însumând 71% din active. Situația este explicabilă din motive legate de structura pieței, a numărului redus de fonduri de pensii private și de mecanismul de repartizare aleatorie pe Pilonul II, prin care majoritatea participanților nou intrați sunt distribuiți în cote egale tuturor administratorilor de fonduri de pensii din Pilonul II.

Figura 71 Gradul de concentrare al fondurilor de pensii private (în funcție de valoarea totală a activelor la finalul lunii decembrie 2025 calculat pe baza indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței)²²



Sursa: prelucrare ASF

Contribuțiile participanților la fondurile de pensii private se virează direct în contul fondului de pensii înregistrat la banca depozitară, aceasta din urmă fiind autorizată, reglementată, supravegheată și controlată de către Banca Națională a României. Depozitarii sunt solidar răspunzători, împreună cu administratorii fondurilor de pensii private, de păstrarea în siguranță a activelor fondurilor de pensii private, de verificarea respectării cerințelor legale referitoare la operațiunile cu active și a calculării zilnice a valorii unitare a activului net, precum și de notificarea ASF referitoare la orice nereguli sau erori constatate. La finalul lunii decembrie 2025, serviciile de depozitare a activelor erau oferite de trei instituții de credit autorizate de Banca Națională a României (BNR): BRD-GSG, care deține cea mai ridicată pondere a activelor, de aproximativ 81,8%, Raiffeisen, 13,6% și BCR, 4,6%.

Tabelul 24 Cota de piață a depozitarilor fondurilor de pensii private la 31 decembrie 2025

| Depozitar | Valoare active în custodie (miliarde lei) | % în total active |
|--------------------|---|-------------------|
| BRD GSG SA | 171,0 | 81,8% |
| Raiffeisen Bank SA | 28,4 | 13,6% |
| BCR SA | 9,6 | 4,6% |
| Total | 209,0 | 100,0% |

Sursa: prelucrare ASF

²² CR3, CR5 și CR7 reprezintă cota de piață a primelor trei, cinci, respectiv șapte fonduri de pensii private din fiecare pilon, în timp ce HHI reprezintă Indicele Herfindal-Hirschman, calculat ca sumă a pătratelor cotelor de piață a fondurilor de pensii din fiecare pilon; cu cât HHI are valoare mai mare, cu atât gradul de concentrare este mai ridicat.

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

Riscul de piață și valutar

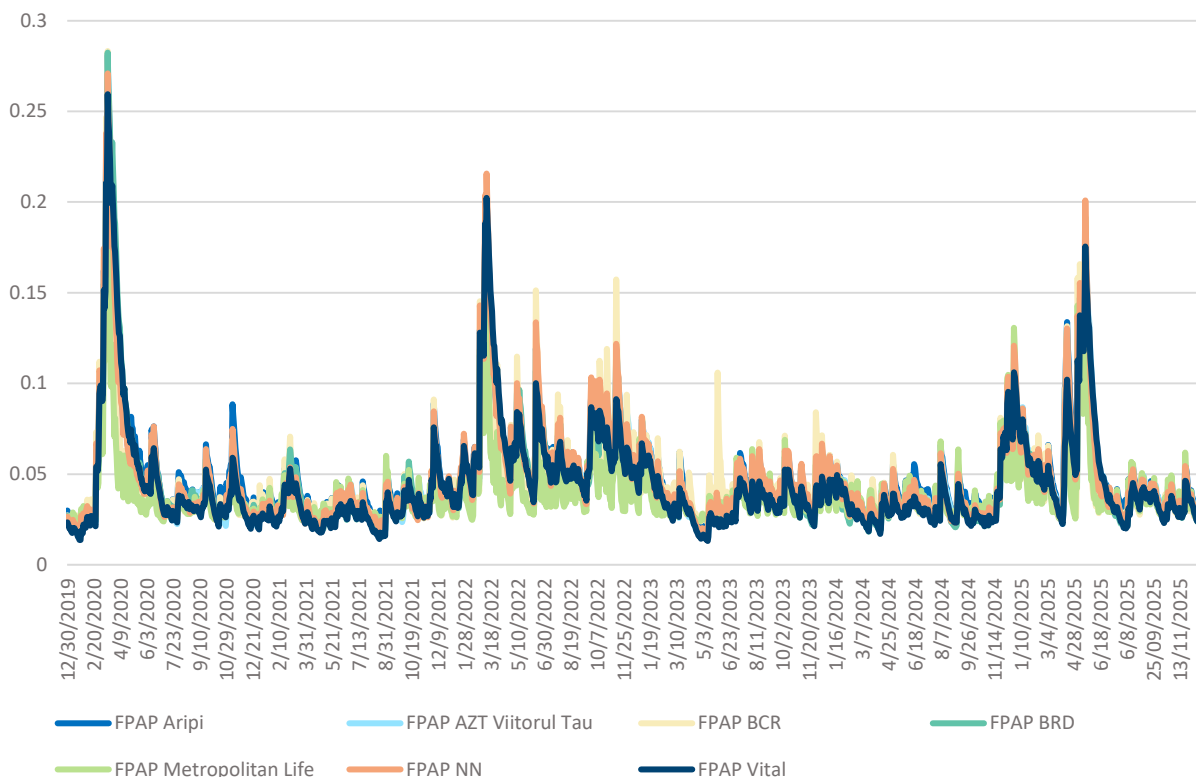
Riscul de piață reprezintă riscul de pierdere rezultat din fluctuațiile nefavorabile ale prețurilor de piață ale activelor, ratelor de dobândă sau ale cursului de schimb. Acesta este în general gestionat de către administratori prin diversificare, urmărind diminuarea componentei de risc sistemic, dar și prin monitorizarea pozițiilor individuale și a indicatorilor de risc, concomitent cu posibilitatea gestionării active a portofoliilor pe termen scurt. Incertitudinea desfășurării evenimentelor și a relațiilor geopolitice pe plan extern, în contextul declanșării unui nou conflict armat în Orientul Mijlociu, împreună cu tendința de contractare a activității economice pe plan local, ca urmare a pachetului de măsuri fiscale implementate pentru reducerea deficitului bugetar cresc riscurile macroeconomice, care pot avea un impact puternic asupra volatilității și contagiunii piețelor financiare, declanșând corecții importante.

La finalul lunii decembrie 2025, fondurile de pensii private au investit majoritatea activelor în instrumente financiare denominate în monedă locală (87,3%), urmate de instrumente financiare denominate în euro în procent de 12,1% și în dolar american 0,6%. Ținând cont de expunerea limitată pe instrumente financiare denominate în valută, riscul valutar se situa la un nivel redus, o parte dintre administratori utilizând pentru protecție instrumente financiare derivate de tipul contractelor *forward*, încheiate pe piața bancară, pentru protecție și pentru a își conserva valoarea deținerilor denominate în euro.

Perioadele de volatilitate de pe piața financiară se reflectă pe termen scurt și asupra activelor fondurilor de pensii private care pot înregistra episoade de scădere, evoluția acestora depinzând de contextul macrofinanciar. Cu toate acestea, activele fondurilor de pensii au continuat creșterea după perioadele temporare de declin.

În luna decembrie a anului 2025, volatilitatea activelor unitare nete ale fondurilor de pensii private a revenit la un nivel moderat, după un episod de creștere înregistrat la în luna mai 2025, când piețele financiare locale au resimțit tensiuni în contextul derulării alegerilor prezidențiale locale.

Figura 72 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II – GARCH (1, 1)

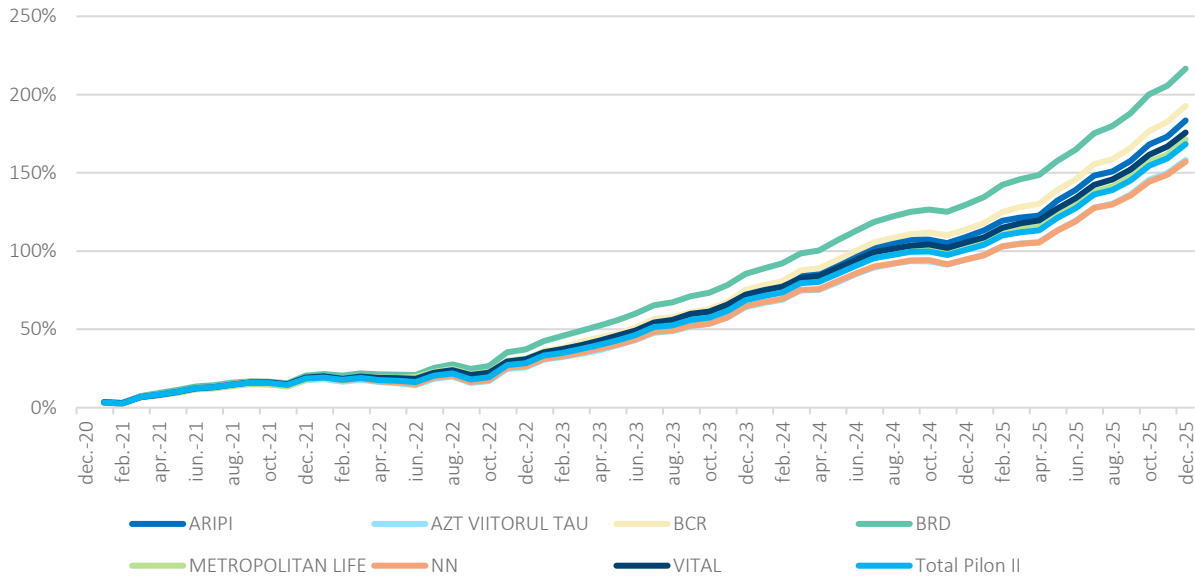


Sursa: calcule ASF (model Garch, distribuție normală pentru reziduuri)

Valoarea activelor totale aferente fondurilor de pensii administrate privat (Pilon II) a crescut cu mai mult de 168% de la sfârșitul anului 2020 până la finalul anului 2025, sistemul de pensii private aflându-se în continuare în perioada de acumulare, plățile fiind la un nivel redus, dar în creștere. Cele mai mari accentuate dinamici ale activelor le putem observa în cazul FPAP BRD și FPAP BCR. Creșterea activelor totale este rezultatul contribuțiilor virate și a rezultatelor investiționale, din care sunt deduse plățile efectuate către participanți pentru pensionare, deces sau invaliditate, precum și comisioanele legale suportate din activul fondului (comisionul perceput de administrator din activul net și cheltuielile cu auditul fondului²³).

²³ conform art. 86 alin. (1) și art. 108 alin. (2) din Legea 411/2004 republicată privind fondurile de pensii administrate privat.

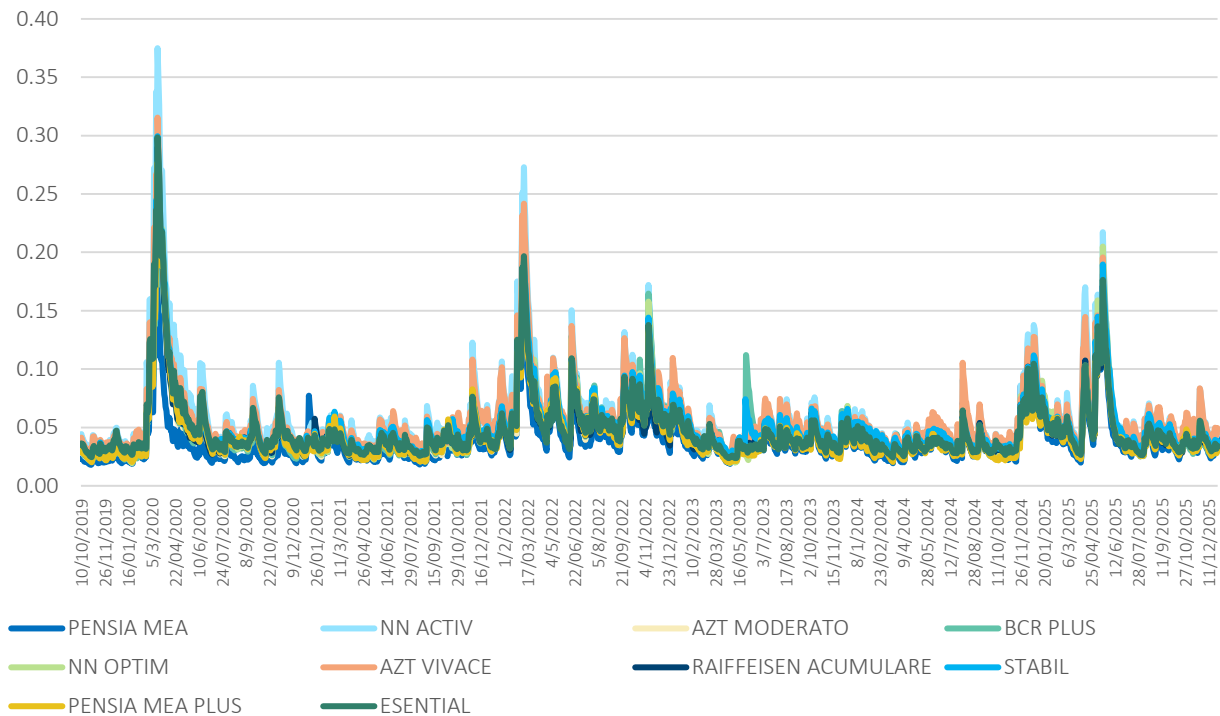
Figura 73 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (dec. 2020=100%)



Sursa: prelucrare ASF

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

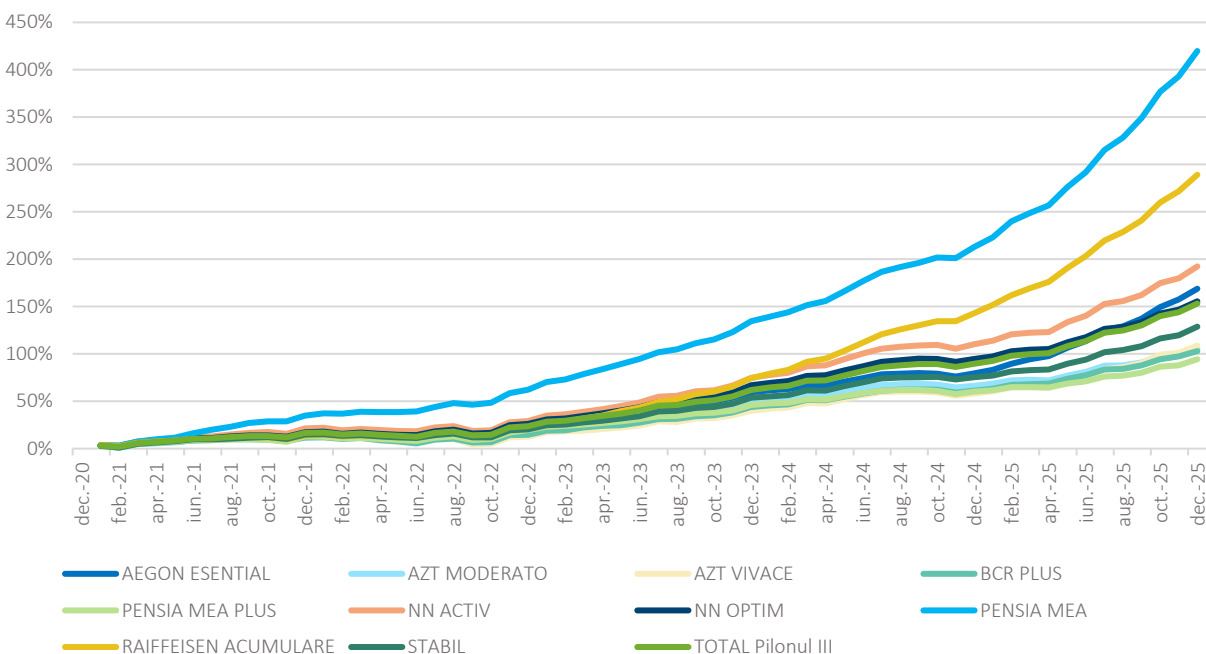
Figura 74 Evoluția volatilității zilnice analizate a fondurilor de pensii din Pilonul III – GARCH (1, 1)



Sursa: calcule ASF (model Garch)

Și fondurile de pensii facultative au înregistrat creșteri majore ale activelor din decembrie 2020 până la finalul anului 2025, de peste 153%. cele mai accentuate dinamici fiind înregistrate de către FPF Pensia Mea și FPF Raiffeisen Acumulare. Creșterea activelor totale este rezultatul contribuțiilor virate și a rezultatelor investiționale, din care sunt deduse plățile efectuate către participanți pentru pensionare, deces sau invaliditate, precum și cheltuielile legale suportate din activul fondului (comisioanele de administrare, de depozitare, de tranzacționare, bancare și taxele de auditare ale fondului²⁴).

Figura 75 Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (dec. 2020 =100%)



Sursa: prelucrare ASF

Ținând cont de incertitudinea perspectivelor macrofinanciare, precum și de probabilitatea de materializare a unor riscuri de piață, inclusiv sistemice, evoluția activelor fondurilor de pensii private ar putea fi marcată de corecții temporare în perioada următoare, cu toate că, prin natura lor, fondurile de pensii private sunt investitori pe termen lung. Până în prezent, fondurile de pensii private au demonstrat capacitatea de a traversa cu succes perioadele de vulnerabilitate ale piețelor financiare, menținând tendința de creștere a activelor totale.

²⁴ conform art. 47 alin. (3) din Legea 204/2006 privind pensiile facultative.

Riscul de credit

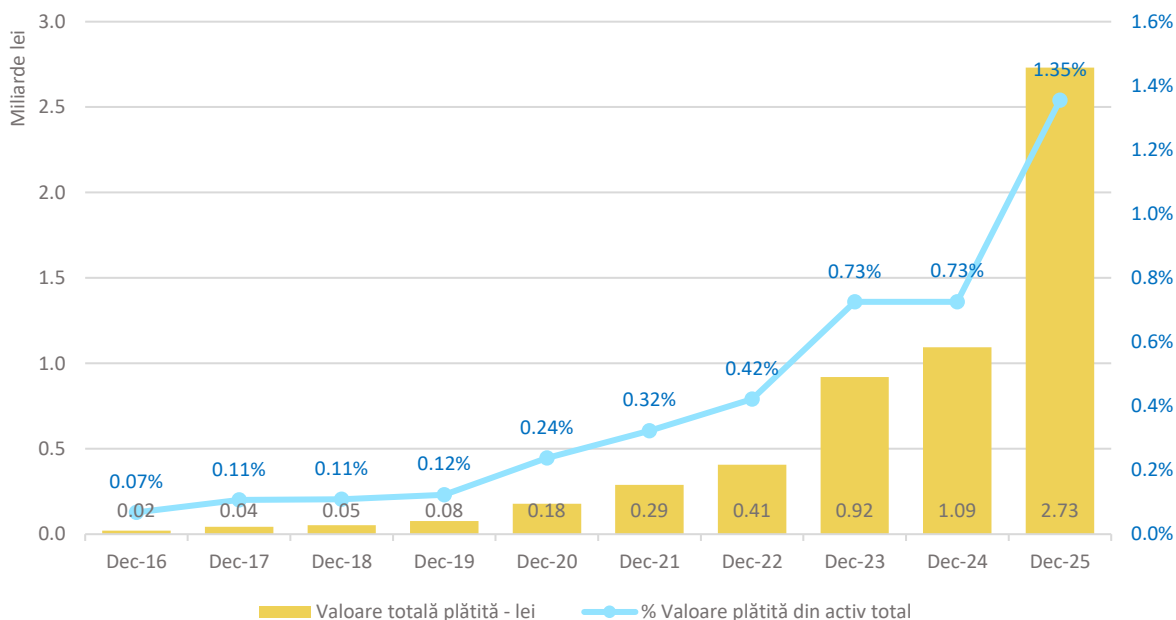
În condițiile în care există cerințe de calitate aplicabile emitenților instrumentelor cu venit fix eligibile pentru a fi deținute în portofoliile fondurilor de pensii private, *riscul de credit* se menține redus, dar în creștere, în contextul intensificării vulnerabilităților și a incertitudinilor privind apariția unor potențiale destabilizări economice, în urma tensionării relațiilor geopolitice și comerciale pe plan global, care pot afecta solvabilitatea emitenților de obligațiuni.

Riscul de lichiditate

Riscul de lichiditate se află la un nivel scăzut, un procent de 1,03% din activele fondurilor de pensii private fiind deținute în conturi curente și depozite pe termen scurt. Din punct de vedere al lichidității, în prezent, sistemul de pensii private este rezilient în fața solicitărilor de plată a activului, ca urmare a faptului că se află în perioada de acumulare (fondurile încasând contribuții lunar), iar ieșirile din sistem (cauzate de deces, invaliditate, pensionare, transfer) sunt reduse comparativ cu activele totale, dar în creștere accentuată în fiecare an.

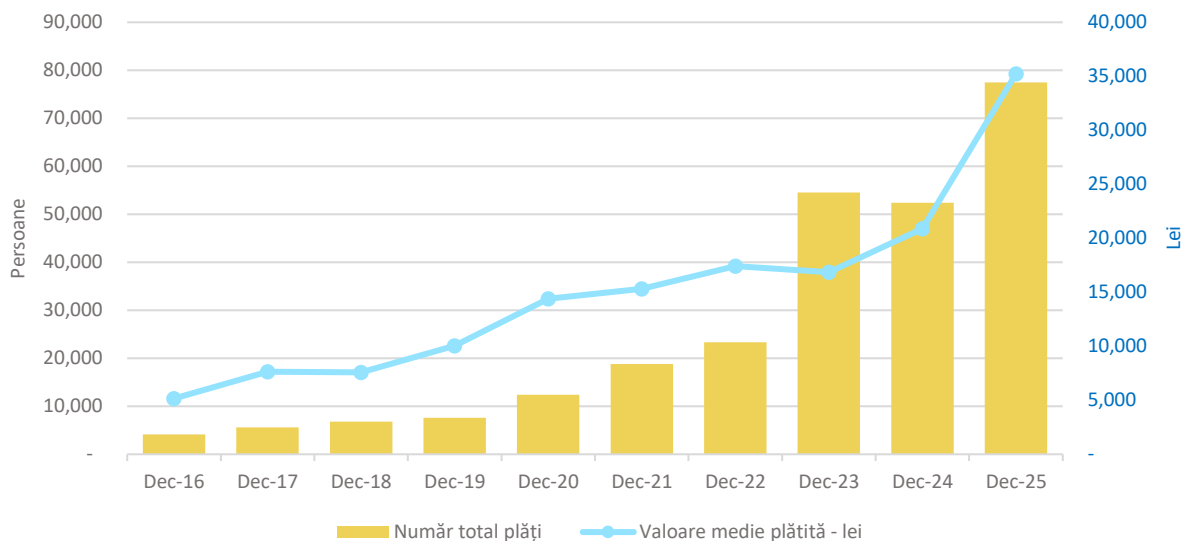
Pe pilonul II, pe parcursul anului 2025 au fost efectuate plăți ale activului personal net în valoare de circa 2,73 miliarde lei către 77.503 participanți sau beneficiari. Din valoarea totală a plăților efectuate, un procent de 81% este aferent deschiderii dreptului la pensie, 7,4% ca urmare a decesului participantului și 11,6% ca urmare a invalidității. Nivelul plăților efectuate în anul 2025 a reprezentat 1,35% din activele totale de la finalul lunii decembrie 2025.

Figura 76 Evoluția sumelor plătite anual din Pilonul II și a ponderii acestora în activele totale la finalul fiecărui an



Sursa: prelucrare ASF

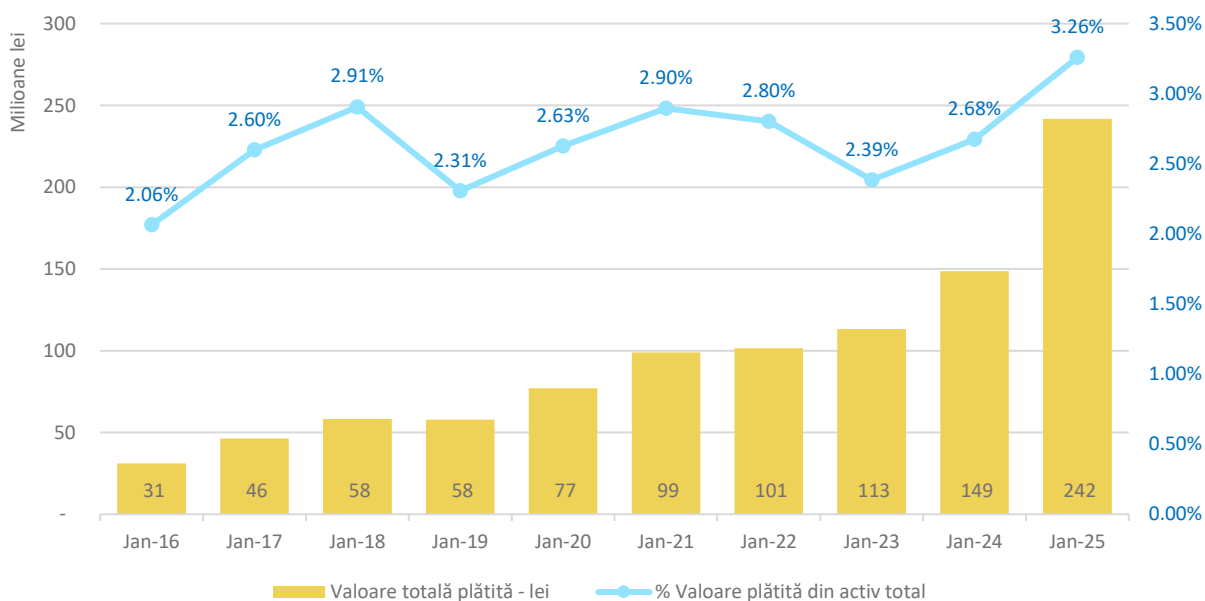
Figura 77 Evoluția numărului de plăți în Pilonul II și a sumelor medii plătite pe persoană



Sursa: prelucrare ASF

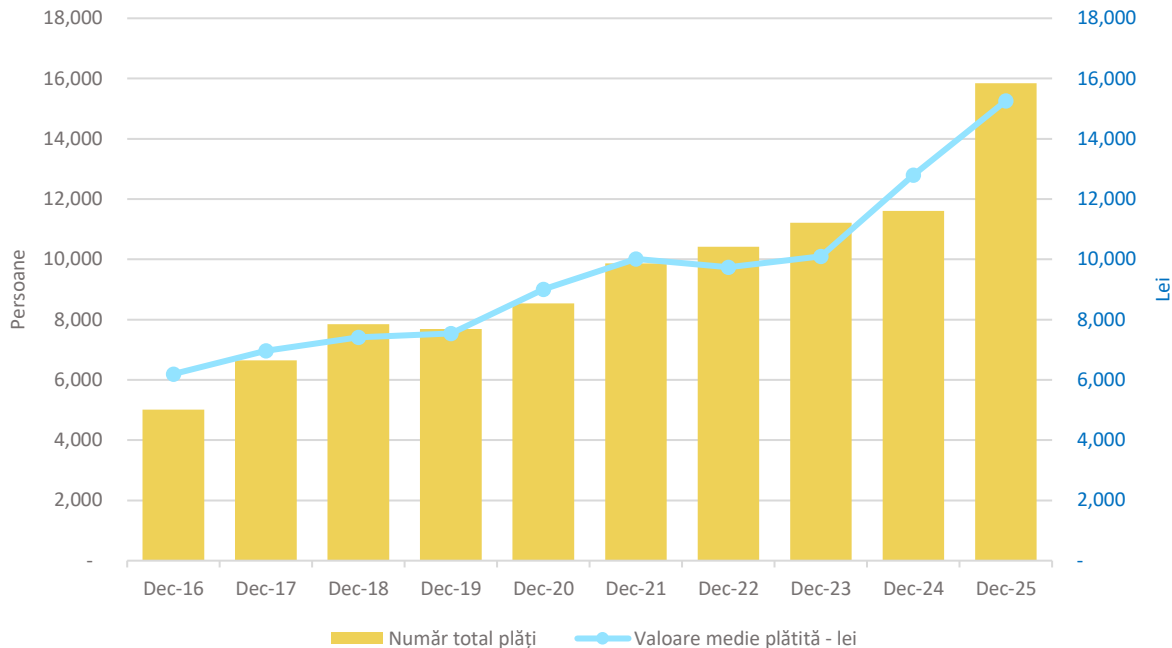
Pe Pilonul III, au fost efectuate plăți ale activului personal net în cuantum de aproximativ 242 milioane lei către 15.842 participanți sau beneficiari. Din valoarea totală a plăților efectuate, un procent de 92,7% este aferent deschiderii dreptului la pensie, 3,9% ca urmare a decesului participantului și 3,4% ca urmare a invalidității. Nivelul plăților efectuate în anul 2025 a reprezentat 3,26% din activele totale de la finalul lunii decembrie 2025.

Figura 78 Evoluția sumelor plătite anual din Pilonul III și a ponderii acestora în activele totale la finalul fiecărui an



Sursa: prelucrare ASF

Figura 79 Evoluția numărului de plăți în Pilonul III și a sumelor medii plătite pe persoană



Sursa: prelucrare ASF

Riscul de solvabilitate

Pentru acoperirea valorii minime garantate administratorii fondurilor de pensii administrate privat au obligația constituirii din sume proprii a unui provizion tehnic conform prevederilor *Normei nr. 13/2012 privind calculul actuarial al provizionului tehnic pentru fondurile de pensii administrate privat*. Provizionul tehnic se constituie pentru acoperirea riscurilor aferente garanției investiționale minime obligatorii stabilite prin *Legea nr. 411/2004* și este utilizat în cazul în care valoarea activului personal al unui participant scade sub valoarea contribuțiilor plătite către participant, pe întreg parcursul perioadei active, diminuate cu penalitățile de transfer și comisioanele legale. Opțional, administratorii din Pilonul III pot oferi garanții similare cu Pilonul II. În prezent există trei fonduri de pensii facultative care garantează participanților suma contribuțiilor nete.

Valoarea totală a activelor care acoperă provizionul tehnic constituite de către administratori a fost în valoare de 1,38 miliarde lei la finalul lunii decembrie 2025, iar plasamentele acestor active au fost realizate în titluri emise de statul român (89,5%) și depozite bancare la băncile depozitare (10,5%). Dintre acestea, 1,33 miliarde lei au fost pe Pilonul II și 54 milioane lei pe Pilonul III.

Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private a fost constituit ca o altă pârghie de siguranță a sistemului de pensii private. Apreciem astfel că *riscul de solvabilitate* al fondurilor de pensii private se menține la un nivel scăzut.

Riscul operațional

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

Alte mecanisme de protecție a participanților

Având în vedere caracterul obligatoriu al sistemului de pensii administrate privat din România, au fost instituite legal mai multe mecanisme de protecție a participanților, printre care se numără rata minimă de rentabilitate pentru fiecare categorie de risc a fondurilor de pensii private. Situația în care un fond un fond ar obține periodic rate de rentabilitate inferioare ratei minime ar determina declanșarea aplicării unor măsuri speciale de supraveghere în vederea redresării situației. Nici unul din fondurile de pensii private existente nu a înregistrate rate de rentabilitate inferioare pragurilor minime.

Structura sistemului de pensii private din România prevede multiple mecanisme de protejare a drepturilor participanților, dintre care amintim: segregarea activelor dintre administratori și fonduri, verificări suplimentare și validări de către depozitari, provizioane tehnice constituite de către administratori, cerințe de raportare și transparență sporită, cărora li se adaugă Fondul de Garantare a Drepturilor din Sistemul de Pensii Private (FGDSPP). Această construcție a pieței împreună cu toate mecanismele de protecție a drepturilor persoanelor înscrise în sistem au rolul de a diminua riscurile asupra stabilității pieței pensiilor private din România.

5.5. Pensile private: investitori instituționali pe piața de capital

În contextul presiunilor demografice și al necesității consolidării sustenabilității sistemelor de pensii, fondurile de pensii private reprezintă o componentă esențială a arhitecturii financiare în numeroase state europene. Prin mecanismele lor de acumulare și investire pe piața de capital, aceste fonduri nu doar asigură venituri suplimentare pentru viitoarele pensii ale contribuabililor, ci contribuie și la dezvoltarea financiară a piețelor locale și regionale prin creșterea profunzimii, lichidității și diversificării instrumentelor disponibile investitorilor instituționali. Sistemele de pensii private reprezintă, de asemenea, și un mecanism esențial de sustenabilitate fiscală pe termen lung.

Provocările demografice semnificative, caracterizate de îmbătrânirea rapidă a populației, scăderea ratei natalității și creșterea speranței de viață exercită presiuni considerabile asupra sistemelor publice de pensii.

În acest context, mai multe state din Europa Centrală și de Est au implementat reforme comprehensive ale sistemelor de pensii, trecând de la modelul exclusiv al sistemului public de pensii de tip *pay-as-you-go* către sisteme multipilon. Această tranziție a dus la creșterea fondurilor investite pe termen lung și a sprijinit dezvoltarea piețelor de capital locale.

Prezenta analiză examinează evoluția și caracteristicile sistemelor de pensii private, din șapte state membre ale Uniunii Europene din Europa Centrală și de Est (ECE): România, Bulgaria, Polonia, Slovacia, Slovenia, Croația și Cehia, și cum contribuie acestea la creșterea pieței de capital. Aceste țări au particularități distinctive în ceea ce privește arhitectura sistemelor de pensii private, gradul de maturitate al acestora și impactul lor asupra piețelor de capital.

Din perspectiva dezvoltării piețelor de capital, fondurile de pensii private joacă un rol crucial ca investitori instituționali cu orizonturi de investiție pe termen lung. Activele acumulate în aceste fonduri au înregistrat o creștere constantă, ajungând la niveluri semnificative raportate la PIB-ul național în majoritatea statelor analizate. Această creștere a contribuit la creșterea capitalizării bursiere și a lichidității piețelor de capital locale, dezvoltarea segmentului obligațiunilor de stat și corporative ca alternativă de finanțare, îmbunătățirea guvernancei corporative și facilitarea finanțării economiei reale prin canalul pieței de capital.

Din perspectiva stabilității financiare, fondurile de pensii private prezintă caracteristici distinctive care contribuie pozitiv la reziliența sistemului financiar:

- Orizont investițional pe termen lung: spre deosebire de alți investitori instituționali, fondurile de pensii private pot adopta strategii de investiție cu orizont extins, reducând volatilitatea și comportamentul prociclic pe piețele de capital.
- Diversificarea surselor de finanțare: prin canalul piețelor de capital, fondurile de pensii oferă companiilor și statului alternative de finanțare față de sectorul bancar, reducând concentrarea riscurilor.
- Dezvoltarea infrastructurii pieței de capital: Prezența investitorilor instituționali de dimensiuni semnificative stimulează dezvoltarea infrastructurii pieței (sisteme de tranzacționare,

compensare/decontare, depozitare) și creșterea standardelor de transparență și guvernanta corporativă.

- Educație financiară și deschiderea către investiții: participarea într-un sistem de pensii private contribuie la creșterea înțelegerii financiare a populației și dezvoltarea culturii de economisire și investiție pe termen lung.

În același timp, amploarea sistemelor de pensii private generează și anumite provocări din perspectiva stabilității financiare, care necesită o supraveghere și reglementare adecvată: riscurile investiționale și protecția participanților, gestionarea momentului de pensionare în condiții de volatilitate a piețelor, interconectarea cu alte segmente ale sistemului financiar și impactul concentrării investițiilor asupra anumitor clase de active.

Particularitățile sistemelor de pensii private din statele din ECE

Sistemul fondurilor de pensii private din **România**, prin componentele sale – pensiile private obligatorii (Pilonul II), pensiile facultative (Pilonul III) și pensiile ocupaționale (Pilonul IV), împreună cu sistemul public (Pilonul I) completează arhitectura sistemului de pensii din România, în scopul furnizării unui venit de înlocuire adecvat pentru viitorii pensionari. Pilonul II funcționează cu o contribuție de 4,75% din salariul brut, alocată din contribuția de asigurări sociale. Pilonul III permite deductibilitate fiscală până la 400 de euro anual. Pe toată durata funcționării fondurilor de pensii private, administratorul investește activele acestora numai în instrumentele prevăzute de Legea nr. 411/2004 privind fondurile de pensii administrate privat și, respectiv, de Legea nr. 204/2006 privind pensiile facultative, cu respectarea limitelor prevăzute pentru fiecare clasă de active. Astfel, expunerea poate fi de până la 50% în acțiuni (atât pentru Pilonul II, cât și pentru Pilonul III), respectiv de până la 70% în titluri de stat pentru Pilonul II și până la 100% pentru Pilonul III.

Sistemul de pensii private se deosebește fundamental de sistemul public de pensii, sistem bazat pe redistribuire și solidaritate între și intra generații, în care generația aflată în activitate susține, prin contribuții, atât personale, cât și ale angajatorilor, plata pensiilor pentru persoanele care au încetat activitatea. Principala deficiență a sistemului de pensii cu redistribuire este că depinde în mod esențial de existența cel puțin a unui echilibru între numărul de salariați, contribuabili și numărul de pensionari.

Modelul sistemului de pensii multipilon implementat în România a făcut obiectul unor reforme în mai multe state europene: Bulgaria, Croația, Letonia, Estonia, Polonia, Ungaria (în ultimele două state având loc inversări ale reformei prin naționalizări).

În **Bulgaria**, sistemul de pensii private cuprinde Pilonul II, obligatoriu pentru persoanele născute după 1959, introdus în jurul anului 2000, și Pilonul III, voluntar, ambele fiind scheme cu contribuții definite gestionate de furnizori privați. Contribuția la Pilonul II este de 5% din venitul brut, virată din sistemul public. Contribuțiile la Pilonul III sunt scutite de impozit până la o anumită limită, oferind stimulente fiscale pentru economisire suplimentară. Din cele mai recente informații, conform OECD, la finalul anului 2024, limitele investiționale pentru Pilonul II sunt de 25-27% pentru acțiuni și 100% pentru titluri de stat. În cazul Pilonului III, limita maximă ce poate fi investită în acțiuni sau titluri de stat este de 100%.

Polonia are un sistem de pensii cu trei piloni: Pilonul I (conturi naționale PAYG), Pilonul II (finanțat cu contribuții definite, voluntar din 2014, introdus în 1999) și Pilonul III (voluntar). Pilonul II, reprezentat de Fondurile Deschise de Pensii (OFE - Otwarte Fundusze Emerytalne), a suferit modificări majore în ultimul deceniu. Inițial obligatoriu pentru majoritatea angajaților, sistemul a fost reformat substanțial în 2014, când mai mult de jumătate din activele OFE au fost transferate către sistemul public (ZUS). În prezent, participarea la OFE este voluntară, iar contribuția la acest pilon este de 2,92% din salariul brut lunar.

Principala reformă recentă este introducerea Planurilor de Capital pentru Angajați (PPK - Pracownicze Plany Kapitałowe) în anul 2019, care funcționează ca un sistem automat de înscriere în Pilonul III ocupațional. PPK-ul este cvasi-obligatoriu pentru angajatori (cu anumite excepții) și prevede contribuții minime de 1,5% din salariu din partea angajatorului (până la maxim 4%) și 2% din partea angajatului (până la maxim 4%).

Limita de investiții pentru fondurile de pensii aferente Pilonului II este de 100% pentru acțiuni, în timp ce expunerile față de titlurile de stat sunt interzise. În cazul Programelor de pensii pentru angajați (PPE - Pracownicze Programy Emerytalne), vehicule investiționale din cadrul Pilonului III, limita investițională pentru acțiuni este de 100% și tot atât și pentru obligațiuni suverane. Pe de altă parte, pentru PPK există reguli specifice privind alocarea activelor în funcție de vârsta participantului (life-cycle funds), cu o expunere mai mare la acțiuni pentru participanții tineri și o trecere graduală către investiții mai conservative pe măsură ce aceștia se apropie de vârsta pensionării, având limite de maxim 80% în acțiuni și maxim 100% în titluri de stat.

Slovacia operează un sistem de pensii format din trei piloni: Pilonul I (te tip PAYG), Pilonul II (introdus în 2005, a devenit obligatoriu prin înscriere automată pentru lucrătorii sub 40 de ani) și Pilonul III (voluntar). Contribuția la Pilonul II reprezintă 4% din salariul brut. Pilonul III permite contribuții flexibile cu stimulente fiscale.

Fondurile de pensii garantate de obligațiuni, aferente Pilonului II, nu pot investi în acțiuni, iar investițiile în titluri de stat și alte instrumente de datorie publică sunt permise în limita de 100%. În schimb fondurile indexate negarantate, pot investi maxim 100% în acțiuni și un procent de maxim 5% în titluri de stat. Alte tipuri de fonduri de pensii private din Pilonul II prezintă limite maxime în funcție de tipul de fond. Fondurile de pensii voluntare, din Pilonul III, pot investi în procent maxim, de 100%, atât în acțiuni, cât și în titluri de stat.

În **Slovenia**, sistemul de pensii include Pilonul I (obligatoriu, de tip PAYG), Pilonul II (ocupațional, obligatoriu pentru anumite sectoare – public, bancar etc. - și voluntar pentru altele, reformat în 2000) și Pilonul III (voluntar personal). Schemele de pensii ocupaționale (Pilonul II) presupun o primă lunară de maximum 5,84% din salariul brut. Nu există un nivel obligatoriu de contribuții pentru schemele voluntare (Pilonul III), dar acestea sunt scutite de taxe până la un anumit nivel. Companiile și fondurile mutuale de pensii pot investi în acțiuni în procente de până la 100%, iar în titluri de stat în procent de maxim 100%, cu anumite condiții.

Republica Cehă are un sistem de pensii bazat în principal pe două piloni: sistemul de stat obligatoriu de tip PAYG (Pilonul I) și schemele voluntare suplimentare (Pilonul III). Pilonul II a fost introdus experimental în 2013, dar a fost abolit în 2016 din cauza interesului scăzut din partea populației. Fondurile acumulate

au fost transferate înapoi către sistemul public sau în conturi personale. Pilonul III include DPS (Economisirea Suplimentară de Pensii) cu subvenție lunară de la stat și beneficii fiscal semnificative, precum și DIP (Produs de Investiții pe Termen Lung) introdus în 2024, care oferă opțiuni mai flexibile de investiții. Schemele voluntare de pensii pot investi în procente de până la 100% atât în acțiuni, cât și în titluri de stat, în funcție de tipul de fond și strategie.

Croația dispune de un sistem cu trei piloni: Pilonul I (de tip PAYG cu beneficii definite), Pilonul II (obligatoriu cu contribuții definite, introdus în anul 2002) și Pilonul III (voluntar). Pilonul II este obligatoriu pentru persoanele care aveau sub 40 de ani în anul 2002, contribuția fiind reprezentată de 5% din salariul brut. Pilonul III, voluntar, oferă stimulente fiscale pentru participanți: contribuțiile angajatorului sunt neimpozabile până la 67 euro pe lună, iar statul acordă un stimulent de 15% din contribuțiile totale anuale.

Fondurile de pensii obligatorii din categoria A (fonduri cu risc mai mare) pot investi maxim 65% în acțiuni și maxim 100% în titluri de stat, cele din categoria B (fonduri cu risc moderat) pot investi maxim 40% în acțiuni și maxim 100% în titluri de stat, iar cele din categoria C (fondurile conservatoare) pot investi maxim 100% în titluri de stat, în timp ce investițiile în acțiuni nu sunt permise.

Dacă ne referim la Pilonul III, fondurile de pensii voluntare deschise au o limită investițională atât pentru acțiuni, cât și pentru titluri de stat de 100%. Pentru cele închise, cu contribuții definite, limita de investiții în acțiuni poate fi de maxim 70%, în timp ce pentru obligațiuni guvernamentale aceasta este de 100%. În cazul fondurilor de pensii voluntare închise (cu beneficii definite), limita investițională pentru acțiuni este de 20%, iar pentru titluri de stat este de maxim 100%.

Evoluția activelor schemelor de pensii private

Activele fondurilor de pensii private din statele analizate au înregistrat o creștere semnificativă în perioada 2000-2024, reflectând maturizarea acestor sisteme și consolidarea lor ca sursă importantă de economisire pe termen lung.

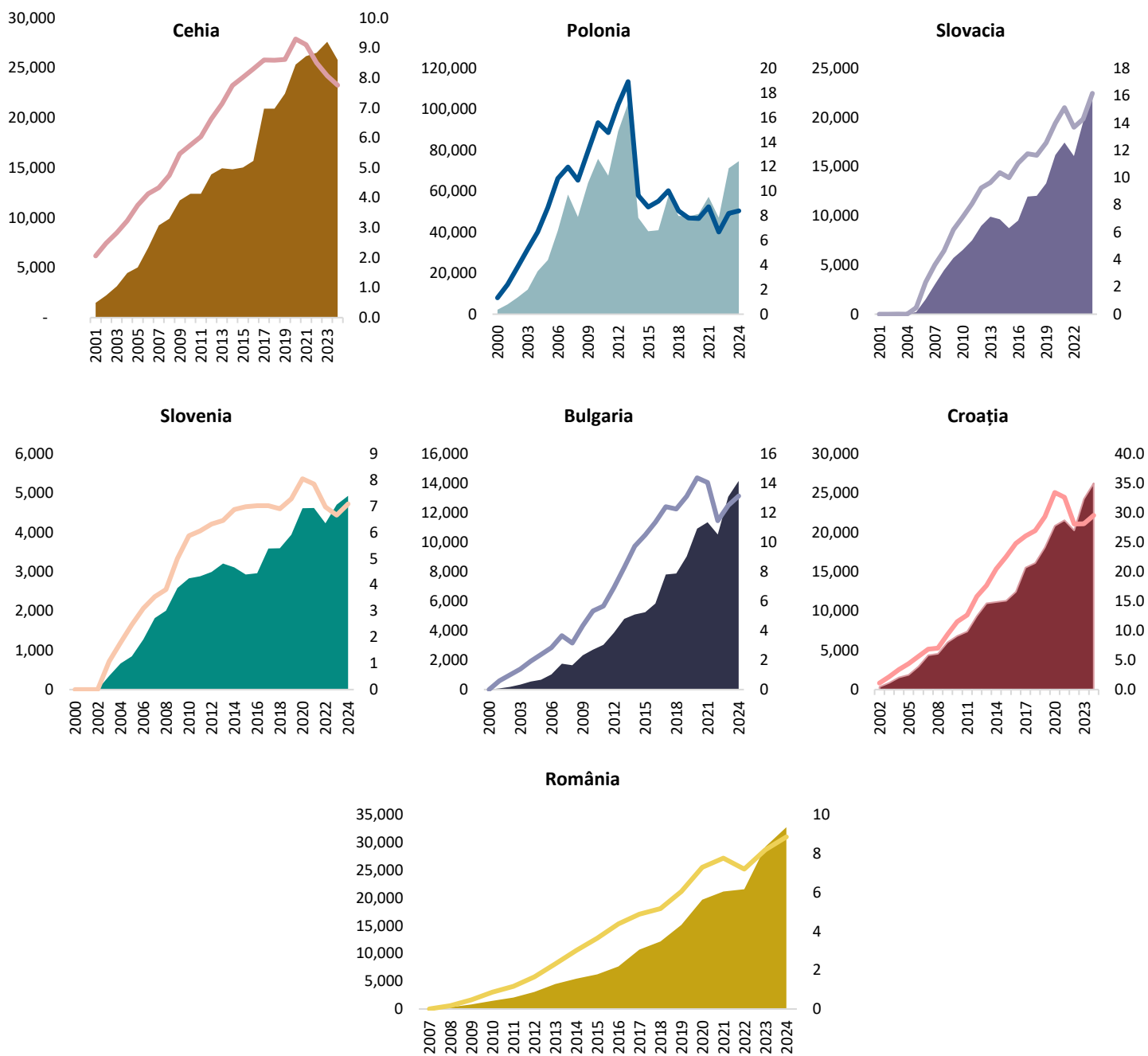
Polonia demonstrează cea mai impresionantă evoluție, cu active care au crescut de la 2,22 miliarde USD în anul 2000 la 74,72 miliarde USD în 2024, reprezentând o expansiune solidă. Această performanță reflectă atât reformele structurale majore ale sistemului polonez, cât și dimensiunea economiei și a populației țării.

Croația și Slovacia, deși au pornit de la niveluri inițiale foarte reduse, au înregistrat dinamici remarcabile după introducerea Pilonului II obligatoriu. Croația a evoluat de la 327 milioane USD în anul 2002 la 26,26 miliarde USD în anul 2024, în timp ce Slovacia a crescut până la 22,01 miliarde USD la finalul anului 2024. Cehia prezintă o traiectorie pozitivă, cu o creștere constantă până în anul 2023 (când a atins 27,63 miliarde USD), urmată de o scădere bruscă la 25,80 miliarde USD în următorul an. Bulgaria a demonstrat o creștere graduală, dar constantă, de la 84 milioane USD în anul 2001 la 14,16 miliarde USD în 2024, reflectând stabilitatea cadrului legislativ. Slovenia rămâne la niveluri modeste (4,93 miliarde USD în anul 2024), consecință a absenței unui pilon obligatoriu, sistemul bazându-se predominant pe pensiile publice și pe scheme ocupaționale limitate.

România a înregistrat o dezvoltare accelerată după introducerea Pilonului II în anul 2008, activele crescând de la niveluri ne semnificative la 32,75 miliarde USD la finalul anului 2024. Dintre toate statele analizate,

România a înregistrat un trend de creștere omogen. Creșterea activelor a fost susținută, în principal, de nivelurile mari de contribuții la sistemul de pensii private, sistemul fiind în perioada de acumulare.

Figura 80 Evoluția activelor fondurilor de pensii private, în statele selectate, în perioada 2000-2024

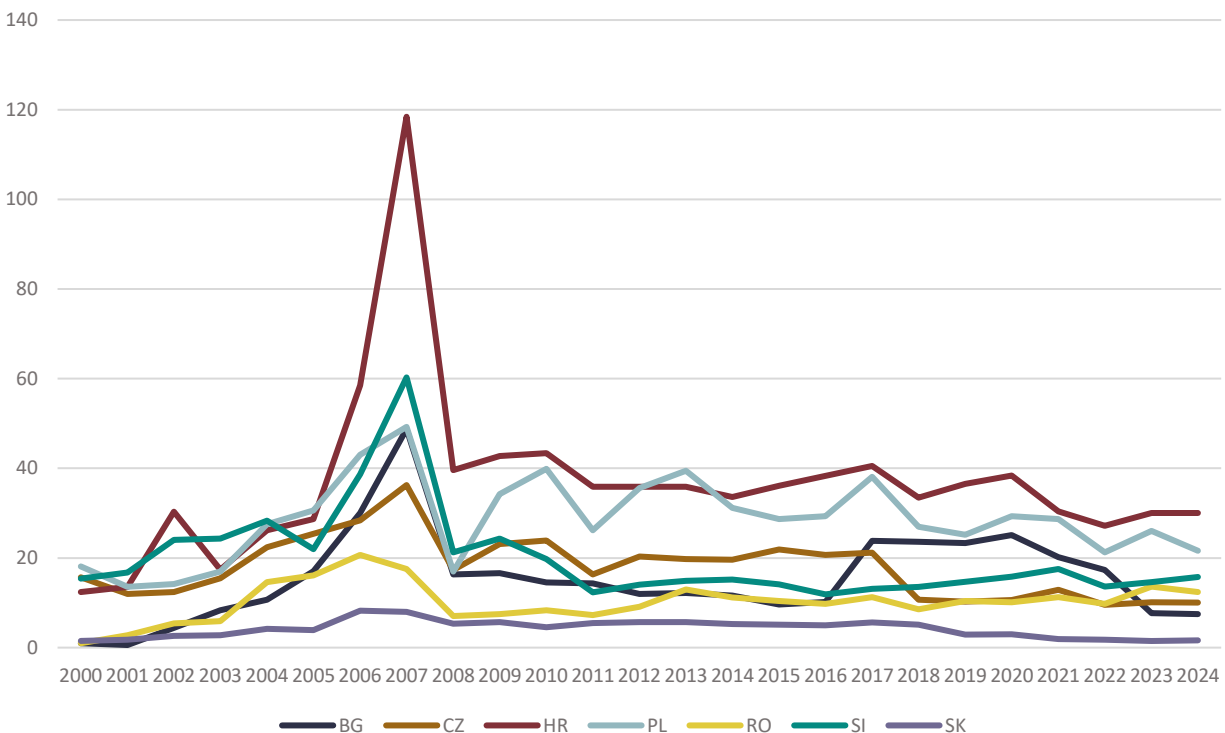


Sursa: OECD; axa din stânga reprezintă activele schemelor de pensii private în milioane USD; axa din dreapta reprezintă activele schemelor de pensii private ca procent din PIB

Evoluția pieței de capital în statele din ECE

Graficul de mai jos ilustrează evoluția capitalizării bursiere ca procent din PIB pentru statele din Europa Centrală și de Est: Bulgaria (BG), Croația (HR), România (RO), Slovacia (SK), Cehia (CZ), Polonia (PL) și Slovenia (SI), în perioada 2000-2024. Datele reflectă o traiectorie comună marcată de boom-ul dinaintea crizei financiare și corecția majoră din 2008-2009. Ulterior, datele indică un regim de volatilitate mai scăzut pentru toate țările analizate.

Figura 81 Evoluția capitalizării bursiere (%PIB)



Sursa: World Bank, prelucrare ASF

Până în 2007-2008, toate piețele au înregistrat creșteri rapide, alimentate de influxuri de capital străin, privatizări și evaluări ridicate specifice piețelor emergente. Croația prezintă cea mai extremă evoluție, atingând un vârf de aproximativ 120% din PIB în anul 2007. Această ascensiune este rezultatul unui cumul de factori economici și structurali: listări masive, consolidarea pieței prin fuzionarea a două burse, boom-ul creditării și entuziasmul investitorilor străini.

Criza financiară a provocat o contracție uniformă, de 30-60% în majoritatea cazurilor, urmată de o stabilitate la niveluri sensibil mai reduse decât vârfurile din anul 2007. În perioada 2015-2024, Polonia se menține la valori relativ ridicate și stabile (aprox. 20-30% din PIB), reflectând o piață mai profundă și diversificată. În ultimul deceniu, Croația se remarcă prin cel mai ridicat nivel al capitalizării bursiere ca procent din PIB. Cehia, România și Slovenia evoluează în jurul intervalului de 10-15% din PIB, în timp ce capitalizarea bursieră a Bulgariei s-a diminuat până la 7,5% PIB în anul 2024, după un interval de cinci ani în care nivelul a ajuns la peste 20%. Slovacia rămâne la un nivel modest al capitalizării bursiere, de circa 1,65% PIB.

Majoritatea statelor analizate au introdus Pilonul II în anii 2000-2008 (Croația - 2002, Polonia, Bulgaria, Slovacia, România - 2008), cu scopul explicit de a reduce presiunea asupra bugetelor publice, un obiectiv subsecvent fiind de a canaliza economiile pe termen lung către piețele de capital locale. Studiile empirice pe statele membre UE din Europa Centrală și de Est confirmă un efect pozitiv al activelor fondurilor de pensii private asupra capitalizării bursiere, atât pe termen scurt (creșterea cererii de acțiuni și obligațiuni), cât și pe termen lung (îmbunătățirea lichidității și diversificării).

După cum demonstrează Khan, Li și Zhao (2025) în lucrarea „Pension Reform and Stock Market Development”, o creștere cu un punct procentual a contribuțiilor la pensiile FICMI²⁵ (ca procent din PIB) este asociată cu o creștere de aproximativ 2 puncte procentuale a capitalizării bursiere (ca procent din PIB). Totodată, aceeași creștere este asociată cu o scădere de aproximativ 1,8 puncte procentuale a creditelor bancare raportat la PIB, indicând o realocare de la finanțarea prin datorii către finanțarea prin capitaluri proprii.

În Polonia, fondurile de pensii deschise dețin o pondere semnificativă în structura pieței de capital. La nivel agregat, în anul 2022, acestea au reprezentat aproximativ 21% din capitalizarea totală a pieței și peste 43% din free-float-ul companiilor listate pe Bursa de Valori din Varșovia. Fondurile de pensii deschise sunt acționari la circa 50% dintre societățile cotate la bursa poloneză. În perioada 2014-2022 s-a observat, pe de o parte, o tendință de scădere a procentului de companii listate în care fondurile de pensii dețin participații, iar pe de altă parte, o creștere constantă a ponderii fondurilor de pensii atât în capitalizarea totală, cât și în free-float-ul pieței. Ca o consecință a acestor modificări, s-a înregistrat o creștere a dimensiunii participațiilor deținute de fondurile de pensii în companiile din portofoliu.²⁶

România beneficiază de un efect similar după 2008: activele Pilonului II au crescut rapid, iar fondurile de pensii private sunt printre cei mai importanți investitori pe Bursa de Valori București, deținând adesea poziții semnificative în indicii bursieri românești. Acest flux constant de capital a susținut listări noi și a îmbunătățit lichiditatea pieței de capital din România. La 30 iunie 2025, sistemul pensiilor private din România avea investiții în acțiuni în procent de 23,74%, iar 86% din acest procent este reprezentat de 10 companii, aflate în topul celor mai tranzacționate companii pe segmentul principal al Bursei de Valori București (BVB).

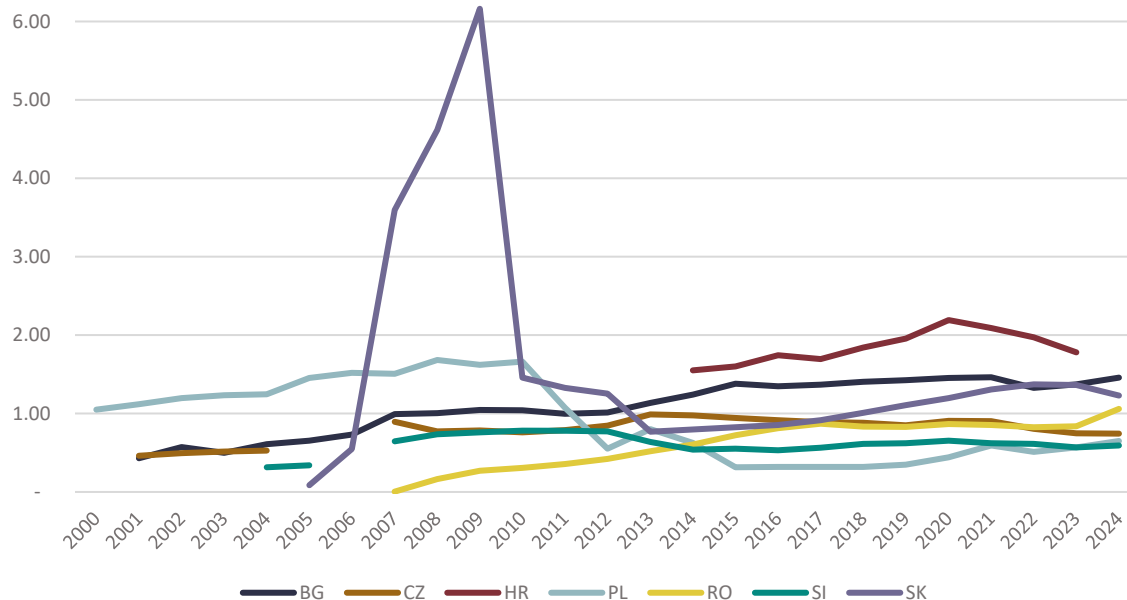
În concluzie, graficul evidențiază că evoluția capitalizării bursiere în regiune a fost dominată de ciclurile economice globale, însă fondurile de pensii private au jucat un rol catalizator esențial în unele state. În Polonia, deși Pilonul II (OFE) nu mai este obligatoriu după reforma din 2014, fondurile de pensii private, prin activele acumulate, continuă să reprezinte un investitor instituțional dominant pe bursa poloneză, deținând peste 20% din capitalizarea totală și peste 43% din free-float. În România, caracterul obligatoriu al Pilonului II generează în continuare fluxuri constante de capital către piața locală. În ambele cazuri, fondurile de pensii private au contribuit la o alocare mai bună a economiilor interne către finanțarea pe termen lung a economiei, reducând dependența de capital străin volatil, fiind un element esențial pentru stabilitatea financiară pe termen mediu și lung.

²⁵ fully-funded, individually-owned, collectively-managed, mandatory/incentivized

²⁶ Alina SZEWC-ROGALSKA and Marek WAŚACZ 2024, The role of pension funds in corporate governance of portfolio companies

Contribuțiile la schemele de pensii din statele ECE

Figura 82 Evoluția contribuțiilor la fondurile de pensii private (%PIB)



Sursa: OECD, prelucrare ASF

Figura de mai sus ilustrează evoluția contribuțiilor anuale la fondurile de pensii private ca procent din PIB, pentru perioada 2000-2024, în cele șapte state analizate. Datele reflectă fluxul de resurse noi alocate sistemelor de pensii private, esențiale pentru asigurarea unui venit suplimentar la pensionare, aducând, totodată, beneficii semnificative pentru finanțarea economiei pe termen lung și dezvoltarea pieței de capital.

În majoritatea țărilor analizate se observă o tendință generală de creștere graduală a contribuțiilor, exceptând nivelurile extreme din perioada crizei, ceea ce reflectă maturizarea progresivă a sistemelor de pensii private și acumularea treptată de active în aceste sisteme. Cu toate acestea, nivelurile contribuțiilor rămân relativ moderate, situându-se, în general, între 0,5% și 2% din PIB.

România înregistrează o evoluție ascendentă încă de la introducerea sistemului de pensii private, cu o creștere relativ rapidă în primii ani de funcționare, urmată de o stabilizare la valori apropiate de 1% din PIB. Această dinamică reflectă atât extinderea graduală a contribuțiilor către Pilonul II (2,0% - 2008, 2,5% - 2009, 3,0% - 2010, 3,5% - 2012, 4,0% - 2013, 4,5% - 2014, 5,0% - 2015, 5,1% - 2016, 3,75% - 2018, 4,75% - 2024), cât și influența modificărilor legislative asupra ritmului de dezvoltare a sistemului.

În contrast, Polonia a înregistrat un nivel inițial ridicat comparativ cu celelalte state, de 1,1% în anul 2000, urmat de un declin substanțial până la 0,7% din PIB în anul 2024. Diminuarea nivelului de contribuții se datorează, în principal, reformei din anul 2014, atunci când mai mult de jumătate din activele OFE au fost transferate către sistemul public.

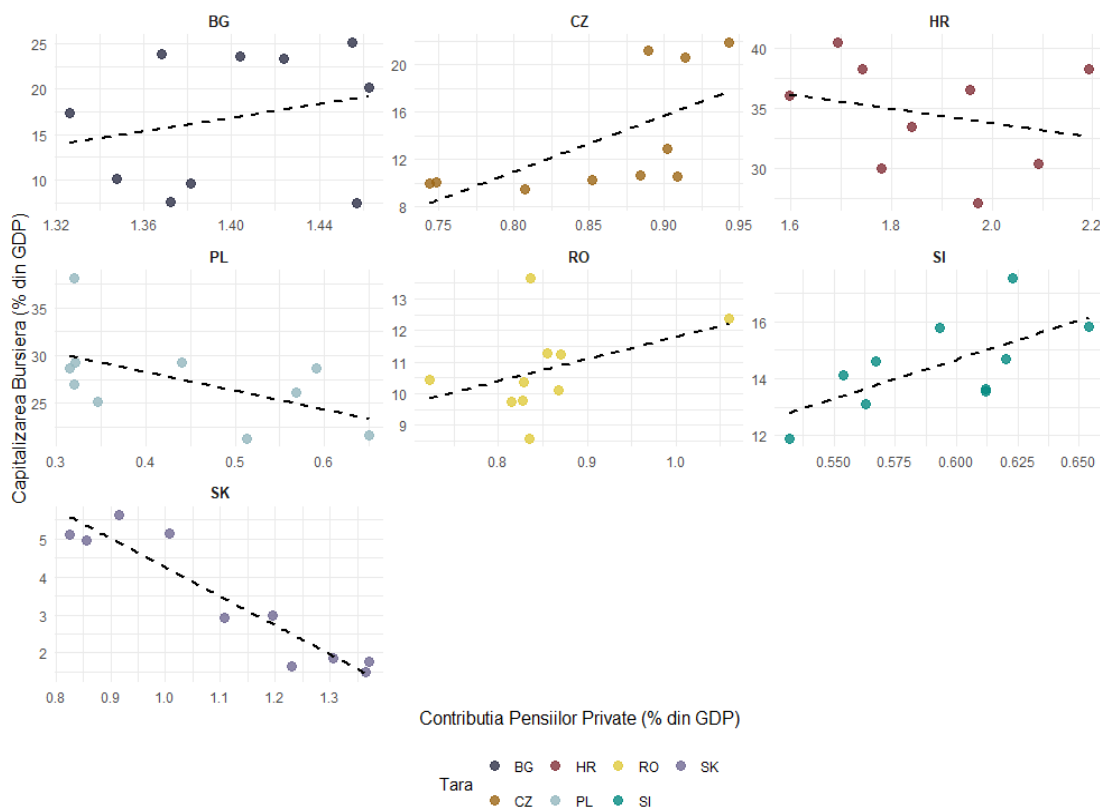
Slovacia ilustrează o evoluție atipică, pornind de la niveluri foarte scăzute în perioada 2003, atingând un maxim de 6,2% din PIB în anul 2009 și ajungând la 1,2% din PIB în anul 2024. Bulgaria demonstrează o evoluție ascendentă a nivelului de contribuții raportat la PIB, ajungând de la 0,4% în anul 2001 până la 1,5% PIB în anul 2024. Din datele existente, Croația înregistrează cele mai ridicate contribuții raportate la PIB, în jurul nivelului de 2%. Slovenia și Cehia au consemnat procente sub 1% PIB pentru contribuțiile la fondurile de pensii private.

Diferențele semnificative dintre state reflectă nu doar cicluri economice diferite, ci și opțiuni fundamentale de politică publică privind echilibrul între sistemele de pensii publice bazate pe redistribuire și cele private bazate pe acumulare de capital. România, în particular, se află într-o fază de consolidare și extindere a sistemului său de pensii administrate privat, cu active totale reprezentând 10,27% din PIB la sfârșitul celui de-al treilea trimestru din 2025.

Legătura dintre fondurile de pensii private și piața de capital

Graficul evidențiază relația dintre contribuțiile la fondurile de pensii private (%PIB) și capitalizarea bursieră (%PIB) pentru un grup selectat de economii din Europa Centrală și de Est, în perioada 2015-2024.

Figura 83 Corelația dintre contribuțiile la pensiile private (%PIB) și capitalizarea bursiera (%PIB) în perioada 2015-2024



Sursa: OECD, World Bank, calcule ASF

La nivel agregat, corelația calculată pentru întreg eșantionul este pozitivă, dar de intensitate redusă (coeficient de corelație Pearson aproximativ 0,25). Această valoare sugerează existența unei asocieri

pozitive între contribuțiile la sistemul de pensii private și dezvoltarea pieței de capital, însă indică totodată o eterogenitate semnificativă între țări, determinată de particularități structurale, instituționale și macroeconomice.

În România și Slovenia, analiza sugerează existența unei asocieri pozitive între contribuțiile la pensiile private și capitalizarea bursieră, în perioada analizată. În aceste cazuri, creșterea graduală a contribuțiilor la fondurile de pensii private este asociată cu o majorare a capitalizării pieței de capital, sugerând o posibilă complementaritate între dezvoltarea investitorilor instituționali și aprofundarea pieței bursiere.

Cehia indică, de asemenea, o relație pozitivă, însă mai dispersată, ceea ce poate reflecta influența unor factori suplimentari, precum structura portofoliilor fondurilor de pensii sau dimensiunea relativ redusă a pieței de acțiuni domestice.

Bulgaria prezintă o relație slab pozitivă, cu variații semnificative ale capitalizării bursiere pentru niveluri relativ apropiate ale contribuțiilor la pensiile private. Acest rezultat reflectă mai degrabă maturitatea redusă a ambelor piețe (piața pensiilor private și piața de capital) și factorii structurali specifici decât o cauzalitate directă între cele două variabile.

Polonia, Croația și Slovacia evidențiază o relație negativă sau inversă în perioada analizată. În aceste cazuri, creșterea contribuțiilor la fondurile de pensii private nu a fost însoțită de o expansiune a capitalizării bursiere, ceea ce poate reflecta factori specifici, precum: reforme ale sistemelor de pensii care au afectat fluxurile către piața de capital sau scăderea numărului de emitenți sau a free-float-ului pe piețele bursiere locale.

În ansamblu, rezultatele susțin o interpretare conform căreia fondurile de pensii private reprezintă un factor potențial favorabil dezvoltării pieței de capital, însă efectele acestora nu sunt automate și necesită un cadru instituțional și de reglementare adecvat.

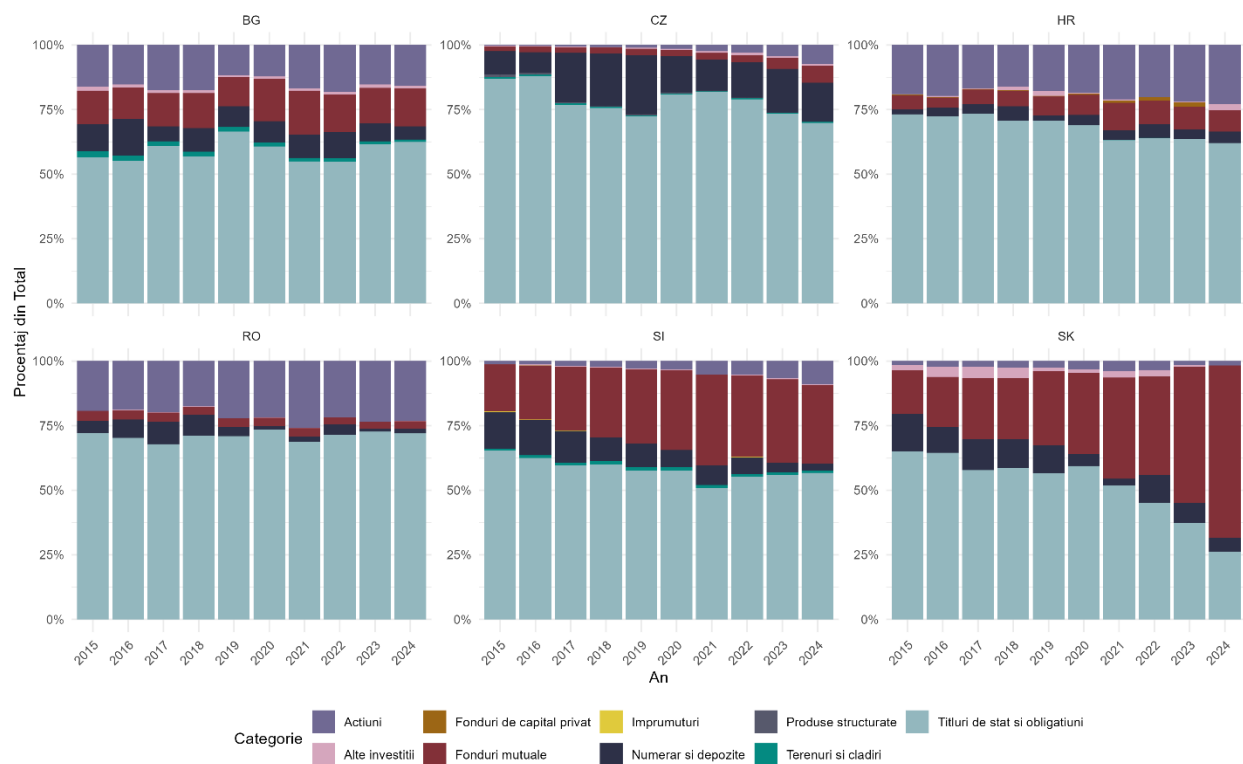
Investițiile fondurilor de pensii private

Analiza structurii investiționale a fondurilor de pensii în perioada 2015-2024 evidențiază diferențe semnificative între economiile studiate, reflectând particularități instituționale, de reglementare și dezvoltare a piețelor financiare locale. În ansamblu, portofoliile fondurilor de pensii din regiune sunt caracterizate de o pondere ridicată a investițiilor în instrumente cu venit fix (obligațiuni și titluri de stat), întărind astfel profilul prudențial al acestor investitori instituționali și asigurând obiectivul principal, de protecție a participanților.

În majoritatea statelor analizate (România, Cehia, Bulgaria și Croația), titlurile de stat și obligațiunile reprezintă principala clasă de active, cu ponderi situate, în general, la peste 60% din totalul portofoliilor. În economiile emergente și cele cu piețe de capital mai puțin dezvoltate, fondurile de pensii tind să dețină portofolii concentrate în instrumente cu risc scăzut și lichiditate ridicată, în special datorie guvernamentală. Această orientare ține și de specificul fondurilor de pensii private, al căror obiectiv principal este asigurarea unor venituri suplimentare participanților la pensionare.

Ponderea investițiilor în acțiuni variază considerabil între țări. În România, investițiile în acțiuni rămân moderate, reflectând dimensiunea și lichiditatea limitată a pieței de capital locale.

Figura 84 Structura investițională a fondurilor de pensii private în perioada 2015-2024



Sursa: OECD, calcule ASF

Pe de altă parte, Polonia a investit în procent de peste 80% în acțiuni după reforma din 2014 prin care toate titlurile de stat poloneze din portofoliile fondurilor OFE (Open Pension Funds) au fost transferate către instituția publică de pensii (ZUS). Reforma a introdus un nivel minim obligatoriu de expunere pe acțiuni, de cel puțin 75% în anul 2014, acest prag fiind redus progresiv în anii următori.

Investițiile în numerar și depozite bancare au o pondere relativ redusă în majoritatea statelor, ceea ce indică o utilizare limitată a acestor instrumente ca alocare strategică, fiind utilizate preponderent pentru managementul lichidității. Alte clase de active, precum împrumuturile, fondurile de capital privat sau investițiile imobiliare, au ponderi marginale în portofoliile analizate, reflectând atât constrângeri de reglementare, cât și necesitatea orientării activelor spre investiții mai puțin riscante, pentru a proteja activele personale ale participanților, în vederea asigurării obiectivului principal al fondurilor de pensii private - suplimentarea veniturilor contribuabililor la momentul pensionării.

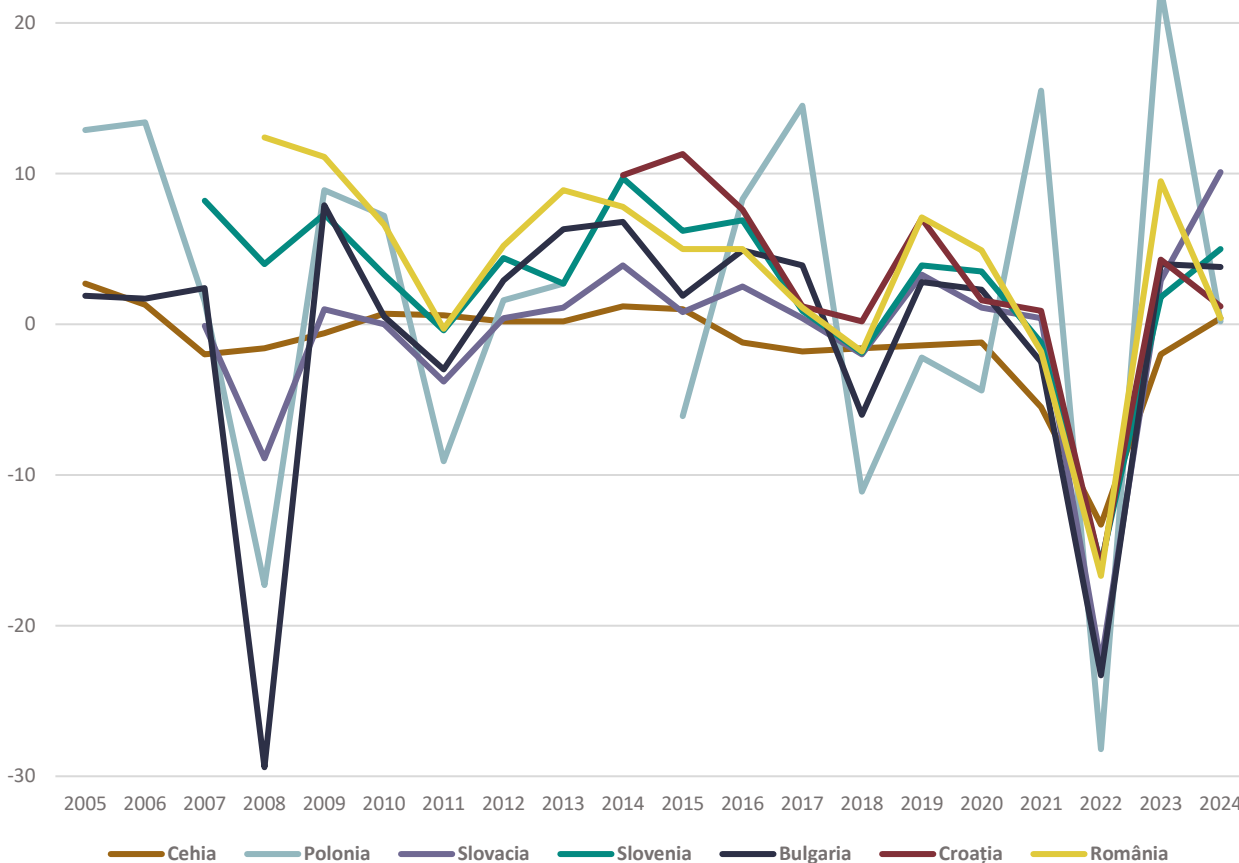
Structura investițională observată în statele europene central-estice sugerează că, deși fondurile de pensii private joacă un rol important ca investitori instituționali stabili, contribuția acestora la dezvoltarea pieței de capital depinde în mod esențial de gradul de diversificare al portofoliilor și de ponderea investițiilor orientate către instrumente de piață.

Rentabilitatea fondurilor de pensii private

Datele prezentate ilustrează evoluția ratei reale de rentabilitate a investițiilor schemelor de pensii private din cele șapte țări din ECE, conform rapoartelor Pension Markets in Focus publicate de OECD. Perioada analizată relevă atât volatilitatea caracteristică piețelor financiare, cât și provocările specifice sistemelor de pensii din regiune. Distingem două episoade de scăderi masive ale ratelor reale de rentabilitate, în anul 2008 și în anul 2022.

Criza financiară globală din 2008 a reprezentat un moment de volatilitate pentru fondurile de pensii private din regiunea ECE. Conform OECD, schemele de pensii private din statele OECD au pierdut, în medie, 23% din valoarea activelor în 2008, expunând schemele cu contribuții definite la volatilitatea piețelor financiare. Bulgaria a înregistrat o rată reală de rentabilitate de -29,4% în anul 2008, marcând cea mai severă scădere dintre țările analizate. Polonia și Slovacia au avut, de asemenea, pierderi semnificative în aceeași perioadă, de -17,3% și, respectiv, -8,9%, ilustrând vulnerabilitatea sistemelor de pensii private la șocurile externe.

Figura 85 Rata anuală reală de rentabilitate a investițiilor în perioada 2005-2024 (%)



Sursa: OECD, prelucrare ASF; rata reală de rentabilitate a investițiilor este calculată folosind ratele nominale ale investițiilor și variația indicelui prețurilor de consum în perioada relevantă; rata nominală de rentabilitate a investițiilor reprezintă raportul dintre venitul net din investiții la finalul anului și nivelul mediu al activelor pe parcursul anului

Anul 2022 a fost marcat de scăderi abrupte ale ratelor reale de rentabilitate pentru fondurile de pensii private analizate. Scăderea simultană a prețurilor obligațiunilor și acțiunilor, cele două instrumente principale din portofoliile schemelor de pensii, a condus la pierderi nominale de investiții, conform raportului *Pension Market in Focus 2023*, OECD. Ratele ridicate ale inflației au exacerbato aceste dinamici. Cu toate acestea, câștigurile din investiții obținute în anii precedenți au amortizat impactul acestor rate negative de rentabilitate asupra performanței de investiții pe termen lung a sistemelor de pensii, așa cum este evidențiat în raportul OECD.

Slovacia a înregistrat în anul 2024, cea mai ridicată rată reală de rentabilitate a investițiilor, având peste 60% din active investite în acțiuni, reflectând o performanță superioară pe termen scurt. Cu toate acestea, OECD notează faptul că în câteva jurisdicții, printre care Bulgaria, Cehia și Slovacia s-au înregistrat randamente reale pe termen lung apropiate de 0.

România prezintă o dinamică a randamentelor caracterizată de volatilitate controlată în perioada analizată, cu fluctuații mai reduse comparativ cu alte state din regiune. România a avut rate reale de rentabilitate ale investițiilor predominant pozitive, cu excepția anului 2022, când majoritatea piețelor au înregistrat pierderi din cauza creșterii ratelor dobânzilor și a scăderii prețurilor acțiunilor.

Polonia a manifestat cea mai pronunțată volatilitate din regiune. După pierderile din 2008-2011, fondurile de pensii private poloneze au înregistrat în anul 2023 una dintre cele mai mari rate de rentabilitate, de 22,3%, beneficiind de creșterea pieței bursiere de la Varșovia și recuperând pierderile din anul 2022. Cu toate acestea, în următorul an, Polonia înregistrează o rată reală de rentabilitate a investițiilor de doar 0,2%, fiind cea mai scăzută din regiunea analizată.

Per ansamblu, sistemele de pensii private din regiunea Europei Centrale și de Est sunt supuse unor vulnerabilități structurale generate de expunerea la ciclurile financiare, de transmiterea efectelor crizelor economice globale și de necesitatea menținerii unui echilibru între siguranța activelor și obținerea unor randamente adecvate. Potrivit OECD, schemele de pensii private cu alocări mai ridicate în acțiuni au înregistrat unele dintre cele mai solide performanțe investiționale în anul 2024. Cu toate acestea, rezultatele pe termen lung rămân moderate în unele jurisdicții. Deși activele fondurilor de pensii private au urmat o tendință ascendentă pe termen lung, episoadele de corecții semnificative, precum cele din anul 2008 și 2022, evidențiază rolul esențial al unei diversificări prudente a portofoliului și al unei gestionări adecvate a riscurilor pentru asigurarea sustenabilității acestor sisteme.

Concluzii și propuneri

Analiza comparativă arată că fondurile de pensii private reprezintă investitori instituționali esențiali pentru dezvoltarea piețelor de capital din Europa Centrală și de Est. Acestea contribuie la creșterea lichidității, la asigurarea unei cereri constante pentru instrumentele financiare și la extinderea bazei de investitori pe termen lung. În mai multe state din ECE, introducerea sistemelor de pensii private și reformele ulterioare au urmărit diversificarea surselor de economisire prin completarea sistemelor de pensii de tip pay-as-you-go cu scheme bazate pe acumularea de active financiare, având ca obiectiv principal asigurarea unor venituri suplimentare pentru viitoarele pensii ale contribuabililor, dar și dezvoltarea piețelor financiare interne.

Fondurile de pensii private au un orizont investițional de lungă durată, ceea ce favorizează finanțarea stabilă a economiei reale și reduce volatilitatea generată de investitorii pe termen scurt. Literatura internațională sugerează că extinderea activelor fondurilor de pensii poate contribui la dezvoltarea piețelor de capital, inclusiv prin creșterea capitalizării bursiere, îmbunătățirea lichidității și susținerea finanțării corporative, efecte observate și în economiile emergente.

Totuși, experiența regională evidențiază și vulnerabilități. Schimbările frecvente de reglementare, reducerea contribuțiilor sau transferul activelor către sistemele publice au afectat în unele state rolul fondurilor de pensii private ca participanți investiționali la piață.

Ratele reale de rentabilitate a investițiilor schemelor de pensii private sunt diferite, de la stat la stat. Deși fondurile de pensii private cu investiții mari în acțiuni înregistrează performanțe superioare pe termen scurt, OECD notează faptul că, pe termen lung, randamentele acestora sunt foarte scăzute. Apreciem astfel că, dezvoltarea pieței pensiilor private trebuie să se bazeze pe principii de investiție prudentă. Expunerea excesivă la active riscante poate crea volatilitate semnificativă a randamentelor și poate submina încrederea populației în sistemul de pensii private. Este indicat ca strategiile investiționale să prioritizeze stabilitatea pe termen lung, echilibrând baza investițională (acțiuni, instrumente cu venit fix sau alte active considerate a fi riscante).

Recomandări pentru extinderea pieței de capital prin intermediul pensiilor private

- **Consolidarea stabilității și predictibilității cadrului legislativ** - experiența regională arată că stabilitatea contribuțiilor și a regulilor de funcționare este esențială pentru acumularea de active și pentru planificarea investițiilor pe termen lung. Reformele frecvente reduc apetitul pentru investiții pe piața locală și pot genera retrageri de capital.
- **Diversificarea ofertei de instrumente financiare pe piața locală** - dezvoltarea pieței de capital depinde și de oferta de instrumente financiare. Autoritățile pot sprijini listarea companiilor de stat și dezvoltarea pieței obligațiunilor corporative pentru a crea oportunități adecvate pentru portofoliile fondurilor de pensii. De asemenea, creșterea free-float-ului pentru companiile deja listate este tot un mecanism de atragere a fondurilor de pensii private ca potențiali investitori.
- **Introducerea fondurilor de tip life-cycle** - modelele utilizate în Polonia demonstrează utilitatea fondurilor de pensii structurate în funcție de vârsta participantului, care ajustează automat profilul de

risc în funcție de vârstă. Aceste fonduri reduc expunerea la active riscante pe măsură ce participantul se apropie de pensionare, protejând capitalul acumulat și reducând volatilitatea randamentelor.

- **Creșterea încrederii participanților** - comunicarea transparentă privind riscurile și randamentele contribuie la consolidarea încrederii participanților și la menținerea participării pe termen lung în sistem.

În statele ECE, pensiile private reprezintă un mecanism fundamental pentru consolidarea piețelor de capital și finanțarea dezvoltării economice. Stabilitatea legislativă, extinderea oportunităților investiționale locale și dezvoltarea fondurilor de tip life cycle reprezintă direcții esențiale pentru creșterea sustenabilă a piețelor de capital, menținând în același timp principiul investiției prudente.

6. Finanțe sustenabile

6.1. Pierderile generate de catastrofele naturale la nivel global

Conform datelor publicate de Munich Re, dezastrele naturale au provocat pierderi în valoare de aproximativ 224 miliarde USD, din care 108 miliarde USD erau asigurate. Dezastrele meteorologice au reprezentat 92% din totalul pierderilor din 2025 și 97% din pierderile asigurate.

Imaginea de ansamblu a fost alarmantă în ceea ce privește inundațiile, furtunile severe și incendiile de vegetație din 2025. Un impact pe termen lung tot mai mare este atribuit unor astfel de riscuri în afara perioadelor de vârf, care au dus la pierderi totale de 166 de miliarde USD anul trecut - din care aproximativ 98 de miliarde USD au fost daune asigurate.

Per total, pierderile la nivel mondial cauzate de dezastre naturale în 2025 au fost sub mediile ajustate la inflație din ultimii 10 ani (266 miliarde USD). În schimb, pierderile totale și cele asigurate în 2025 au depășit substanțial mediile ajustate la inflație pe 30 de ani.

Cel mai costisitor dezastru natural au fost incendiile de vegetație din Los Angeles. Pierderile totale s-au ridicat la aproximativ 53 de miliarde USD, inclusiv pierderi asigurate de aproximativ 40 de miliarde USD. Este cel mai costisitor dezastru cauzat de incendii de vegetație de până acum.

Al doilea cel mai costisitor dezastru natural al anului, raportat la pierderile totale, a fost un cutremur sever de magnitudinea 7,7 din Myanmar. Acesta a fost în primul rând o tragedie umanitară, cu aproximativ 4.500 de decese. Din pierderile totale, care s-au ridicat la aproximativ 12 miliarde USD, doar o mică parte a fost asigurată.

În ceea ce privește pierderile asigurate, furtunile severe care au durat mai multe zile și au afectat statele centrale și sudice ale SUA în martie au dus la al doilea cel mai costisitor dezastru natural din 2025. Au fost identificate peste 100 de tornade – inclusiv câteva cu viteze ale vântului mult peste 200 km/h. Pierderile s-au ridicat la aproximativ 9,4 miliarde USD, din care 7 miliarde USD au fost asigurate.

În Europa, pierderile generate de catastrofe naturale au fost mult mai reduse, ajungând la aproximativ 11 miliarde USD, din care aproximativ jumătate au fost asigurate. Cele mai costisitoare evenimente din Europa au inclus un val sever de frig în Turcia (pierderi totale de 2 miliarde USD, 0,6 miliarde USD asigurați) și furtuni cu grindină în Franța, Austria și Germania (1,2 miliarde USD/0,8 miliarde USD).

În Spania, căldura și seceta din august au fost urmate de cele mai grave incendii de vegetație din ultimii ani. Conform datelor de la Sistemele Europene de Informații privind Incendiile Pădurii (EFFIS), aproape 400.000 de hectare de teren au ars pe parcursul anului – de aproape cinci ori mai mult decât media anuală între 2006 și 2024 și mult mai mult decât recordul din aceeași perioadă.

6.2. Evaluarea EIOPA privind deficitul de protecție a asigurărilor în cazul catastrofelor naturale

Conform [Tabloului de bord european cu privire la deficitul de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale](#)²⁷ publicat cu frecvență anuală de EIOPA, deficitul de protecție variază semnificativ între statele membre, precum și între diferitele pericole.

Cel mai mic deficit de protecție la momentul actual este observat pentru furtuni (toate țările au un scor mai mic sau egal cu 2). Furtuna este un pericol bine asigurat în general, în special în țările în care există un risc ridicat. Inundațiile de coastă reprezintă un pericol care ar putea fi mai relevant în ceea ce privește schimbările climatice. În prezent, o țară (Olanda) arată un deficit de protecție (scor ≥ 3) și o țară (Germania) ar trebui monitorizată (scor = 2,5). Incendiile naturale (de vegetație) sunt, de asemenea, puternic afectate de schimbările climatice. În prezent, două țări, Portugalia și Grecia, prezintă un deficit de protecție (scor ≥ 3). Trei țări, Austria, Croația și Cipru, ar trebui monitorizate (scor = 2,5). Pentru inundații²⁸, două țări au un deficit de protecție: România și Croația. Șapte țări ar trebui monitorizate îndeaproape, Austria, Bulgaria, Cehia, Germania, Italia, Olanda, Polonia și Slovenia. Cutremurul este pericolul în care scorul deficitului de protecție este cel mai mare atât pentru Grecia, cât și pentru Italia (scor = 4 – deficit de protecție foarte mare). Alte patru țări prezintă, de asemenea, în prezent un deficit de protecție: Bulgaria, Croația, România și Slovenia (scor ≥ 3). În plus, două țări ar trebui monitorizate, Cipru și Portugalia (scor = 2,5).

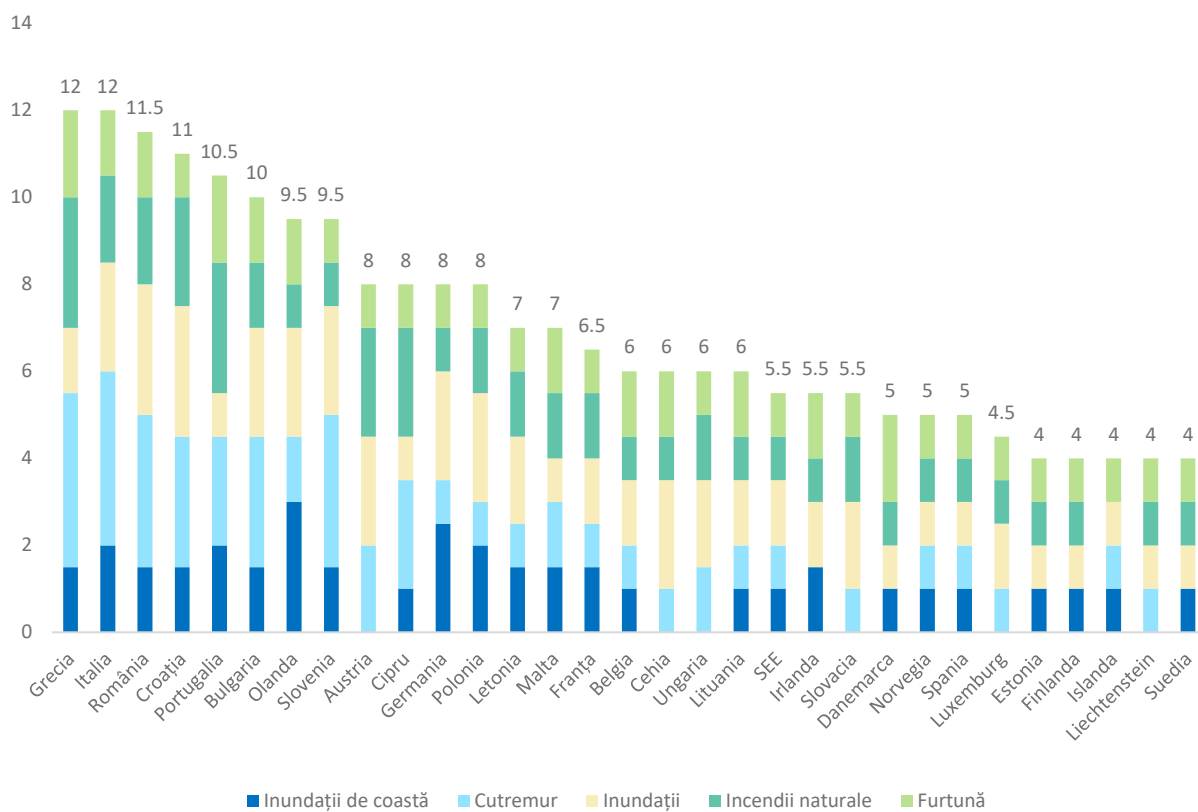
Figura 86 prezintă valoarea agregată a scorului actual al deficitului de protecție pentru fiecare țară, conform informațiilor publicate de EIOPA. Grecia, Italia și România sunt țările care au cel mai mare scor total actual al deficitului de protecție a asigurărilor pentru catastrofe naturale. Cele trei țări au riscuri ridicate din această perspectivă și un grad scăzut de penetrare a asigurărilor, în special în cazul cutremurelor.

Conform [Tabloului de bord european cu privire la deficitul de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale](#) publicat de EIOPA, doar un sfert din pierderi au fost asigurate în trecut (1980-2024) în Europa. Cele mai mari pierderi neasigurate se regăsesc în trei regiuni: Italia (cutremur), Italia (inundații) și Germania (inundații), cele trei reprezentând aproximativ 43% din daunele neasigurate în Europa. Pentru toate cele trei țări/pericole, penetrarea asigurărilor a fost foarte scăzută (98%, 97% și 74% din aceste pierderi istorice nu au fost asigurate pentru fiecare pericol/regiune).

²⁷ https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/dashboard-insurance-protection-gap-natural-catastrophes_en

²⁸ Inundații pluviale și fluviale, fără a include inundațiile de coastă.

Figura 86 Scorul actual total al deficitului de protecție în funcție de țară și de catastrofa naturală în 2025



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

Tabelul 25 Deficitul actual de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale în țările din Spațiul Economic European (SEE) în perioada 2022 – 2025

| Țară | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|------------|------|------|------|------|
| Grecia | 12 | 12 | 12 | 12 |
| Italia | 12 | 12 | 12 | 12 |
| România | 10,5 | 11,5 | 11,5 | 11,5 |
| Croația | 10,5 | 10,5 | 10,5 | 11 |
| Portugalia | 10,5 | 10,5 | 10,5 | 10,5 |
| Bulgaria | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Olanda | 10 | 9,5 | 9,5 | 9,5 |
| Slovenia | 8 | 10 | 10 | 9,5 |
| Austria | 8 | 8 | 8 | 8 |
| Cipru | 8 | 8 | 8 | 8 |
| Germania | 8,5 | 8 | 8 | 8 |
| Polonia | 8 | 8 | 8 | 8 |
| Letonia | 7 | 7 | 7 | 7 |
| Malta | 7 | 7 | 7 | 7 |
| Franța | 5,5 | 6,5 | 6,5 | 6,5 |
| Belgia | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Cehia | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Ungaria | 6 | 6 | 6 | 6 |

| Tară | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------|------|------|------|------|
| Lituania | 6 | 6 | 6 | 6 |
| SEE | 6 | 6,5 | 6,5 | 5,5 |
| Irlanda | 5 | 5,5 | 5,5 | 5,5 |
| Slovacia | 8 | 7,5 | 7,5 | 5,5 |
| Danemarca | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Norvegia | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Spania | 5 | 6 | 6 | 5 |
| Luxemburg | 4,5 | 5,5 | 5,5 | 4,5 |
| Estonia | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Finlanda | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Islanda | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Liechtenstein | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Suedia | 4 | 4 | 4 | 4 |

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

Listă tabele

| | |
|---|------------|
| <i>Tabelul 1 Evoluția trimestrială a produsului intern brut</i> | <i>14</i> |
| <i>Tabelul 2 Tabloul riscurilor piața de capital din UE, ESMA martie 2026</i> | <i>21</i> |
| <i>Tabelul 3 Tabloul riscurilor piața asigurărilor din UE, EIOPA, ianuarie 2026</i> | <i>25</i> |
| <i>Tabelul 4 Tabloul riscurilor pe piața pensiilor ocupaționale din UE, EIOPA, ianuarie 2026</i> | <i>27</i> |
| <i>Tabelul 5 Tabloul riscurilor la nivel național</i> | <i>31</i> |
| <i>Tabelul 6 Niveluri de descompunere MODWT și interpretarea temporală</i> | <i>39</i> |
| <i>Tabelul 7 Investițiile societăților în active alternative pe categorii de clase de active și societăți la 31 decembrie 2025</i> | <i>57</i> |
| <i>Tabelul 8 Expunerea față de sectorul imobiliar a societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în funcție de tipul de societate și clasa de active imobiliare la 31 decembrie 2025</i> | <i>58</i> |
| <i>Tabelul 9 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în total investiții în funcție de tipul de plasament (uz propriu, indirect și altele) – 31 decembrie 2025.....</i> | <i>59</i> |
| <i>Tabelul 10 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului</i> | <i>61</i> |
| <i>Tabelul 11 Investițiile în obligațiuni guvernamentale în funcție de nivelul de calitate a creditului</i> | <i>62</i> |
| <i>Tabelul 12 Cotele de piață ale societăților pentru activitatea de asigurări generale în anul 2025</i> | <i>64</i> |
| <i>Tabelul 13 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări de viață .</i> | <i>65</i> |
| <i>Tabelul 14 Cotele de piață ale societăților pentru activitatea de asigurări de viață în anul 2025.....</i> | <i>65</i> |
| <i>Tabelul 15 Gradul de penetrare a schemelor de pensii private din statele europene în anul 2024.....</i> | <i>77</i> |
| <i>Tabelul 16 Dimensiunea sistemică a fondurilor de pensii private.....</i> | <i>81</i> |
| <i>Tabelul 17 Top 10 emitenți din portofoliile fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2025</i> | <i>82</i> |
| <i>Tabelul 18 Principalele investițiile în acțiuni ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2025</i> | <i>89</i> |
| <i>Tabelul 19 Investițiile în obligațiuni corporative ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2025.....</i> | <i>90</i> |
| <i>Tabelul 20 Plasamentele în organisme de plasament colectiv în valori mobiliare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2025</i> | <i>90</i> |
| <i>Tabelul 21 Plasamentele în depozite bancare ale fondurilor de pensii private (P II + P III) la 31 decembrie 2025</i> | <i>91</i> |
| <i>Tabelul 22 Randament anualizat al VUAN în Pilonul II de la înființare până la finalul lunii decembrie 2025 (calculat față de 21.05.2008).....</i> | <i>93</i> |
| <i>Tabelul 23 Randament anualizat al VUAN în Pilonul III de la înființare până la finalul lunii iunie 2025 (calculat în funcție de data lansării fiecărui fond de pensii facultative)</i> | <i>95</i> |
| <i>Tabelul 24 Cota de piață a depozitarilor fondurilor de pensii private la 31 decembrie 2025</i> | <i>102</i> |
| <i>Tabelul 25 Deficitul actual de protecție de asigurare în cazul catastrofelor naturale în țările din Spațiul Economic European (SEE) în perioada 2022 – 2025.....</i> | <i>128</i> |

Listă figuri

| | |
|---|----|
| Figura 1 Evoluția indicilor de riscuri geopolitici | 7 |
| Figura 2 Evoluția indicilor VDAX si VSTOXX..... | 8 |
| Figura 3 Calendarul implicit al unui acord de încetare a conflictului din Iran..... | 9 |
| Figura 4 Evoluția indicelui GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index)..... | 11 |
| Figura 5 Principalii indici internaționali (1 ianuarie 2023=100)..... | 12 |
| Figura 6 Indicatori globali pentru riscul macroeconomic..... | 13 |
| Figura 7 Creștere economică trimestrială (% modificare procentuală față de trimestrul anterior) | 15 |
| Figura 8 Rata anuală a inflației (indicele armonizat al prețurilor de consum - IAPC)..... | 16 |
| Figura 9 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani)..... | 17 |
| Figura 10 Indicatorul de sentiment economic | 18 |
| Figura 11 Indicatorul CISS pentru riscul sistemic pe termen lung (2020-2025) și pe termen scurt (2025)..... | 19 |
| Figura 12 Dinamica riscului sistemic. Surse și canale de transmisie..... | 32 |
| Figura 13 Evoluția indicilor bursieri STOXX600, România, Austria și Polonia față de nivelul de echilibru..... | 36 |
| Figura 14 Tipare ciclice de evoluție financiară. Evoluția ciclului financiar pentru piața de capital din România..... | 38 |
| Figura 15 Descompunerea MODWT a indicelui BET (ianuarie 2024 - decembrie 2025) | 40 |
| Figura 16 Indicatorul de lichiditate Amihud..... | 41 |
| Figura 17 Funcțiile de distribuție și densitate pentru indicatorul de lichiditate Amihud | 42 |
| Figura 18 Indice de contagiune și funcția de densitate (p.d.f)..... | 43 |
| Figura 19 Gradul de concentrare..... | 47 |
| Figura 20 Volumul de prime brute subscrise pentru asigurările generale în țările din Spațiul Economic European..... | 48 |
| Figura 21 Volumul de prime brute subscrise pentru asigurările de viață în țările din Spațiul Economic European..... | 49 |
| Figura 22 Evoluția primelor brute subscrise în trimestrul II 2025 față de trimestrul II 2024 | 49 |
| Figura 23 Distribuția ratei SCR în țările din Spațiul Economic European..... | 50 |
| Figura 24 Distribuția ratei MCR în țările din Spațiul Economic European..... | 50 |
| Figura 25 Rata daunei..... | 51 |
| Figura 26 Rata cheltuielilor..... | 51 |
| Figura 27 Rata combinată a daunei..... | 52 |
| Figura 28 Investițiile sectorului de asigurări pe clase de active în perioada T2 2022 – T2 2025 | 53 |
| Figura 29 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile guvernamentale în funcție de țara emitentă | 54 |
| Figura 30 Expunerea societăților de asigurare față de obligațiunile corporative în funcție de țara emitentă | 55 |
| Figura 31 Valoarea activelor alternative pe categorii de societăți și ponderea acestora în investițiile totale la 31 decembrie 2025..... | 56 |
| Figura 32 Ponderea investițiilor societăților de asigurare autorizate și supravegheate de ASF în totalul investițiilor imobiliare în funcție de tipul de plasament..... | 59 |
| Figura 33 Investițiile totale ale societăților de asigurare pe clase de active..... | 60 |
| Figura 34 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni guvernamentale în funcție de țara emitentă la 31 decembrie 2025..... | 60 |
| Figura 35 Investițiile în obligațiuni guvernamentale românești descompuse pe emitenți..... | 60 |
| Figura 36 Investițiile societăților de asigurare în obligațiuni corporative în funcție de țara emitentă la 31 decembrie 2025..... | 62 |
| Figura 37 Investițiile societăților de asigurare în organisme de plasament colectiv în funcție de țara de origine a emitentului la 31 decembrie 2025..... | 63 |
| Figura 38 Evoluția structurii pe clase în funcție de primele brute subscrise pentru activitatea de asigurări generale.. | 64 |
| Figura 39 Dinamica anuală a primelor brute subscrise..... | 66 |
| Figura 40 Dinamica repartizării primelor brute subscrise pe segmente de asigurare | 66 |

| | |
|---|-----|
| Figura 41 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări generale..... | 67 |
| Figura 42 Distribuția ratelor SCR aferente societăților care practică asigurări de viață..... | 67 |
| Figura 43 Distribuția ratelor SCR aferente societăților compozite | 68 |
| Figura 44 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale..... | 69 |
| Figura 45 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări generale (decembrie 2025) | 69 |
| Figura 46 Distribuția cumulativă a indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață | 70 |
| Figura 47 Distribuția indicatorului de lichiditate pentru activitatea de asigurări de viață (decembrie 2025) | 70 |
| Figura 48 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare..... | 71 |
| Figura 49 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru activitatea de asigurări de viață..... | 71 |
| Figura 50 Evoluția valorii rezervelor tehnice brute constituite de societățile de asigurare pentru RCA..... | 72 |
| Figura 51 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2022 – 2025 pentru activitatea de asigurări generale | 73 |
| Figura 52 Distribuția gradului de cedare în reasigurare a primelor brute subscrise de societăți în perioada 2022 – 2025 pentru activitatea de asigurări de viață | 74 |
| Figura 53 Rata anuală de rentabilitate a investițiilor, în anul 2024 (%), în statele europene..... | 78 |
| Figura 54 Structura investițională a schemelor de pensionare în statele europene în anul 2024 (%)..... | 79 |
| Figura 55 Valoarea activelor totale ale sistemului de pensii private..... | 84 |
| Figura 56 Structura sistemului de pensii private | 85 |
| Figura 57 Distribuția fondurilor de pensii administrate privat în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2025 | 86 |
| Figura 58 Distribuția fondurilor de pensii facultative în funcție de contribuția medie per participant, numărul total de participanți și cota de piață la 31 decembrie 2025 | 87 |
| Figura 59 Structura activelor fondurilor de pensii private (Pilon II și Pilon III) la 31 decembrie 2025 | 88 |
| Figura 60 Anul maturității titlurilor de stat din portofoliile fondurilor de pensii private la data de 31 decembrie 2025 | 89 |
| Figura 61 Evoluția ratelor medii de rentabilitate ale fondurilor de pensii private | 92 |
| Figura 62 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii administrate privat..... | 93 |
| Figura 63 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul II (lei) | 94 |
| Figura 64 Evoluția ratelor de rentabilitate anualizate ale fondurilor de pensii facultative..... | 95 |
| Figura 65 Evoluția Valorilor Unitare ale Activelor Nete ale fondurilor de pensii din Pilonul III | 96 |
| Figura 66 Evoluția Alocării Strategice a activelor fondurilor de pensii din Pilonul II..... | 99 |
| Figura 67 Evoluția procentelor investite în titluri de stat în Pilonul II..... | 99 |
| Figura 68 Evoluția Alocării Strategice a activelor fondurilor de pensii din Pilonul III..... | 99 |
| Figura 69 Evoluția procentelor investite în titluri de stat în Pilonul III..... | 100 |
| Figura 70 Evoluția indicilor bursieri BVB în anul 2025 (2024 = 100) | 101 |
| Figura 71 Gradul de concentrare al fondurilor de pensii private (în funcție de valoarea totală a activelor la finalul lunii decembrie 2025 calculat pe baza indicatorilor utilizați de Consiliul Concurenței..... | 102 |
| Figura 72 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul II – GARCH (1.1) | 104 |
| Figura 73 Evoluția activului total al fondurilor de pensii administrate privat (dec. 2020=100%)..... | 105 |
| Figura 74 Evoluția volatilității zilnice anualizate a fondurilor de pensii din Pilonul III – GARCH (1.1) | 105 |
| Figura 75 Evoluția activului total al fondurilor de pensii facultative (dec. 2020 =100%) | 106 |
| Figura 76 Evoluția sumelor plătite anual din Pilonul II și a ponderii acestora în activele totale la finalul fiecărui an . | 107 |
| Figura 77 Evoluția numărului de plăți în Pilonul II și a sumelor medii plătite pe persoană..... | 108 |
| Figura 78 Evoluția sumelor plătite anual din Pilonul III și a ponderii acestora în activele totale la finalul fiecărui an | 108 |
| Figura 79 Evoluția numărului de plăți în Pilonul III și a sumelor medii plătite pe persoană..... | 109 |

| | |
|---|------------|
| <i>Figura 80 Evoluția activelor fondurilor de pensii private, în statele selectate, în perioada 2000-2024.....</i> | <i>115</i> |
| <i>Figura 81 Evoluția capitalizării bursiere (%PIB)</i> | <i>116</i> |
| <i>Figura 82 Evoluția contribuțiilor la fondurile de pensii private (%PIB)</i> | <i>118</i> |
| <i>Figura 83 Corelația dintre contribuțiile la pensiile private (%PIB) și capitalizarea bursiera (%PIB) în perioada 2015-2024</i> | <i>119</i> |
| <i>Figura 84 Structura investițională a fondurilor de pensii private în perioada 2015-2024.....</i> | <i>121</i> |
| <i>Figura 85 Rata anuală reală de rentabilitate a investițiilor în perioada 2005-2024 (%)</i> | <i>122</i> |
| <i>Figura 86 Scorul actual total al deficitului de protecție în funcție de țară și de catastrofa naturală în 2025.....</i> | <i>128</i> |

Bibliografie

- Acharya, V. V., Pedersen, L. H., Philippon, T., & Richardson, M. (2016). *Measuring Systemic Risk*. *Review of Financial Studies*, 30(1), 2–47. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw088>
- Akhtaruzzaman M., Boubaker S., Nguyen D.K., Rahman M.R., (2022) *Systemic risk-sharing framework of cryptocurrencies in the COVID–19 crisis* *Finance Research Letters*, 47, Article 102787
- Alina SZEWC-ROGALSKA and Marek WAŚACZ 2024, *The role of pension funds in corporate governance of portfolio companies*
- Amihud, Y. (2002). *Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects*. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31–56. [https://doi.org/10.1016/s1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/s1386-4181(01)00024-6)
- Annual Survey of Investment Regulation of Pensions Providers*
- Borri N. (2018) *Local currency systemic risk* *Emerging Markets Review*, 34, pp. 111-123
- Bostandzic D., Weiss G.N. *Why do some banks contribute more to global systemic risk?* *Journal of Financial Intermediation*, 35 (2018), pp. 17-40
- Bostandzic, D., & Weiß, G. N. F. (2018). *Why do some banks contribute more to global systemic risk?* *Journal of Financial Intermediation*, 35, 17–40. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2018.03.003>
- Caporin M., Naeem M.A., Arif M., Hasan M., Vo X.V., Shahzad S.J.H., (2021) *Asymmetric and time-frequency spillovers among commodities using high-frequency data* *Resources Policy*, 70, Article 101958
- Caporin, M., Fontini, F., Panzica, R. (2023) *The systemic risk of US oil and natural gas companies*, *Energy Economics*, Elsevier, vol. 121(C)
- CBI (2022), *Tax incentives for issuers and investors*
- Chen Y., Lin J. (2024) *Measuring systemic risk in Asian foreign exchange markets*, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 146
- Chen, L., Li, H., Liu, F. H., & Zhou, Y. (2021). *Bank regulation and systemic risk: cross country evidence*. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 57(1), 353–387. <https://doi.org/10.1007/s11156-020-00947-0>
- Cheng, C. S. A., Xie, J., & Zhong, Y. (2022). *Common institutional blockholders and tail risk*. *Journal of Banking & Finance*, 148, 106723–106723. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106723>
- Chu, Y., Deng, S., & Xia, C. (2019). *Bank Geographic Diversification and Systemic Risk*. *Review of Financial Studies*, 33(10), 4811–4838. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz148>
- Cucinelli, D., & Soana, M. G. (2023). *Systemic risk in non financial companies: Does governance matter?* *International Review of Financial Analysis*, 87, 102601–102601. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102601>
- Diebold, F.X., Yilmaz, K. (2009) *Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers, with Application to Global Equity Markets*. *The Economic Journal*, 119, 158-171
- Duan, Y., Fan, X., & Wang, Y. (2022). *Economic policy uncertainty and bank systemic risk: A cross-country analysis*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 75, 101828–101828. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101828>
- Dungey, M., Flavin, T., O'Connor, T., & Wosser, M. (2022). *Non-financial corporations and systemic risk*. *Journal of Corporate Finance*, 72, 102129. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102129>
- Durbin, J., Koopman, S.J., (2012) *Time series analysis by state space methods*, Oxford University Press
- EIOPA - *Insurance Risk Dashboard January 2026 (Q3-2025 Solvency II Data)*
- EIOPA – *Occupational pensions risk dashboard January 2026 (Q3-2025 pensions reporting data)*
- EIOPA – *Raportul privind perspectivele sectorului european de asigurări 2025 (European Insurance Overview Report 2025)*
- EIOPA *Financial Stability Report – decembrie 2025*
- EIOPA, *Dashboard on insurance protection gap for natural catastrophes – decembrie 2025*
- Ellis L., Haldane A., Moshirian F. (2014) *Systemic risk, governance and global financial stability* *Journal of Banking and Finance*, 45, pp. 175-181
- ESMA (2023) *Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System*, JC 2023
- ESMA (2023), *ESMA TRV Risk Analysis, ESG names and claims in the EU fund industry*
- ESMA (2023), *ESMA TRV Risk Analysis, The European sustainable debt market – do issuers benefit from an ESG pricing effect?*

ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities (TRV) No. 1/2026

European Central Bank (8/2025) Economic Bulletin

European Central Bank (2009) The Concept of Systemic Risk – Financial Stability Review

European Central Bank (2022), ECB climate agenda 2022

European Central Bank (2023) The Road to Paris: stress testing the transition towards a net-zero economy, Occasional Paper Series

Evanoff, D., Hoelscher, D., Kaufman, G. (2009). Globalization and systemic risk. *World Scientific Studies in International Economics*.

Fang, L., Sun, B., Li, H., & Yu, H. (2018). Systemic risk network of Chinese financial institutions. *Emerging Markets Review*, 35, 190–206. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.02.003>

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

Gong X.-Z., Liu H., Chen C., Zhao W., Wu N. (2020.) Energy Performance of Chinese Residential Buildings Integrated with PEFC-CGS, *Wuhan Ligong Daxue Xuebao/Journal of Wuhan University of Technology*, 42 (3), 65 – 70. <https://doi.org/10.3963/j.issn.1671-4431.2020.03.010>

He, J. J., & Huang, J. (2017). Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings. *Review of Financial Studies*, 30(8), 2674–2718. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx028>

Hotărârile CA al BNR pe probleme de politică monetară, ianuarie 2026

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

Idier, J., Lame, G., & Mésonnier, J.-S., (2013). How Useful is the Marginal Expected Shortfall for the Measurement of Systemic Exposure? A Practical Assessment. *European Central Bank Working Papers Series*, no. 1546/May 2013. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2259548>

ILO 2010, *Pension Reform in Central and Eastern Europe in times of crisis, austerity and beyond*

IMF, *World Economic Outlook Update, January 2026*

INS, Comunicatul de presă din 13.02.2026

Jean-Jacques Hallaert, 2024 *The Bulgarian Pension System: Caught Between Adequacy and Sustainability*

Khan et al., 2025 *Pension Reform and Stock Market Development*

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

Łukasz Dopierala and Magdalena Mosionek-Schweda 2020 *Pension Fund Management, Investment Performance, and Herding in the Context of Regulatory Changes: New Evidence from the Polish Pension System*

Munich RE – Natural disasters in 2025 - www.munichre.com/en/company/media-relations/media-information-and-corporate-news/media-information/...

Munich Re – Natural disasters in 2025 - www.munichre.com/content/dam/munichre/mrwebsiteslaunches/natcat-2026/MunichRe-NatCAT-Stats2025-Full...

OECD (2022), “Climate Change and Corporate Governance,” *Corporate Governance*, OECD Publishing

OECD (2024), *Global Debt Report 2024: Bond Markets in a High-Debt Environment*, OECD Publishing, Paris

OECD, *Pension Markets in Focus 2025*

OECD, *Pension Markets in Focus, 2024 preliminary data*

Rahman M.R., Naem, M.A., Yarovaya L., Mohapatra S. (2024) *Unravelling systemic risk commonality across cryptocurrency groups*, *Finance Research Letters*, Vol. 65

Reis R. *Commercial Real Estate Investments - A macroeconomic outlook and recessionary scenarios for insurers*, iun. 2024, *Gallagher Research Center*

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

Si, D.-K., & Li, X.-L. (2022). Shadow banking business and firm risk-taking: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 62, 101729. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101729>

The World Bank, *Global Financial Development Report*

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

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

Yang, Z. H., Chen, L. X., & Chen, Y. T. (2020). Cross-market contagion of economic policy uncertainty and systemic financial risk: A nonlinear network connectedness analysis. *Economic Research Journal*, 55(1), 67-83.

Yang, Z. H., Zhou, Y. G., & Gong, H. (2020). Global systemic financial risk spillovers and their external impact. *Social Sciences in China*, 12, 69-90

<https://www.fsc.bg/>

<https://www.knf.gov.pl/>

<https://www.oecd.org/en/data>

<https://data.worldbank.org/>