



**BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI**

# **Raport asupra stabilității financiare**

**2007**

ISSN 1843-3235

*Raportul asupra stabilității financiare a fost elaborat în cadrul Direcției Stabilitate Financiară sub coordonarea domnului viceguvernator Eugen Dijmărescu.*

*Raportul a fost analizat și aprobat de Consiliul de administrație al Băncii Naționale a României în ședința din 28 mai 2007.*

*Analizele au fost realizate folosind informațiile disponibile până la data de 15 aprilie 2007.*

*Reproducerea publicației este interzisă, iar utilizarea datelor în diferite lucrări este permisă numai cu indicarea sursei.*

# CUPRINS

---

<b>CAPITOLUL 1. SINTEZĂ .....</b>	<b>7</b>
<b>CAPITOLUL 2. CONTEXTUL ECONOMIC ȘI FINANCIAR INTERNAȚIONAL.....</b>	<b>10</b>
<b>CAPITOLUL 3. SISTEMUL FINANCIAR ȘI RISCURILE ACESTUIA .....</b>	<b>13</b>
3.1. Structura sistemului financiar .....	13
3.2. Sectorul bancar .....	16
3.2.1. Evoluții structurale.....	16
3.2.2. Evoluții structurale la nivelul bilanțului agregat al instituțiilor de credit din România .....	18
3.2.2.1. Dinamica activelor bancare.....	18
3.2.2.2. Evoluția surselor de finanțare proprii, atrase și împrumutate.....	19
3.2.3. Adecvarea capitalului.....	20
3.2.3.1. Nivelul capitalizării băncilor persoane juridice române.....	21
3.2.3.2. Analiza solvabilității .....	23
3.2.3.3. Rezultatele analizei <i>stress test</i> privind nivelul estimat al raportului de solvabilitate și al fondurilor proprii.....	25
3.2.4. Riscul de credit.....	26
3.2.5. Riscul de lichiditate.....	29
3.2.6. Riscul de piață.....	31
3.2.7. Profitabilitate și eficiență .....	33
3.3. Sectorul financiar nebancar.....	37
3.3.1. Piața asigurărilor .....	37
3.3.2. Instituțiile financiare nebancale .....	40
3.4. Piața de capital .....	43
<b>CAPITOLUL 4. RISCURILE AFERENTE EVOLUȚIILOR MACROECONOMICE INTERNE .....</b>	<b>50</b>
4.1. Sectorul real .....	50
4.2. Politicile economice.....	52
4.2.1. Stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară .....	52
4.2.2. Implicațiile evoluției cursului de schimb asupra stabilității financiare .....	52
4.3. Echilibrul extern.....	54
4.3.1. Perspectivele echilibrării contului curent .....	54
4.3.2. Finanțarea deficitului de cont curent .....	55
4.3.2.1. Investițiile străine directe .....	55
4.3.2.2. Datoria externă pe termen scurt .....	55
<b>CAPITOLUL 5. SECTORUL COMPANIILOR ȘI AL POPULAȚIEI.....</b>	<b>58</b>
5.1. Riscurile generate de companiile nefinanciare.....	58
5.1.1. Capacitatea companiilor de a face față unui șoc sistemic .....	58
5.1.1.1. Performanța economică și financiară .....	58
5.1.1.2. Capacitatea de rambursare a datoriilor bancare.....	60
5.1.1.3. Canalele de transmitere a șocurilor .....	61
5.1.2. Eficiența alocării resurselor financiare în economie .....	64
5.2. Riscurile generate de populație .....	66
5.2.1. Veniturile populației.....	66
5.2.2. Poziția bilanțieră a populației.....	67
5.2.3. Gradul de îndatorare a populației .....	70
<b>ANEXĂ .....</b>	<b>73</b>
<b>GLOSAR.....</b>	<b>78</b>



## Lista abrevierilor

<b>ALB</b>	Asociația de Leasing și Servicii Financiare Nebancare
<b>ASLR</b>	Asociația Societăților de Leasing din România
<b>BCE</b>	Banca Centrală Europeană
<b>BNR</b>	Banca Națională a României
<b>CE</b>	Comisia Europeană
<b>CIP</b>	Centrala Incidentelor de Plăți a Băncii Naționale a României
<b>CNVM</b>	Comisia Națională a Valorilor Mobiliare
<b>CSA</b>	Comisia de Supraveghere a Asigurărilor
<b>CSSPP</b>	Comisia pentru Supravegherea Sistemului de Pensii Private
<b>DETS</b>	Datoria externă pe termen scurt
<b>EBIT</b>	Câștiguri înainte de dobânzi și impozite
<b>ECE</b>	Europa Centrală și de Est
<b>FMI</b>	Fondul Monetar Internațional
<b>HH</b>	Indicele Herfindahl Hirschmann
<b>IMM</b>	Întreprinderi mici și mijlocii
<b>INS</b>	Institutul Național de Statistică
<b>IOSCO</b>	Organizația Internațională a Comisiilor de Valori Mobiliare
<b>ISD</b>	Investiții străine directe
<b>MCTI</b>	Ministerul Comunicațiilor și Tehnologiei Informațiilor
<b>MFP</b>	Ministerul Finanțelor Publice
<b>OUG</b>	Ordonanță de Urgență a Guvernului
<b>PIB</b>	Produsul intern brut
<b>ReGIS</b>	<i>Romanian electronic Gross Interbank Settlement</i>
<b>ROE</b>	Rentabilitatea capitalului
<b>SaFIR</b>	<i>Settlement and Financial Instrument Registration</i>
<b>SENT</b>	Sistemul Electronic cu decontare pe bază Netă administrat de TransFonD
<b>SEP</b>	Sistemul electronic de plăți din România
<b>SEPA</b>	<i>Single European Payment Area</i>
<b>TE</b>	Țări emergente
<b>UE</b>	Uniunea Europeană
<b>UNOPC</b>	Uniunea Națională a Organismelor de Plasament Colectiv
<b>VAB</b>	Valoarea adăugată brută
<b>WEO</b>	<i>World Economic Outlook</i>



## CAPITOLUL 1. SINTEZĂ

În perioada analizată, sistemul financiar s-a menținut stabil, dar unele riscuri, fără potențial sistemic pe termen scurt, sunt în creștere. Cele mai importante provocări pot veni din următoarele direcții: (i) dezechilibrul extern al României, (ii) îndatorarea importantă a populației și (iii) expunerea companiilor nefinanciare la un posibil șoc valutar.

De la *Raportul* anterior, **cadrul macroeconomic** internațional și intern s-a menținut favorabil stabilității financiare din România. Principalii parteneri externi și-au reluat creșterea economică, iar condițiile de finanțare pentru zona Europei centrale și de est s-au menținut avantajoase. Evaluarea de către piețe a capacității țărilor emergente de a face față unor condiții financiare mai restrictive nu s-a deteriorat, cu excepția unor corecții în lunile mai-iunie.

Anul 2006 a reprezentat al șaptelea an consecutiv de creștere economică pentru România, pe un fond descendent al inflației. Dinamica principalilor indicatori economici și financiari ai României – în general pozitivă – arată un proces de recuperare a decalajelor față de economiile emergente membre UE. Posibilitatea decuplării procesului de convergență reală de cea nominală și incertitudinea privind tipologia creșterii economice au reprezentat principalele riscuri asupra stabilității financiare provenind din direcția **sectorului real**.

**Sistemul financiar** a evoluat – pe parcursul anului 2006 și până în prezent – favorabil, conducând la adâncirea intermedierei financiare și reducerea decalajului față de celelalte țări membre UE. Sectorul bancar și-a consolidat poziția dominantă în sistem. Instituțiile financiare nebancale cu activitate de finanțare de natura creditului au intrat în sfera de supraveghere prudențială a băncii centrale, intenția autorităților fiind reducerea riscurilor specifice sectorului respectiv și, prin crearea unui cadru de reglementare mai uniform, creșterea eficacității măsurilor de monitorizare a evoluției creditului.

Caracteristicile principale ale **sectorului bancar**, pentru perioada analizată, sunt aceleași ca și în anul 2005: dinamica susținută a creditului către sectorul privat și menținerea indicatorilor de stabilitate financiară la niveluri confortabile, asigurând inclusiv rezistența la șocuri exogene deosebite. Pe parcursul anului 2006 au fost păstrate măsurile prudențiale și administrative suplimentare de limitare a expansiunii creditului; acestea au fost eliminate în prima parte a anului curent. În aceste condiții se impune creșterea exigenței supravegherii prudențiale.

Aderarea României la Uniunea Europeană, la 1 ianuarie 2007, va accentua competiția internă pe piața serviciilor bancare, ținând cont de profitabilitatea mai ridicată în sectorul bancar românesc, nivelul încă redus al intermedierei financiare precum și de existența unui cadru de reglementare și supraveghere armonizat cu standardele Uniunii. Se disting unele tendințe ce vor presupune monitorizare atentă: creșterea expunerii față de populație și majorarea scadențelor la credite.

Riscurile generate de **instituțiile financiare nebancale** sunt scăzute și tind să se suprapună celor existente în sectorul bancar. Gradul de concentrare și expunerea valutară sunt însă mai ridicate în acest sector, dar se anticipează reducerea lor ca urmare a includerii acestuia în perimetrul de supraveghere al băncii centrale.

În 2006 a continuat procesul, pozitiv, de convergență a **pieței de capital** românești cu celelalte piețe europene, atât sub aspectul dinamicii indicatorilor de piață cât și al infrastructurii. Totodată, s-au amplificat o serie de vulnerabilități ce țin de creșterea sensibilității la piețele externe și de stabilizarea creșterii bursei în termeni relativi. Corecția tendinței ascendente a bursei din București

din perioada aprilie-iunie 2006, odată cu mișcarea similară de pe celelalte piețe de capital, pare a avea explicații identice cu cele pentru zona țărilor emergente, fiind asociată cu încasarea profiturilor și reșezarea portofoliilor investitorilor internaționali ca urmare a orientării acestora spre piețe mai sigure. Ieșirile de pe piețele emergente par a fi nediscriminatorii, nereflectând neapărat factori economici fundamentali.

Pentru perioada următoare se anticipează o dinamizare a piețelor primare. Dimensiunea încă redusă a pieței de capital, precum și dependența limitată de finanțarea bancară, sugerează că eventuale perturbații pe această piață, posibile inclusiv în contextul contagiunii regionale relativ ridicate, nu vor afecta serios stabilitatea sistemului financiar.

**Piața valutară** s-a dezvoltat semnificativ de la data *Raportului* anterior, dar rămâne încă în urma celor din regiune ca adâncime și structură. Costul lichidării poziției a fost comparabil cu cel din celelalte țări ale zonei în prima parte a anului, dar mai ridicat în a doua parte, reflectând turbulențele de pe piețele financiare internaționale. Cursul s-a apreciat semnificativ, pe fondul unei volatilități similare cu cea a monedelor din regiune. Nerezidenții au fost cei care au contribuit major la dezvoltarea pieței. Volumul tranzacțiilor medii zilnice ale acestora a crescut de aproape patru ori în 2006 față de 2005, depășind ca valoare tranzacțiile realizate de clienții rezidenți sau de băncile autohtone. Operațiunile spot s-au păstrat preponderente, dezvoltarea modestă a instrumentelor pieței valutare acționând și ca un scut împotriva fluctuațiilor importante ale cursului.

**Echilibrul extern** s-a deteriorat, dar sunt unele premise ca pe termen mediu situația să se amelioreze. Deficitul de cont curent s-a majorat cu aproape 45 la sută, dar dinamica cea mai importantă a importurilor a aparținut bunurilor de capital. Investițiile străine directe (chiar și dacă am scădea sumele din privatizare) au continuat să finanțeze substanțial deficitul de cont curent.

Dublarea datoriei externe pe termen scurt reclamă la rândul ei o monitorizare atentă. În primul rând, sectorul nebancaar a ajuns să aibă o viteză de îndatorare asemănătoare sectorului bancar. În al doilea rând, gradul de concentrare a acestei datorii este mare și în creștere. În al treilea rând, sectorul imobiliar și industria prelucrătoare dețin aproape 50 la sută din datoria externă pe termen scurt, dar companiile care se îndatorează în acest fel au lichiditate subunitară.

Implementarea deciziilor de **politică monetară** a fost favorizată de un sistem financiar stabil. Momentele de turbulență de pe piețele internaționale nu au avut impact notabil asupra lichidității pieței monetare, iar volatilitatea ratelor de dobândă interbancare nu a avut ecou în sectorul real.

**Companiile** și-au menținut profilul de risc moderat evidențiat în *Raportul* anterior. Rentabilitatea și lichiditatea firmelor au continuat să se îmbunătățească, dar eficiența activității de exploatare a avut evoluții mixte. Performanța pozitivă a firmelor fără credite bancare, le face eligibile la finanțarea bancară, fără consecințe negative asupra stabilității financiare.

Riscul de credit indus în sectorul bancar se păstrează moderat. Pe de o parte, capacitatea de onorare a serviciului datoriei s-a diminuat, iar gradul de concentrare a creditelor a crescut. Pe de altă parte, probabilitatea de nerambursare este în scădere și percepția creditorilor cu privire la riscul de credit s-a îmbunătățit.

Un șoc pe rata dobânzii interne sau externe poate afecta companiile românești, dar moderat. Șocul pe curs de schimb poate avea implicații negative mai mari pentru că valoarea expunerilor acoperite natural la un asemenea risc este mică (22 la sută). Pe partea costurilor, majorarea cheltuielilor cu salariile sau utilitățile poate deveni importantă doar în cazul unor sectoare ale economiei, dar care de regulă nu induc riscuri sistemice.



Alocarea resurselor bancare către companii s-a îmbunătățit, dar disciplina în plăți a avut evoluții mixte: arieratele s-au redus la un minim istoric, însă incidentele de plată au crescut ușor.

Riscurile generate de **sectorul populației** asupra stabilității financiare au crescut, atât pe partea de activ, cât și de pasiv bilanțier. Veniturile bănești și-au păstrat tendința ascendentă, pe fondul unor așteptări optimiste, fiind elementul principal care a condus la asumarea de riscuri mai mari de către populație în 2006.

În bilanțul sectorului populației, valoarea deținerilor de active imobiliare s-a majorat aproape în exclusivitate pe seama prețului și nu a cantității, activele financiare au devenit mai lichide cu evoluție mixtă a riscului, iar pasivele financiare au un profil de risc superior. Poziția valutară a sectorului populației s-a deteriorat, crescând impactul negativ în cazul unui șoc valutar.

Dinamica îndatorării a generat două riscuri principale: serviciul datoriei a crescut într-un ritm foarte alert, iar poziția de creditor net a populației s-a redus semnificativ. Totuși, gradul de concentrare a creditelor și rata restanțelor s-au diminuat.

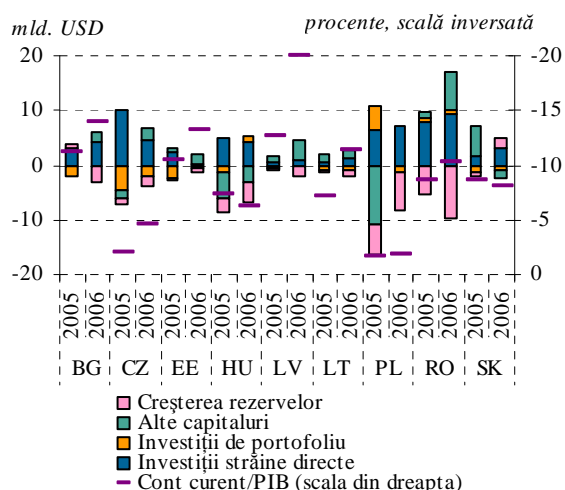
**Infrastructura financiară**, îndeosebi cadrul de reglementare aferent sistemului financiar, s-a consolidat în anul 2006, asigurând, prin legislație primară și, în mare măsură, prin cea secundară, convergența cu standardele europene, la nivelul principalelor componente ale sistemului financiar. Cea mai importantă evoluție în acest domeniu este intrarea în vigoare, de la începutul anului 2007, a noului cadru de reglementare a riscurilor (Basel II). Instituțiile de credit au optat pentru implementarea acestuia începând cu anul 2008, îndeosebi datorită costurilor implicate și lichidității abundente din sistem.

## CAPITOLUL 2. CONTEXTUL ECONOMIC ȘI FINANCIAR INTERNAȚIONAL

Cadrul macroeconomic internațional s-a păstrat favorabil stabilității financiare din România. Riscurile pentru România în 2006 se păstrează și în 2007: (A) încetinirea creșterii economice în unele țări partenere, (B) percepția mai puțin favorabilă din partea piețelor internaționale cu privire la capacitatea TE de a face față unor condiții financiare mai restrictive și (C) majorarea ratelor de dobândă sau corecția prețului activelor, care ar avea ca efect orientarea fluxurilor de capital spre plasamente considerate mai puțin riscante decât cele în TE.

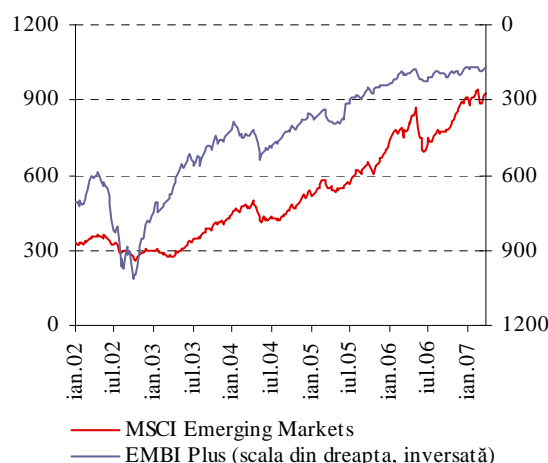
**(A) Cadrul macroeconomic internațional** a fost favorabil în 2006. Creșterea economică mondială este estimată la 5,4 la sută, iar proiecțiile pentru 2007 arată o ușoară temperare a ritmului, până la 4,9 la sută (FMI, WEO, aprilie 2007). Principalii parteneri externi ai României și-au reluat creșterea economică în 2006, dar proiecțiile pentru 2007 indică evoluții mixte. În Franța și Olanda se așteaptă o păstrare a evoluțiilor pozitive, în timp ce în Italia, Germania și Austria se anticipează o diminuare a ritmului de creștere (proiecții CE).

Grafic 2.1 – Deficitul de cont curent în unele țări ECE și sursele de finanțare



Sursa: Bloomberg

Grafic 2.2 – Evoluția indexului MSCI pentru țările emergente și a indexului EMBI+



Sursa: Bloomberg, WEO aprilie 2007

**(B) Riscurile în ECE** vor fi și în continuare următoarele: (i) supraîncălzirea economiilor inclusiv pe fondul creșterii creditului și (ii) deteriorarea deficitelor de cont curent (Grafic 2.1) și fiscal, în condițiile accentuării finanțării private externe. Corecțiile din lunile mai-iunie 2006 (determinate în cea mai mare parte de ieșiri de investiții de portofoliu) au survenit pe fondul creșterii incertitudinilor privind evoluțiile de pe piața petrolului și a metalelor și al restrângerilor de lichiditate, investitorii devenind tot mai preocupați de sporirea gradului de îndatorare a TE.

**(C) Condițiile de finanțare** pentru TE se mențin favorabile. Excesul de lichiditate pe piețele internaționale și randamentele încă scăzute pe principalele piețe au păstrat la nivel ridicat toleranța față de riscul finanțării acestor țări. Indexul MSCI pentru TE (surprinde intrările sub forma investițiilor de portofoliu) are o evoluție ascendentă, iar *spread*-ul obligațiunilor emise de TE (reflectat prin indexul EMBI+) a scăzut din nou sub 200 de puncte de bază, după creșterea din mai-iunie 2006 (Grafic 2.2).

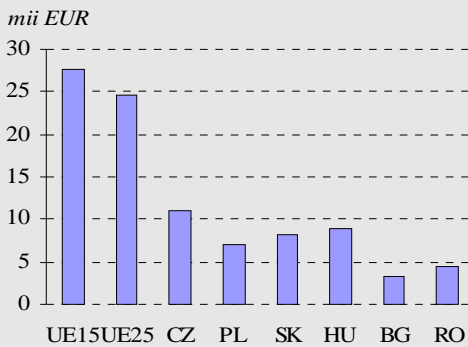
Majorarea costului finanțării în valută va afecta tot mai puternic debitorii din România. Ponderea creditelor acestora (interne și externe) în monedă străină s-a păstrat ridicată (64 la sută în decembrie 2006). Ponderea datoriei externe pe termen mediu și lung angajate pe baza indicelui Euribor s-a majorat în intervalul 2004-2006 de la 21 la sută la 38,6 la sută.

Deși manifestarea acestor riscuri poate influența evoluția și dezvoltarea financiară a României, ansamblul principalilor indicatori economici și financiari plasează România într-un proces susținut de recuperare în raport cu țările din regiune, menținându-se încă importante decalaje (Caseta 1).

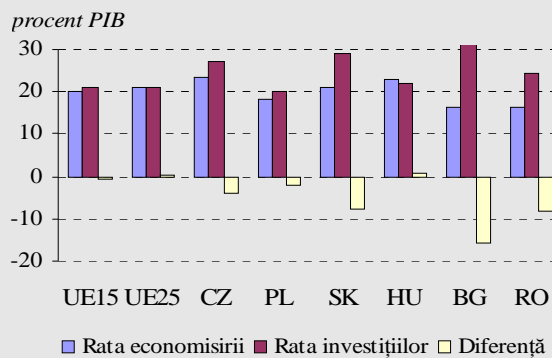
**Caseta 1: Poziționarea economică și financiară a României în cadrul ECE, 2006**

România se situează în urma țărilor UE-8\* ca dezvoltare economică (Grafic 1), însă rata investițiilor (ca pondere în PIB) este printre cele mai ridicate (Grafic 2). Economisirea privată internă are una din cele mai scăzute rate, dar necesarul de finanțare în sectorul guvernamental este semnificativ inferior țărilor din UE-8, iar ponderea datoriei publice totale este printre cele mai scăzute din Europa (Grafic 3).

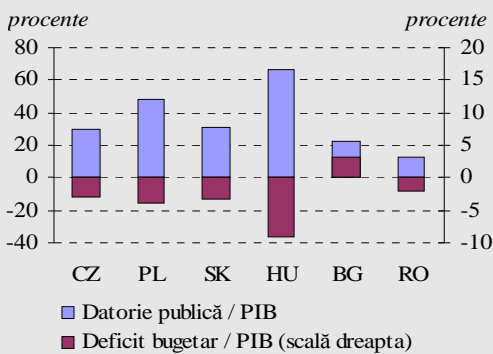
Grafic 1 – PIB/locuitor



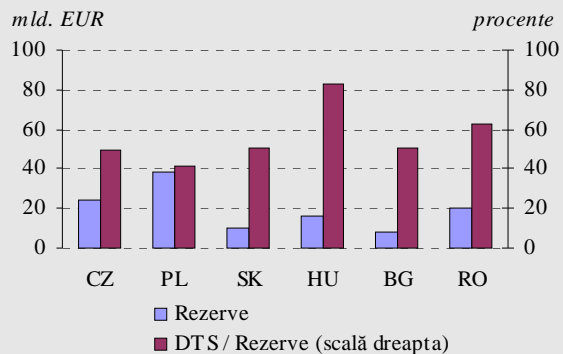
Grafic 2 – Rata economisirii și a investițiilor



Grafic 3 – Datoria publică și poziția fiscală

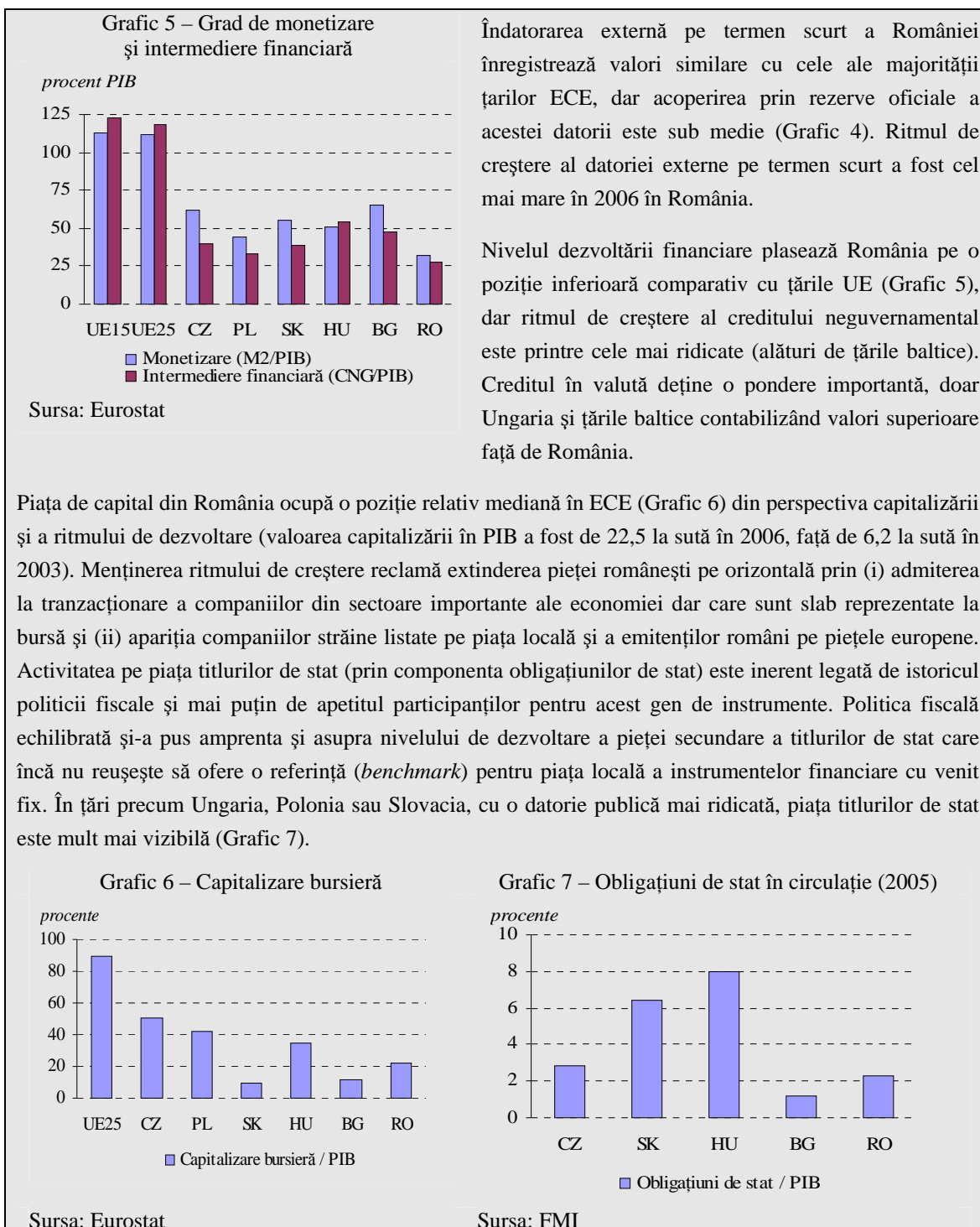


Grafic 4 – Rezerva oficială și datoria pe termen scurt



\* Cehia, Estonia, Letonia, Lituania, Polonia, Slovacia, Slovenia, Ungaria

Sursa: Eurostat



## CAPITOLUL 3. SISTEMUL FINANCIAR ȘI RISCURILE ACESTUIA

### 3.1. Structura sistemului financiar

În 2006, cea mai importantă componentă a pieței financiare a continuat să fie sectorul bancar (83,8 la sută în totalul activelor financiare). Instituțiile financiare nebancare implicate în activitatea de creditare se află în plin proces de notificare și înscriere în registrele BNR stabilite prin norme. Deși sursele de finanțare sunt preponderent bancare, activitatea acestor instituții nu este potențial generatoare de șocuri sistemice, datorită ponderii reduse în sistem.

Gradul de adâncime financiară a piețelor de capital și asigurărilor este încă redus, dar integrarea cu piețele internaționale este în creștere. Din perspectiva stabilității financiare, probabilitatea unui șoc sistemic generat de aceste piețe este mică, datorită rolului lor încă redus în finanțarea economiei reale.

Evoluția ascendentă a creditului neguvernamental, susținută de anticipațiile pozitive ale populației privind veniturile sale, a constituit și în anul 2006 factorul principal al creșterii activelor bancare (Tabel 3.1.1). Cu toate acestea, în România gradul de intermediere financiară rămâne încă scăzut comparativ cu cel înregistrat de celelalte țări membre UE.

Tabel 3.1.1 – Structura sistemului financiar

<b>Instituții de intermediere financiară</b>	<i>pondere în PIB (%)</i>				
	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Instituții de credit (1)	31,0	30,8	36,6	44,6	50,6
Societăți de asigurări (2)	1,5	1,8	1,9	2,2	2,5
Fonduri de investiții (3)	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Societăți de investiții financiare (4)	1,4	1,4	1,3	1,8	2,3
Societăți de leasing (5)	1,5	1,8	3,0	3,6	3,4
Alte instituții implicate în activitatea de finanțare de natura creditului (6)	0,4	0,4	0,6	0,9	1,3
<b>Total</b>	<b>35,9</b>	<b>36,3</b>	<b>43,6</b>	<b>53,3</b>	<b>60,4</b>
<b>Alte societăți financiare</b>					
BVB (7)	6,1	6,2	13,9	19,5	21,5
RASDAQ (BER) (7)	4,0	4,0	3,2	2,9	3,1

Sursa: BNR, CNVM, CSA, ALB, INS (datele pentru 2006 sunt provizorii)

1) Active nete ale instituțiilor de credit, inclusiv CREDITCOOP; 2) Valoarea activelor totale; 3) Activele fondurilor de investiții; 4) Active nete ale Societăților de Investiții Financiare (SIF); 5) Active nete finanțate; 6) Total active aferente societăților care desfășoară activități de acordare de credite de consum, de emitere de garanții și asumare de angajamente, de microcreditare, precum și celor care desfășoară activități multiple de creditare; 7) Capitalizare bursieră.

Efectele favorabile ale dezvoltării financiare sunt însă însoțite și de riscuri derivate din mărirea deficitului comercial, pe fondul finanțării inclusiv prin credite bancare a cererii de bunuri de folosință îndelungată din import sau intensificarea presiunilor cererii asupra inflației.

În prezent, în baza noilor reglementări, **societățile financiare nebancare** implicate în activități de creditare se află în plin proces de înregistrare la banca centrală. Măsurile restrictive impuse în vederea autorizării se numără printre factorii care și-au pus amprenta asupra cotei de piață a acestor instituții (Tabel 3.1.2).

În anul 2006, leasingul financiar<sup>1</sup> a continuat să reprezinte principala direcție de derulare a contractelor, atingând o cotă de 98 la sută din totalul activelor finanțate de companiile de leasing. Piața leasingului extern a continuat tendința de scădere, reprezentând sub 1 la sută din total. La 31 decembrie 2006, structura capitalului releva o cotă de 75 la sută deținută de sectorul companiilor subsidiare ale băncilor, urmată de sectorul companiilor independente cu 17,5 la sută și cel al companiilor captive cu 7,5 la sută.

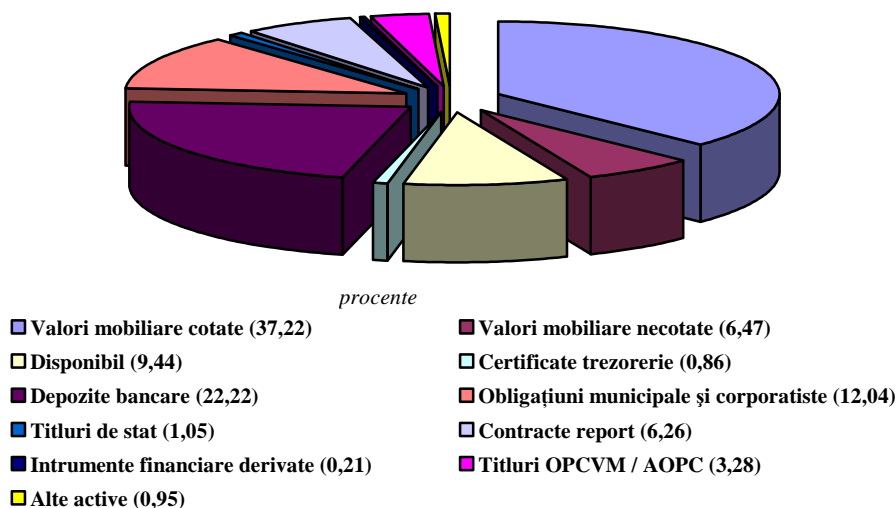
Tabel 3.1.2 – Cota de piață a instituțiilor financiare în perioada 2002-2006

	% în total active				
	2002	2003	2004	2005	2006
Instituții de credit	86,3	84,8	83,9	83,7	83,8
Societăți de asigurări	4,2	4,9	4,4	4,1	4,1
Fonduri de investiții, din care:	0,2	0,2	0,5	0,3	0,5
Fonduri deschise de investiții	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3
Societăți de investiții financiare	4,0	4,0	3,0	3,3	3,8
Societăți de leasing	4,1	5,0	6,8	6,8	5,6
Alte instituții implicate în activitatea de finanțare de natura creditului	1,2	1,1	1,4	1,8	2,2

Sursa: BNR, CNVM, CSA, ALB, INS (datele pentru 2006 sunt provizorii)

Dezvoltarea **sectorului asigurărilor** și creșterea gradului de conexiune cu piața bancară au întărit rolul acestei activități în menținerea stabilității financiare. Majorările de capital efectuate în vederea respectării normelor cu privire la solvabilitatea asiguratorilor, reevaluarea imobilizărilor corporale, autorizarea unor noi societăți de asigurare și, nu în ultimul rând, creșterea volumului de prime de asigurare subscrise<sup>2</sup> au avut ca efect majorarea activelor totale ale societăților de asigurare într-un ritm de peste 34 la sută față de anul anterior. Anul 2006 a marcat totodată și finalizarea armonizării reglementărilor tehnice din asigurări cu prevederile comunitare.

Grafic 3.1.1 – Structura activelor în portofoliul fondurilor deschise de investiții la 31.12.2006



Sursa: CNVM

Activele nete ale **fondurilor deschise de investiții** (Grafic 3.1.1) au crescut cu aproximativ 86 la sută față de anul 2005. Evoluția ascendentă a acestora s-a datorat atât lansării de noi fonduri

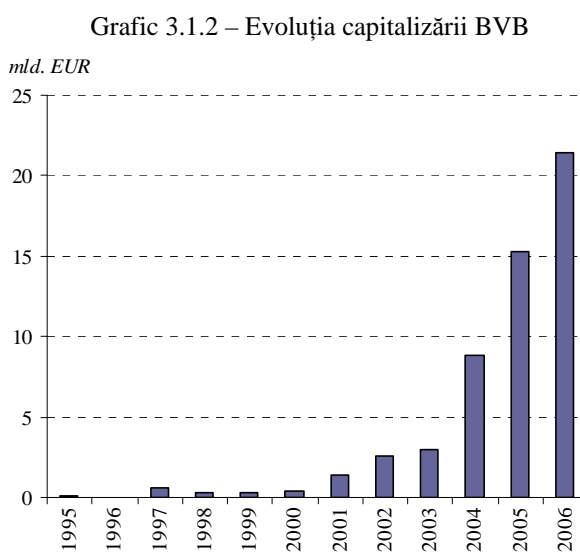
<sup>1</sup> Valorile au fost preluate din Comunicatul de presă al ALB și ASLR din 12 aprilie 2007.

<sup>2</sup> Până la un volum de circa 1,6 miliarde euro (față de 1,2 miliarde euro în anul precedent).

(numărul lor ajungând la 34), respectiv creșterii numărului de titluri de participare aflate în circulație, cât și aprecierii valorii instrumentelor financiare din portofoliu. Deciziile de investire în instrumente financiare cu potențial ridicat (cu preponderență în valori mobiliare tranzacționate pe piețe reglementate) au contribuit la sporirea performanțelor acestor instituții.

Pe fondul unei volatilități ridicate, **indicii bursieri** și-au continuat și în anul 2006 tendința ascendentă. Volatilitatea ridicată a fost, de altfel, în această perioadă o caracteristică a majorității piețelor bursiere din regiune. Randamentele superioare oferite de piața bursieră din România au fost favorizate și de continuarea tendinței de apreciere a monedei naționale în raport cu euro, tendință comună de altfel și zlotului polonez, coroanei cehe sau forintului ungar. Putem afirma că evoluțiile înregistrate pe piețele financiare din regiune tind să devină din ce în ce mai corelate, lucru care se reflectă și pe segmentul piețelor bursiere.

Exprimată în euro, **capitalizarea totală a pieței reglementate** din România a urcat în anul 2006 (Grafic 3.1.2) cu aproape 40 la sută peste nivelul înregistrat în urmă cu un an, deși numărul companiilor ale căror acțiuni au fost admise la tranzacționare pe această piață s-a diminuat la 58, de la 64, cât era la finele anului 2005. Retragerea de la tranzacționare pe piața reglementată a unui număr de opt simboluri bursiere a fost în primul rând rezultatul aplicării prevederilor noului „Cod bursier”<sup>3</sup>, care impun mai multă rigoare în respectarea criteriilor de lichiditate și transparență. Impactul negativ asupra capitalizării bursiere al delistărilor din anul 2006 a fost însă unul marginal și a fost contrabalansat de plusul adus de admiterea la tranzacționare pe piața reglementată a două noi societăți<sup>4</sup>.



Sursa: BVB

Creșterea capitalizării bursiere totale a fost determinată de evoluția ascendentă a prețurilor înregistrate de cotațiile majorității titlurilor admise la tranzacționare, cărora li s-au adăugat majorările de capital operate de unele companii prin capitalizarea rezervelor sau prin emisiuni de acțiuni oferite spre subscriere propriilor acționari.

Cel mai important sector de piață al Bursei de Valori București (BVB) a rămas cel al **societăților de investiții financiare (SIF)**, acestea reprezentând, în anul 2006, peste 50 la sută din piață. Aprecierile cotațiilor acestor societăți se datorează, în principal, finalizării legislației referitoare la ridicarea pragului minim de deținere (în creștere de la 0,1 la sută la 1 la sută). În fapt, performanțele lor au generat trendul pe care l-a avut bursa în acest an, valoarea totală a tranzacțiilor pe acest segment însumând 84,82 la sută din valoarea tranzacționată pe BVB.

<sup>3</sup> Prin „Codul bursier” s-a stabilit o nouă structură pentru piața reglementată administrată de către BVB și au fost introduse criterii mult mai precise de evaluare a condițiilor de lichiditate pe care trebuie să le îndeplinească titlurile admise la tranzacționare. Totodată, au fost reglementate, în premieră pentru piața de capital românească, unele tehnici de tranzacționare ceva mai elaborate, cum ar fi cumpărările în marjă și vânzările în lipsă.

<sup>4</sup> Transelectrica S.A. și Mecanica Ceahlău S.A. care aveau asociată la finalul anului 2006 o valoare de piață de peste 11 la sută din plusul de capitalizare bursieră înregistrat pe parcursul anului 2006.

**Noul statut de stat membru al Uniunii Europene** ar putea determina apariția de noi investitori interesați de piața de capital din România și chiar intrarea directă pe piață a unor societăți de brokeraj străine (*remote member*), ceea ce ar exercita presiuni suplimentare în direcția diversificării ofertei de produse financiare disponibile pe piață.

**Anul 2007** va marca o importantă diversificare a ofertei de instrumente financiare tranzacționate pe piața reglementată administrată de către BVB. În primul rând se are în vedere apariția în ringul Bursei a titlurilor de stat, dar există deja condițiile pentru apariția pe piață a primelor serii de obligațiuni ipotecare, precum și pentru admiterea la tranzacționare a primelor instrumente *warrant*. De asemenea, interesul ridicat pe care unele companii străine îl au în România ar putea să aducă la BVB listarea primelor acțiuni emise de persoane juridice nerezidente. Totuși, principalul impact asupra pieței reglementate administrate de BVB este așteptat să vină ca urmare a lansării tranzacțiilor cu primele instrumente financiare derivate.

Noua instituție, Depozitarul Central, viitoarea casă de compensare pentru tranzacțiile cu instrumente financiare realizate la BVB, va putea adopta, împreună cu BVB, o viziune comună privind dezvoltarea pieței de capital din România. În acest mod se va obține o mai mare coerență și complementaritate a proiectelor de dezvoltare ale fiecărei instituții, în beneficiul principalilor actori ai pieței bursiere: emitenți, investitori și intermediari.

Pe termen mediu și lung, este de așteptat ca **fondurile de pensii**<sup>5</sup>, sursă ieftină de finanțare, să contribuie la creșterea lichidității și dinamicii pieței bursiere, precum și la majorarea volumului plasamentelor bancare.

## 3.2. Sectorul bancar

### 3.2.1. Evoluții structurale

**Modificările consemnate pe parcursul anului 2006 la nivelul acționariatului<sup>6</sup> au produs mutații majore în structura sectorului bancar românesc. Anul 2006 a marcat intrarea pe piața bancară autohtonă a unui volum fără precedent de capital străin, în majoritate provenit de la instituții de credit repute. Cota de piață deținută de băncile autohtone s-a diminuat semnificativ în favoarea investitorilor străini. Dezvoltarea mediului concurențial în contextul aderării României la Uniunea Europeană va solicita, în continuare, schimbări substanțiale în strategia băncilor mici și mijlocii în scopul îmbunătățirii capacității lor de finanțare. În susținerea acestei opinii, intenția declarată Băncii Naționale a României de către un număr de 39 de instituții de credit de talie internațională, privind furnizarea în mod direct de servicii pe teritoriul României, poate constitui un prim semnal.**

---

<sup>5</sup> În cursul anului 2006, **Comisia de Supraveghere a Sistemului Pensilor Private (CSSPP)** a parcurs etapa de elaborare a legislației secundare ce a permis demararea procesului de autorizare/avizare a entităților de pe piața fondurilor facultative de pensii începând cu data de 30 octombrie 2006, iar colectarea contribuțiilor va începe în prima parte a anului 2007. Conform strategiei CSSPP procesul de autorizare/avizare a entităților de pe piața pensiilor administrate privat va demara în trimestrul II al anului 2007, în așa fel încât, din luna august 2007, participanții să poată alege fondul de pensii la care doresc să adere, iar din luna ianuarie 2008 să înceapă colectarea contribuțiilor la fondurile de pensii administrate privat.

<sup>6</sup> Modificările produse în structura sectorului bancar românesc, în 2006, includ: (i) preluarea a 56,2 la sută din capitalul social al Băncii Daewoo de către Banca C.R. Firenze România (parte a grupului italian cu același nume); (ii) achiziționarea a 96,8 la sută din capitalul social al Misr Bank București de către filiala egipteană a Blom Bank (cea mai mare bancă din Liban); (iii) finalizarea procesului de preluare a Eurom Bank S.A. de către Bank Leumi România; (iv) preluarea a 56,96 la sută din capitalul Mindbank de către Banca Agricolă a Greciei; (v) preluarea a 55,4 la sută din acțiunile Băncii Romexterra de către MKB Bank, membră a grupului financiar german Bayerische Landesbank; (vi) apariția unui nou operator bancar (sucursala din România a Bank of Cyprus); (vii) încetarea activității unei bănci cu pondere nesemnificativă în sistem (Nova Bank); (viii) fuziunea dintre HVB Bank România și Banca Comercială Ion Țiriac.



Modificări importante s-au produs și în structura capitalului instituțiilor de credit. Creșterea nivelului capitalizării sistemului bancar, cu 21,8 la sută în termeni reali în 2006, se regăsește în majorarea cu 10 puncte procentuale a participației băncilor cu capital străin (până la 78,8 la sută), dar și a celor cu capital public cu 2,9 puncte procentuale (până la 14,9 la sută), în principal ca urmare a intervenției statului în capitalizarea Casei de Economii și Consemnațiuni (decembrie 2006). Evoluția indicatorilor structurali ai sectorului bancar este prezentată în Tabelul 3.2.1.

Tabel 3.2.1 – Indicatori structurali ai sistemului bancar românesc

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nr. instituții de credit*	41	41	41	39	39	40	40	39
Nr. bănci cu capital majoritar privat	37	37	38	36	36	38	38	37
Nr. bănci cu capital majoritar străin, din care:	26	29	32	32	29	30	30	33
– Sucursale ale băncilor străine	7	8	8	8	8	7	6	7
Nr. de bănci la 100 000 locuitori	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,19	0,18
Ponderea în total active a băncilor cu capital majoritar privat (procente)	53,2	53,9	58,2	59,6	62,5	93,1	94,0	94,5
Ponderea în total active a băncilor cu capital străin (procente)	47,5	50,9	55,2	56,4	58,2	62,1	62,2	88,6
Ponderea primelor cinci bănci în total active (procente)	66,7	65,5	66,1	62,8	63,9	59,2	58,8	60,3
Indicele Herfindahl-Hirschmann	1 296	1 375	1 427	1 381	1 264	1 120	1 124	1 171

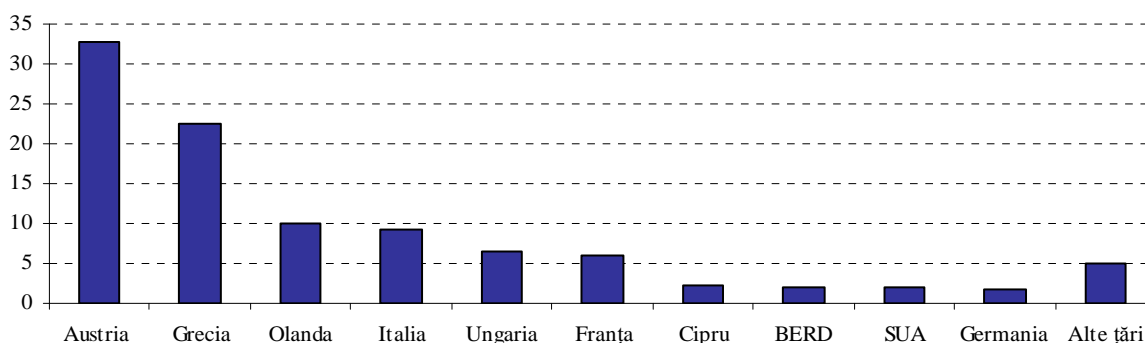
\* inclusiv CREDITCOOP

Sursa: BNR

Sub aspectul țării de origine a capitalului investit în instituțiile de credit care funcționau pe piața bancară românească la finele anului 2006 (Grafic 3.2.1), cele mai importante mutații se regăsesc în cazul Greciei și Ungariei, ale căror ponderi, în capitalul agregat străin, au crescut cu 4,5, respectiv 2,6 puncte procentuale față de anul precedent, continuând să se claseze în topul marilor investitori din sectorul bancar românesc.

Grafic 3.2.1 – Structura acționariatului străin

procente în total capital străin



Sursa: BNR

Considerăm util de menționat ponderea semnificativă (23,9 la sută) deținută în capitalizarea bursieră de cele trei bănci listate la Bursa de Valori București. Două dintre acestea ocupau, la sfârșitul anului 2006, locurile 2 și 3 în topul celor mai importante 15 societăți listate, atât ca pondere în capitalizarea bursieră, cât și ca volum tranzacționat.

**Gradul de concentrare** în sectorul bancar (Tabel 3.2.2) în ușoară creștere, alături de majorarea ponderii băncilor cu capital majoritar străin în sistem și a valorii indicelui Herfindahl-Hirschmann pot fi percepute ca semne de consolidare a sistemului bancar.

Tabel 3.2.2 – Concentrarea în sistemul bancar românesc  
(primele cinci bănci din sistem)

	<i>procente</i>				
	2002	2003	2004	2005	2006
Active	62,8	63,9	59,2	58,8	60,3
Credite	56,2	57,1	55,7	61,2	63,5
Depozite	63,0	64,9	59,5	57,0	58,3

Sursa: BNR

### 3.2.2. Evoluții structurale la nivelul bilanțului agregat al instituțiilor de credit din România

În România, băncile continuă să se finanțeze în principal din disponibilitățile și depozitele atrase de la persoanele fizice și juridice rezidente. Anul 2006 confirmă însă tendința de creștere a contribuției pasivelor externe, reprezentate de împrumuturile și depozitele de la bănci și instituții financiare nerezidente. Plasamentele instituțiilor de credit românești sunt direcționate preponderent spre piața internă, în principal sub forma creditului neguvernamental, care în anul 2006 a consemnat o evoluție notabilă pe componenta populației.

În același timp, a avut loc restrângerea severă a poziției de creditor net aferentă operațiunilor cu clientela nebancaară (companii și populație). Se remarcă, de asemenea, nivelul ridicat al lichidității, atestat îndeosebi de volumul însemnat al plasamentelor la banca centrală. Accesul facil al instituțiilor de credit cu acționariat străin la surse de finanțare externe cu maturități mari a contribuit semnificativ la echilibrarea pe scadențe a pozițiilor bilanțiere.

#### 3.2.2.1. Dinamica activelor bancare

Climatul economic favorabil a favorizat menținerea unui ritm dinamic de creștere reală anuală a activelor sistemului bancar (28 la sută în 2006), care se situează totuși sub nivelele consemnate în anii trecuți (35 la sută în 2004 și 31 la sută în 2005).

Preponderența *activelor interne* în bilanțul băncilor se menține ca o caracteristică a sistemului bancar românesc. Utilizând oportunitățile pieței românești, băncile au continuat să-și lichideze o parte din activele externe în scopul redirecționării lichidităților în special spre operațiunile de creditare a clientelei rezidente (companii și populație).

Tabel 3.2.3 – Structura activelor sistemului bancar românesc (procent în total activ)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Active interne, din care:</b>	<b>85,5</b>	<b>91,7</b>	<b>94,3</b>	<b>94,3</b>	<b>96,5</b>	<b>97,4</b>
Creanțe asupra BNR și instituțiilor de credit, din care:	27,2	32,0	29,3	36,5	40,0	34,9
– Creanțe asupra BNR <sup>7</sup>	23,4	28,6	26,3	28,5	37,5	31,3
Creanțe asupra sectorului nebancaar autohton, din care:	44,4	46,6	53,8	48,1	48,5	54,8
– Creanțe asupra sectorului guvernamental	10,8	9,2	4,8	2,4	1,9	1,6
– Creanțe asupra corporațiilor	31,3	33,0	36,9	32,7	30,2	30,8
– Creanțe asupra populației	2,3	4,4	12,2	13,0	16,4	22,4
Alte active	13,9	13,1	11,2	9,6	8,0	7,7
<b>Active externe</b>	<b>14,5</b>	<b>8,3</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>

Sursa: BNR

<sup>7</sup> Poziția „creanțe asupra BNR” include: creanțe în lei (disponibilități și depozite); creanțe în valută; certificate de depozit BNR.

Cea mai importantă componentă a activelor interne continuă să fie reprezentată de *creanțele asupra sectorului nebancaar autohton*. Creșterea ponderii acestei componente a fost determinată în totalitate de expansiunea creditului neguvernamental, în special a celui pentru populație.

Ponderea *creanțelor asupra sectorului guvernamental* în activ și-a continuat, în anul 2006, trendul descrescător, în condițiile în care în acest an statul român nu a emis certificate de trezorerie, iar volumul obligațiunilor de stat în valută din bilanțul băncilor a scăzut de la 429,1 milioane RON în decembrie 2005 la numai 15,1 milioane RON la finele lunii decembrie 2006.

Se menține existența în bilanț și în 2006 a unui volum important de *active interbancare*, cea mai mare parte dintre acestea fiind reprezentate de creanțele asupra băncii centrale sub forma rezervelor minime obligatorii și a facilităților oferite în mod permanent de Banca Națională a României (depozite atrase pe termen de o lună și certificate de depozit emise de banca centrală) în vederea absorbirii excesului de lichiditate de pe piață.

Cu toate că măsurile de natură prudencială au fost menținute, iar cele de politică monetară au fost înăsprite, anul 2006 consemnează în continuare creșterea *creditului neguvernamental* (până la 53,2 la sută din activul agregat la finele lunii decembrie), îndeosebi a celui către populație. Acesta din urmă, cu un ritm superior de creștere comparativ cu nivelul din decembrie 2005 (175 la sută în termeni reali) și-a consolidat poziția a treia în activul băncilor, după creanțele asupra băncii centrale și creditele acordate companiilor. Printre factorii care au determinat această evoluție se numără: (i) nivelul crescut al cererii; (ii) majorarea veniturilor populației; (iii) evoluțiile macroeconomice favorabile din ultimii ani (creșterea economică, reducerea inflației, aprecierea monedei naționale); (iv) accentuarea competiției în sectorul bancar, cu impact asupra scăderii nivelului dobânzilor atât la creditele în valută, cât mai ales la cele denominate în monedă națională. Prezența instituțiilor financiare nebancaare a contribuit substanțial la accentuarea competiției pe piața creditelor.

### 3.2.2.2. Evoluția surselor de finanțare proprii, atrase și împrumutate

Accesul facil al instituțiilor de credit cu acționariat străin la surse de finanțare externe a favorizat menținerea unui ritm relativ ridicat de creștere a pasivelor sistemului bancar și în anul 2006, acestea susținând expansiunea creditului neguvernamental. Elementele definitorii ale structurii pasivului bilanțier agregat al băncilor românești în perioada analizată sunt:

- i) preponderența surselor aparținând clientelei nebancaare rezidente;
- ii) creșterea într-un ritm rapid a pasivelor externe, ca efect al finanțării într-o măsură tot mai mare a activității băncilor pe seama împrumuturilor contractate de la bănci și instituții financiare din străinătate;
- iii) restrângerea poziției de creditor net aferentă operațiunilor derulate de bănci cu clientela nebancaară, pe fondul ritmului accelerat de creștere a creditelor acordate populației;
- iv) apelarea la o gamă restrânsă de instrumente de finanțare, comparativ cu băncile din Uniunea Europeană.

Cea mai mare parte a finanțărilor de care dispun instituțiile de credit este în continuare furnizată de clientela nebancaară rezidentă (companii și populație). Totuși, menționăm trendul descrescător, apărut în anul 2003, al contribuției surselor aparținând clientelei nebancaare. Factorii care au determinat această evoluție au constat, în principal, în:

- i) scăderea relativă a ofertei de economii (îndeosebi depozite etc.) din partea populației și a companiilor, în condițiile creșterii constante a îndatorării acestor sectoare (pentru consum și investiții);

- ii) nevoia băncilor de a-și asigura surse de finanțare pe termen mediu și lung, pentru menținerea unei structuri echilibrate pe termene de scadență a bilanțului. În condițiile în care majoritatea surselor aparținând clienței nebancale sunt atrase pe termene cuprinse între o lună și trei luni, băncile aveau nevoie de surse mult mai stabile, în scopul finanțării creditelor imobiliare pentru populație și a creditelor pentru investiții acordate companiilor, pentru care exista o cerere mare. Această cerere de resurse, îndeosebi pe termene mai lungi, a fost sprijinită de băncile-mamă, cât și de alte instituții financiare, în condițiile în care profitabilitatea acestor instituții s-a menținut ridicată.

Este de remarcat că, în comparație cu structura surselor de finanțare a băncilor din zona euro, care își procură de la clientela nebancale aproximativ 30 la sută din totalul pasivului, contribuția surselor de această natură în bilanțul băncilor românești este încă foarte ridicată.

Tabel 3.2.4 – Structura pasivelor sistemului bancar (procent în total pasive)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Pasive interne, din care:</b>	<b>94,1</b>	<b>93,0</b>	<b>88,3</b>	<b>84,1</b>	<b>79,1</b>	<b>77,5</b>
Depozite interbancare	3,7	3,3	2,9	3,0	2,5	3,6
Depozite atrase de la sectorul nebancale, din care:	70,4	71,7	68,3	64,9	61,0	58,1
– Depozite atrase de la sectorul guvernamental	3,7	3,1	3,0	2,6	3,5	3,1
– Depozite atrase de la companii și de la populație	66,7	68,6	65,3	62,3	57,5	55,0
Capital și rezerve	14,4	13,5	13,1	11,7	12,2	11,8
Alte pasive	5,6	4,5	4,0	4,5	3,4	4,0
<b>Pasive externe</b>	<b>5,9</b>	<b>7,0</b>	<b>11,7</b>	<b>15,9</b>	<b>20,9</b>	<b>22,5</b>

Sursa: BNR

Continuarea expansiunii creditului neguvernamental în anul 2006 a condus la modificarea structurii bilanțului agregat al băncilor. În ultimii șase ani clientela nebancale rezidentă (companii și populație) a consemnat o poziție de creditor net pentru sistemul bancar românesc, aceasta situându-se însă pe un trend descendent accentuat. În anul 2006, poziția de creditor net a surselor aparținând clienței nebancale a pierdut 9 puncte procentuale (de la -10,9 la sută în decembrie 2005 la -1,8 la sută în decembrie 2006). O evoluție notabilă a fost consemnată însă în perioada septembrie – noiembrie 2006, când clientela nebancale s-a situat pe poziția de debitor net, diferența între ponderea creditelor și cea a depozitelor în activul bancar agregat consemnând nivele în creștere (de până la 2,4 puncte procentuale în noiembrie 2006). Menționăm aici încetinirea creșterii tuturor categoriilor de depozite bancare ale agenților economici, determinată în principal de: i) majorarea volumului de plăți efectuate către bugetul de stat; ii) sporirea volumului plăților externe, inclusiv ca urmare a adâncirii deficitului comercial. În luna decembrie 2006, consemnăm o accelerare mult mai semnificativă a volumului depozitelor aparținând clienților nebancale (corespunzătoare unei creșteri lunare de 9,7 la sută). Ritmul lunar de creștere al creditului neguvernamental în această lună a fost mult încetinit comparativ cu perioada anterioară, respectiv de numai 1,5 la sută.

### 3.2.3. Adecvarea capitalului

**Deși în anul 2006 trendul descrescător al indicatorilor de solvabilitate a continuat, determinat de expansiunea creditului neguvernamental, sistemul bancar românesc rămâne bine capitalizat. În plus, rezultatele analizelor de *stress test* relevă faptul că acesta este apt să reziste unor șocuri exogene dure. Pentru perioada următoare se anticipează prelungirea trendului descrescător al raportului de solvabilitate, pe fondul menținerii unei creșteri accentuate a creditării. Un nou factor potențial de influență asupra solvabilității băncilor l-ar putea constitui renunțarea de către banca centrală la măsurile suplimentare de limitare a**

creșterii creditului<sup>8</sup>. Pe de altă parte, se apreciază că, pe termen scurt, nivelul solvabilității nu va constitui o problemă, dată fiind menținerea unei marje confortabile a acestui indicator în raport cu nivelul reglementat.

### 3.2.3.1. Nivelul capitalizării băncilor persoane juridice române

Capacitatea instituțiilor de credit de a absorbi pierderile generate de practicile necorespunzătoare de gestiune a riscurilor implicate de activitatea bancară sau de diferitele șocuri de natură exogenă este asigurată de un nivel corespunzător al capitalizării acestora. În consecință, un nivel adecvat al indicatorilor de capitalizare reprezintă o garanție pentru menținerea stabilității sistemului bancar, precum și a sistemului financiar în ansamblu.

Anul 2006 a consemnat restrângerea cu 3,7 puncte procentuale a nivelului raportului de solvabilitate<sup>9</sup> agregat, calculat pentru băncile persoane juridice române<sup>10</sup> (Tabel 3.2.5), până la nivelul de 17,25 la sută, principalul factor responsabil de această evoluție fiind reprezentat de expansiunea creditului neguvernamental. Cu toate acestea, se poate aprecia că raportul de solvabilitate se menține la un nivel corespunzător<sup>11</sup>, fiind sensibil superior pragului minim impus de reglementările de prudență bancară aplicabile în România în anul 2006 (12 la sută) și, totodată, peste cel minim admis de reglementările europene și internaționale (8 la sută).

Tabel 3.2.5 – Evoluția fondurilor proprii și a indicatorilor de adecvare a capitalului calculați pentru băncile persoane juridice române

Indicator	2003	2004	2005	2006
Fonduri proprii (mil. RON)	7 074,2	9 339,7	13 917,3	17 837,5
Capital propriu (mil. RON)	6 073,3	7 290,7	10 815,2	13 398,2
Capital social (mil. RON)	3 674,8	4 615,8	6 848,9	8 702,8
Profitul anului curent (mil. RON)	1 234,3	1 676,0	1 951,4	2 195,0
Împrumuturi subordonate (mil. RON)	239,8	450,1	1 480,3	2 623,8
Rezerve din reevaluare (mil. RON)	1 022,4	1 387,1	1 388,6	1 394,2
Raportul de solvabilitate (> 12%)	21,2	20,6	21,1	17,3
Raportul dintre capitalurile proprii și activele ponderate în funcție de risc (>8%) <sup>12</sup>	18,1	16,0	15,6	13,0

Sursa: BNR

<sup>8</sup> Regulamentul BNR nr. 3/2007 privind limitarea riscului de credit la creditele destinate persoanelor fizice, publicat în M.O. nr. 177/14.03.2007 a abrogat Normele BNR nr. 10/2005, cu modificările și completările ulterioare, privind limitarea riscului de credit la creditele acordate persoanelor fizice, care impuneau, printre altele, următoarele cerințe de prudență bancară: a) limitarea valorii unui credit pentru investiții imobiliare la 75 la sută din valoarea imobilului pentru achiziționarea căruia se solicita creditul și/sau din valoarea deizului estimativ, precum și stabilirea unei limite minime pentru valoarea garanțiilor, respectiv 133 la sută din valoarea creditului; b) impunerea unui nivel maxim de îndatorare globală, angajamentele totale de plată lunare putând să reprezinte cel mult 40 la sută din veniturile nete lunare ale solicitantului și, după caz, ale familiei acestuia; c) impunerea unui nivel maxim de îndatorare pentru creditele de consum, angajamentele de plată lunare decurgând din acest tip de credite neputând depăși 30 la sută din veniturile nete lunare ale solicitantului și, după caz, ale familiei acestuia; d) impunerea unui nivel maxim de îndatorare aferent creditelor pentru investiții, angajamentele de plată lunare decurgând din acestea neputând depăși 35 la sută din veniturile nete lunare ale solicitantului și, după caz, ale familiei acestuia. În conformitate cu Regulamentul BNR nr. 3/2007, nivelurile maxime admise pentru gradul total de îndatorare se stabilesc de împrumutatori, diferențiat pe categorii de clientelă, în reglementările lor interne, care trebuie să fie validate de BNR. Regulamentul stabilește că, până la validarea de către BNR a reglementărilor interne ale instituțiilor de credit și instituțiilor financiare nebancale, nivelul maxim al gradului de îndatorare este limitat la 40 la sută.

<sup>9</sup> În conformitate cu Norma BNR nr. 12/2003 privind supravegherea solvabilității și expunerilor mari ale instituțiilor de credit, cu modificările și completările ulterioare, raportul de solvabilitate exprimă fondurile proprii ca proporție din totalul activelor și elementelor din afara bilanțului, nete de provizioane, ajustate în funcție de gradul de risc.

<sup>10</sup> Până la data de 31.12.2006, cerințele de prudență bancară referitoare la fondurile proprii nu erau aplicabile sucursalelor băncilor străine și, prin urmare, nici indicatorii prudențiali calculați în funcție de acestea. În baza prevederilor Regulamentului BNR-CNVM nr. 18/23 din decembrie 2006, începând cu 1 ianuarie 2007, fondurile proprii ale sucursalelor din România ale instituțiilor de credit din state terțe sunt reprezentate de fondurile proprii de nivel 1.

<sup>11</sup> În conformitate cu Sistemul Uniform de Rating Bancar CAAMPL, o bancă având un nivel al raportului de solvabilitate mai mare sau egal cu 15 la sută este definită ca fiind bine capitalizată, acordându-i-se ratingul 1 (sistemul conține cinci paliere de evaluare, ratingul 1 fiind cel mai bun, iar ratingul 5 cel mai slab).

<sup>12</sup> Acest indicator exprimă capitalul propriu ca proporție din totalul activelor bilanțiere și al elementelor extrabilanțiere, nete de provizioane, ponderate în funcție de gradul de risc de credit.

Capitalul social rămâne cel mai dinamic element al capitalurilor proprii, o altă componentă importantă a acestora fiind reprezentată de profitul net aferent exercițiului curent. În ceea ce privește componența capitalului suplimentar, se constată menținerea tendinței de creștere accentuată a finanțărilor provenind din împrumuturile subordonate contractate de bănci. Astfel, față de situația aferentă perioadei 2003-2004, când nivelul capitalului suplimentar a fost susținut, în mare parte, de rezervele din reevaluarea patrimoniului înregistrate în bilanțul băncilor, în anul 2005 contribuțiile celor două elemente s-au echilibrat, iar anul 2006 a consemnat o creștere reală anuală a datoriilor subordonate de 69 la sută, care le-a propulsat ca principal element de susținere a capitalului suplimentar.

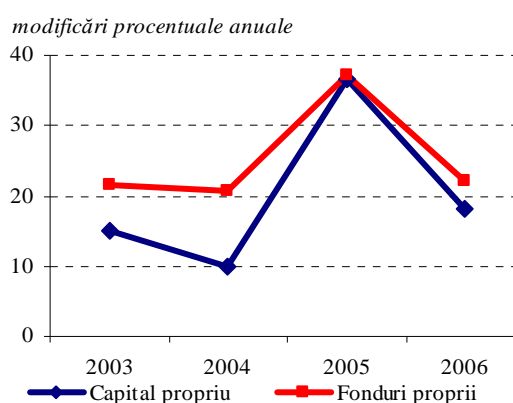
Anul 2006 a marcat încetinirea ritmului de creștere a *fondurilor proprii* ale băncilor și, respectiv, a componenteii lor fundamentale, *capitalurile proprii* (Grafic 3.2.2). Astfel, față de un ritm real de creștere de aproximativ 37 la sută consemnat de ambii indicatori în decembrie 2005 comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, în decembrie 2006 fondurile proprii au înregistrat o creștere de 22,2 la sută, iar capitalurile proprii de 18,1 la sută.

Sunt însă de remarcat eforturile băncilor comerciale în sensul asigurării unui nivel al surselor proprii de finanțare, care să susțină dezvoltarea activității lor, una din căile utilizate constând în majorarea *capitalului social sau a celui de dotare*. Comparativ cu situația consemnată în anul 2005, când un număr de 28 dintre cele 40 de instituții de credit operaționale și-au majorat capitalul social (creșterea în termeni reali a capitalului agregat cifrându-se la aproximativ 38 la sută comparativ cu anul 2004), în anul 2006, un număr de 21 de bănci persoane juridice române și două sucursale ale unor bănci străine și-au majorat capitalul social/de dotare (consemnându-se o creștere în termeni reali de 21,8 la sută a capitalului social agregat). Această creștere nu include aportul Erste Bank la capitalul Băncii Comerciale Române.

Deși ritmul de creștere, în termeni reali, a profitului rezultat din activitatea bancară a consemnat un ușor recul în anul 2006 (5,5 la sută în decembrie 2006 față de 6,3 la sută în decembrie 2005) comparativ cu anul anterior, acesta continuă să reprezinte un element important de susținere a capitalizării instituțiilor de credit.

Analiza evoluției elementelor componente ale *fondurilor proprii* agregate ale băncilor persoane juridice române relevă persistența surselor primare de capitalizare reprezentate de capitalul propriu (75 la sută din total fonduri proprii în decembrie 2006, comparativ cu 78 la sută la finele anilor 2005 și 2004), deși în descreștere. Anul 2006 consemnează majorarea ponderii capitalului suplimentar în capitalul propriu până la 33 la sută (de la aproximativ 29 la sută în decembrie 2005), însă potențialul

Grafic 3.2.2 – Evoluțiile capitalului propriu și a fondurilor proprii ale băncilor persoane juridice române

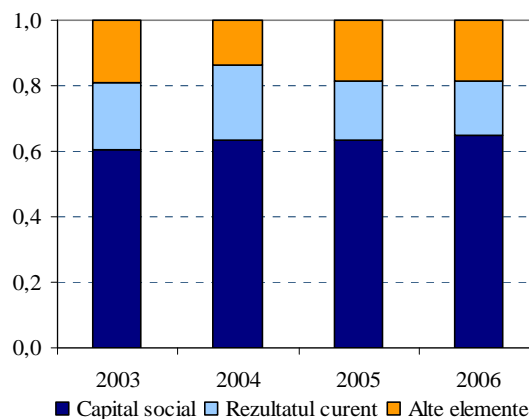


Sursa: BNR

de creștere al acestuia rămâne în continuare ridicat (nivelul maxim admis de reglementările de prudență bancară pentru această componentă este de 100 la sută din nivelul capitalului propriu<sup>13</sup>).

Evoluția elementelor principale de susținere a capitalului propriu al băncilor persoane juridice române (respectiv capitalul social vărsat de acționari și profitul curent al exercițiului) se menține divergentă și în anul 2006 (Grafic 3.2.3). Astfel, contribuția capitalului social a crescut până la 65 la sută din capitalul propriu în decembrie 2006 (de la aproximativ 63 la sută în decembrie 2004 și 2005), în timp ce ponderea profitului s-a diminuat până la 16 la sută din capitalul propriu la finele anului 2006 (de la 23 la sută în decembrie 2004 și, respectiv, 18 la sută în decembrie 2005). Alte elemente importante ale capitalului propriu sunt reprezentate de primele legate de capital, rezervele legale, rezervele statutare, alte rezerve.

Grafic 3.2.3 – Structura capitalului propriu al băncilor persoane juridice române

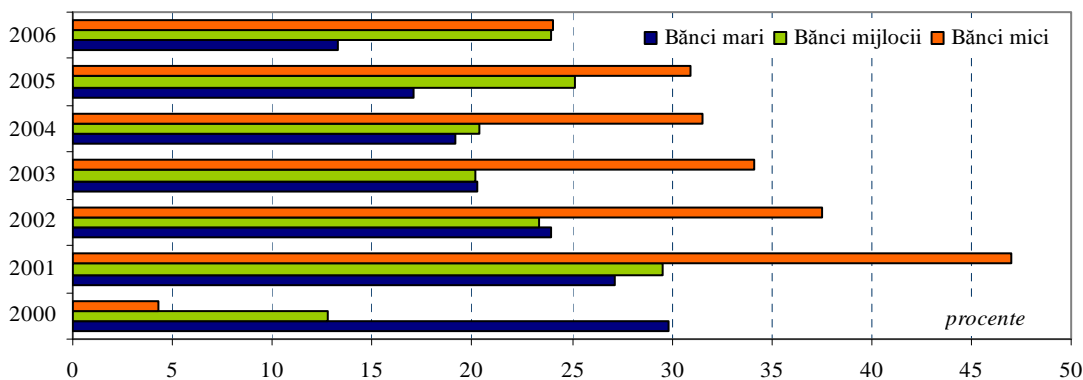


Sursa: BNR

### 3.2.3.2. Analiza solvabilității

Anul 2006 a consemnat un recul de 3,73 puncte procentuale pentru raportul de solvabilitate calculat la nivel agregat pentru instituțiile de credit, această evoluție reprezentând o continuare a trendului descendent început în anul 2001. Totuși, nivelul de 17,34 la sută din decembrie 2006 corespunde unei bune adecvări a capitalului instituțiilor de credit, acesta fiind totodată superior nivelului înregistrat în zona euro (de 11,2 la sută la finele semestrului I al anului 2006).

Grafic 3.2.4 – Evoluția raportului de solvabilitate, pe grupe de bănci, în perioada 2000-2006



Sursa: BNR

<sup>13</sup> Regulamentul BNR-CNVM nr. 18/23/2006 privind fondurile proprii ale instituțiilor de credit și ale firmelor de investiții, care a intrat în vigoare la 1 ianuarie 2007, preia din reglementarea anterioară limita impusă pentru nivelul maxim al capitalului suplimentar (definit în noua normă ca „fonduri proprii de nivel 2”) până la 100 la sută din fondurile proprii de nivel 1 (echivalentul capitalului propriu din vechea reglementare). De asemenea, și finanțarea prin împrumuturi subordonate este în continuare limitată. În acest sens, art. 21 din regulament precizează că totalul acțiunilor preferențiale cumulative pe durată nedeterminată și al capitalului sub formă de împrumut subordonat (care sunt componente ale fondurilor proprii de nivel 2 suplimentar) ce poate fi luat în calculul fondurilor proprii nu poate depăși 50 la sută din valoarea fondurilor proprii de nivel 1. Regulamentul precizează că BNR poate aproba, la cererea instituțiilor de credit, depășirea limitelor menționate, dar numai în situații excepționale și provizorii.

Analiza evoluției raportului de solvabilitate calculat pe grupe de bănci în funcție de criteriul activelor deținute (Grafic 3.2.4) relevă cele mai scăzute valori la nivelul băncilor mari.

Băncile mici<sup>14</sup> tind să egaleze nivelele ratelor solvabilității calculate pentru băncile mijlocii, ca efect al implicării tot mai active în activitatea de creditare. Este de remarcat că această evoluție s-a produs pe fondul creșterii gradului de concentrare pe piața creditelor, cota de piață a primelor cinci bănci din sistem în totalul creditelor acordate majorându-se.

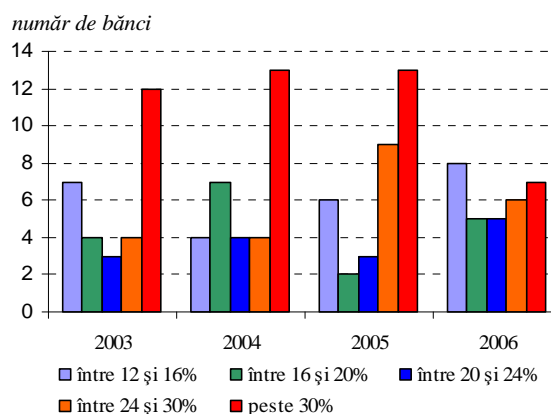
În ceea ce privește distribuția băncilor în funcție de nivelul raportului de solvabilitate (Grafic 3.2.5), anul 2006 a consemnat continuarea tendinței de migrare a băncilor către paliere mai scăzute ale adecvării capitalului, pe fondul persistenței unui ritm accelerat de creștere a creditului neguvernamental.

Această orientare este confirmată și de evoluția distribuției activelor bancare în funcție de raportul de solvabilitate (Grafic 3.2.6).

Deși anul 2006 a confirmat trendul descendent al raportului de solvabilitate, se poate aprecia că nivelul ridicat de capitalizare consemnat de instituțiile de credit din România asigură încă un potențial substanțial de creștere pentru creditul neguvernamental. Evoluția acestui indicator, cel puțin pe termen scurt, va sta sub influența a doi factori importanți: pe de o parte, interesul acționarilor pentru fructificarea cât mai bună a capitalului (maximizarea ROE),

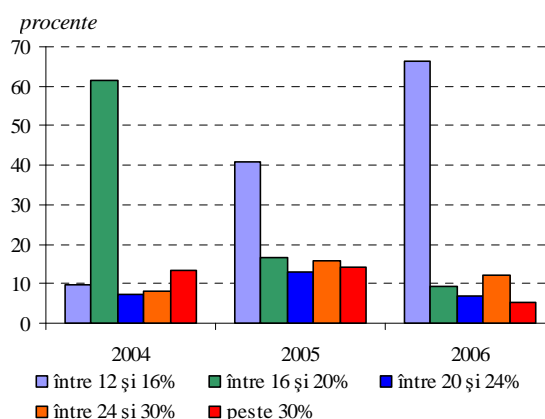
deci rate ale solvabilității cât mai aproape de nivelul reglementat și, pe de altă parte, abundența de lichiditate în sistem, relativ ieftină, care limitează viteza de reducere a solvabilității. Pe termen scurt, nivelul solvabilității nu va pune probleme, dată fiind menținerea unei marje confortabile a acestui indicator în raport cu nivelul reglementat. Totuși, impactul intrării în vigoare, la 1 ianuarie 2007,

Grafic 3.2.5 – Distribuția băncilor în funcție de raportul de solvabilitate



Sursa: BNR

Grafic 3.2.6 – Distribuția activelor bancare în funcție de raportul de solvabilitate



Sursa: BNR

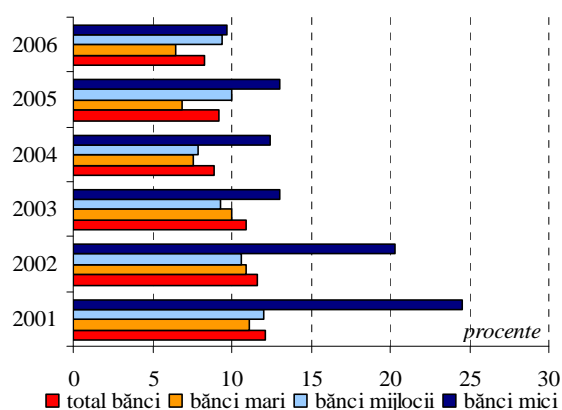
<sup>14</sup> În analizele efectuate de Banca Națională a României, se utilizează o clasificare a băncilor în funcție de ponderea activelor acestora în total active ale sistemului bancar, astfel: *băncile mari* sunt definite ca fiind acele ale căror active dețin o pondere mai mare de 5 la sută din total; *băncile medii* sunt cele ale căror active dețin o pondere cuprinsă între 1 la sută și 5 la sută din total; *băncile mici* sunt cele ale căror active reprezintă mai puțin de 1 la sută din activele agregate.



a noilor reglementări de prudență bancară referitoare la adecvarea capitalului<sup>15</sup> nu poate fi încă comensurat în totalitate. Noile reglementări, prin care sunt aplicate principiile Basel II, conțin – în afara cerințelor pentru riscul de credit – și cerințe specifice de capital pentru riscul operațional, riscul valutar, riscul de marfă, riscul de diminuare a valorii creanței aferente întregii activități, precum și cerințe de capital aferente portofoliului de tranzacționare pentru riscul de poziție, riscul de decontare și riscul de credit al contrapartidei.

Evoluția ratei capitalului propriu<sup>16</sup> în anul 2006 relevă continuarea tendinței de restrângere a gradului de autofinanțare al instituțiilor de credit de la 9,2 la sută în decembrie 2005 la 8,3 la sută în decembrie 2006, ca o consecință a creșterii mai rapide a activelor în raport cu cea a capitalului propriu. Nivelul de finanțare din surse proprii, calculat pe grupe de bănci în funcție de mărimea activelor acestora, diferă semnificativ (Grafic 3.2.7). Băncile mari continuă să dispună de cel mai restrâns nivel al ratei capitalului propriu (6,51 la sută în decembrie 2006 față de 6,85 la sută în decembrie 2005).

Grafic 3.2.7 – Rata capitalului propriu, pe total și pe grupe de bănci



Sursa: BNR

### 3.2.3.3. Rezultatele analizei *stress test* privind nivelul estimat al raportului de solvabilitate și al fondurilor proprii

În vederea evaluării, prin intermediul analizei de *stress test*, a capacității sistemului bancar românesc de a face față șocurilor de natură exogenă, Direcția Stabilitate Financiară a avut în vedere, pentru data de 30 iunie 2006, scenariul constând în deprecierea cu 19,1 la sută a cursului de schimb al monedei naționale și reducerea cu 6,1 puncte procentuale a ratei dobânzii, în condițiile unei creșteri economice nule timp de doi ani, ca ipoteză extremă, dar plauzibilă. Aceste valori au

<sup>15</sup> Regulamentul BNR-CNVM nr. 13/18/2006 privind determinarea cerințelor minime de capital pentru instituțiile de credit și firmele de investiții și reglementările conexe impun instituțiilor de credit, persoane juridice române, sucursalelor din România ale instituțiilor de credit din state terțe, societăților de servicii de investiții financiare, cooperativelor de credit din cadrul rețelelor cooperatiste și societăților de administrare a investițiilor menținerea unui nivel al fondurilor proprii care să se situeze în permanență la un nivel cel puțin egal cu suma următoarelor cerințe de capital: a) pentru riscul de credit și riscul de diminuare a valorii creanței aferente întregii activități 8 la sută din totalul valorilor ponderate la risc ale expunerilor; b) aferent portofoliului de tranzacționare, pentru riscul de poziție cerințele de capital sunt cuprinse între 0 la sută și 12 la sută, în funcție de natura pozițiilor din portofoliu, iar pentru riscul de decontare și riscul de credit al contrapartidei cerința de capital este de 8 la sută din totalul valorilor ponderate la risc ale expunerilor; c) pentru riscul valutar cerința de fonduri proprii se calculează înmulțind cu 8 la sută suma dintre poziția netă pe valută și poziția netă pe aur, iar pentru riscul de marfă cerința de capital se calculează ca sumă din: 15 la sută din poziția netă (lungă sau scurtă) înmulțită cu prețul spot al mărfii și 3 la sută din poziția brută (lungă plus scurtă) înmulțită cu prețul spot al mărfii; d) pentru riscul operațional aferent întregii activități, cerințele de capital sunt diferite în funcție de abordarea aleasă de instituția de credit, astfel: în cazul abordării de bază, cerința de capital este de 15 la sută din baza de calcul; în cazul abordării standard și standard alternativă, cerințele de capital sunt calculate prin aplicarea asupra indicatorului relevant a cotei de risc (12 la sută, 15 la sută și 18 la sută) corespunzătoare liniei de activitate. În baza aprobării BNR, instituțiile pot opta și pentru abordarea avansată, caz în care la determinarea cerințelor de capital trebuie să fie incluse atât pierderile așteptate, cât și pierderile neașteptate.

<sup>16</sup> Indicatorul „rata capitalului propriu” este determinat ca raport între capitalul propriu (din raportarea fondurilor proprii) și activul total. Indicatorul a fost calculat pentru băncile persoane juridice române și rețeaua de cooperative de credit CREDITCOOP, reflectând măsura în care acestea își finanțează activitatea din surse proprii.

fost estimate pe baza modelului macroeconomic de previziune pe termen mediu al Direcției Modelare și Prognoze Macroeconomice din BNR în condiția extremă menționată.

Dat fiind faptul că băncile încă dispun de o capitalizare corespunzătoare și de o lichiditate consistentă, analiza de *stress test* a relevat faptul că sistemul bancar românesc are capacitatea de a absorbi efectele negative ale șocurilor considerate în scenariu. Raportul de solvabilitate după șoc, calculat la nivel agregat (Tabel 3.2.6) consemnează un nivel de 14,91 la sută, superior limitei minime admise de reglementările de prudență bancară în vigoare la data de 30 iunie 2006 (12 la sută). Impactul șocurilor exogene menționate este resimțit în mod diferit la nivelul grupelor de bănci analizate<sup>17</sup>. Astfel, în cazul băncilor privatizate și al băncilor cu capital autohton, care consemnează nivele mai reduse ale raportului de solvabilitate (14,14 la sută) comparativ cu media calculată la nivel agregat, impactul șocurilor considerate în scenariu se reflectă în scăderea nivelului indicatorului până la 11,19 la sută și, respectiv 10,94 la sută.

Tabel 3.2.6 – Impactul șocurilor exogene asupra raportului de solvabilitate al băncilor

	Total	Bănci cu capital de stat	Bănci privatizate	Bănci cu capital privat autohton	Filiale ale băncilor internaționale repute	Alte bănci cu capital străin
Raportul de solvabilitate agregat, înainte de șoc (%)	17,76	45,41	14,14	14,14	24,69	22,9
Raportul de solvabilitate agregat, după șoc (%)	14,91	42,12	11,19	10,94	22,51	19,92
Mărima impactului total (pp)	-2,85	-3,28	-2,95	-3,20	-2,19	-2,99

Sursa: BNR

În ceea ce privește efectul estimat al șocurilor menționate asupra nivelului agregat al fondurilor proprii ale băncilor, acesta se reflectă într-o restrângere cu 19 la sută a acestora. Dintre grupele de bănci analizate, cele mai afectate ar putea fi băncile privatizate și băncile cu capital autohton, în cazul cărora analiza de *stress test* relevă comprimarea fondurilor proprii cu 23 la sută și, respectiv, cu 25 la sută.

Ca o concluzie, este de remarcat faptul că nivelul capitalizării sistemului bancar românesc, deși se află pe un trend descendent, permite adâncirea în continuare a gradului de intermediere financiară. Pe termen scurt, estimăm că impactul eventualelor șocuri exogene va putea fi absorbit de către bănci, acestea neputând reprezenta o amenințare la adresa stabilității sistemului bancar.

### 3.2.4. Riscul de credit

**Riscul de credit rămâne principalul risc la care sunt expuse băncile românești. Pe termen scurt, anticipăm o anumită creștere a acestuia, în contextul menținerii unui ritm susținut al creditării și al înaintării de-a lungul ciclului economic.**

**Calitatea portofoliului de credite la nivelul sistemului bancar s-a conservat, pe fondul politicii restrictive impuse de banca centrală în ultimii ani, dar și al eforturilor băncilor vizând gestionarea riscurilor.**

Creditul neguvernamental a crescut cu 47 la sută în termeni reali în 2006, peste ritmul anului anterior (33,8 la sută). Aproape 90 la sută din credit este acordat companiilor nefinanciare și

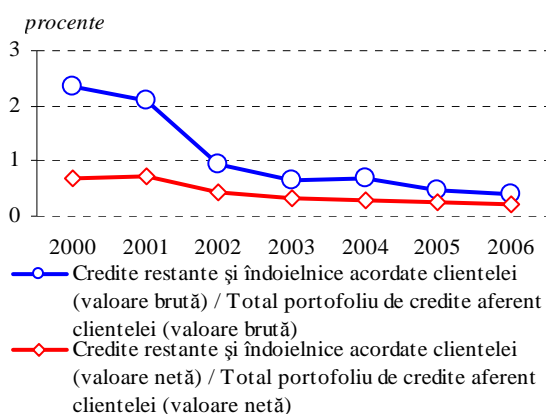
<sup>17</sup> Clasificarea băncilor, utilizată de Direcția Stabilitate Financiară în cadrul analizei de *stress test*, are în vedere natura capitalului social.

populației, ceea ce motivează concentrarea analizelor pe aceste categorii de debitori. În structură, creditul în *monedă națională* a devenit pentru prima oară majoritar, reprezentând 53 la sută din totalul creditului acordat. După criteriul *maturităților*, creditul pe termen lung a avut ritmul de creștere cel mai susținut, iar ponderea sa a devenit pentru prima oară superioară celorlalte scadențe (39 la sută, comparativ cu 28 la sută – creditul pe termen mediu și 34 la sută creditul pe termen scurt). Creditul în valută pe termen lung a fost cel mai dinamic, evoluție care ar putea induce riscuri suplimentare în sectorul bancar. După *tipul debitorului*, companiile nefinanciare își păstrează prima poziție, dar ponderea creditului către populație prezintă o dinamică mai accentuată (ajungând la 42 la sută în 2006, de la aproape 7 la sută în 2001).

Expansiunea activității de creditare, în cursul anului 2006, nu a determinat înrăutățirea calității portofoliului de credite al băncilor. Dimpotrivă, aceasta a consemnat o îmbunătățire comparativ cu anul anterior. În condițiile în care creanțele neperformante înregistrate în bilanțurile băncilor au înregistrat, în ultimii cinci ani, nivele foarte reduse (sub 1 la sută din volumul creditelor aflate în sold), tendința de restrângere a *ponderii creditelor restante și îndoielnice acordate clientelei nebancale în total portofoliu de credite aferent acestui segment al clientelei* (calculată atât la valoare netă, cât și la valoare brută) a continuat și în anul 2006, nivelul acestor indicatori comprimându-se până la 0,2 la sută și, respectiv, 0,4 la sută (Grafic 3.2.8).

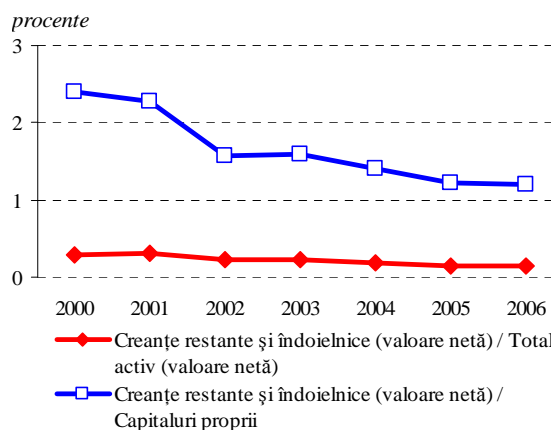
*Creanțele restante și îndoielnice (valoare netă)* înregistrate în bilanțurile instituțiilor de credit, exprimate ca proporție în *total active bancare și capitaluri proprii* (Grafic 3.2.9) se mențin la nivele foarte scăzute și în anul 2006 (0,15 la sută și, respectiv, 1,19 la sută), comparabile cu cele consemnate în anul anterior. Din această perspectivă, se poate aprecia că volumul capitalurilor proprii de care dispun instituțiile de credit este suficient pentru a absorbi pierderile provenind din creanțele neperformante înregistrate în bilanț.

Grafic 3.2.8 – Calitatea creditelor din sistemul bancar



Sursa: BNR

Grafic 3.2.9 – Calitatea creditelor din sistemul bancar



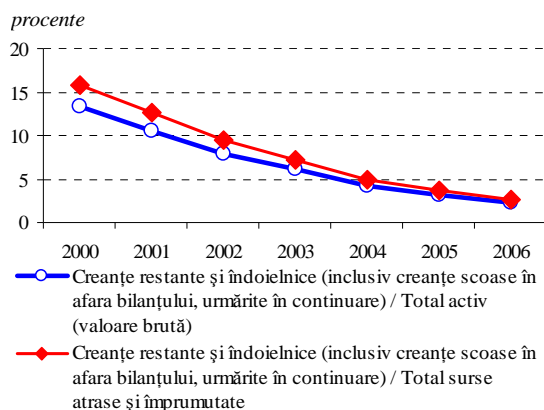
Sursa: BNR

Proporția *creanțelor restante și îndoielnice (inclusiv creanțele scoase în afara bilanțului, urmărite în continuare)* în *total active (valoare brută)* și în *total surse atrase și împrumutate s-a îmbunătățit* în anul 2006 (Grafic 3.2.10), cei doi indicatori consemnând fiecare un recul de aproximativ un punct procentual (până la 2,27 la sută și, respectiv 2,65 la sută la finele lunii decembrie), ceea ce ar putea semnala îmbunătățirea gestionării riscului de credit de către băncile comerciale.

*Gradul de acoperire cu rezerve și provizioane a expunerii ponderate în funcție de risc aferente creditelor bancare și nebancale, plasamentelor interbancale și a dobânzilor corespunzătoare*

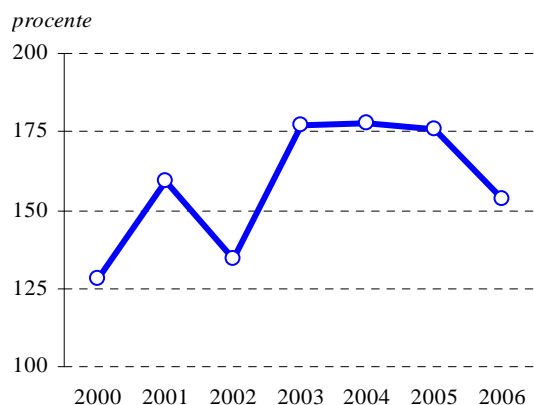
acestora clasificate în categoriile „substandard”, „îndoielnic” și „pierdere” (Grafic 3.2.11), deși în descreștere, se menține acoperitor la finele anului 2006 (153 la sută).

Grafic 3.2.10 – Calitatea creditelor din sistemul bancar



Sursa: BNR

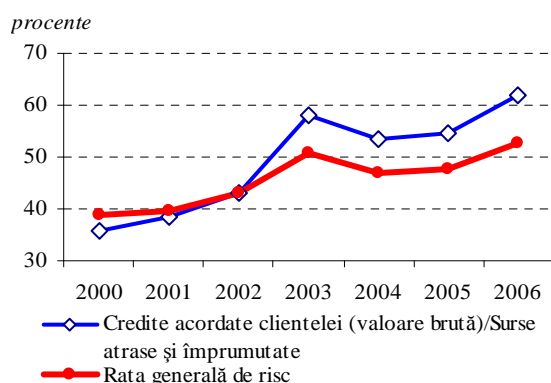
Grafic 3.2.11 – Gradul de acoperire a creanțelor clasificate în categoriile „substandard”, „îndoielnic” și „pierdere”



Sursa: BNR

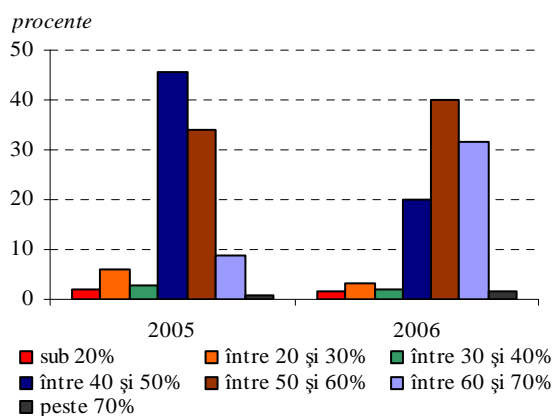
Continuarea procesului de adâncire a intermedierei financiare este reflectată și de majorarea, în anul 2006, a raportului dintre *creditele acordate clienței (la valoare brută)* și *sursele atrase și împrumutate* (Grafic 3.2.12) până la 62 la sută, cel mai înalt nivel din ultimii șase ani. Ca efect al aceluiași proces, *rata generală de risc*<sup>18</sup> (Grafic 3.2.12) a continuat trendul ascendent până la 52,8 la sută în decembrie 2006, evoluția acestui indicator reflectând creșterea riscului de credit asumat de bănci.

Grafic 3.2.12 – Indicatori de evaluare a riscului calculați pe baza datelor din bilanțul instituțiilor de credit



Sursa: BNR

Grafic 3.2.13 – Distribuția activelor nete în funcție de rata generală de risc



Sursa: BNR

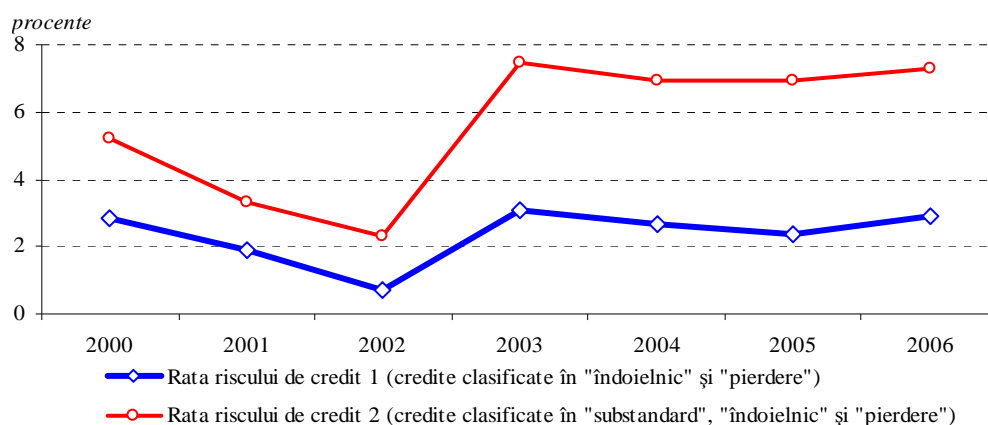
Analiza comparativă a distribuției activelor bancare în funcție de rata generală de risc la finele anilor 2005 și 2006 (Grafic 3.2.13) relevă continuarea procesului de migrare a activelor către paliere ce reflectă asumarea unui risc de credit ridicat. Astfel, în luna decembrie 2005, cea mai

<sup>18</sup> Rata generală de risc se calculează ca raport între suma activelor bilanțiere și a elementelor în afara bilanțului la valoarea ponderată în funcție de risc, pe de o parte, și suma activelor bilanțiere și a elementelor în afara bilanțului la valoarea contabilă, pe de altă parte. Indicatorul se determină pe baza datelor raportate de bănci în situația raportului de solvabilitate și măsoară gradul de expunere al băncilor la riscul de credit.

mare parte a activelor bancare aparțineau unor bănci cu nivelurile ale ratei generale de risc cuprinse între 40 la sută și 50 la sută (46 la sută din active) și, respectiv între 50 la sută și 60 la sută (34 la sută din active). La data menționată, numai 10 la sută din active aparțineau unor bănci cu un nivel al indicatorului mai mare de 60 la sută. În anul 2006, numai 20 la sută din activele bancare aparțineau băncilor cu o rată generală de risc cuprinsă între 40 la sută și 50 la sută, ponderea activelor corespunzătoare intervalului 50-60 la sută ajungând la 40 la sută, în timp ce 34 la sută din activele bancare aparțineau băncilor cu un nivel al indicatorului de peste 60 la sută.

*Ratele riscului de credit 1 și 2*<sup>19</sup> (Grafic 3.2.14) s-au situat pe un trend ascendent în anul 2006, nivelurile consemnate nedeșășindu-le însă pe cele din anul 2003 (cele mai ridicate din seria de date analizate), când fenomenul de expansiune a creditului neguvernamental s-a manifestat cu amploare.

Grafic 3.2.14 – Calitatea creditelor din sistemul bancar



Sursa: BNR

### 3.2.5. Riscul de lichiditate

**Lichiditatea sistemului bancar românesc s-a menținut la un nivel ridicat în 2006, cu toate că băncile au alocat din ce în ce mai multe fonduri activității de creditare<sup>20</sup>. Deși s-a situat pe un trend ușor descrescător, în contextul creșterii ponderii în active a plasamentelor pe termen mediu și lung, indicatorul de lichiditate rămâne deasupra nivelului minim reglementat prin norme.**

**Pentru perioada următoare apreciem că lichiditatea sistemului bancar nu va ridica probleme majore din perspectiva riscului, în contextul în care creditul pe termen scurt și creanțele față de banca centrală continuă să reprezinte o parte importantă în portofoliul de active.**

Lichiditatea imediată a sistemului bancar a crescut între sfârșitul anului 2005 și cel al anului 2006 de la 33 la sută la 40 la sută pe fondul politicii rezervelor minime obligatorii<sup>21</sup> și al continuării

<sup>19</sup> *Rata riscului de credit 1* exprimă raportul dintre expunerea neajustată aferentă creditelor bancare, nebancale, a plasamentelor interbancale și a dobânzilor clasificate în categoriile „îndoielnic” și „pierdere” în total credite, plasamente interbancale și dobânzi aferente. *Rata riscului de credit 2* exprimă raportul dintre expunerea neajustată aferentă creditelor bancare, nebancale, a plasamentelor interbancale și a dobânzilor clasificate în categoriile „substandard”, „îndoielnic” și „pierdere” în total credite, plasamente interbancale și dobânzi aferente.

<sup>20</sup> În principal cu scadențe pe termen lung.

<sup>21</sup> Începând cu perioada de aplicare 24 martie-23 aprilie 2006 rata rezervei minime obligatorii pentru mijloacele bănești în valută, cu excepția împrumuturilor nerambursabile, a fost stabilită la 40 la sută (față de nivelul anterior de 35 la sută). În plus, începând cu perioada de aplicare 24 iulie-23 august 2006 rata rezervei minime obligatorii pentru mijloacele bănești în moneda națională, cu scadență mai mică de 2 ani, sumele în tranzit în monedă națională și mijloacele bănești în monedă națională cu scadență reziduală mai mare de 2 ani de la finele perioadei de observare care prevăd clauze referitoare la rambursări, retrageri, transferuri anticipate, a fost stabilită la 20 la sută (față de nivelul anterior de 16 la sută).

sterilizărilor, Banca Națională a României rămânând cea mai importantă contrapartidă pentru instituțiile de credit (80 la sută din totalul operațiunilor interbancare pe partea de active), în condițiile în care tranzacțiile interbănci se mențin la dimensiuni destul de reduse.

Tabel 3.2.7 – Indicatorul de lichiditate pe sistem bancar

Anul	$D \leq 1$ lună	$1 \text{ lună} < D \leq 3$ luni	$3 \text{ luni} < D \leq 6$ luni	$6 \text{ luni} < D \leq 12$ luni	$12 \text{ luni} < D$	Total
2005	2,63 <sup>22</sup>	10,79	27,31	28,97	7,10	2,59
2006	2,01	6,42	9,12	15,10	8,14	2,30

Sursa: BNR

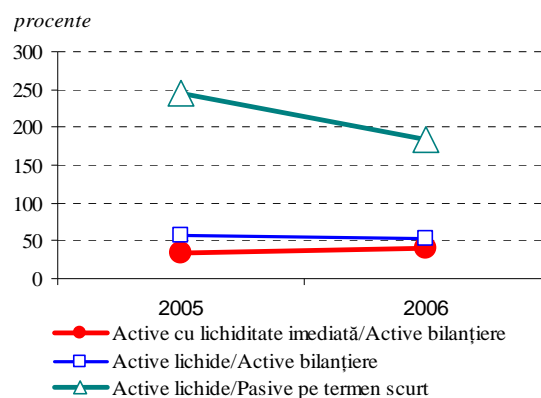
Lichiditatea globală a unei instituții de credit depinde de structura combinată a activelor și pasivelor sale, scadențele activelor în comparație cu cele ale surselor de finanțare fiind un factor determinant al vulnerabilității acestora la riscul de lichiditate. Indicatorul de lichiditate pe sistem bancar, calculat conform reglementărilor în vigoare, se menține la nivele care depășesc limita minimă de 1, așa cum rezultă din tabelul 3.2.7.

Activele lichide<sup>23</sup>, ca pondere în totalul activelor bilanțiere, s-au menținut la valori confortabile în 2006, situate însă pe un trend descrescător de la 58 la sută la finele anului 2005 la 52 la sută la sfârșitul anului 2006.

Indicatorul active lichide/pasive pe termen scurt<sup>24</sup> a consemnat o reducere cu 61,3 puncte procentuale (ajungând la un nivel apropiat de cel înregistrat la sfârșitul anului 2004), în timp ce indicatorul credite<sup>25</sup>/depozitele clienților și-a continuat creșterea, de la 74,9 la sută în 2005, la 91,1 la sută la sfârșitul anului 2006 (Grafic 3.2.15), situându-se însă sub nivelul mediu de circa 113 la sută al țărilor UE-12<sup>26</sup>. Evoluțiile divergente ale acestor doi indicatori, ca și reducerea înregistrată de activele lichide/total active pun în lumină comportamentul tot mai multor instituții de credit care renunță la o lichiditate ridicată pentru potențialele venituri substanțiale din activitatea de creditare.

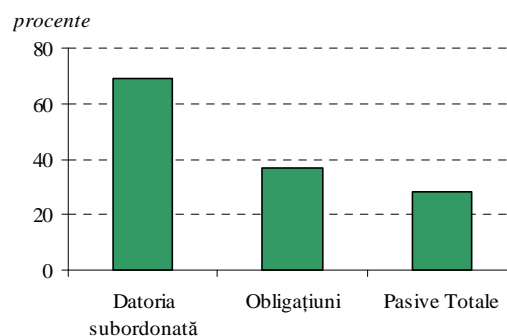
Orientarea instituțiilor de credit spre surse de finanțare mai stabile, cu termene mai lungi decât ale depozitelor atrase de la clientela nebancară este evidențiată de evoluția datoriilor subordonate și a obligațiunilor emise de instituțiile de credit (Grafic 3.2.16), cu creșteri peste cele ale pasivelor bilanțiere.

Grafic 3.2.15 – Indicatori de lichiditate ai sistemului bancar



Sursa: BNR

Grafic 3.2.16 – Ritmul de creștere al datoriilor subordonate și al obligațiunilor emise de instituțiile de credit comparativ cu cel al pasivului total în anul 2006



Sursa: BNR

<sup>22</sup> Față de nivelul de 0,61 înregistrat în sectorul bancar din Polonia, conform *Summary Evaluation of the Financial Situation of Polish Banks*, pag. 20, Warsaw, September 2006.

<sup>23</sup> Active bilanțiere și angajamentele primite cu scadența de până la 3 luni.

<sup>24</sup> Indicatorul ia în calcul activele, pasivele și elementele în afara bilanțului cu o scadență de până la 3 luni.

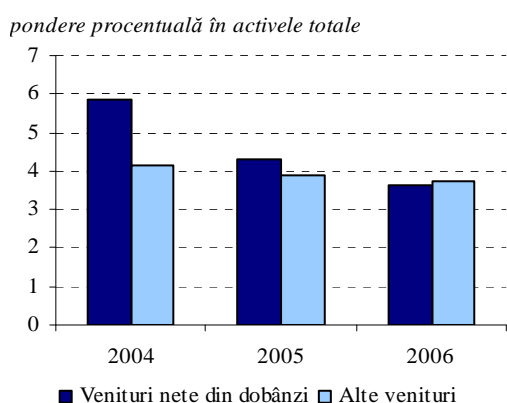
<sup>25</sup> Au fost excluse creditele interbancare.

<sup>26</sup> Eurobank Research, November 2006.

### 3.2.6. Riscul de piață

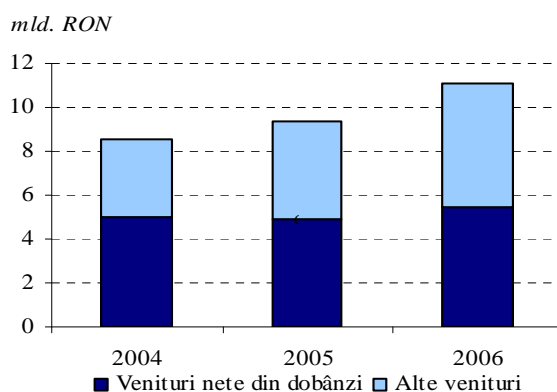
La nivelul sistemului bancar românesc, riscul de piață continuă să fie, în general, redus, principalele tendințe identificate în anii anteriori fiind confirmate pe parcursul anului 2006. Nu există semnale privind posibile implicații sistemice severe determinate de riscul de piață. Expunerea directă a instituțiilor de credit la modificarea ratei dobânzii, deși într-o ușoară creștere, rămâne moderată, iar expunerea directă aferentă modificării cursului de schimb și cea a modificării cursului acțiunilor se mențin puțin semnificative. Indirect însă, riscul se manifestă prin intermediul calității portofoliului de credite. Concluziile desprinse în urma analizării indicatorilor specifici relevanți sunt susținute și de rezultatele evaluării de tip “stress test” realizate pentru semestrul I al anului 2006.

Grafic 3.2.17 – Evoluția veniturilor nete din dobânzi<sup>27</sup> comparativ cu cele din alte activități decât cele generatoare de dobânzi



Sursa: BNR

Grafic 3.2.18 – Evoluția<sup>28</sup> structurală a veniturilor operaționale

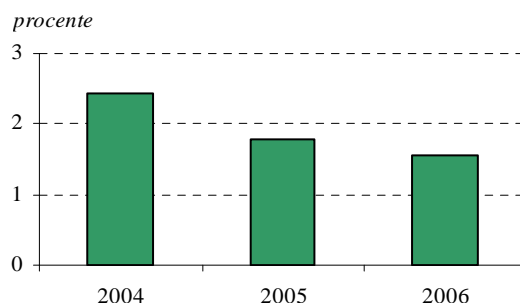


Sursa: BNR

**Riscul de rată a dobânzii rămâne principala sursă de vulnerabilitate din categoria riscului de piață cu care se confruntă sistemul bancar românesc.** Atât ponderea venitului net din dobândă în activul mediu, cât și cea a venitului net din alte activități decât cele generatoare de dobânzi tind să scadă (Grafic 3.2.17).

Pe de altă parte, la nivelul contului de profit și pierdere, se observă creșterea veniturilor operaționale și, în cadrul acestora, a ponderii veniturilor nete din alte activități decât cele generatoare de dobânzi (Grafic 3.2.18). Acest fapt sugerează că scăderea în perioada analizată a rentabilității activelor este rezultatul dezvoltării activității de intermediere bancară. Totodată, reafirmăm practica unor bănci de a transfera o parte din costul cu dobânda al creditelor asupra comisioanelor percepute pentru împrumuturile acordate clienților, fapt care atenuează, la rândul lui, impactul efectiv al riscului de rată a dobânzii.

Grafic 3.2.19 – Evoluția ponderii poziției valutare totale în fondurile proprii la nivelul sistemului bancar



Sursa: BNR

<sup>27</sup> Veniturile nete din dobânzi includ veniturile nete rezultate din operațiunile cu clientela și veniturile nete rezultate din operațiunile cu titluri.

<sup>28</sup> Prețuri comparabile anul 2006.



**Expunerea directă a instituțiilor de credit din România la riscul de curs de schimb continuă să fie redusă. În plus, ponderea poziției valutare agregate în fondurile proprii continuă să fie în scădere (Grafic 3.2.19).** Totodată, trebuie menționat că tranzacțiile valutare s-au concretizat în venituri nete considerabile pentru bănci. În ultimii doi ani, acestea au reprezentat aproximativ 20 la sută din veniturile nete din dobânzi.

**Riscul direct al modificării cursului acțiunilor este de asemenea redus** pentru sistemul bancar românesc. Instituțiile de credit nu dețin plasamente sau participații substanțiale și nici nu obțin venituri importante din tranzacționarea acțiunilor.

**Aprecierile privind expunerea moderată a sectorului bancar românesc la riscul de piață sunt susținute și de rezultatele obținute în urma simulărilor pentru semestrul I 2006, pe baza aplicației stress test.** Analiza efectului cumulat al șocurilor de rată a dobânzii și al cursului de schimb aplicate direct asupra

bilanțului și contului de profit și pierdere al băncilor relevă un impact relativ redus asupra sistemului bancar, concretizat în scăderea nivelului fondurilor proprii cu aproximativ 16 puncte procentuale (Tabel 3.2.8). În condițiile reducerii dobânzii cu 6,1 puncte procentuale (conform scenariului de stres), veniturile nete din dobânzi ar înregistra o scădere, provocând la nivel de sistem un impact negativ asupra fondurilor proprii, evaluat la 15,64 la sută. Efectul direct al cursului de schimb este minor, cauzând în condițiile deprecierei monedei naționale cu 19,1 la sută o reducere cu 0,32 la sută a fondurilor proprii.

În cazul **șocului aplicat pe rata dobânzii**, un impact negativ ar putea fi resimțit în cazul a opt bănci din sistem, la care comprimarea volumului fondurilor proprii depășește media pe sistem cu valori cuprinse între 0,08 și 20 puncte procentuale. Riscul ratei dobânzii este mai semnificativ decât alte categorii ale riscului de piață întrucât operațiunile cu clientela, denumite în lei, sunt necorelate între activ și pasiv, atât pe total, cât și pe benzi de scadență, în sensul că, în general, resursele sunt atrase pe termen scurt, iar activele sunt plasate pe termen mediu și lung. Efectul negativ este determinat cu preponderență de necorelarea existentă pe banda de scadență 1-5 ani, care cauzează peste 55 la sută din pierderea potențială asociată riscului de rată a dobânzii.

Considerațiile expuse anterior ne conduc la concluzia că riscul de rată a dobânzii este moderat, cel puțin pentru perioada analizată. În plus, apreciem că impactul șocului aplicat pe rata dobânzii este atenuat de atitudinea unor bănci de a contrabalansa reducerea dobânzilor prin creșterea cantumului sau introducerea unor noi comisioane pentru aceeași facilitate.

**Șocul aplicat pe cursul de schimb**, definit în scenariu, respectiv deprecierea cu 19,1 la sută a monedei naționale, ar putea genera o restrângere a fondurilor proprii cu procente cuprinse între -2,86 la sută și -0,15 la sută (Tabel 3.2.9). Dimensiunea impactului este foarte redusă, în principal datorită unei

Tabel 3.2.8 – Estimarea<sup>29</sup> efectelor șocului considerat asupra fondurilor proprii (procente)

	2006
Rata dobânzii	-15,64
Cursul de schimb	-0,32
<b>IMPACTUL TOTAL</b>	<b>-15,96</b>

Tabel 3.2.9 – Distribuția instituțiilor de credit în funcție de mărimea efectului direct al cursului de schimb ca procent din fondurile proprii

de la 1 la sută la 3 la sută	<b>1 bancă</b>
de la 0 la sută la 1 la sută	<b>17 bănci</b>
de la -1 la sută la 0 la sută	<b>10 bănci</b>
de la -3 la sută la -1 la sută	<b>4 bănci</b>

<sup>29</sup> Analiza rezultatelor modelului de stress vizează exclusiv băncile persoane juridice române. Cu excepția simulărilor privind piața interbancară, sucursalele băncilor străine nu sunt incluse în test, întrucât nu le sunt aplicabile cerințele de adecvare a capitalului și, în acest caz, lipsa datelor face imposibilă determinarea raportului de solvabilitate. De altfel, este foarte puțin probabil ca, în situația creată în condiții de șoc, aceste sucursale să nu-și poată îndeplini obligațiile de plată, dat fiind sprijinul consistent de care acestea beneficiază din partea băncilor-mamă.



capitalizări adecvate, dar și unei corelări relativ echilibrate a activelor și pasivelor în valută. Indirect însă, riscul valutar este transferat asupra debitorilor, reflectându-se asupra băncilor prin intermediul riscului de credit.

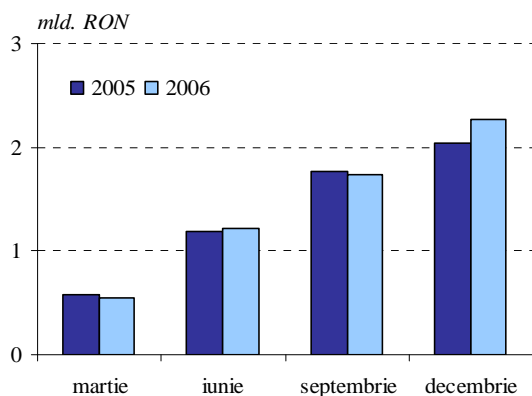
### 3.2.7. Profitabilitate și eficiență

În anul 2006 s-a realizat o consolidare a profitului net înregistrat la nivelul sistemului bancar. Pe fondul reducerii marjelor de dobândă, beneficiile instituțiilor de credit s-au obținut mai mult din volumul activității. Principalii indicatori de performanță financiară înregistrează ușoare deprecieri față de perioada anterioară, însă rămân la niveluri comparabile cu valorile înregistrate în țările din regiune.

Pe termen scurt anticipăm o încetinire lentă a ratei profitului la nivelul sectorului bancar, în contextul acțiunii unor factori de presiune cum ar fi: înăsprirea concurenței, reducerea marjei de dobândă, creșterea necesarului de provizioane ca efect al dinamicii susținute a creditării, continuarea investițiilor în dezvoltarea rețelelor teritoriale, precum și costurile legate de implementarea Acordului Basel II.

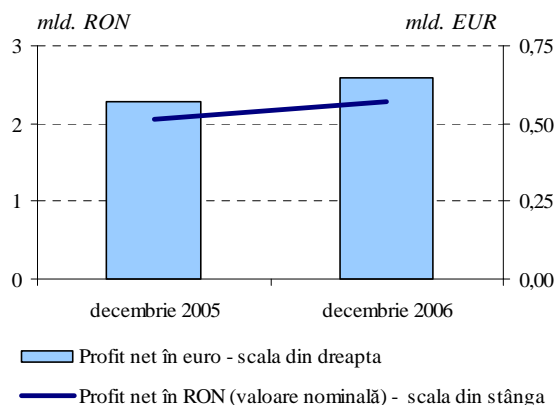
Profitul net pe 2006 evidențiază o dinamică asemănătoare cu cea înregistrată în anul precedent (Graficele 3.2.20 și 3.2.21), **rezultatul net** agregat înregistrând o creștere atât în termeni nominali, cât și în echivalent euro.

Grafic 3.2.20 – Evoluția comparativă a profitului net trimestrial pe sistem bancar în anii 2005 și 2006



Sursa: BNR

Grafic 3.2.21 – Evoluția profitului net pe sistem bancar

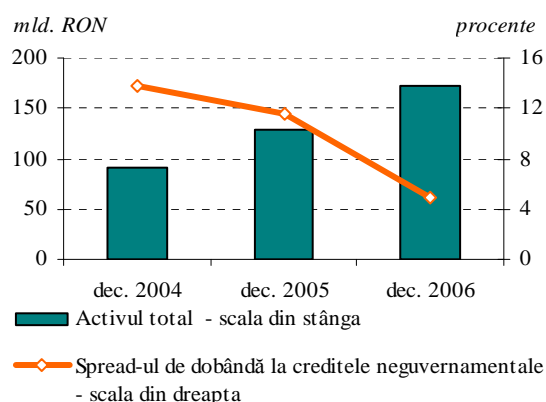


Sursa: BNR

Rezultatul financiar s-a realizat într-un cadru economic favorabil, prin dezvoltarea activității de creditare și a altor tranzacții, care au compensat reducerea marjelor<sup>30</sup> dintre dobânzile la credite și cele la depozite (Grafic 3.2.22).

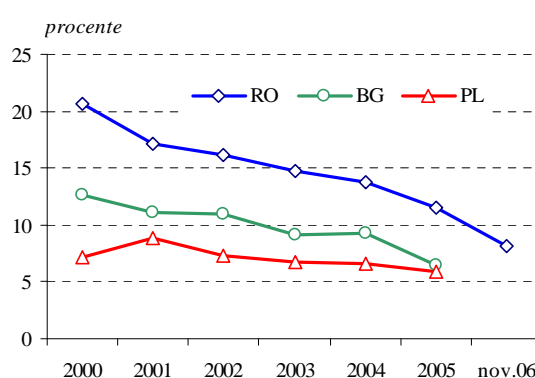
<sup>30</sup> Ecartul dintre ratele medii ale dobânzilor active și pasive pentru operațiunile în RON practicate de instituțiile de credit a scăzut de la 5,59 puncte procentuale în decembrie 2005 la 4,85 puncte procentuale în decembrie 2006.

Grafic 3.2.22 – Evoluția ecartului dobânzilor medii în perioada 2004-2006



Sursa: BNR

Grafic 3.2.23 – Ecartul dobânzilor medii în România, Bulgaria și Polonia



Sursa: Impactul reglementărilor externe asupra sistemului bancar din România, 2006 - Roland Berger

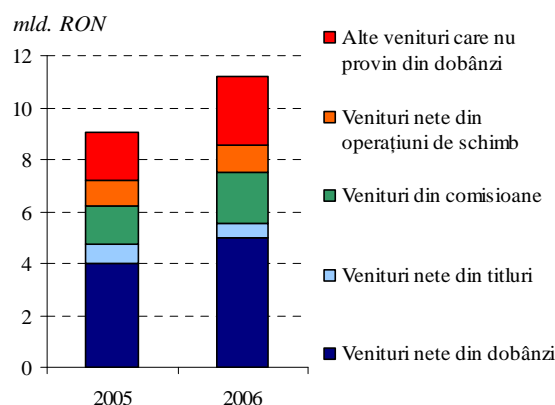
Situate pe un trend descrescător, marjele medii de dobândă din sistemul bancar românesc se plasează totuși deasupra mediei înregistrate de sistemele bancare ale altor țări din regiune (Grafic 3.2.23).

**Veniturile nete din dobânzi**, deși și-au redus ponderea în favoarea celor care nu provin din dobânzi, rămân o componentă importantă (50 la sută<sup>31</sup>) a veniturilor operaționale (Grafic 3.2.24).

Spre deosebire de anul 2005, veniturile nete din dobânzi, exclusiv cele aferente titlurilor, s-au relansat în principal pe fondul creșterii reale a veniturilor din dobânzi aferente creditelor acordate clientelei.

Un rol important în evoluția veniturilor din dobânzi l-a avut comportamentul dual al instituțiilor de credit. În general, ca răspuns la apariția unor impulsuri de natura politicii monetare, băncile au reacționat prin majorarea costurilor la creditele vechi, diminuând, pe de altă parte, dobânzile la creditele noi acordate, în scopul atragerii de noi clienți.

Grafic 3.2.24 – Evoluția structurală a veniturilor operaționale



Sursa: BNR

**Veniturile din comisioane** (18 la sută în veniturile operaționale) au înregistrat un ritm real de creștere de 30 la sută depășindu-l pe cel al veniturilor operaționale. În contextul măririi volumului tranzacțiilor, sursele veniturilor care nu provin din dobânzi ar putea fi apreciate ca fiind stabile.

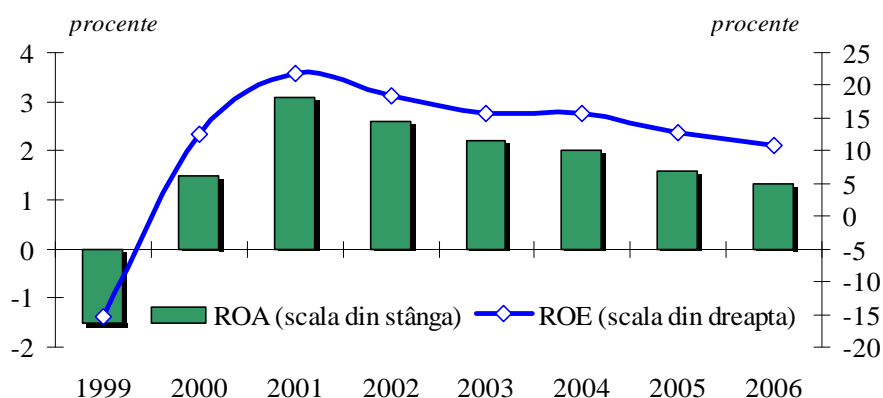
Celelalte componente ale veniturilor operaționale, respectiv **veniturile nete din operațiuni de schimb valutar și cele din titluri**, au înregistrat ritmuri de creștere negative, diminuându-și ponderile în total (de la 11 la sută la 9 la sută în cazul primei componente și de la 9 la sută la 5 la sută în cazul celei de a doua). Menționăm, totodată, că în anul 2006 statul român nu a emis

<sup>31</sup> Veniturile nete din dobânzi includ și veniturile nete din titluri, care dețineau o pondere de 5 la sută în veniturile operaționale la sfârșitul anului 2006.

certIFICATE de trezorerie, iar volumul obligațiunilor în valută deținute de instituțiile de credit a scăzut de aproximativ 30 de ori.

Evoluția descendentă a principalilor indicatori de performanță financiară (Grafic 3.2.25) a fost determinată de creșterea mai redusă a profitului net comparativ cu acelea ale activului agregat și capitalurilor proprii.

Grafic 3.2.25 – Evoluția comparativă a ROE și ROA



Sursa: BNR

**Rata rentabilității economice (ROA)** continuă să rămână în 2006 pe un trend descrescător, înregistrând o contracție de la 1,6 la sută la 1,3 la sută. Mărimea rentabilității economice rămâne comparabilă cu valorile consemnate în alte țări din regiune<sup>32</sup>.

**Rata rentabilității financiare (ROE)** urmează un trend descrescător ușor mai accentuat decât cel al ROA, pe fondul creșterii mai rapide a activelor totale (28 la sută), decât cel al capitalurilor proprii, asimilate și provizioane (25 la sută). În acest context, rentabilitatea financiară s-a situat pe o plajă de valori cuprinsă între 12,7 la sută și 10,7 la sută.

Distribuția instituțiilor de credit în funcție de mărimea indicatorului ROE indică reducerea ponderii instituțiilor de credit cu ROE între 10-15 la sută în totalul activelor bancare, de la 16,35 la sută la 31 decembrie 2005, la 7,15 la sută la 31 decembrie 2006 și creșterea ponderii în total a instituțiilor de credit cu ROE între 5-10 la sută, de la 5,32 la sută la 24,2 la sută în perioada analizată.

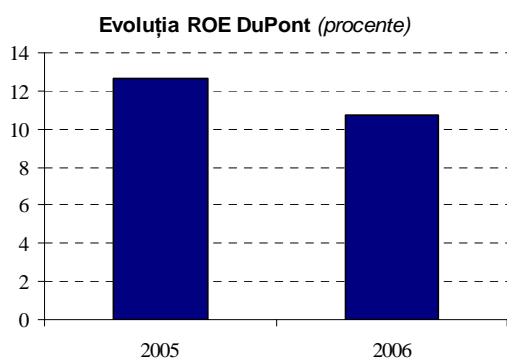
Analiza ROE pe baza factorilor determinanți, folosind descompunerea **DuPont** (Grafic 3.2.26), relevă că diminuarea remunerării capitalului bancar este antrenată în special de reducerea profitului net raportat la venituri, a capacității activelor de a genera venituri, în condițiile unei creșteri lente a efectului de pârghie.

<sup>32</sup> Rata rentabilității economice a sistemului bancar bulgar era de 1,9 la sută la sfârșitul anului 2006 (*Monthly Bulletin December 2006, National Bank of Bulgaria*), de 1,8 la sută în Croația (la sfârșitul trimestrului al II-lea al anului 2006 – *Republic of Croatia: 2006 Article IV Consultation: IMF Staff Report*) și de 1,4 la sută în zona euro (valoare mediană la sfârșitul trimestrului al II-lea al anului 2006, *ECB Financial Stability Review, December 2006*).

Grafic 3.2.26 – Evoluția ROE în funcție de componente (ROE-DuPont)

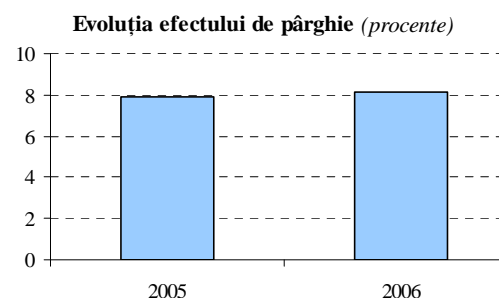
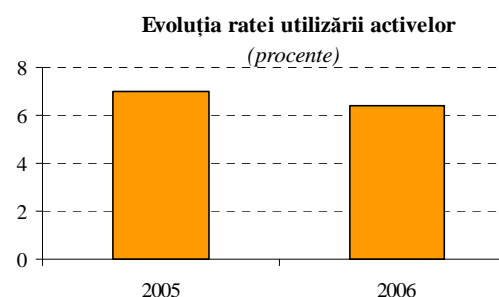
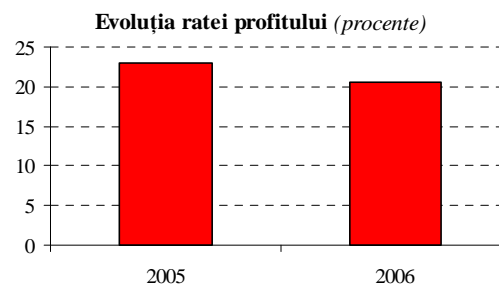
$$ROE = R_{PR} \times RUA \times EP$$

$$\frac{PN}{CP} = \frac{PN}{Vo} \times \frac{Vo}{AT} \times \frac{AT}{CP}$$



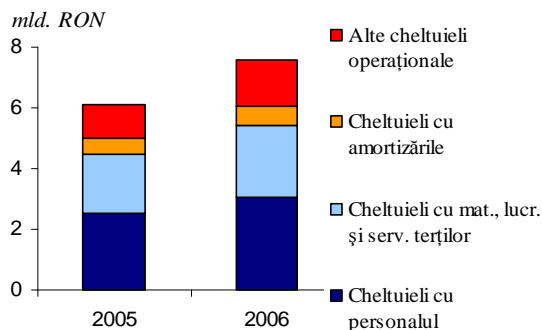
*R<sub>PR</sub>* – Rata Profitului  
*RUA* – Rata Utilizării Activelor  
*EP* – Efectul de Pârghie  
*PN* – Profit Net  
*Vo* – Venituri Operaționale  
*AT* – Active Totale  
*CP* – Capitaluri Proprii

Sursa: BNR



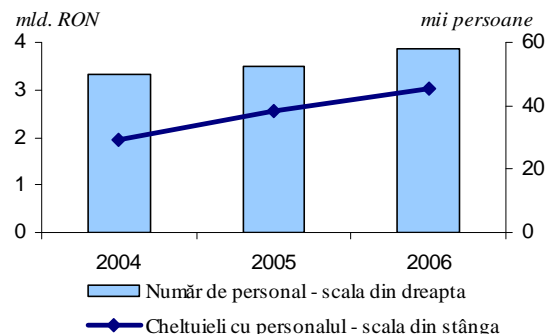
Profitabilitatea ridicată se concentrează de regulă la nivelul băncilor mari, care prezintă o bună capacitate de absorbție a șocurilor potențiale într-un mediu economic volatil.

Grafic 3.2.27 – Evoluția structurală a costurilor operaționale



Sursa: BNR

Grafic 3.2.28 – Evoluția cheltuielilor cu personalul



Sursa: BNR

În structura cheltuielilor operaționale (Grafic 3.2.27), cheltuielile cu personalul au continuat să reprezinte elementul cu ponderea cea mai ridicată (40 la sută), pe fondul creșterii numărului de personal al instituțiilor de credit (Grafic 3.2.28).

**Cheltuielile cu provizioanele** au crescut în termeni reali cu 41 la sută în 2006, în principal ca efect al expansiunii creditului neguvernamental cu 47 la sută, precum și al restricțiilor impuse de Banca Națională a României instituțiilor de credit modificând Regulamentul nr. 5/2002 prin Regulamentul nr. 8/2005 (care obligă încadrarea într-o clasificare inferioară a performanței financiare a persoanelor fizice care nu dispun de venituri certe cu caracter de permanență, exprimate în aceeași monedă cu cea a împrumutului).

Indicatorul **eficienței costurilor** (*cost income ratio*) s-a menținut aproape neschimbat (67,2 la sută la 31 decembrie 2005, respectiv 67,7 la sută la 31 decembrie 2006).

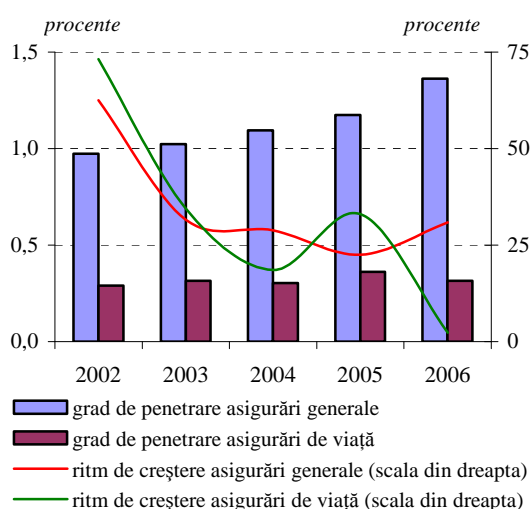
### 3.3. Sectorul financiar nebanca

#### 3.3.1. Piața asigurărilor

**Piața asigurărilor a continuat să se dezvolte, încurajată de cererea în creștere pentru produsele de asigurări și de avansul intermedierei financiare pe ansamblul economiei. Structurarea capitalului în funcție de tipul de activitate și creșterea concurenței pe piață au condus la o întărire a sectorului asigurărilor. În contextul integrării europene este necesară o accelerare a ritmului de expansiune al pieței asigurărilor pentru a susține convergența cu piața unică. Ratele de dobândă în scădere, alternativele reduse de investire pe piața financiară și trendul crescător al daunelor sunt principalele riscuri cu care se confruntă sectorul asigurărilor din România.**

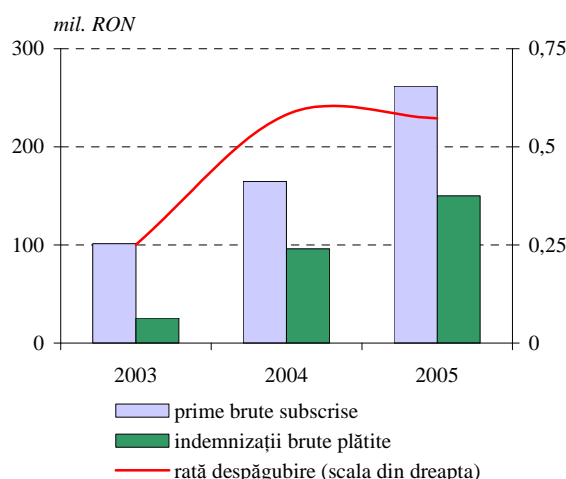
Piața traversează o perioadă de consolidare și de majorări de capital. Cele mai importante grupe de polițe subscrise sunt asigurările de viață, anuitățile și produsele de investiții pentru asigurările de viață, respectiv asigurările auto pentru asigurările generale. Primele brute subscrise au evoluat diferit pentru subsectoarele asigurărilor. Ritmul de creștere al pieței asigurărilor de viață s-a redus în anul 2006, iar cel al asigurărilor generale a avansat pentru prima dată din anul 2002, evoluție datorată creșterii segmentului auto și a majorării tarifelor de primă. Gradul de penetrare al asigurărilor a crescut până la 1,68 la sută din PIB, dar rămâne printre cele mai scăzute din Uniunea Europeană.

Grafic 3.3.1 – Evoluția pieței asigurărilor



Sursa: CSA

Grafic 3.3.2 – Evoluția asigurărilor de credite



Sursa: CSA

Creșterea pieței asigurărilor de credite a fost însoțită de o deteriorare a calității portofoliului de polițe gestionat de companii. Rata despăgubirilor (Grafic 3.3.2), determinată ca pondere a indemnizațiilor

brute plătite în total prime brute subscrise, a depășit media pieței asigurărilor generale în 2005 (în valoare de 0,49). Acest nivel nu dezvoltă probleme din perspectiva stabilității financiare, însă dinamica despăgubirilor trebuie avută în vedere de către companiile de asigurări. Pentru a se proteja, societățile au crescut gradul de cedare în reasigurare și au aplicat măsuri de tip *stop-loss* și franșize. Companiile afiliate unor grupuri financiare cu activitate bancară în România au deținut în anul 2005 cota de piață majoritară pe segmentul de asigurări de credite. Riscul de credit ar putea afecta grupul financiar în ansamblu dacă rata de nerambursare a împrumuturilor se va accentua.

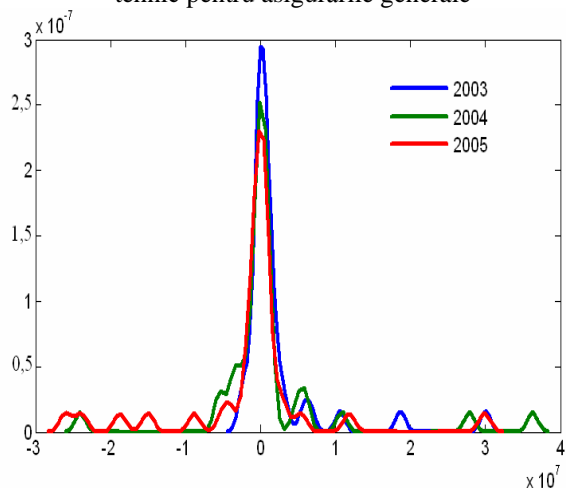
### Profitabilitatea sectorului asigurărilor

Activitatea de asigurare generează profit din investiții de portofoliu și din gestionarea riscurilor aferente polițelor subscrise. Diversificarea riscurilor asigurate, estimarea costului real al primelor de asigurare și administrarea corespunzătoare a plasamentelor și a riscurilor operaționale eficientizează sectorul asigurărilor. Pe ansamblu, rentabilitatea companiilor de asigurări din România a continuat să se diminueze, dar marjele de solvabilitate s-au menținut peste limita minimă stabilită de Comisia de Supraveghere a Asigurărilor. Pierderile tehnice înregistrate de anumite companii de pe segmentul asigurărilor generale au impus cerințe suplimentare de capital. Respectiv societăți vor trebui să aibă în vedere ajustarea tarifelor de primă în funcție de riscurile asumate și îmbunătățirea sistemelor de administrare a riscurilor, pentru a se întări financiar.

Rezultatele tehnice pentru companiile de asigurări de viață au înregistrat o evoluție favorabilă, diferită de rezultatele pentru asigurările generale, principalul factor fiind reducerea indemnizațiilor nete raportate la primele nete subscrise.

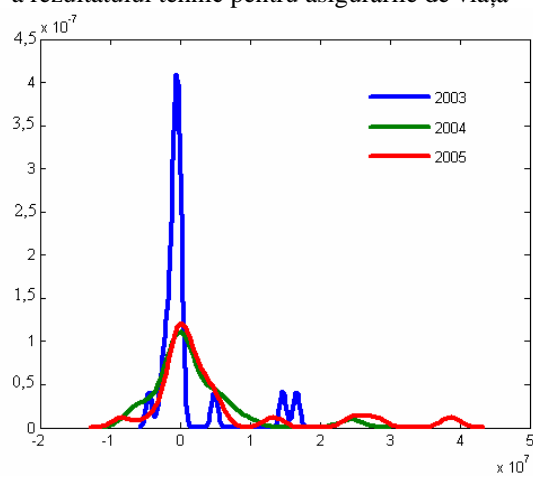
Pentru a estima densitatea de probabilitate asociată rezultatelor tehnice pentru cele două subsectoare ale asigurărilor, s-a folosit funcția kernel normală, luându-se în considerare valorile individuale ale profiturilor/pierderilor tehnice. Axa verticală a graficelor distribuțiilor kernel corespunde probabilităților, iar cea orizontală rezultatelor tehnice. Din analiza distribuțiilor kernel anuale se observă tendința de asimetrie spre stânga (probabilitate mai mare pentru rezultatele tehnice negative decât pentru cele pozitive) pentru asigurările generale (Grafic 3.3.3), respectiv spre dreapta (probabilitate mai mare pentru rezultatele tehnice pozitive decât pentru cele negative) pentru asigurările de viață (Grafic 3.3.4). Persistența unui rezultat tehnic negativ pentru asigurările generale poate afecta capacitatea companiilor de a achita daunele și, implicit, stabilitatea financiară pe acest segment de asigurări. Câștigul financiar obținut în ansamblul pieței a susținut stabilitatea sectorului și a compensat, în anumite cazuri, rezultatul tehnic negativ, dar trendul descrescător din 2004 și 2005 i-a aplatizat acest rol.

Grafic 3.3.3 – Distribuția kernel normală a rezultatului tehnic pentru asigurările generale



Sursa: CSA, calcule BNR

Grafic 3.3.4 – Distribuția kernel normală a rezultatului tehnic pentru asigurările de viață

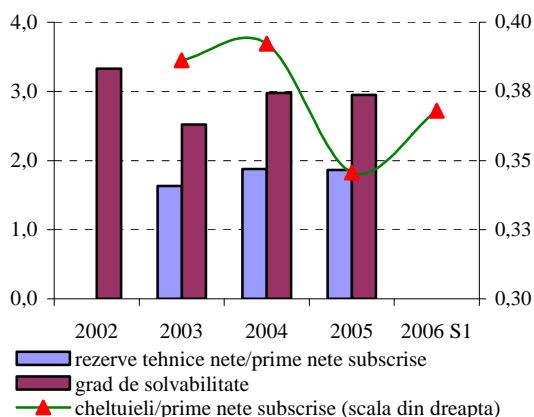


Sursa: CSA, calcule BNR

### Asigurările de viață

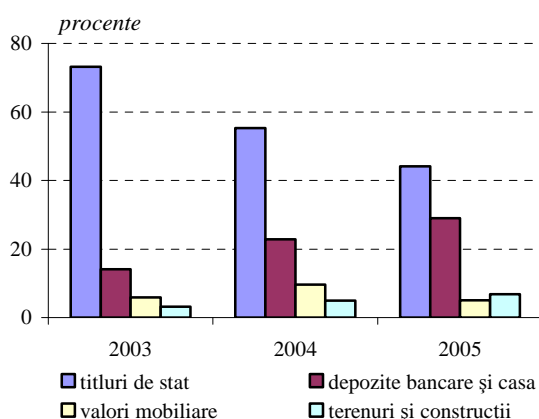
Asigurările de viață ce au atașate programe de investiții cu riscul transferat clienților continuă să dețină o pondere importantă în portofoliul companiilor, fiind un factor de stabilitate financiară. Transparența societăților de asigurare cu privire la riscul de piață asociat investițiilor îl previne pe cel reputațional și susține dezvoltarea solidă a sectorului.

Grafic 3.3.5 – Indicatori de stabilitate financiară pentru asigurările de viață



Sursa: CSA, MFP, calcule BNR

Grafic 3.3.6 – Structura activelor ce acoperă rezervele tehnice pentru asigurările de viață (principalele componente)



Sursa: CSA, calcule BNR

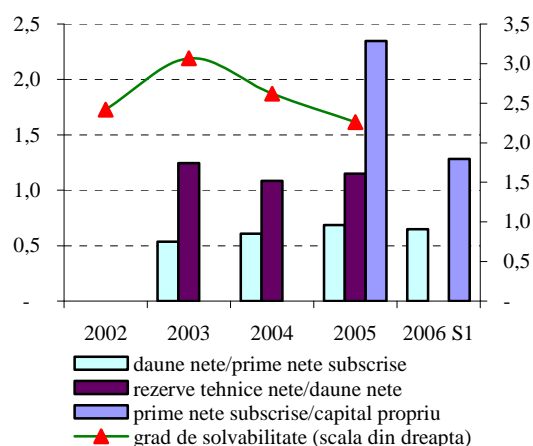
Indicatorii de stabilitate financiară relevă creșterea rezervelor tehnice nete și menținerea la același nivel a ponderii primelor cedate în reasigurare în total prime subscrise (3 la sută). Gradul de solvabilitate a rămas constant, iar cheltuielile de administrare și achiziții raportate la volumul de activitate nu au variat semnificativ. Indicatorii tind să aibă o evoluție ciclică pe un orizont mediu de timp datorită duratei mari a portofoliilor de polițe administrate în asigurările de viață.

Creșterea speranței de viață și posibilitatea redusă de investire pe termen lung adâncesc decalajul de durată dintre active și pasive și erodează capitalul companiilor, fenomen observat și la nivelul pieței europene. În plus, societățile devin expuse la riscul de reinvestire cu un randament inferior. Ratele de dobândă în scădere încurajează investițiile în titluri cu venit fix și scadență îndelungată, însă oferta scăzută a limitat accesul la acest tip de plasamente. Contractarea pieței titlurilor de stat și riscul aferent investițiilor pe piața de capital și în sectorul imobiliar au condus la o creștere semnificativă a lichidităților din portofoliul companiilor de asigurări. Companiile trebuie să obțină un nivel de echilibru între siguranța plasamentelor și randamentele obținute astfel încât să permită dezvoltarea sectorului și să-i mențină stabilitatea financiară.

### Asigurările generale

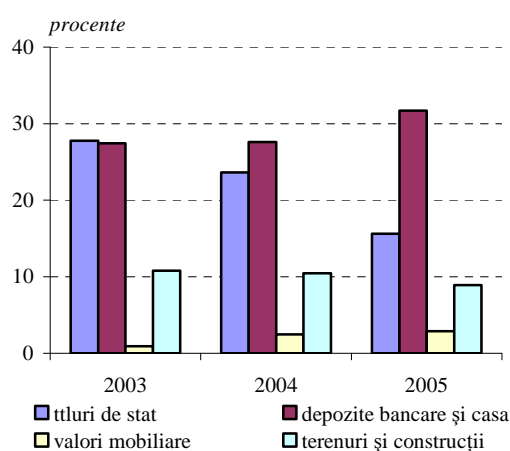
Principalele riscuri pentru asigurările generale sunt expansiunea importantă a daunelor și creșterea costurilor cu reasigurarea. Alți factori de risc sunt presiunile exercitate de concurența din piață asupra tarifelor de primă comparativ cu nivelul riscurilor asumate de către asiguratorii și riscul de credit transferat dinspre sectorul bancar.

Grafic 3.3.7 – Indicatori de stabilitate financiară pentru asigurările generale



Sursa: CSA, MFP, calcule BNR

Grafic 3.3.8 – Structura activelor ce acoperă rezervele tehnice pentru asigurările generale (principalele componente)



Sursa: CSA, calcule BNR

Creșterea daunelor nu a afectat indicatorii de stabilitate financiară datorită infuziilor de capital și a extinderii primelor brute subscrise. Creșterea rezervelor tehnice și reducerea gradului de reținere în asigurare (de la 73,4 la sută în anul 2004 la 67,8 la sută în anul 2006, primul semestru) sunt factori de întărire a stabilității financiare. Creșterea costurilor cu reasigurarea la nivel global a influențat și companiile de asigurări din România. Efortul financiar de acoperire a acestor costuri poate influența rata de reținere în asigurare. Evoluția descendentă a gradului de solvabilitate s-a datorat, printre altele, continuării procesului de maturizare a pieței și a rezultatului tehnic în scădere.

Sectorul asigurărilor din România gestionează riscul producerii unor evenimente generatoare de pierderi mari prin cedarea în reasigurare, principalii parteneri fiind companii din străinătate (peste 95 la sută din primele cedate în reasigurare). Soliditatea financiară a acestor companii de reasigurare constituie un plus de stabilitate pentru piața autohtonă a asigurărilor, dar lipsa unor reasuratori puternici pe piața românească favorizează transferuri importante de fonduri în străinătate.

Companiile de asigurări generale, asemeni companiilor de asigurări de viață, au manifestat un interes în creștere pentru investițiile în valori mobiliare, o reducere a ponderii plasamentelor imobiliare și s-au confruntat cu diminuarea pieței titlurilor de stat. Pe ansamblu, politica investițională a companiilor de asigurări de viață și generale, constituie un factor de stabilitate financiară a sectorului de asigurări, resursele fiind plasate preponderent în active cu risc scăzut, abordare în concordanță cu reglementările emise de Comisia de Supraveghere a Asigurărilor.

### 3.3.2. Instituțiile financiare nebancale

Riscurile generate de instituțiile financiare nebancale se suprapun din ce în ce mai mult celor existente la nivelul instituțiilor de credit. Expansiunea într-un ritm dintre cele mai ridicate în Europa a finanțării prin leasing este parțial explicată de măsurile de limitare a creditului luate de BNR în cursul ultimilor doi ani. Având în vedere consolidarea poziției instituțiilor financiare prin companiile afiliate pe segmentul IFN, efectul de pârghie ridicat și în creștere pe bilanțurile acestora, rolul de potențial tampon pe care IFN l-ar putea avea în cazul unei inversări în ciclul creditului este diminuat semnificativ.

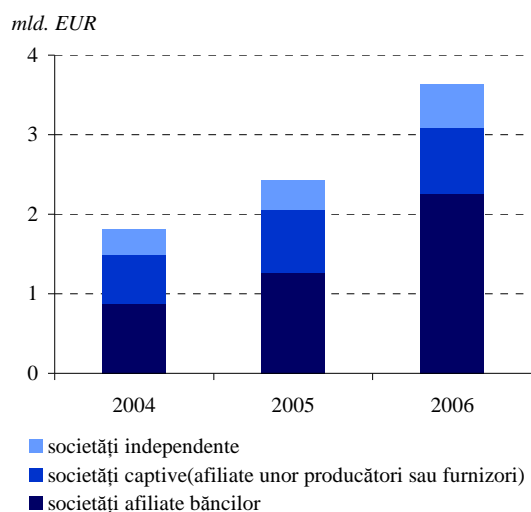


Tabel 3.3.1 – Structura IFN după domeniul de activitate, măsurat ca pondere în total credite acordate (2005)

Societăți de leasing financiar	83,67
Societăți de credit de consum	11,91
Societăți emiter de garanții	2,02
Societăți de credit ipotecar	1,13
Societăți microcreditare	0,54
Societăți operațiuni de factoring scontare forfetare	0,38
Alte forme de finanțare de natura creditului	0,27
Societăți finanțarea tranzacțiilor comerciale	0,05

Sursa: BNR

Grafic 3.3.9 – Volumul total al contractelor de leasing

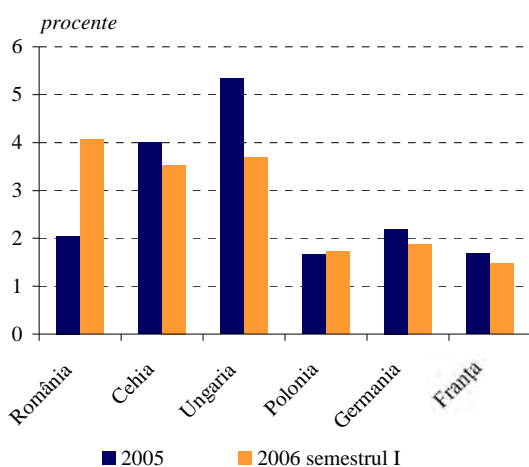


Sursa: ALB, ASLR, BNR

Dintre activitățile IFN, leasing-ul se detașează ca un factor cu o contribuție semnificativă în creșterea creditului neguvernamental în 2006. Urmează la distanță societățile de credit de consum. Gradul de concentrare este ridicat (10 la sută din numărul total de societăți dețineau în 2005 aproximativ 80 procente din totalul activelor), fiind în creștere, ținându-se cont de acapararea unei cote de piață din ce în ce mai mari de către grupul restrâns al IFN afiliate băncilor.

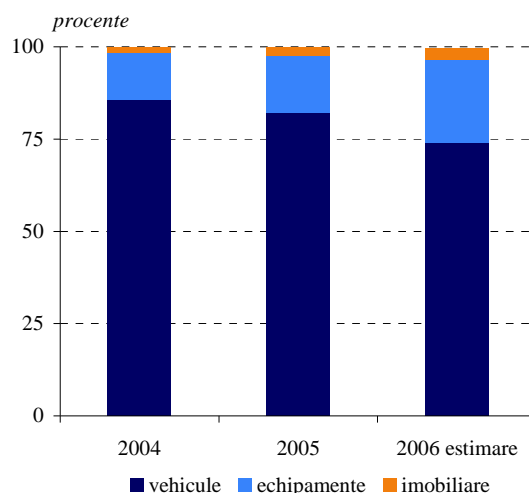
În 2006 (semestrul I) ponderea contractelor noi de leasing în PIB s-a dublat față de 2005 depășind performanțele țărilor din regiune. Din punctul de vedere al destinației bunurilor finanțate în leasing, categoria vehiculelor a pierdut teren în fața finanțării de echipamente și imobiliare, cu care cumulau împreună 26 procente din total, fenomen ce dovedește un anumit grad de saturare a segmentului auto și maturizarea pieței în general. Ponderea celor două categorii este de 36 la sută dacă ne limităm la grupul societăților afiliate băncilor.

Grafic 3.3.10 – Ponderea în PIB a contractelor de leasing nou încheiate



Sursa: Leaseurope, ALB, ASLR

Grafic 3.3.11 – Structura contractelor de leasing după natura bunului finanțat



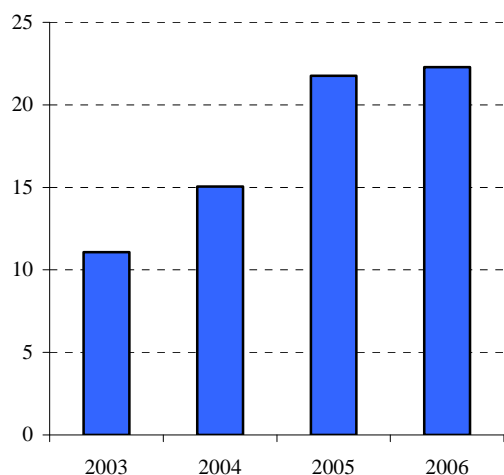
Sursa: Leaseurope, ALB, ASLR

O trăsătură specifică activității de leasing desfășurată de societățile afiliate băncilor este atragerea de surse de finanțare în marea lor majoritate în lei, în timp ce contractele de leasing sunt încheiate în totalitate în euro. Banca mamă, în principiu beneficiar de resurse în valută, acordă credit în lei companiei fiică concomitent cu atragerea de lei din piață, posibil de la aceasta din urmă. Compania de leasing achiziționează cu valuta obținută bunul de finanțat. De menționat că cel puțin 65-70 la sută din bunurile în leasing provin din import. Beneficiarul contractului de leasing plătește ratele echivalente contractului la rata de schimb curentă, preluând riscul valutar și plătind implicit o rată de dobândă echivalentă creditării în euro (plus costuri specifice contractului de leasing). Societatea de leasing plătește băncii mamă o rată de dobândă echivalentă creditului în lei.

În acest mod, este eludată limitarea creditării în valută, banca-mamă finanțând de facto în valută beneficiarul final. Costurile suplimentare generate de diferențialul de rată a dobânzii leu-euro la nivelul societății de leasing sunt acceptate și absorbite la nivel consolidat.

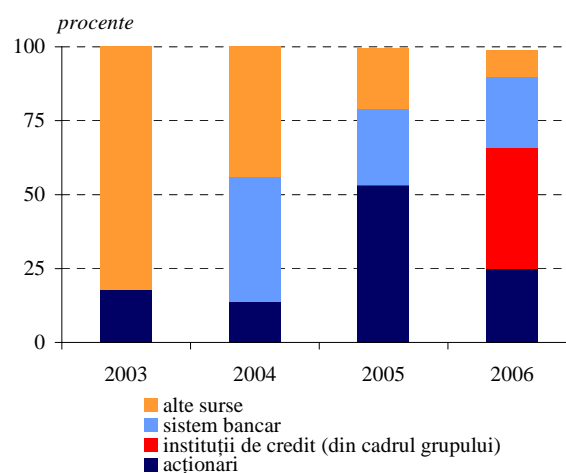
Informațiile deținute susțin ipoteza aplicării acestui scenariu în 2005-2006: (1) ponderea surselor atrase în lei din sistemul bancar și de la banca-mamă au reprezentat, în 2006, 73 de procente din totalul surselor împrumutate față de 46 la sută în 2005; (2) profitabilitatea societăților de leasing afiliate a fost în 2005 sub media pe sector, contrar așteptărilor poziției avantajoase din punctul de vedere al accesului la surse de finanțare; (3) ritmul de creștere al creditării superior celui înregistrat în sectorul bancar în 2006; (4) prezența unui efect de pârghie foarte ridicat, cu precădere în ultimii 2 ani, dovadă a intensificării creditării în lei a societăților fiice.

Grafic 3.3.12 – Efectul de levier (total surse împrumutate/capitaluri proprii)



Sursa: ALB

Grafic 3.3.13 – Structura surselor împrumutate ale societăților de leasing afiliate



Sursa: ALB

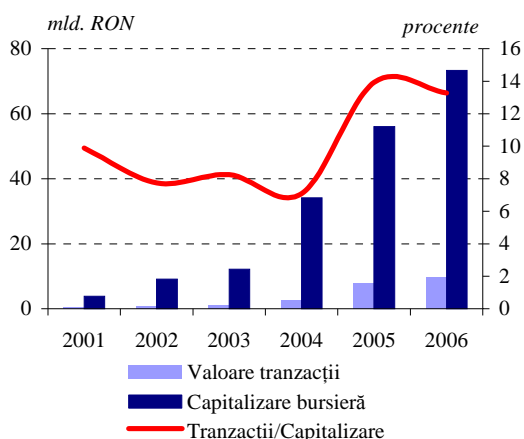
Date fiind eliminarea constrângerilor impuse creditării în valută, instituirea reglementărilor prudențiale la nivelul IFN și perspectivele instituirii supravegherii la nivel consolidat, tendința descrisă se va diminua pe viitor. Structura riscantă a bilanțurilor companiilor afiliate face imposibilă aprecierea riscului de neplată, dacă ar fi considerate în mod izolat. La un efect de levier de 20, în ipoteza plauzibilă a unei rate de nerambursare de peste 5 procente (concomitent cu o rată de recuperare 0 – evident mult mai puțin plauzibilă în cazul leasing-ului), industria ar deveni insolubilă. Ținând cont însă de structura acționariatului acestor companii (peste 80 la sută reprezentat de banca-mamă) și de raportul redus între activele proprii și cele ale băncilor-mamă, măsura riscului de neplată va fi aceeași cu a băncii-mamă.

### 3.4. Piața de capital

În 2006 a continuat procesul, pozitiv, de convergență a pieței de capital românești cu celelalte piețe europene, atât sub aspectul dinamicii indicatorilor de piață, cât și al infrastructurii. Piața de capital a beneficiat de un cadru de reglementare armonizat la cele mai bune standarde și practici, ceea ce a stimulat dezvoltarea ei. Același proces de convergență și de intensificare a receptivității investitorilor străini la piața de capital din România a amplificat însă o serie de vulnerabilități ce țin de creșterea sensibilității la șocurile externe și de o stabilizare a creșterii bursei în termeni comparativi. Piața primară a obligațiunilor corporative a cunoscut o revigorare în 2006 ca valoare totală a emisiunilor; rămâne de testat sustenabilitatea unei asemenea dinamici în perioada următoare. Piața titlurilor de stat a fost caracterizată de inactivitate, însă perspectivele pentru 2007 sunt încurajatoare.

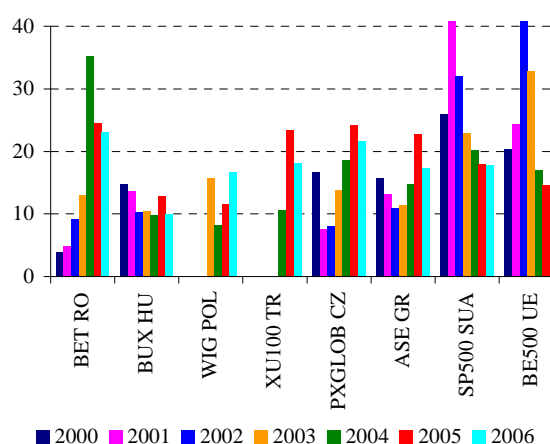
Indicele BET a crescut cu 22,23 la sută în 2006 în timp ce lichiditatea – măsurată ca raport între volumul anual al tranzacțiilor și capitalizarea bursieră – s-a stabilizat în jurul valorii de 13 la sută. Conform Federației Europene a Burselor (FESE), în 2006 România se află pe locul 10 din cele 22 de state reprezentate, din punctul de vedere al creșterii indicelui bursier, fiind devansată de state precum Spania, Norvegia, Suedia, Austria, dar devansând Cehia sau Ungaria.

Grafic 3.4.1 – Volumul anual al tranzacțiilor și capitalizarea bursieră



Sursa: BVB

Grafic 3.4.2 – Evoluția indicilor P/E medii 2000-2006



Sursa: Bloomberg, BVB

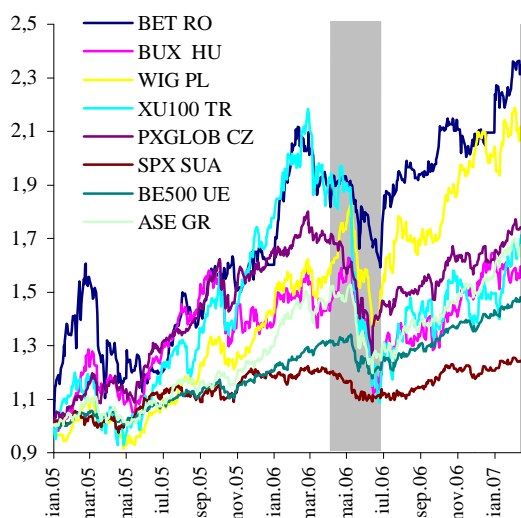
Rezultatele inferioare ale statelor din centrul și estul Europei sunt consecința corecției la nivel global petrecută în perioada aprilie-iunie 2006 (Grafic 3.4.3), generată de amplificarea unui set de incertitudini privind creșterea ratelor dobânzilor în SUA, creșterea presiunilor inflaționiste, deprecierea dolarului, avântul prețurilor pe bursele de mărfuri și temerile privind sustenabilitatea rezultatelor pozitive la nivelul corporațiilor.

Dacă acești factori de influență ai percepției investitorilor au avut impact direct asupra piețelor dezvoltate, ceea ce s-a petrecut pe piețele emergente, în special pe cele est-europene, a fost determinat de încasarea profiturilor și reașezarea portofoliilor cauzată de reorientarea spre alte piețe a investitorilor internaționali. Există mai multe argumente în favoarea caracterului nediscriminatoriu al ieșirilor de pe piețele emergente: nu au existat factori economici fundamentali care să motiveze corecțiile din această perioadă, acțiunile companiilor listate au avut tendința de cădere în bloc, indiferent de specificul fiecăreia; în a doua jumătate a anului cotațiile și-au reluat trendul ascendent pe toate bursele analizate.

De asemenea, Graficul 3.4.4<sup>33</sup> sugerează o atitudine similară a investitorilor față de această regiune prin existența unei relații liniare între lichiditatea piețelor și nivelul corecțiilor. Explicația ar putea consta în: (1) existența unor șocuri inițiale generate de ieșiri ale investitorilor străini, ieșiri proporționale cu dimensiunea piețelor sau cu nivelul prezenței acestora, urmate fiind de reacții locale amplificate de nivelurile de lichiditate existente, la rândul lor generate cel mai probabil de efectul de levier prezent pe fiecare din acestea, (2) manifestarea fenomenului de contagiune pură cauzat de atitudinea de urmărire a piețelor învecinate și amplificat în mod similar de efectul de levier. Se poate susține că în cazul Turciei sau Ungariei, factori de natură economică ar fi adâncit reacția burselor, dar în același timp acestea sunt și printre cele mai lichide, fapt pentru care explicația bazată pe variabilele fundamentale devine mai puțin plauzibilă. Graficul sugerează poziționarea mai bună a piețelor dezvoltate, unde în ciuda lichidității relativ ridicate corecțiile au fost mult mai reduse.

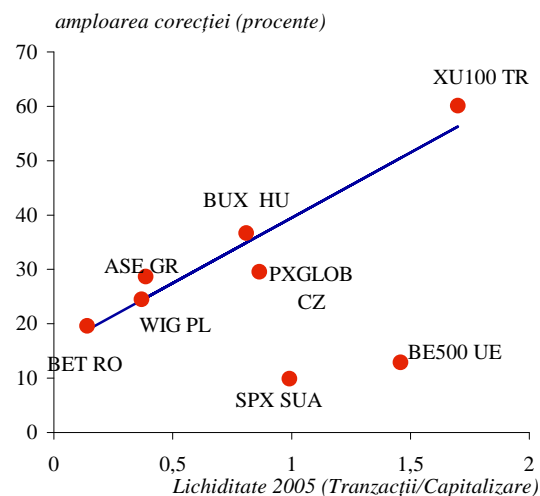
Avantajul sugerat de lipsa de lichiditate pe piața locală de la momentul corecției se poate transforma într-un risc, deoarece acțiunile au rămas relativ scumpe și în 2006, din punctul de vedere al raportului P/E comparativ cu toate celelalte burse incluse în analiză (Graficul 3.4.2<sup>34</sup>). În lipsa revigorării rezultatelor financiare ale companiilor listate și/sau a admiterii la tranzacționare ale altora mai atractive, riscul unor corecții rămâne ridicat.

Grafic 3.4.3 – Dinamica indicilor bursieri (perioada de referință – ianuarie 2005)



Sursa: Bloomberg

Grafic 3.4.4 – Amploarea corecțiilor din perioada mai-iulie 2006 în relație cu lichiditatea piețelor în 2005



Sursa: Bloomberg, BVB, World Federation of Exchanges, FESE

Capitalizarea bursieră a atins nivelul de 86,4 miliarde lei, superior cu 39,8 la sută celui atins la sfârșitul anului 2005, iar valoarea totală a tranzacțiilor a fost de 9,7 miliarde lei, respectiv de 2 756,31 milioane euro, cu peste 30 la sută mai mare decât cea din 2005. Lichiditatea pe BVB este generată în proporție de 70 la sută de investitorii locali (Grafic 3.4.5), care însă tind să piardă din dețineri având în vedere trendul ascendent al cumpărărilor nete pozitive ale nerezidenților. Deși nerezidenții au o prezență mai redusă pe piață, impactul deciziilor acestora a crescut semnificativ în ultimii doi ani. Corelația dintre randamentele lunare ale indicelui BET și ponderea cumpărărilor

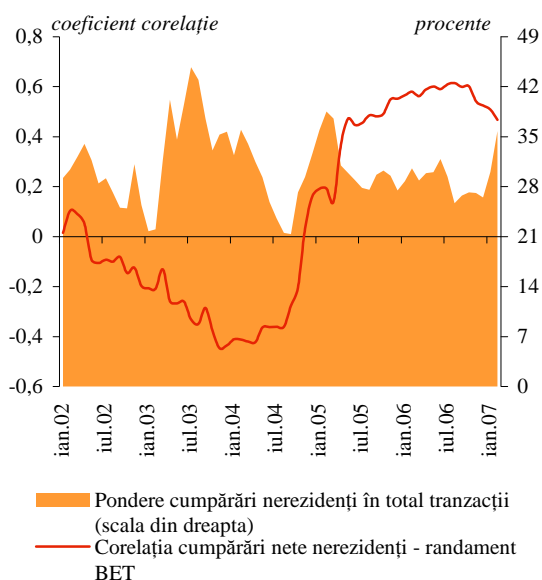
<sup>33</sup> Abscisa reprezintă lichiditatea piețelor măsurată anterior evenimentelor din primăvara anului 2006, iar ordonata nivelul căderii cotațiilor bursiere în intervalul evidențiat în Graficul 3.4.3.

<sup>34</sup> Graficul descrie valorile P/E corespunzătoare indicilor bursieri și nu piețelor în ansamblul lor.

nete ale nerezidenților în total tranzacții se menține la valori pozitive relativ ridicate, sugerând faptul că efectul cumpărărilor nete din partea acestora generează creșteri de prețuri, iar rezidenții au un rol preponderent de urmăritori ai pieței și marcând profiturile, dar cu dezavantajul pierderii poziției pe piață. Mai exact, dacă la nivelul anului 2005 investitorii rezidenți persoane juridice au fost cumpărători neți dar persoanele fizice au contrabalansat poziția totală a rezidenților într-o măsură mai mare, în 2006 ambele categorii au dezinvestit în fața nerezidenților, persoanele fizice într-un ritm mai ridicat. Tendința de reducere a prezenței persoanelor fizice pe bursă este, de altfel, un fenomen comun tuturor bursei europene în ultimii ani, cu excepția Poloniei și Italiei.

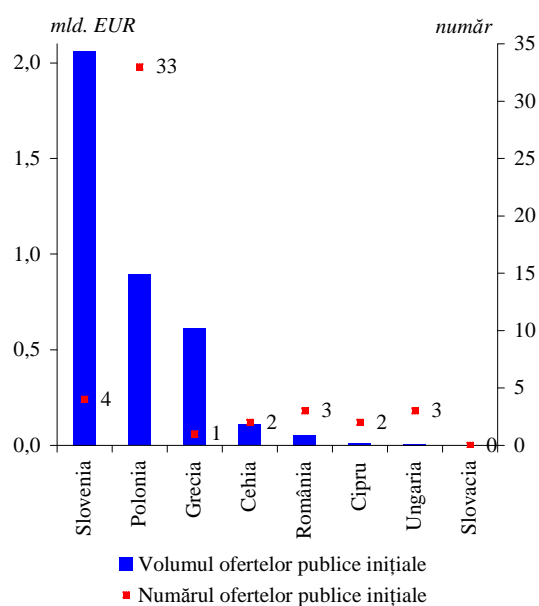
În ceea ce privește dinamica pieței primare a acțiunilor, România ocupă o poziție medie în regiune din punctul de vedere al valorii ofertelor publice inițiale încheiate cu succes la nivelul anului 2006 prin cei aproape 54 milioane euro atrași, cu care devansează bursele din Ungaria sau Slovacia. (Grafic 3.4.6). Un caz aparte este cel al Poloniei, unde cele 33 de oferte publice inițiale au cumulat peste 800 milioane euro. Există un dezechilibru în creștere la nivelul pieței primare generat de o ofertă mult inferioară cererii pentru acest tip de investiții, fapt dovedit de nivelul în creștere al ratei de subscriere.

Grafic 3.4.5 – Impactul nerezidenților asupra dinamicii indicelui BET



Sursa: BVB, calcule BNR

Grafic 3.4.6 – Numărul și volumul ofertelor publice inițiale în 2006



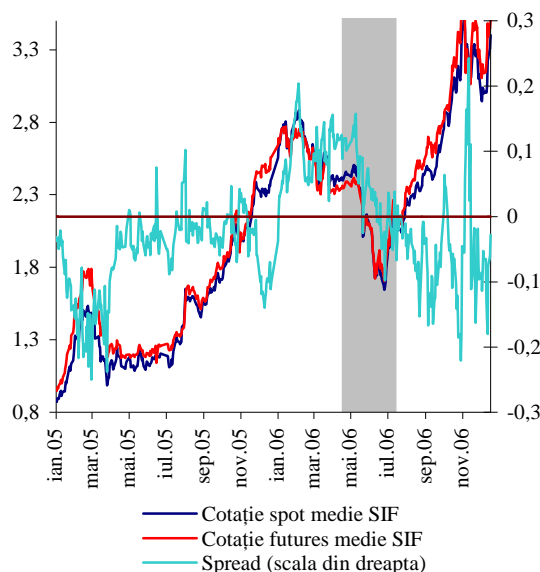
Sursa: FESE, CNVM

Evoluțiile de pe **Bursa Monetar Financiară și de Mărfuri din Sibiu** arată că în 2006 a explodat tranzacționarea contractelor *futures* (creștere de 9 ori față de anul anterior) având ca suport în special societățile de investiții (SIF) care dețin 86 la sută din total și pe cele mai lichide acțiuni tranzacționate pe Bursa de Valori București. Contractele *futures* au cunoscut o creștere remarcată prin mărirea volumelor de tranzacționare și a numărului de poziții deschise. În acest an au fost încheiate un număr total de 4 232 059 contracte *futures*, bursa de la Sibiu tinzând să ajungă performanțele bursei din Polonia. Graficul 3.4.7 arată un ecart *spot-futures (basis)*<sup>35</sup> aproape de zero în a doua jumătate a anului 2005 și valori pozitive pentru prima jumătate a anului 2006. Aceste diferențe au fost generate pe fondul unui număr de contracte de 9-10 ori mai mare decât în

<sup>35</sup> Ecarterul este calculat ca diferență între valorile spot și *futures* la 3 luni medii ponderate cu volumul tranzacțiilor pe acțiunile suport SIF2, SIF5 și SIF3. Prețul *futures* este actualizat cu rata BUBOR3M. Valorile sunt reprezentative pentru piață, având în vedere că în 2006 contractele *futures* pe cele trei active au cumulat 86 la sută din totalul pieței *futures*.

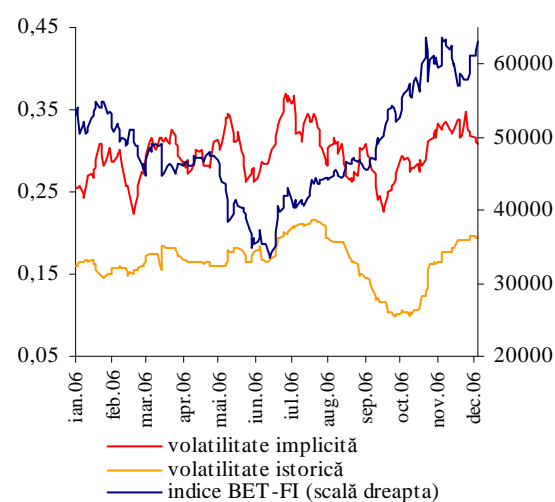
2005 și au reflectat temerile privind corecțiile pe piața la vedere. Pentru întâia oară în ultimii doi ani cererea de acoperire a riscului pozițiilor lungi pe piața spot a făcut această operațiune costisitoare pentru investitori. Pe același fundal al unor volume de tranzacționare mai mari pe piața *futures*, ecartul *spot-futures* a înregistrat atât deviații mai mari de la zero, cât și o volatilitate sporită<sup>36</sup>. Totodată, în timpul evenimentelor internaționale care au generat căderile de pe piață, cotațiile *futures* și-au inversat poziționarea față de prețurile la vedere, sugerând oarecum încrederea în caracterul temporar al corecțiilor.

Grafic 3.4.7 – Dinamica prețului *futures* și *spot* mediu al SIF



Sursa: CNVM, calcule BNR

Grafic 3.4.8 – Volatilitatea titlurilor financiare pe 90 de zile și evoluția indicelui BET-FI în anul 2006



Sursa: CNVM, calcule BNR

Volatilitatea implicită, indicatorul ce cuantifică riscurile așteptate de către investitori, a avut un trend ușor crescător în anul 2006, iar punctele de maxim au fost atinse preponderent în perioadele de contracție ale cotațiilor *spot*. De remarcat ecartul semnificativ dintre volatilitatea implicită dedusă din cotațiile opțiunilor și cea istorică a activelor suport, ceea ce dovedește costuri de acoperire ridicate prin intermediul opțiunilor. Principala explicație ar fi faptul că vânzătorii opțiunilor dețin o poziție dominantă pe piață, fapt ce le permite extragerea de rente de la ceilalți participanți cu aversiune la risc. Cele mai multe contracte încheiate au avut drept suport contractele *futures* pe acțiunile companiilor financiar-bancare (inclusiv SIF-urile), acestea fiind și cele mai lichide titluri pe piața la vedere. Numărul de contracte *options* tranzacționate a avansat puternic în ultimul trimestru din 2006 (aproape 9 000 de contracte în decembrie 2006) realizându-se un total de 36 651 contracte cu opțiuni, cu o creștere medie de 200 la sută față de anul anterior. Cu toate acestea, bursa de la Sibiu rămâne la valori scăzute pentru acest tip de instrument financiar comparativ cu piețele din regiune.

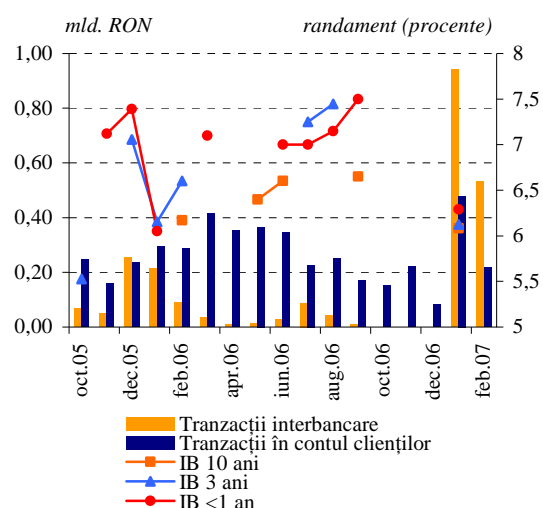
**Piața titlurilor de stat** a fost marcată de lipsa emisiunilor pe piața primară și de politica monetară restrictivă din 2006. În aceste condiții funcția de referențial este dificil de îndeplinit de către aceste instrumente. Perspectivele pentru 2007 sunt însă încurajatoare, avântul noilor emisiuni din acest an promițând reluarea activității pe piața secundară. Dinamica randamentelor a fost influențată de

<sup>36</sup> Distribuția ecartului *spot-futures* rămâne semnificativ mai aplatizată decât pe piețele din zonă. În comparație cu cel corespunzător contractelor pe indicii bursieri din Polonia, Cehia sau Austria, deviația standard a ecartului este de 1,8; 2, respectiv 2,5 ori mai mare, sugerând oportunități de arbitraj superioare.

politica monetară pe segmentul scurt și de cererea neacomodată și perspectivele dezinflaționiste pe segmentul lung al scadențelor, ceea ce a aplatizat sau chiar inversat curba randamentelor. Riscurile ce pot apărea odată cu creșterea pieței titlurilor de stat sunt încurajarea capitalurilor speculative de tip *carry trades*.

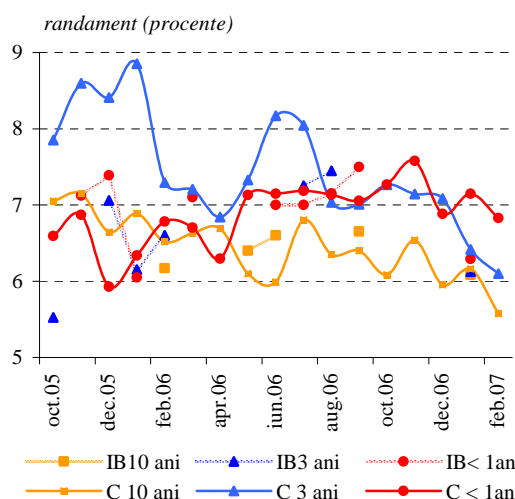
Activitatea pe piața titlurilor de stat în 2006 a fost cea mai redusă din ultimii ani, fapt datorat în principal lipsei emisiunilor pe piața primară. Graficul 3.4.9 detaliază nivelul tranzacțiilor ireversibile (pentru titlurile emise în lei) de pe piața secundară în tranzacțiile interbancare și cele efectuate cu clienții aceleiași bănci. Tranzacțiile ireversibile interbancare propriu-zise au fost de volum semnificativ mai mic rezumându-se la aproximativ două sute în perioada octombrie 2005- februarie 2007, cu o valoare totală de aproximativ 1,6 miliarde RON. Un al doilea factor în restrângerea tranzacționării titlurilor de stat a fost politica monetară restrictivă, ce a determinat și creșterea randamentelor la tranzacțiile interbancare cu titluri de stat pe toate categoriile de scadențe. Noile emisiuni realizate de trezorerie în ianuarie 2007, în contextul relaxării politicii de restrângere a lichidității de către BNR, au fost absorbite cu ușurință, reducând semnificativ randamentele și apropiindu-le de valoarea de 6 la sută.

Grafic 3.4.9 – Volumul tranzacțiilor ireversibile cu titluri de stat și randamentele tranzacțiilor pe piața secundară interbancară (scală dreapta)



Sursa: BNR

Grafic 3.4.10 – Evoluția randamentelor medii pe categorii de scadențe (interbancar – IB, în contul clienților – C)



Sursa: BNR

Dinamica randamentelor la care s-a tranzacționat sugerează în primul rând gradul ridicat de volatilitate a cotațiilor generat de lichiditatea extrem de mică în 2006. Dacă ne așteptăm ca randamentele din tranzacțiile pe piața interbancară să fie în mod sistematic superioare celor cu clienții (titlurile să fie tranzacționate la primă cu aceștia din urmă), în realitate acestea sunt adesea mai mici, cu precădere la începutul anului 2006 și în cazul titlurilor pe termen scurt și mediu. Aparent, băncile recurg la tranzacții pe piața interbancară doar în ultimă instanță, și la costuri de regulă mai mari.

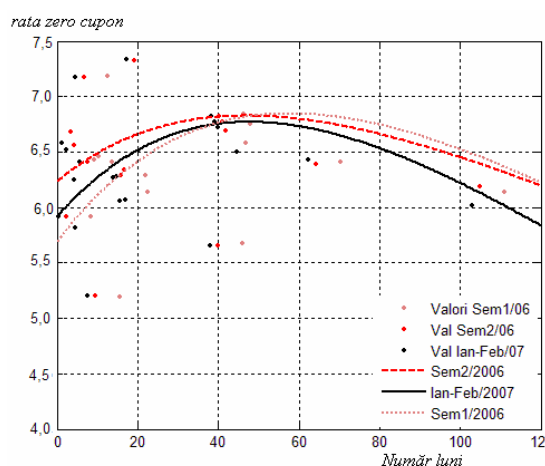
Se pot contura câteva concluzii legate de dinamica acestui tip de tranzacții: se observă din Graficul 3.4.10 o tendință clară de diminuare a randamentelor medii la titlurile emise pe termen mediu și lung. Considerăm că fenomenul este generat de așteptările de diminuare a ratelor dobânzii în contextul unui proces de dezinflație consistent, cu precădere pe ultimul trimestru al anului 2006 și începutul lui 2007 dar și de cererea în creștere pentru titluri de scadență îndelungată. Convergența



randamentelor titlurilor scadente în trei ani, spre cele pe termen lung denotă creșterea încrederii în accelerarea procesului dezinflaționist. Abaterile de la acest trend din vara anului 2006 ar putea avea și cauză externă suprapunându-se șocului ce a caracterizat piața de capital internațională în mai-iulie 2006. Totodată randamentul mediu pentru titlurile cu scadența sub un an se menține la un nivel relativ ridicat în al doilea semestru din 2006. Randamentul pe certificatele de trezorerie emise în ianuarie 2007 este semnificativ mai mic pe piața interbancară, deși în operațiunile cu clienții rămâne la un nivel relativ ridicat.

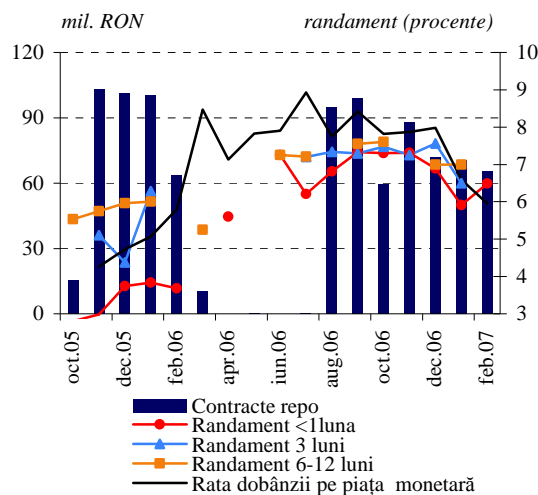
Graficul 3.4.11 descrie o curbă a ratei zero cupon implicită pentru cele două semestre din 2006 și pentru primele două luni din 2007. Abaterile mari ale valorilor efective ale ratelor de la curbele estimate sunt cauzate de diferențele mari în randamentele de tranzacționare în special pentru titlurile cu scadența de până la 2 ani, cât și de înglobarea tranzacțiilor pe intervale mari de timp. Curbele sunt atipice, prezentând valori maxime pentru scadențele la 3-5 ani. Explicații pentru această situație ar putea fi: (1) preferința investitorilor pentru titluri pe termen lung în condițiile unei oferte sărace, coroborată cu incertitudinea privind creșterea lichidității pieței pe termen mediu și, în consecință, a posibilității de a substitui titlurile cu diferite scadențe; (2) așteptări mai puternice privind diminuarea ratelor dobânzii pe termen lung decât pe termen mediu; (3) curba ar putea fi ne-informativă (orizontală), efectul detectat fiind datorat exclusiv naturii ilichide a pieței. În dinamică, în medie ratele zero cupon implicite pe termen scurt cresc spre finalul anului 2006 pe fundalul evenimentelor de pe piața monetară, dar scad semnificativ în perioada noilor emisiuni din 2007, dovadă a unei cereri ce depășește mult chiar și acest nivel al ofertei. Ratele estimate pe termen lung se reduc de-a lungul perioadei analizate.

Grafic 3.4.11 – Rata zero cupon implicită pentru titlurile de stat<sup>37</sup>



Sursa: BNR

Grafic 3.4.12 – Dinamica contractelor repo cu clienții nebankari (volum-scala dreaptă, randamente medii – scala stângă)



Sursa: BNR

Tranzacțiile repo (Grafic 3.4.12) lipsesc în totalitate pe piața interbancară, existând doar contracte cu clienții nebankari. Dintre acestea 90 la sută au scadențe mai mici de 6 luni, iar mai mult de 50 la sută sunt cu scadențe sub 30 de zile. Această piață a urmat îndeaproape rata dobânzii pe piața

<sup>37</sup> Curbele estimate sunt funcții exponențiale de tipul  $a \cdot \exp(b \cdot x) + c \cdot \exp(d \cdot x)$ . Observațiile în estimări includ doar tranzacțiile ireversibile în lei de pe piața interbancară și sunt ponderate ca importanță cu volumul tranzacțiilor.



monetară în cursul lui 2006, manifestând tendința diminuării ecartului la toate categoriile de scadență.

Ne așteptăm la o revigorare a pieței titlurilor de stat pe perioada următoare, dat fiind faptul că din totalul emisiunilor de 8 miliarde lei planificate în 2007, în primul trimestru al anului au fost deja plasate titluri în valoare de aproape 6 miliarde lei iar Ministerul Finanțelor a anunțat majorarea cu 4 miliarde a sumelor planificate a fi atrase. Dintre acestea obligațiunile de stat reprezintă mai mult de o treime.

**Obligațiunile corporative** au avut o evoluție spectaculoasă, generată în principal de cele două emisiuni cu rată de dobândă fixă ale BIRD și BCR. Dacă totalul emisiunilor – corporative și municipale din cei cinci ani anteriori anului 2006 se ridică la 145 milioane euro, emisiunile din 2006 cumulează 246 milioane euro. Cu toate acestea, natura emisiunilor rămâne nediversificată la nivel de economie, din cele șase emisiuni doar una aparținând unei companii nefinanciare, și care reprezintă mai puțin de 1 la sută din valoarea emisiunilor.

## CAPITOLUL 4. RISCURILE AFERENTE EVOLUȚIILOR MACROECONOMICE INTERNE

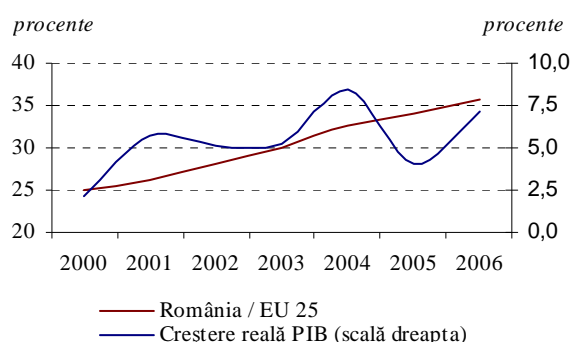
Creșterea economică și continuarea procesului dezinflaționist au acționat în direcția menținerii stabilității financiare. Echilibrul extern reclamă însă, în continuare, o monitorizare atentă. Deficitul de cont curent s-a majorat, finanțarea fiind asigurată în mare măsură prin investiții străine directe. Datoria externă pe termen scurt s-a dublat în 2006, iar gradul de concentrare în sectorul nebanca este mare și în creștere.

### 4.1. Sectorul real

Anul 2006 a reprezentat al șaptelea an consecutiv de creștere economică, pe un fond descendent al ratei inflației. Moody's și Fitch au îmbunătățit ratingul României la Baa3 și respectiv BBB. Principalele riscuri asupra stabilității financiare dinspre sectorul real au provenit din două direcții – prima de ordin structural, cealaltă conjuncturală: (A) accentuarea decuplării convergenței reale de cea nominală, respectiv incertitudini privind tipologia creșterii economice și (B) eventualitatea transformării episoadelor de gripă aviară în pandemii.

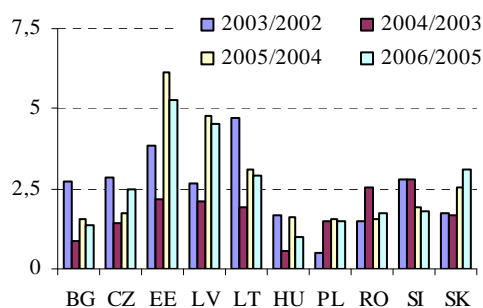
(A) PIB/locuitor a crescut în raport cu valorile din UE-25 (Grafic 4.1.1), însă ritmul de recuperare a rămas lent în comparație cu UE-8 (Grafic 4.1.2). Chiar dacă România se situează printre țările cu cele mai mari creșteri economice în ultimii ani, doar Bulgaria, Polonia și Ungaria au avut recuperări mai mici în 2006.

Grafic 4.1.1 – PIB/locuitor (PPS) raportat la UE-25 și creșterea economică reală – scala din dreapta



Sursa: Eurostat, BNR

Grafic 4.1.2 – Ritmul de recuperare PIB/locuitor (PPS) față de UE-15 (diferențe procentuale)



Sursa: Eurostat

Piața muncii – esențială în asigurarea corelației dintre procesul de convergență reală și cea nominală – cunoaște rigidități. Emigrația forței de muncă și creșterea gradului de ocupare a acesteia în economie (60,9 la sută – cel mai ridicat nivel din 1997) determină accentuarea presiunilor salariale în economie. Un șoc pe salarii ar putea fi gestionat bine de către companii (secțiunea 5.1), dar efectul asupra convergenței este mixt.

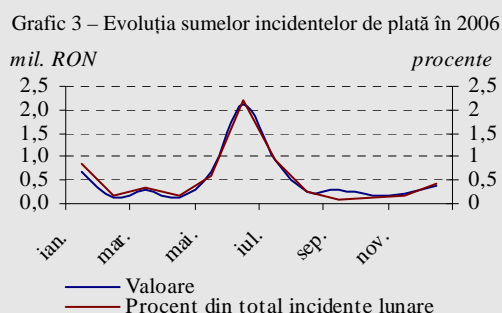
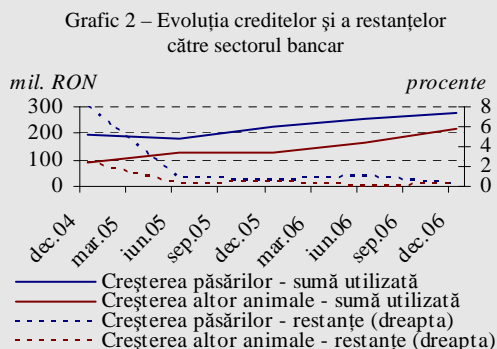
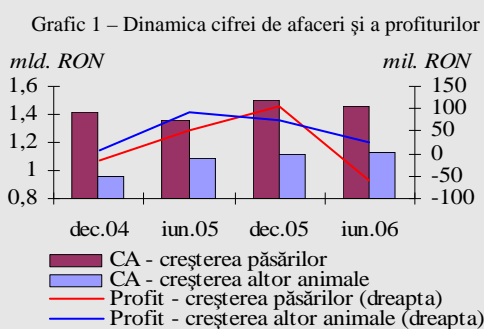
Sursa principală pe care s-a bazat dezvoltarea a rămas acumularea de factori de producție. Procentul cheltuielilor de cercetare-dezvoltare în PIB este inferior țărilor UE, iar ponderea activelor necorporale în bilanțul companiilor nefinanciare este în scădere (de la 5,1 la sută în 2005, la 4,7 la sută în iunie 2006). Investițiile în active necorporale în sectoarele cu tehnologie ridicată au reprezentat doar 0,3 la sută din valoarea adăugată brută (VAB) realizată de acest sector (iunie 2006). De asemenea, ponderea sectorului serviciilor cu tehnologie ridicată reprezenta doar 5,5 la

sută din VAB, iar sectoarele producătoare de bunuri cu grad mediu și înalt de tehnologie în economie dețineau 4,8 la sută în VAB și 25,2 la sută în exporturi (iunie 2006).

**(B)** România a fost afectată de **două episoade de gripă aviară**, unul la sfârșitul anului 2005, iar altul în mai-iunie 2006. Cel din urmă a fost caracterizat de depistarea virusului H5N1 la păsările din ferme, astfel că impactul asupra companiilor a fost mai puternic, atât la nivelul costurilor, cât și la cel al percepțiilor și atitudinilor consumatorilor (efect negativ asupra cererii). Episoadele de gripă aviară nu au afectat stabilitatea financiară (Caseta 1).

### Caseta 1: Implicațiile episoadelor de gripă aviară asupra stabilității financiare din România

Sectorul creșterii păsărilor nu are importanță sistemică în România. Este compus din 309 companii, având 13 608 salariați (0,32 la sută din total economie), generând o cifră de afaceri de 0,7 miliarde RON (0,26 la sută din total economie) și contabilizând 0,66 la sută din totalul creditului bancar intern (iunie 2006).



Sursa: MFP, BNR

doar trei companii, iar cele două firme la care a fost depistat virusul H5N1 fie au generat incidente majore de plată de valori semnificative, fie nu și-au rambursat creditele bancare.

În cazul unei **pandemii de gripă aviară**, estimăm în România o pierdere de 27 milioane EUR (0,028 la sută din PIB) și o majorare a ratei restanțelor pe întreaga economie de la 0,59 la 1,26 la sută, rezultat care nu afectează stabilitatea financiară.

Vânzările companiilor din acest sector au fost relativ constante (Grafic 1), inclusiv în momentele de criză. Profitul a evoluat pozitiv în intervalul 2004-2005, dar s-a deteriorat în prima jumătate a anului 2006, când la nivel de sector s-a înregistrat pierdere netă. Companiile care au ca obiect principal de activitate creșterea animalelor, altele decât păsări, au obținut o cifră de afaceri în ușoară creștere, iar profitabilitatea s-a menținut pozitivă.

Sectorul crescătorilor de păsări este mai îndatorat decât cel al altor crescători de animale (Grafic 2). Deși profitabilitatea sectorului este în scădere, rata restanțelor (fără sume extrabilanțiere) este sub media din sistem (0,92 la sută, comparativ cu 1,12 la sută în decembrie 2006). La momentul episoadelor de gripă aviară, rata restanțelor a fost superioară, ceea ce ridică unele semne de întrebare referitoare la capacitatea de rambursare a creditelor în condițiile apariției unor noi cazuri de gripă.

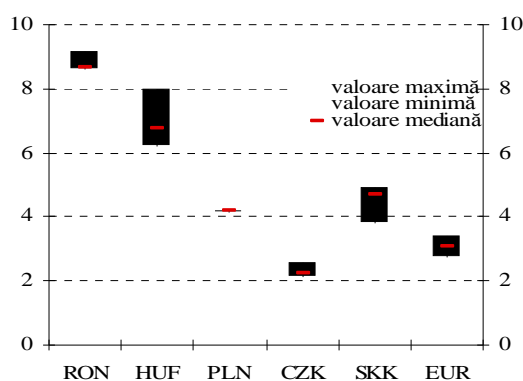
Numărul companiilor care au generat incidente de plată s-a dublat în perioada în care gripa aviară a fost identificată în crescătoriile de păsări (Grafic 3). Valoarea incidentelor de plată a crescut de peste 5 ori, dar a reprezentat doar 2,2 la sută din valoarea incidentelor de plată înregistrate în luna iunie (perioadă care coincide cu impactul maxim al gripei aviare în ferme). Majoritatea sumei este generată de

## 4.2. Politicile economice

### 4.2.1. Stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară

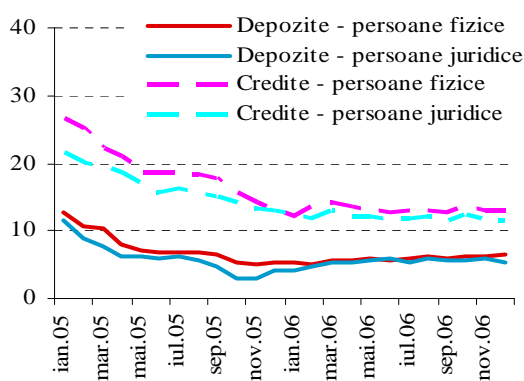
Procesul de dezinflație a continuat în 2006, implementarea deciziilor de politică monetară fiind favorizată de un sistem financiar stabil. Volatilitatea indicelui prețurilor de consum și a prețurilor producției industriale a scăzut la nivelul de la sfârșitul anului 2004. Reducerea gradului de incertitudine privind evoluția viitoare a prețurilor și micșorarea diferenței dintre inflația realizată și cea țintă creează premisele unui mediu economic mai stabil cu efecte pozitive asupra dezvoltării financiare.

Grafic 4.2.1 – Ratele dobânzilor interbancare la 3 luni în 2006 (procente)



Sursa: Bloomberg, BNR

Grafic 4.2.2 – Ratele nominale ale dobânzilor la depozitele și creditele noi în lei (procente)



Sursa: BNR

Evoluțiile de pe piața monetară în 2006 nu au afectat stabilitatea financiară. Momentele de turbulență de pe piețele financiare nu au avut un impact semnificativ asupra lichidității pieței monetare<sup>38</sup>. Volatilitatea ratelor de dobândă interbancare, deși ridicată comparativ cu cea din Polonia sau Cehia (Grafic 4.2.1), nu a avut ecou în sectorul real (Grafic 4.2.2). Cele mai volatile rate de dobândă au fost la creditele la 3 și 6 luni acordate populației, dar acestea sunt și cele mai puțin uzitate (sub 1 la sută din totalul creditelor nou acordate).

### 4.2.2. Implicațiile evoluției cursului de schimb asupra stabilității financiare

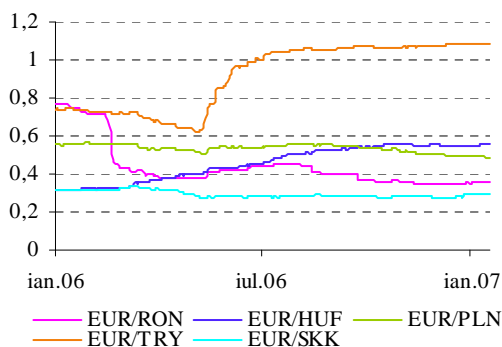
Evoluția cursului și caracteristicile pieței valutare nu au indus în 2006 riscuri deosebite asupra stabilității financiare. Monitorizarea acestor două elemente este necesară pentru că: (A) evoluția cursului (amplitudine și volatilitate) poate afecta echilibrele macroeconomice și capacitatea debitorilor de a-și onora serviciul datoriei în valută și (B) caracteristicile pieței valutare (dezvoltare, lichiditate, integrare etc.) determină modul de transmitere a șocurilor în economia reală și sistemul financiar.

(A) Moneda națională **s-a apreciat** în 2006 cu peste 8 la sută, peste majoritatea monedelor în ECE. **Volatilitatea** cursului a fost mai mică decât în 2005 și comparabilă cu a monedelor din regiune (Grafic 4.2.3). Probabilitatea de criză valutară<sup>39</sup> se află sub pragul de semnal, dar a crescut ușor de

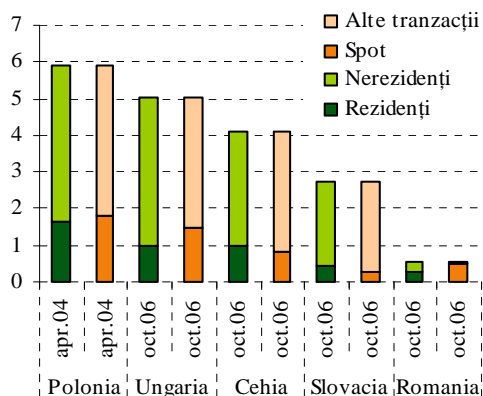
<sup>38</sup> Au existat două momente în care băncile au apelat la facilitatea de credit, dar volumele au fost ne semnificative: 3 la sută în februarie și 0,3 la sută în iunie (din volumul tranzacțiilor interbancare), doar ultimul putând fi asociat cu evoluțiile de pe piețele emergente.

<sup>39</sup> Calculată pe baza unui model dezvoltat în cadrul Direcției Stabilitate Financiară.

Grafic 4.2.3 – Volatilitatea cursului (medie mobilă de 12 luni, procente)



Sursa: Reuters, BNR

 Grafic 4.2.4 – Structura pieței valutare (valori medii zilnice, miliarde euro)<sup>40</sup>


Sursa: site-urile băncilor centrale

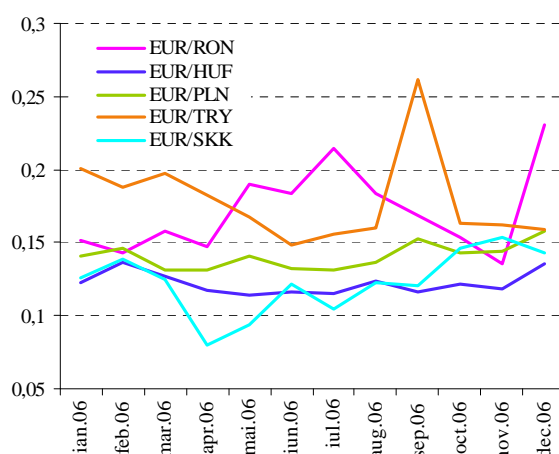
Nerezidenții au fost cei care au contribuit semnificativ la dezvoltarea pieței, dar în special pe segmentul operațiunilor speculative. Volumul tranzacțiilor medii zilnice ale acestora a crescut de aproape 4 ori în 2006 față de 2005, depășind ca valoare tranzacțiile realizate de clienții rezidenți sau de băncile autohtone. Această evoluție s-a datorat rentabilității ridicate a plasamentelor în RON (ca urmare a aprecierii leului și diferențialului de dobândă), pe fondul performanței economiei, liberalizării totale a contului de capital, aderării la UE și percepției favorabile asupra regiunii.

Vânzările nete de valută ale nerezidenților au fost sub 0,3 miliarde EUR, în scădere semnificativă față de 2005. Nerezidenții s-au situat în ultimii doi ani aproape continuu pe poziții nete de cumpărare a monedei naționale. Lunile mai și iunie 2006 au fost singurele momente semnificative în care s-au inversat pozițiile, în concordanță cu evoluțiile de pe celelalte piețe emergente. De altfel, integrarea pieței valutare românești cu cele regionale și implicit riscul de contagiune s-au accentuat în 2006.

la data *Raportului* anterior. Principalele evoluții care au deteriorat indicatorul au fost (i) creșterea datoriei externe pe termen scurt în total rezerve oficiale și (ii) majorarea ponderii deficitului de cont curent în PIB.

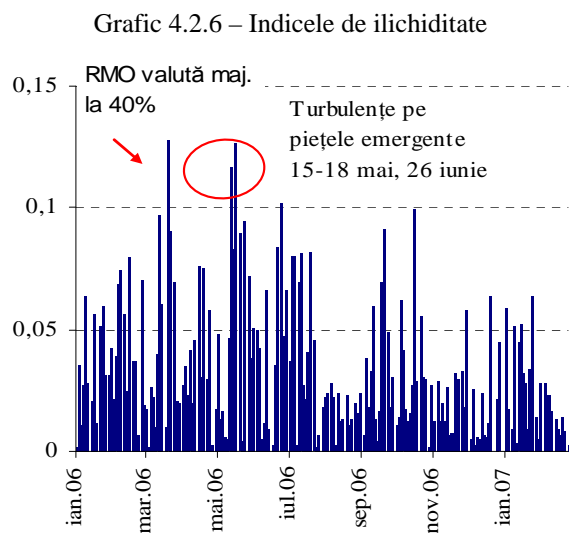
(B) Piața valutară s-a dezvoltat de la data *Raportului* anterior, dar rămâne semnificativ în urma celor din regiune ca adâncime și structură (Grafic 4.2.4). Costul lichidării poziției (diferența între prețul de vânzare și cel de cumpărare) a fost comparabil cu cel din aceste țări în prima parte a anului 2006 (Grafic 4.2.5), dar în creștere la începutul anului 2007.

Grafic 4.2.5 – Spread-ul relativ al diverselor monede din regiune (medie lunară, procente)



Sursa: Reuters, BNR

<sup>40</sup> Pentru Cehia, în cadrul rezidenților, sunt incluși toți clienții (aceștia reprezintă doar 10 la sută din total).



Sursa: Reuters, BNR

Volumul mediu zilnic de tranzacționare a depășit 900 de milioane EUR, dar majoritatea sunt operațiuni *spot*. Dezvoltarea modestă a instrumentelor pieței valutare a acționat și ca un scut împotriva fluctuațiilor importante ale cursului. Segmentul tranzacțiilor *forward* și *swap* este în creștere.

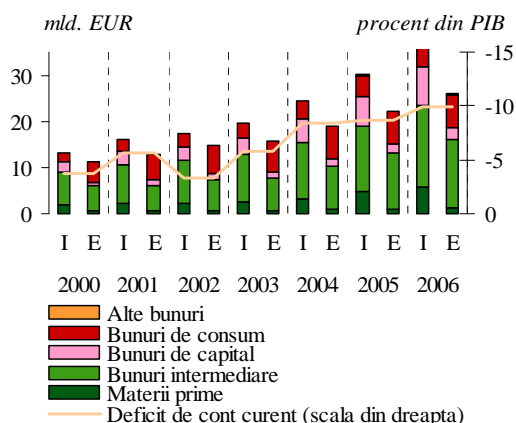
Impactul volumului tranzacțiilor asupra rentabilității cursului a determinat un grad de lichiditate mai redus în mai-iunie (Grafic 4.2.6), pe fondul schimbării sentimentului de încredere față de țările emergente.

### 4.3. Echilibrul extern

#### 4.3.1. Perspectivele echilibrării contului curent

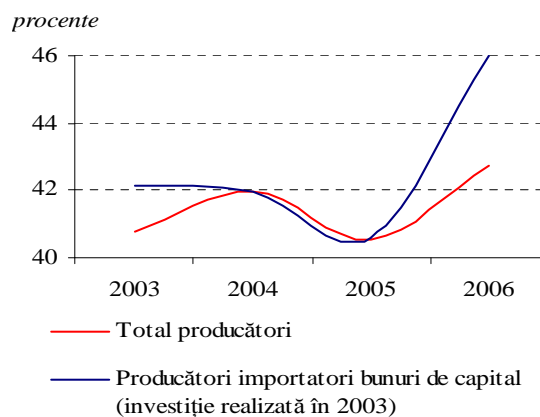
Deficitul de cont curent s-a majorat cu 44,8 la sută în 2006, tendința menținându-se și în primele luni din 2007. Sunt unele premise ca pe termen mediu și lung situația să se amelioreze. Astfel, bunurile de capital au reprezentat 23 la sută din importuri și au avut cea mai mare dinamică. Bunurile de consum dețin în ultimii ani o pondere constantă în importuri de aproximativ 15 la sută. Pe partea exporturilor, bunurile intermediare au crescut de la 47 la 57 la sută în intervalul 2000-2006 (Grafic 4.3.1).

Grafic 4.3.1 – Componentele (pe destinații) ale balanței comerciale și evoluția deficitului de cont curent



Sursa: INS, BNR

Grafic 4.3.2 – Ponderea exporturilor în cifra de afaceri a companiilor din industria prelucrătoare



Sursa: MFP, BNR

Aproape 60 la sută din importurile directe de bunuri de capital s-au orientat către companii din sectorul bunurilor comercializabile (*tradables*). Firmele din industria prelucrătoare care se tehnologizează prin importuri își direcționează o parte tot mai mare din ofertă spre piețele externe. Ponderea exporturilor în cifra lor de afaceri a crescut de la 42 la 46 la sută în ultimii 3 ani (Grafic 4.3.2). Performanța lor generală este superioară sectorului din care fac parte.

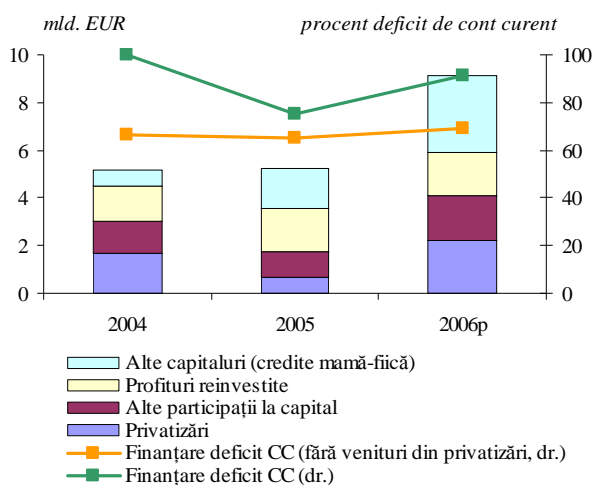
Pe de altă parte, companiile care produc în *lohn*, deși au importanță sistemică în activitatea de comerț exterior (dețin 24 la sută din exporturi), tind să își reducă contribuția la diminuarea deficitului de cont curent. Explicația constă în dinamica negativă a exporturilor nete ale *lohn*-ului în ultimii doi ani (respectiv scădere cu 23,1 la sută în 2005 și cu 9,6 la sută în prima jumătate a anului 2006) comparativ cu restul economiei ce a contabilizat creșteri.

## 4.3.2. Finanțarea deficitului de cont curent

### 4.3.2.1. Investițiile străine directe

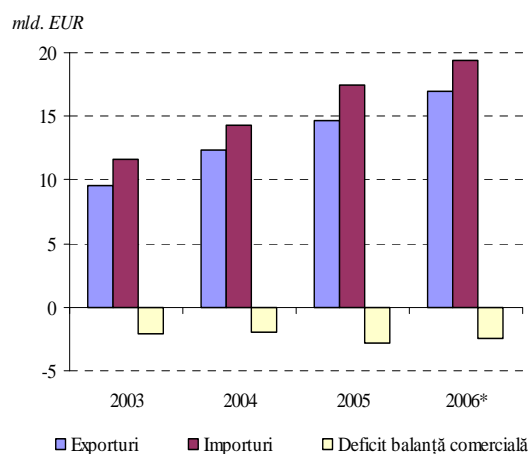
Intrările sub forma investițiilor străine directe (ISD) au depășit 9 miliarde EUR în 2006, finanțând 86 la sută din valoarea deficitului de cont curent. Fără sumele din privatizare, finanțarea devine 69 la sută, în creștere ușoară față de anii anteriori (Grafic 4.3.3).

Grafic 4.3.3 – Structura ISD și finanțarea deficitului de cont curent (CC) prin ISD



Sursa: BNR

Grafic 4.3.4 – Evoluția activității de comerț exterior pentru companiile cu ISD



\* datele aferente pentru iunie 2006 au fost anualizate

Sursa: MFP, ANV, BNR

Perspectivile de continuare a intrărilor de capital sunt relativ favorabile: excesul de lichiditate pe piețele internaționale se anticipează să se mențină, iar performanța companiilor din România care au primit ISD este consistentă. Aceste companii sunt mai profitabile și mai productive decât restul economiei. Rentabilitatea capitalurilor (ROE) înregistrează o dinamică ascendentă și susținută. De la aproape 1 la sută în 2003 (sub media economiei), ROE a depășit 19 la sută în 2006. Eficiența salarială a companiilor cu ISD este în creștere continuă, peste media economiei naționale. Pe de altă parte, este necesară continuarea unor politici coerente la nivel macroeconomic pentru ca rezultatele favorabile menționate să se păstreze.

Companiile cu ISD au o pondere tot mai mică în generarea deficitului balanței comerciale. Cifra lor de afaceri a crescut (în termeni reali) în special pe segmentul componentei de ofertă externă (de la 20,8 la 25 la sută din totalul cifrei de afaceri, 2003 - iunie 2006). Companiile cu ISD au o pondere constantă în totalul exporturilor (aproximativ 67 la sută). Deficitul de balanță comercială generat de companiile cu ISD înregistrează o valoare nominală constantă (aproximativ 11 miliarde RON), pe fondul majorării deficitului la nivel național (Grafic 4.3.4).

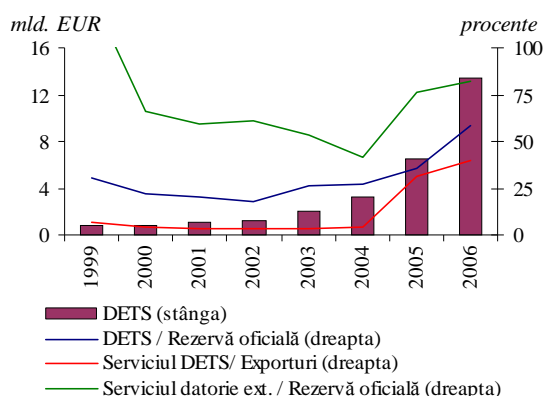
### 4.3.2.2. Datoria externă pe termen scurt

Datoria externă pe termen scurt (DETS) s-a dublat în 2006, ajungând la 13,4 miliarde EUR (Grafic 4.3.5). Evoluția reclamă atenție din perspectiva stabilității financiare pentru că: (A) dinamica



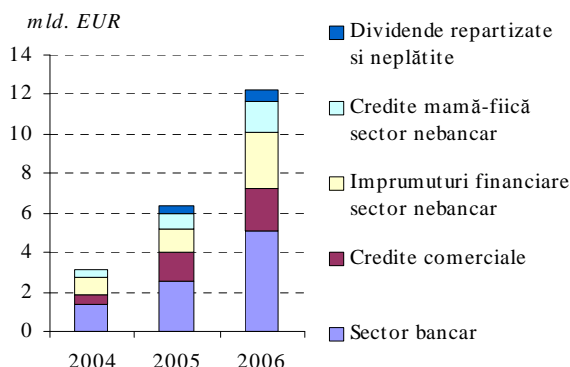
DETS este semnificativ superioară fluxurilor care pot fi utilizate în caz de avarie (exporturi sau rezerva oficială) și (B) DETS are un grad foarte mare de concentrare în cazul sectorului nebancaar.

Grafic 4.3.5 – Dinamica DETS



Sursa: BNR

Grafic 4.3.6 – Structura DETS

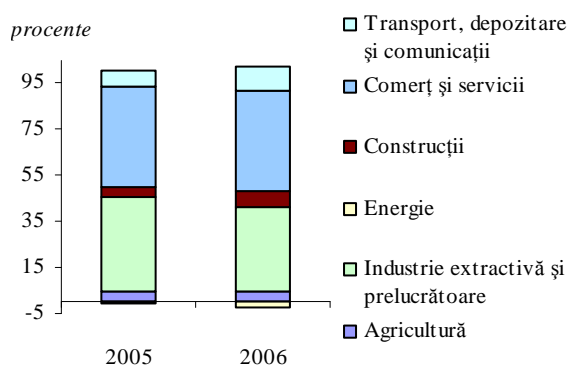


Sursa: BNR

(A) Mărimea DETS în raport cu totalul rezervelor oficiale a ajuns la aproape 60 la sută. Serviciul DETS a avut un ritm de creștere superior fluxurilor din exporturi, astfel că la sfârșitul anului 2006 raportul între cei doi indicatori a ajuns la 40 la sută. În condițiile în care exporturile sunt relativ dependente de importuri, iar o parte importantă din rezerva oficială este formată din rezerva minimă obligatorie a băncilor și veniturile statului din privatizare, ritmul de creștere a DETS reclamă o atenție sporită.

(B) Viteza de majorare a datoriei sectorului nebancaar a egalat-o în 2006 pe cea a sectorului bancar. Din cadrul sectorului nebancaar, împrumuturile financiare și creditele mamă-fică au avut dinamica cea mai importantă (creștere cu 146 și respectiv 130 la sută în 2006, Grafic 4.3.6).

Grafic 4.3.7 – Structura DETS\* la nivel de sector (fluxuri nete)



Sursa: BNR

fluxurilor nete este rulată de companii din doar cinci diviziuni CAEN (Tabel 4.3.1). Indicele Herfindahl are valori extreme în cazul industriei mijloacelor de transport rutier și al poștei și telecomunicațiilor. Concentrarea este mare și în cazul comerțului cu ridicata, unde primele trei

**Gradul de concentrare** a expunerii DETS\*<sup>41</sup> în cadrul companiilor nefinanciare s-a majorat. Numărul firmelor care au generat asemenea fluxuri nete de datorie este în scădere (ajungând la aproximativ 6 000 în 2006). Primele 10, respectiv 20 de companii concentrează 49, respectiv 64 la sută din totalul fluxurilor nete atrase de economia reală.

Concentrarea DETS\* este și sectorială. Cea mai mare parte a intrărilor nete se regăsește în comerț și servicii (44 la sută) și industrie (37 la sută) (Grafic 4.3.7). Majoritatea

<sup>41</sup> În continuare, analiza se va referi doar la DETS de tipul creditelor financiare și creditelor mamă-fică (datorită lipsei datelor statistice pentru creditele comerciale la nivelul fiecărei companii în parte). Acest segment va fi notat cu DETS\*. Ponderele creditelor comerciale în total DETS era de 34 la sută în decembrie 2006.

Concentrarea s-a calculat folosind indicele Herfindahl. Se calculează ca sumă a pătratelor cotelor de piață aferente fiecărui jucător din respectiva piață. Empiric se consideră că există concentrare mare atunci când valoarea indicatorului (ce poate varia între 0 și 10 000) depășește pragul de 1 800-2 000.



companii cumulează 93 la sută din totalul fluxurilor nete. Companiile din (i) sectorul tranzacțiilor imobiliare și din (ii) industria mijloacelor de transport rutier au realizat în 2006 aproape 50 la sută din totalul DETS\*.

Tabel 4.3.1 – Structura și concentrarea DETS\* (indice Herfindahl), decembrie 2006

Sector	Cod CAEN	Pondere în DETS*	Concentrare în DETS*
Tranzacții imobiliare	70	28	207
Industria mijloacelor de transport rutier	34	20	6 014
Comerț cu ridicata	51	12	3 493
Poșta și telecomunicații	64	10	8 763
Construcții	45	7	969
Restul sectoarelor	-	23	734

Sursa: BNR

(i) *Sectorul imobiliar* și-a menținut ponderea importantă în totalul fluxurilor nete externe pe termen scurt (28 la sută în 2005 și 2006). Companiile care se împrumută în acest fel dețin o pondere tot mai mare din totalul imobilizărilor corporale la nivelul sectorului imobiliar (de la 28 la 37 la sută, iunie 2005 – iunie 2006). Aceste companii au îndatorare externă semnificativă: finanțarea în valută pe termen scurt este însoțită de expunere externă importantă pe termen mediu și lung (27,5 la sută din totalul surselor de finanțare). Lichiditatea lor s-a îmbunătățit, dar rămâne subunitară, raportul dintre activele și pasivele curente fiind 0,75 (iunie 2006). Ponderea mare și în creștere a activelor imobiliare la nivelul companiilor cu expunere externă semnificativă poate genera evoluții adverse pe piața imobiliară în ipoteza retragerii finanțării pe termen scurt sau a unor șocuri pe curs.

(ii) *Industria prelucrătoare* a atras fluxuri nete în anul 2006 în proporție de 37 la sută din total. Companiile cu DETS\* din acest sector prezintă importanță sistemică, generând 37 la sută din valoarea adăugată a sectorului și absorbind 11,6 la sută din creditarea bancară internă. Lichiditatea firmelor în cauză este subunitară, peste 50 la sută din DETS\* fiind deținută de companii cu active curente inferioare pasivelor curente. Acest aspect ridică unele semne de întrebare privind capacitatea respectivelor companii de a face față unui eventual șoc de lichiditate. Cel mai mare risc ar putea fi în industria mijloacelor de transport rutier care absoarbe 54 la sută din DETS\* a industriei prelucrătoare și are un grad de concentrare a datoriei foarte mare (Tabel 4.3.1). Totuși, performanțele companiilor din această subgrupă sunt superioare sectorului în ansamblu, înregistrând: (a) profitabilitate (ROE) mai mare (17 la sută față de 9,7 la sută), (b) eficiență a cheltuielilor mai ridicată (97,8 la sută față de 99,7 la sută) și (c) capacitate sporită de acoperire a cheltuielilor cu dobânzile (11 față de 5).

## CAPITOLUL 5. SECTORUL COMPANIILOR ȘI AL POPULAȚIEI

### 5.1. Riscurile generate de companiile nefinanciare

Riscurile în sectorul companiilor s-au păstrat la nivel moderat. Performanța s-a îmbunătățit de la data *Raportului* anterior, consolidând capacitatea sectorului real de a face față unui șoc sistemic. Cel mai probabil, șocul cu cele mai mari implicații negative este pe cursul de schimb, deoarece valoarea expunerilor acoperite natural este mică. Riscul de credit indus în sectorul bancar se păstrează moderat. Alocarea resurselor bancare către companii s-a îmbunătățit, însă disciplina în plăți a avut evoluții mixte: arieratele s-au diminuat, în timp ce incidentele de plată s-au majorat ușor.

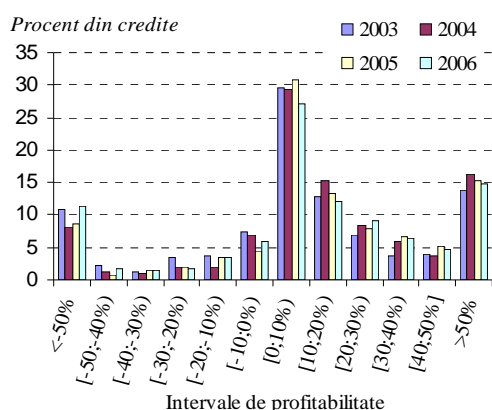
#### 5.1.1. Capacitatea companiilor<sup>42</sup> de a face față unui șoc sistemic

##### 5.1.1.1. Performanța economică și financiară

Rentabilitatea și lichiditatea companiilor au continuat să se îmbunătățească de la data *Raportului* anterior, consolidând capacitatea sectorului real de a face față unui șoc sistemic. Eficiența activității de exploatare are însă evoluții mixte.

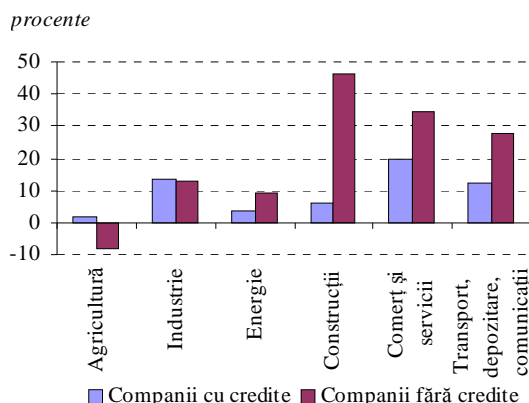
(A) **Rentabilitatea capitalurilor (ROE<sup>43</sup>)** a crescut la nivel agregat de la 13,4 la sută în 2005 la 14,9 la sută în 2006. În structură, ROE este concentrat în două intervalele de profitabilitate (0 la sută, 10 la sută) și peste 50 la sută. Principala explicație pentru ultimul interval rezidă în nivelul redus de capitalizare al companiilor mici, acestea deținând o poziție semnificativă în cadrul economiei. Ponderea companiilor cu rentabilitate pozitivă finanțate de bănci este însă în scădere (de la 79,2 la sută în 2005 la 74,3 la sută în 2006, Grafic 5.1.1).

Grafic 5.1.1 – ROE companii cu credite bancare



Sursa: BNR, MFP

Grafic 5.1.2 – Comparatie ROE companii cu credite față de companii fără credite



Sursa: BNR, MFP

La nivel sectorial, companiile care produc bunuri netranzaționabile (*non-tradables*) au cea mai mare profitabilitate, dar în scădere (Grafic 5.1.2). Motorul creșterii ROE în 2006 a provenit din sectorul bunurilor tranzaționabile, datorită îmbunătățirii rotației activelor și a eficienței utilizării resurselor.

<sup>42</sup> În Secțiunea 5.1, folosim noțiunea de „companii” pentru a ne referi la „companii nefinanciare”. Indicatorii pe anul 2006 calculați pe baza informațiilor bilanțiere furnizate de MFP sunt aferenți primului semestru.

<sup>43</sup> Cifrele pentru ROE aferente semestrului I din 2006 au fost analizate pentru a fi comparabile cu anii anteriori.

Tabel 5.1.1 – Structura activelor companiilor nefinanciare (procente)

	2005		iunie 2006	
	a)	b)	a)	b)
<b>Total activ (mld. RON)</b>	<b>181,4</b>	<b>305,9</b>	<b>188,6</b>	<b>325,3</b>
<i>Active nefinanciare</i>	59,0	67,1	59,0	66,4
Active corporale	55,4	61,0	55,6	60,9
– Imobilizări corporale	42,1	48,3	42,1	47,2
– Stocuri	13,3	12,7	13,6	13,7
Imobilizări necorporale	3,5	6,1	3,3	5,5
<i>Active financiare, din care</i>	41,0	32,9	41,0	33,6
Casa și conturi la bănci	10,0	5,1	10,0	4,9
Imobilizări financiare	4,1	5,9	3,9	5,5
Creanțe	25,1	20,2	25,3	21,5

a) companii fără credite bancare interne

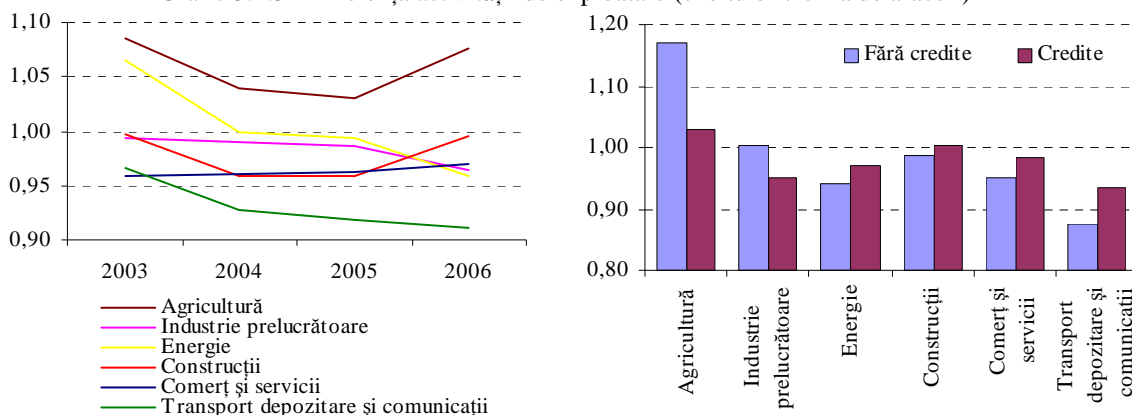
b) companii cu credite bancare interne

Sursa: BNR, MFP

**(B) Constrângerile de lichiditate** s-au diminuat și în 2006, activele curente depășind cu 7 la sută datoriile curente la nivel agregat. Rata imediată se păstrează constantă la 0,18, iar lichiditățile bancare reprezintă aproape 5 la sută din bilanț (Tabel 5.1.1), peste valorile companiilor din zona euro.

**(C) Eficiența activității de exploatare** a avut evoluții mixte. S-a deteriorat în sectorul bunurilor netranzacionabile și s-a îmbunătățit în industria prelucrătoare și sectorul energetic (Grafic 5.1.3). Marja operațională redusă în contextul unei profitabilități (ROE) în creștere se explică printr-un rulaj mai mare al activelor și prezența efectului de levier<sup>44</sup>.

Grafic 5.1.3 – Eficiența activității de exploatare (cheltuieli / cifra de afaceri)



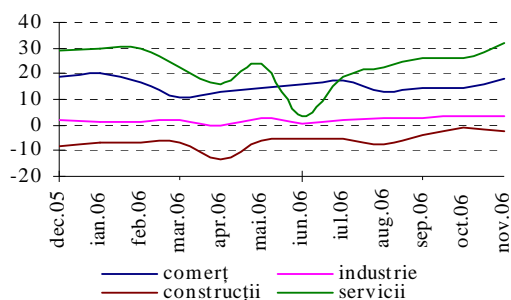
Sursa: BNR, MFP

**(D) Companiile cu credite** au profitabilitate și eficiență a costurilor inferioare companiilor fără o asemenea îndatorare. Cele mai importante diferențe sunt în sectoarele bunurilor netranzacionabile (Grafic 5.1.2 și Grafic 5.1.3). Această situație ar putea fi favorabilă stabilității financiare pentru că extinderea bazei de creditare către aceste companii nu ar conduce la creșterea riscurilor.

**(E) Sentimentul de încredere** al managementului în dinamica activității economice s-a îmbunătățit în al doilea semestru al anului 2006, în special în construcții și servicii (Grafic 5.1.4). Ne așteptăm ca situațiile financiare ale companiilor la sfârșitul anului 2006 să confirme aceste evoluții.

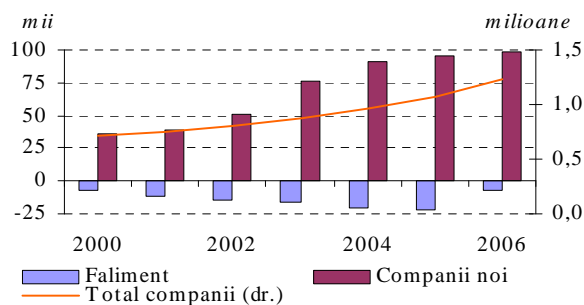
<sup>44</sup> Descompunerea DuPont a ROE.

Grafic 5.1.4 – Evoluția sentimentului de încredere a companiilor



Sursa: INS, Comisia Europeană

Grafic 5.1.5 – Evoluția numărului de companii



Sursa: ONRC, BNR

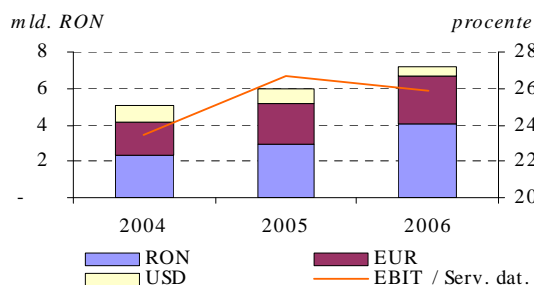
**(F) Numărul companiilor** nou înființate este superior numărului de falimente înregistrate, contribuind la creșterea numărului de agenți economici din economie (înregistrați la Registrul Comerțului) (Grafic 5.1.5). Numărul companiilor active este mai redus, pentru că doar 540 000 de firme au raportat rezultatele activității la MFP (iunie 2006).

### 5.1.1.2. Capacitatea de rambursare a datoriilor bancare

**Riscul de credit indus în sectorul bancar de către companii se păstrează moderat.** Pe de o parte, (A) capacitatea de onorare a serviciului datoriei s-a diminuat, iar (B) gradul de concentrare a creditelor a crescut. Pe de altă parte, (C) probabilitatea de nerambursare este în scădere și (D) percepția creditorilor cu privire la riscul de credit s-a îmbunătățit.

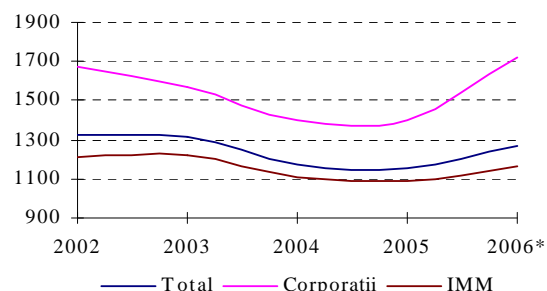
**(A) Capacitatea de onorare a serviciului datoriei interne** s-a diminuat ușor în 2006, datorită creșterii mai lente a profitabilității<sup>45</sup> (EBIT) comparativ cu serviciul datoriei (Grafic 5.1.6). Totuși, există suficiente resurse pentru plata datoriilor. Pe lângă importantele resurse bănești, companiile au acces la linii de credit neutilizate de 7,5 miliarde RON, reprezentând 35 la sută din totalul disponibilităților la vedere ale acestora (decembrie 2006).

Grafic 5.1.6 – Serviciul datoriei lunar (scală stânga) și acoperirea în EBIT (scală dreapta)



Sursa: BNR, MFP

Grafic 5.1.7 – Concentrarea creditelor bancare acordate companiilor, indicele Herfindahl



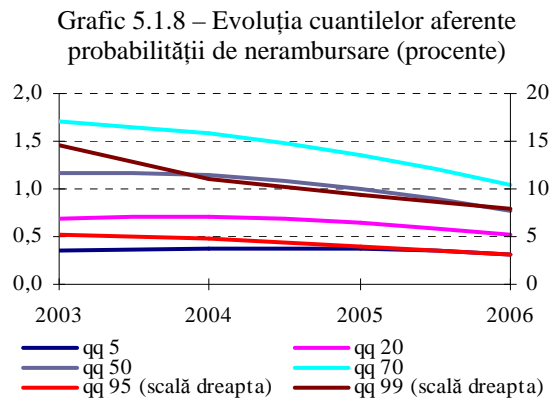
\* date aferente lunii octombrie

Sursa: BNR

**(B) Concentrarea instituțională** a creditelor bancare către companii a crescut în 2006, însă se situează sub pragul critic. Concentrarea creditării este mai ridicată în cazul corporațiilor comparativ cu IMM-urile (Grafic 5.1.7).

<sup>45</sup> Evaluarea capacității de acoperire a serviciului datoriei a fost realizată utilizând situațiile financiare ale companiilor la luna iunie 2006. Este posibil ca indicatorul să se fi ameliorat în a doua jumătate a anului, pe fondul îmbunătățirii poziției financiare a companiilor (așa cum sugerează și evoluția sentimentului de încredere a managementului – Grafic 5.1.4).

(C) Percepția sectorului bancar asupra capacității companiilor de a-și onora serviciul datoriei s-a îmbunătățit, concretizându-se în **reducerea primei de risc**, în special la creditele în RON (de la 560 la 260 puncte de bază). Totuși, această evoluție trebuie interpretată și ca efect al creșterii concurenței și sporirii rolului veniturilor bancare altele decât din dobânzi.



Sursa: BNR, MFP

Un șoc pe rata dobânzii (interne sau externe) poate afecta companiile românești, dar moderat. Șocul pe curs de schimb poate avea implicații negative mai mari pentru că valoarea expunerilor acoperite natural la un asemenea risc este mică. Pe partea costurilor, șocurile cu cheltuielile pentru salarii sau utilități pot deveni importante doar în cazul unor sectoare ale economiei, dar care de regulă nu induc riscuri sistemice.

(A) **Șoc pe rata dobânzii:** Companiile au revenit în 2006 la o ușoară poziție de debitor net în sistem (3 miliarde RON), dar există importante diferențe în structură. Sectorial, firmele din energie, transport, comunicații și depozitare au rămas creditor net. Majoritatea companiilor din economie nu are credite bancare și deține lichidități bancare importante (10 la sută din total bilanț), fiind astfel creditor net<sup>46</sup>. Creșterea ratei dobânzii nu afectează aceste companii, dar din perspectiva stabilității financiare rămâne întrebarea privind eficiența deținerii unei proporții atât de mari de lichidități nefolosite. Lipsa proiectelor viabile sau managementul mai puțin eficient ar putea fi unele explicații.

Expunerea companiilor cu credite la riscul de rata dobânzii a crescut, rămânând însă la un nivel moderat. Poziția lor de debitor net s-a accentuat (de la 5,3 la 6,7 la sută din total bilanț, decembrie 2005-iunie 2006). IMM-urile sunt cele mai expuse, cu poziție debitoare de peste 15 la sută (față de IMM-urile din zona euro care au poziție debitoare de 2-3 la sută<sup>47</sup>).

Pe de altă parte, ponderea costurilor cu dobânzile în rezultatul activității de exploatare este în scădere (ajungând la 21,5 la sută, respectiv 1,27 la sută din totalul cheltuielilor de exploatare, iunie 2006), ceea ce atenuează din impactul unui eventual șoc. Cheltuielile cu dobânzile au crescut semnificativ ca urmare a efectului de volum. Efectul de preț a acționat în sensul reducerii acestor cheltuieli (în special la RON) (Grafic 5.1.9).

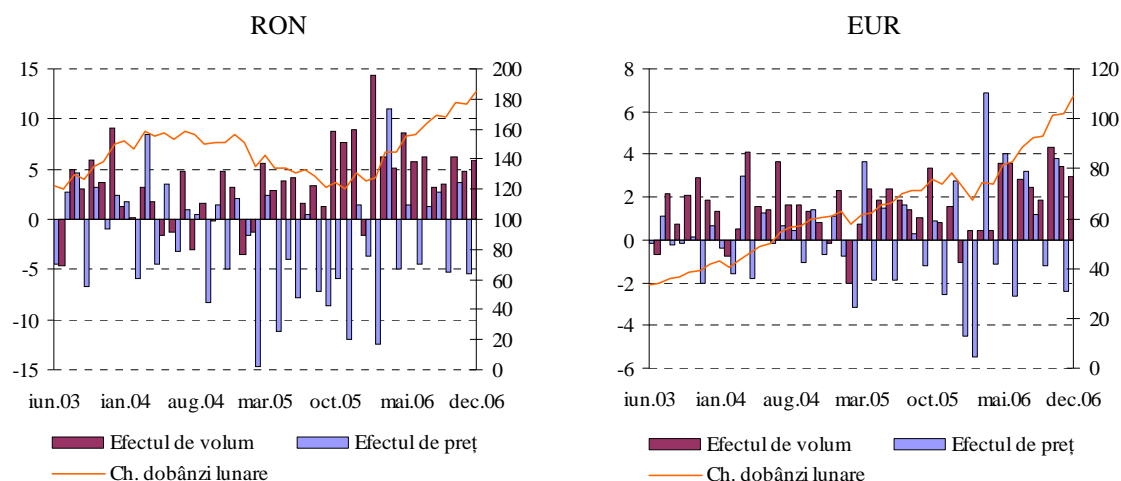
(D) **Riscul de nerambursare** s-a diminuat în ultimii ani pe toate cuantilele (Grafic 5.1.8), ca urmare a îmbunătățirii majorității determinantilor probabilității de nerambursare: cheltuielile cu dobânzile în total venituri din exploatare și rata restanțelor s-au redus, rentabilitatea activelor, rata utilizării activelor și lichiditatea s-au îmbunătățit, iar moneda națională s-a apreciat.

### 5.1.1.3. Canalele de transmitere a șocurilor

<sup>46</sup> Aceste companii produc 43 la sută din VAB și au peste 50 la sută din angajați (iunie 2006).

<sup>47</sup> Conform European Committee of Central Balance Sheet Data Offices, 2007.

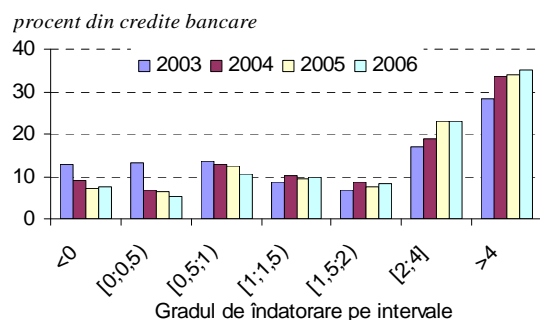
Grafic 5.1.9 – Cheltuieli reale cu dobânzile aferente creditelor bancare (milioane)



Sursa: BNR

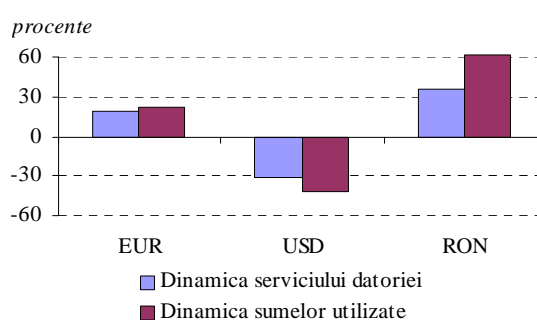
Cu cât gradul de îndatorare și ponderea datoriilor pe termen scurt sunt mai mari, cu atât un șoc pe rata dobânzii afectează mai amplu și mai rapid debitorii. În România, ambii indicatori s-au modificat în această direcție în 2006. La nivel agregat, efectul de levier a urcat de la 1,67 (2005) la 1,71 (2006), datoriile pe termen scurt reprezentând peste 66 la sută din totalul datoriilor. Companiile cu credite înregistrează o îndatorare mai redusă comparativ cu restul economiei, dar în creștere (1,44 la iunie 2006). Structural, 35 la sută din creditele bancare acordate sectorului real sunt concentrate în companii cu datorii de 4 ori mai mari decât capitalizarea (Grafic 5.1.10), iar aproape 50 la sută din credite sunt canalizate către companii cu capitaluri proprii mai mici decât datoriile bancare. Impactul asupra stabilității financiare prin canalul direct în cazul unor șocuri pe rata dobânzii este relativ scăzut, întrucât majoritatea creditelor acordate acestor companii prezintă garanții corespunzătoare<sup>48</sup>. Efectul ar putea să fie însă mai amplu<sup>49</sup> prin canalul indirect.

Grafic 5.1.10 – Îndatorarea companiilor cu credite bancare



Sursa: BNR, MFP

Grafic 5.1.11 – Dinamica serviciului datoriei și a creditelor interne 2006/2005



Sursa: BNR

**(B) Șoc pe cursul de schimb:** Expunerea companiilor la riscul valutar este ridicată, dar în scădere. Dinamica sumelor utilizate indică o majorare a creditării în RON cu 61 la sută față de 22 la sută în EUR și reducerea cu 9 la sută în USD (Grafic 5.1.11). Dinamica serviciului datoriei pe monede urmează un tipar asemănător.

<sup>48</sup> 43 la sută ipoteci imobiliare, 29 la sută alte garanții, 13 la sută gajuri fără deposedare. Doar 4 la sută sunt credite fără garanții.

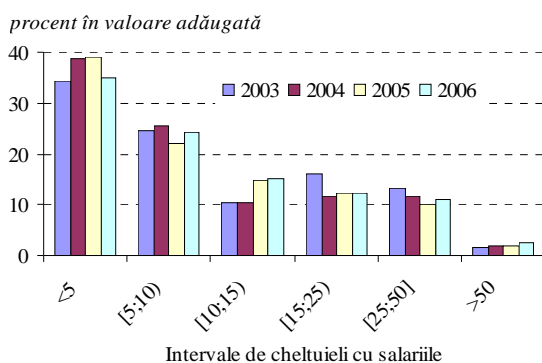
<sup>49</sup> Aceste companii au 13 la sută din totalul salariaților din economie și produc 11 la sută din VAB.

Chiar dacă cele mai multe companii se acoperă natural la riscul valutar, valoarea acoperită este redusă. Ponderea companiilor cu credite în valută care obțin încasări din exporturi superioare serviciului datoriei în valută aferent creditelor interne și externe este de 75 la sută. Totuși, valoarea astfel acoperită a reprezentat doar 22 la sută în 2006. Dacă analizăm câte companii ar fi putut să-și acopere din fluxul net de încasări (exporturi-importuri) cheltuielile cu dobânda în valută (pentru credite interne și externe), obținem aceeași pondere, dar valoarea acoperită scade la aproape 10 la sută. Corporațiile dețin aproape 60 la sută din suma neacoperită și teoretic pot identifica mai facil soluții financiare de acoperire a riscului valutar decât IMM-urile (utilizarea derivatelor, suportul pe relația mamă-fiică etc.).

Distribuția sectorială a datoriei private externe indică o concentrare pe sectorul energetic (17,2 la sută), imobiliar (15 la sută) și telecomunicații (10,8 la sută). Aceste sectoare au încasări care sunt semnificativ legate de evoluția cursului de schimb. În cazul unui șoc pe curs care să creeze probleme propriilor lor debitori în a-și onora angajamentele, doar sectorul energetic este poziționat mai bine (producând bunuri tranzacționabile). Creditul intern în valută este concentrat în sectoarele producătoare de bunuri necomercializabile (din care sectorul imobiliar deține 8,1 la sută), iar companiile din industrie dețin 41 la sută din îndatorarea internă în valută (decembrie 2006).

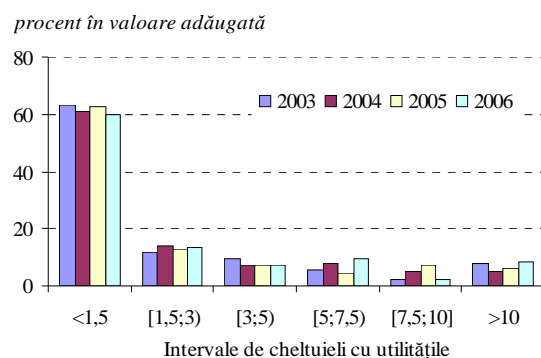
**(C) Șoc pe costurile de exploatare:** Procesul de integrare pune presiune asupra costurilor firmelor, în special cu salariile și utilitățile. Aceste evoluții nu au ridicat de regulă probleme sistemice datorită ponderii relativ reduse în totalul costurilor de exploatare. Peste 60 la sută din valoarea adăugată din economie este realizată de companii cu o pondere a cheltuielilor salariale în total costuri de exploatare mai mică de 10 la sută. Companiile care înregistrează cheltuieli cu utilitățile sub 3 la sută din costurile de exploatare generează aproximativ 70 la sută din valoarea adăugată (Grafice 5.1.12, 5.1.13).

Grafic 5.1.12 – Cheltuieli cu salariile



Sursa: BNR, MFP

Grafic 5.1.13 – Cheltuieli cu utilitățile



Sursa: BNR, MFP

Cele mai vulnerabile<sup>50</sup> companii în fața unor presiuni salariale sunt în sectorul extractiv, textil și procesare a apei. Importanța sistemică a acestor companii (prin prisma valorii adăugate create și a resurselor bancare utilizate) este relativ mare<sup>51</sup>.

<sup>50</sup> Ponderea costurilor salariale în total cheltuieli din exploatare este 28 la sută în industria extractivă, 23 la sută în industria textilă și 32 la sută în sectorul de captare, tratare și distribuție a apei.

<sup>51</sup> Generează 5,6 la sută din total valoare adăugată și dețin 3,3 la sută din total credite. Companiile din industria textilă care au activitate de comerț exterior (în special *lohn*) contabilizează 20 la sută din exporturi, 11 la sută din importuri și generează un surplus comercial de 2 miliarde RON (iunie 2006). Costurile lor cu salariale au avut un ritm mediu de creștere anual (măsurat în euro) de 22 la sută (intervalul 2004-2006).

Companiile din industria de tratare și distribuție a apei au ponderi semnificative ale cheltuielilor cu utilitățile<sup>52</sup> în total cheltuieli de exploatare (22 la sută, iunie 2006). Datorită naturii activității lor, aceste companii au capacitate de a transfera în prețul final eventualele majorări ale costurilor, astfel că riscul sistemic se păstrează redus.

### 5.1.2. Eficiența alocării resurselor financiare în economie

(A) Alocarea resurselor bancare către companii s-a îmbunătățit, dar (B) disciplina în plăți a avut evoluții mixte: arieratele s-au redus, însă incidentele de plată au crescut ușor.

**(A) Companiile și-au sporit ponderea finanțării activității prin resurse bancare.** Creditele de la băncile autohtone dețineau 11,6 la sută în bilanțul companiilor (aproape 20 la sută în cazul IMM), comparativ cu 10,4 la sută în decembrie 2005 (Tabel 5.1.2). Cu toate acestea, majoritatea companiilor nu deține nici un credit, iar în ceea ce privește IMM, 86 la sută nu se finanțează din surse bancare.

Tabel 5.1.2 – Principalele surse de finanțare ale companiilor (procente)

	2005		iunie 2006	
	a)	b)	a)	b)
<b>Capitaluri</b>	30,8	41,4	29,6	40,3
<b>Datorii</b>	66,4	54,5	67,1	55,7
<i>Clasificare în funcție de scadența datoriilor</i>				
– Datorii pe termen lung (>1 an)	16,4	18,8	18,6	18,9
– Datorii pe termen scurt (< 1 an)	50,0	35,7	48,5	36,8
<i>Clasificare în funcție de tipul datoriilor</i>				
– Datorie privată externă pe termen mediu și lung	5,9	6,3	6,9	5,2
- din care credite bancare externe	1,3	4,5	2,6	3,4
– Credite interne	-	10,4	-	11,6
– Arierate	16,6	6,5	14,6	6,3
- din care arierate comerciale	7,3	3,8	6,8	3,7
– Alte datorii	44,0	31,4	45,5	32,6

a) companii fără credite bancare interne

b) companii cu credite bancare interne

Sursa: BNR, MFP

Diferențele cele mai mari față de nivelurile de finanțare bancară a companiilor din zona euro se înregistrează în servicii, transport, depozitare, comunicații și construcții (Tabel 5.1.3). Decalajul este recuperat de companiile autohtone printr-un ritm de creștere superior<sup>53</sup> al creditului bancar intern.

Companiile care nu se finanțează din sectorul bancar autohton pentru că obțin resurse din exterior (credite financiare sau credite mamă-fiică) sunt excepții. Companiile care se împrumută pe plan intern concentrează 57 la sută din datoria privată externă pe termen mediu și lung și aproximativ 70 la sută din creditele bancare externe. Profilul companiilor care se îndatorează la extern este unul mai puțin riscant din punct de vedere al structurii bilanțiere: efect de levier sub medie (1,28) și o lichiditate superioară și în creștere (1,18).

<sup>52</sup> Raportul asupra inflației (februarie 2007) consideră o majorare cu 8,2 la sută a costurilor cu utilitățile în 2007.

<sup>53</sup> Creditele către companiile nefinanciare au crescut în anul 2006 cu 32 la sută în termeni reali, față de zona euro unde creșterea a fost de 10 la sută.



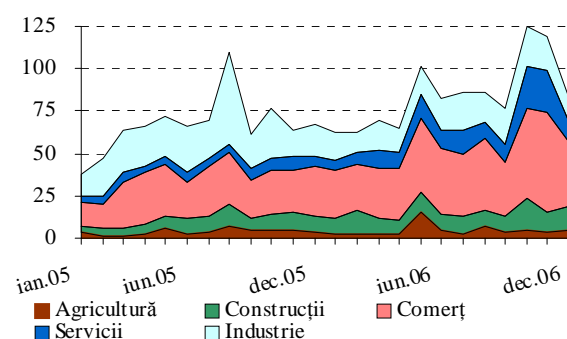
Tabel 5.1.3 – Credite în total bilanț la nivel sectorial (procente), 2005

	România	Franța	Spania	Italia	Austria	Germania
Agricultură	8,4	20,4	23,0	23,0	15,5	...
Industrie	7,9	6,6	10,8	18,2	10,9	10,1
Energie	0,9	1,4	9,6	14,0	1,5	...
Construcții	6,3	6,0	8,7	20,6	13,3	5,5
Comerț și servicii	9,3	15,8	21,3	16,5	9,1	17,5
Transport, depozitare și comunicații	3,2	18,0	18,7	17,5	2,5	17,4

Sursa: BNR, MFP, *European Committee of Central Balance Sheet Data Offices (ECCBSDO)*

**(B) Disciplina utilizării resurselor financiare** ale partenerilor de afaceri s-a ameliorat.

Grafic 5.1.14 – Evoluția incidentelor de plată  
mil. RON



Sursa: BNR, MFP

Suma incidentelor de plată majore generate de companii a crescut de la 0,27 la 0,29 la sută din PIB în 2006 față de 2005. Contribuția majoră o deține sectorul comerțului cu 44 la sută din totalul incidentelor de plată (Grafic 5.1.14). Dintre aceste companii, doar una este corporație, restul incidentelor fiind generate de IMM-uri.

Companiile care generează incidente de plată au de regulă *ex-ante* o situație financiară precară (selecție adversă) (Tabel 5.1.4): înregistrează costuri de funcționare mai mari decât vânzările, se îndatorează excesiv comparativ cu gradul de capitalizare, au o lichiditate subunitară și un termen de încasare al creanțelor care generează probleme de lichiditate. De aceea, o mai bună transparență și diseminare a situațiilor financiare ar putea diminua asemenea incidente.

Tabel 5.1.4 – Situația financiară a companiilor care generează incidente de plată

	ROE (%)	Costuri / CA	Datorii / Capitaluri	Lichiditate	Termenul de încasare a creanțelor (zile)
Agricultură	-2,8	1,35	1,7	0,92	99
Industrie	-18,0	1,16	4,4	0,72	110
Energie	-79,0	1,13	7,2	0,85	220
Construcții	-35,7	1,19	10,3	0,73	167
Comerț și servicii	-3,1	1,03	9,0	0,94	116
Transport, depozitare și comunicații	-5,8	1,02	8,4	0,77	106

Sursa: BNR, MFP

## 5.2. Riscurile generate de populație

Riscurile generate de populație asupra stabilității financiare au crescut de la data *Raportului anterior*. Pasivele financiare au un profil de risc superior, serviciul datoriei s-a majorat într-un ritm foarte alert, valoarea deținerilor de active imobiliare a crescut aproape în exclusivitate pe seama prețului, iar poziția valutară și de creditor net a populației s-a deteriorat. Pe de altă parte, veniturile sunt în creștere, activele financiare au devenit mai lichide, iar gradul de concentrare a creditelor și rata restanțelor s-au diminuat.

### 5.2.1. Veniturile populației

Veniturile bănești ale populației și-au păstrat tendința ascendentă, pe fondul unor așteptări optimiste. Aceste evoluții au condus la asumarea de riscuri mai mari de către populație în 2006.

Tabel 5.2.1 – Evoluția transferurilor lucrătorilor români din străinătate\* (milioane EUR)

	2004	2005	2006
Transferurile lucrătorilor români din străinătate, din care:	1 412	3 804	5 317
Venituri din muncă – contracte sub un an	91	771	961
Transferuri curente private ale lucrătorilor români către rezidenți	1 321	3 033	4 356

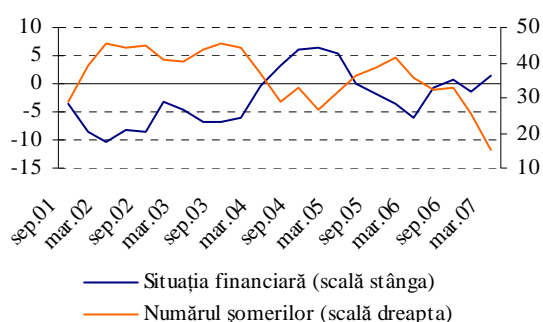
\* fluxuri credit balanța de plăți

Sursa: BNR

Veniturile bănești ale populației sunt dominate (cu pondere în creștere) de salarii și alte venituri (inclusiv transferurile lucrătorilor români din străinătate)<sup>54</sup>. Salariul mediu net anual a crescut în 2006 cu 11 la sută (în termeni reali). Fluxurile din transferuri s-au majorat, dar cu un ritm mult diminuat (40 la sută față de 169 la sută, 2006 față de 2005), ceea ce ar putea semnala apropierea de punctul de inflexiune. Majoritatea fluxurilor (82 la sută) aparține rezidenților ce lucrează în străinătate mai mult de un an (Tabel 5.2.1). În general, aceste fluxuri se reduc pe măsură ce respectivele persoane locuiesc o perioadă mai îndelungată în afara țării de origine (BCE, Buletin lunar, februarie 2007).

Sursele dominante ale transferurilor bancare au fost Italia, Marea Britanie și Spania pentru transferurile curente ale lucrătorilor angajați pe mai mult de un an, respectiv Italia, SUA, Germania pentru veniturile din contracte pe termen scurt.

Grafic 5.2.1 – Așteptările populației privind situația financiară și șomajul în următoarele 12 luni



Sursa: Comisia Europeană (medie mobilă pe 3 luni a soldurilor conjuncturale)

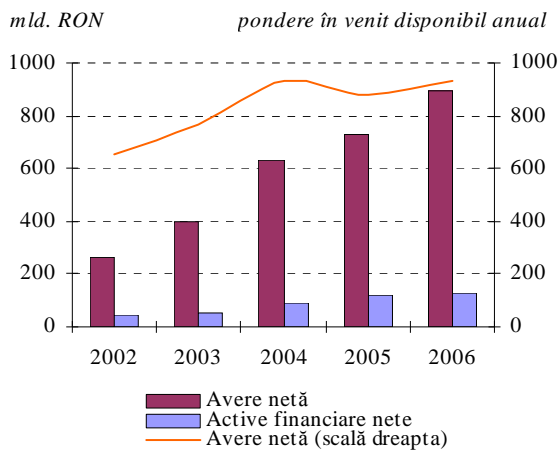
Sentimentul populației cu privire la propria situație financiară a fost de optimism în creștere, pe fondul unor temeri tot mai diminuate privind șomajul (Grafic 5.2.1). Consolidarea condițiilor macroeconomice, integrarea în UE și validarea așteptărilor anterioare cu privire la evoluția veniturilor pot fi explicații ale înclinației puternice a populației către consum și îndatorare. Pentru anul 2007, așteptările rămân optimiste, temerile privind șomajul atingând un minim istoric.

<sup>54</sup> „Veniturile și consumul populației”, INS, media primelor trei trimestre ale anului 2006.

### 5.2.2. Poziția bilanțieră a populației<sup>55</sup>

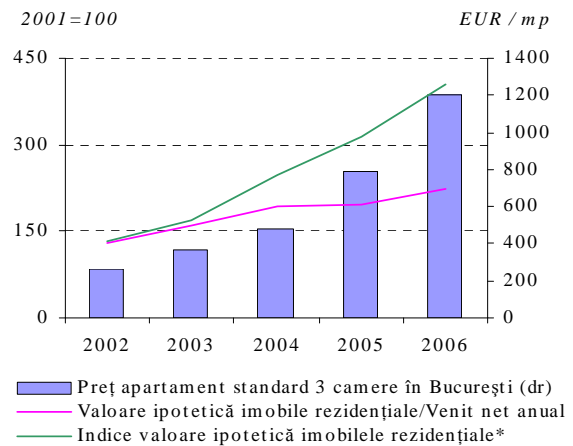
Riscurile financiare ale populației au crescut: (A) valoarea deținerilor de active imobiliare s-a majorat aproape în exclusivitate pe seama prețului și nu a cantității, (B) activele financiare au devenit mai lichide, dar evoluția riscului este mixtă, (C) pasivele financiare au un profil de risc superior, iar (D) poziția valutară s-a deteriorat.

Grafic 5.2.2 – Avere netă și activele financiare nete ale populației



Sursa: BNR, INS, CNVM, CSA, UNOPC, ASLR, ALB

Grafic 5.2.3 – Evoluția prețurilor imobilelor rezidențiale



\* valoarea ipotetică exprimată în EUR a tuturor imobilelor rezidențiale (estimată conform metodologiei prezentate în Raportul pe anul 2006)

Sursa: Camerele Notarilor Publici, INS, BNR

(A) **Avere netă a populației** și-a continuat creșterea și în 2006, într-un ritm superior veniturilor (Grafic 5.2.2). Principala componentă a averii nete rămâne imobilul deținut. Pentru cei care au achiziționat un imobil pe credit, precum și pentru băncile creditoare<sup>56</sup>, riscurile potențiale sunt asociate cu scăderea pieței imobiliare rezidențiale.

Aceste prețuri au crescut semnificativ și în anul 2006 (Grafic 5.2.3), continuând tendința ultimilor patru ani. Majorarea s-a manifestat în special la nivelul celor mai importante centre urbane (în București, un apartament standard (fără îmbunătățiri) a fost cu aproximativ 53 la sută mai scump decât în 2005). Această caracteristică nu este specifică doar României. O inflație ridicată a prețurilor imobilelor rezidențiale s-a manifestat în 2006 și în capitalele unor alte țări ECE, precum Letonia (69 la sută), Estonia (58 la sută) sau Polonia (54 la sută)<sup>57</sup>. În zona euro, creșterile sunt în ultimii ani în jurul valorii de 7 la sută, dar caracteristicile pieței imobiliare sunt diferite.

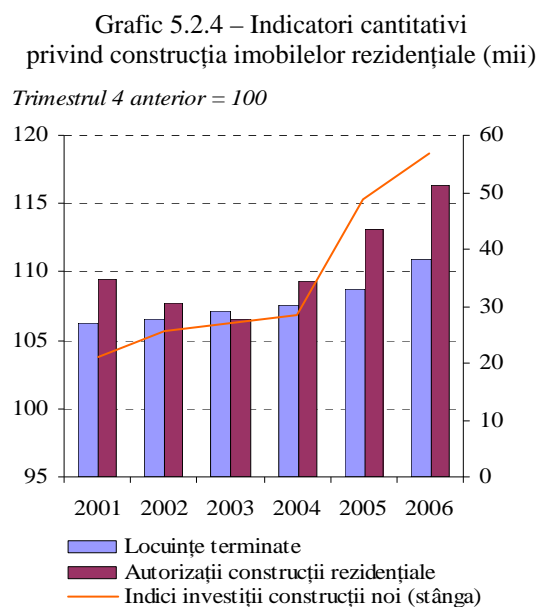
Creditul ipotecar a avut rol limitat în stimularea cererii de imobile. Valoarea medie a unui credit ipotecar a fost de 72 000 RON (decembrie 2006), fiind semnificativ sub prețul unui imobil. Din numărul total de credite ipotecare, 67 la sută sunt sub valoarea medie. Totodată, până în februarie 2007 au fost în vigoare constrângerile de lichiditate pentru populație care au mai limitat îndatorarea.

<sup>55</sup> Datele privind bilanțul populației au fost revizuite față de Raportul anterior, în funcție de noile informații din conturile naționale financiare. Principalele modificări se regăsesc la nivelul activelor financiare prin includerea deținerilor de acțiuni necotate.

<sup>56</sup> Creditele cu garanții imobiliare reprezintă 62 la sută din creditele populației în valoare de peste 20 000 RON (decembrie 2006).

<sup>57</sup> Datele sunt colectate de la băncile centrale în cadrul unui chestionar inițiat de Banca Națională a Poloniei. Prețul pe metru pătrat în capitalele europene ale țărilor respondente (2006) variază considerabil: 1 145 euro în Ungaria (cu trend descrescător), 1 476 euro în Estonia, 1 526 euro în Letonia, 1 898 euro în Polonia, 2 408 euro în Slovenia.

Dinamica pieței imobiliare a fost accentuată de deficitul de ofertă. Oferta provine în special din construcțiile mai vechi și s-a menținut modică: (i) numărul de locuințe a crescut în perioada 2001-2006 cu doar 1,6 la sută și (ii) ponderea locuințelor terminate anual în totalul fondului de locuințe este de 0,46 la sută (2006), comparativ cu 1,13 la sută în zona euro (2003).



Sursa: INS

Oferta pe termen mediu și lung ar putea crește pentru că în 2006 au fost inițiate numeroase proiecte. Numărul autorizațiilor de construcție a atins un nivel record pentru ultimii ani, fiind cu 17 la sută mai mare comparativ cu anul 2005, ceea ce va induce un trend crescător al locuințelor terminate în următorii ani (Grafic 5.2.4). Efervescența și potențialul sectorului imobiliar se transpun și în dinamica ascendentă a indicelui investițiilor în construcții noi (Grafic 5.2.4), precum și în optimismul indicatorilor de conjunctură în sectorul construcțiilor rezidențiale.

Capacitatea de achiziție a unui imobil de către populație s-a deteriorat, ceea ce ar putea acționa în direcția diminuării cererii: la nivel agregat, valoarea imobilelor este de circa șapte ori mai mare decât venitul net anual (Grafic 5.2.3).

**(B) Activele financiare ale populației** au devenit mai lichide în 2006. Acțiunile necotate sunt majoritare, dar ponderea acestora descrește în favoarea activelor cu lichiditate superioară (Grafic 5.2.5). Activele financiare lichide<sup>58</sup> sunt dominate de deținerile de numerar, depozite bancare și titluri de stat (63 la sută).

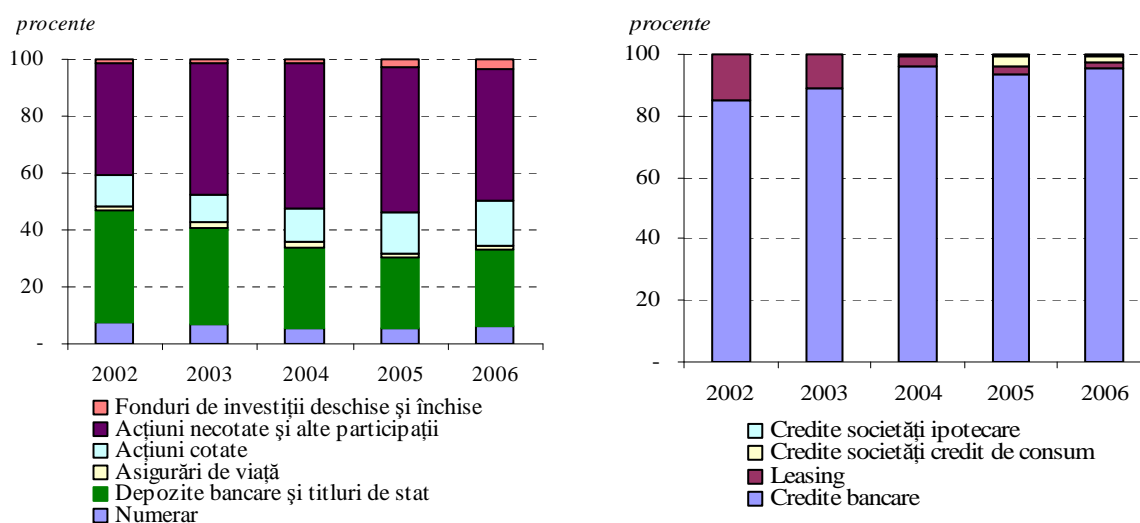
Evoluția riscurilor aferente activelor financiare este mixtă. Diversificarea activelor financiare prin creșterea plasamentului în acțiuni cotate (BVB, RASDAQ și cele primite prin programul de privatizare în masă) și acțiuni ale fondurilor de investiții (deschise și închise, inclusiv SIF-uri) a redus riscul. Pe de altă parte, volatilitatea cotațiilor bursiere este translatată mai amplu în portofoliul populației, iar riscul acțiunilor necotate se asimilează celor provenind din sectorul companiilor. Cu toate acestea, riscul de piață este limitat la nivelul agregat al populației datorită numărului redus de persoane care investesc pe piața de capital: doar 2,9 la sută din gospodării dețineau acțiuni și obligațiuni (INS, 2005). Investitorii pe piața de capital sunt în mod uzual persoane cu venituri ridicate, ceea ce mai reduce riscurile.

**(C) Pasivele financiare<sup>59</sup> ale populației** sunt dominate de creditul bancar – peste 95 la sută (Grafic 5.2.5). Această componentă a creditului neguvernamental a avut ritmul cel mai alert de creștere în 2006 (75,2 la sută în termeni reali), ponderea sa atingând un maxim istoric de 42,1 la sută. Factorii determinanți sunt cei identificați în *Raportul* anterior: dinamica veniturilor și anticipațiile favorabile legate de acestea, nevoia de înzestrare cu bunuri de folosință îndelungată și politica băncilor de atragere a clientelei din rândul populației.

<sup>58</sup> Activele financiare lichide sunt calculate ca diferență între activele financiare, pe de o parte și acțiunile necotate și asigurări de viață, pe de altă parte.

<sup>59</sup> Conform anchetelor INS, 15,6 la sută din gospodării aveau împrumuturi în derulare în anul 2005 (față de 10,4 la sută în mai 2003), din care 84,7 la sută de la instituții financiar-bancare, restul de la rude, prieteni etc. Gospodăriile care se îndatorează sunt preponderent din mediul urban.

Grafic 5.2.5 – Structura activelor și pasivelor financiare ale populației



Sursa: BNR, CNVM, CSA, UNOPC, ASLR, ALB

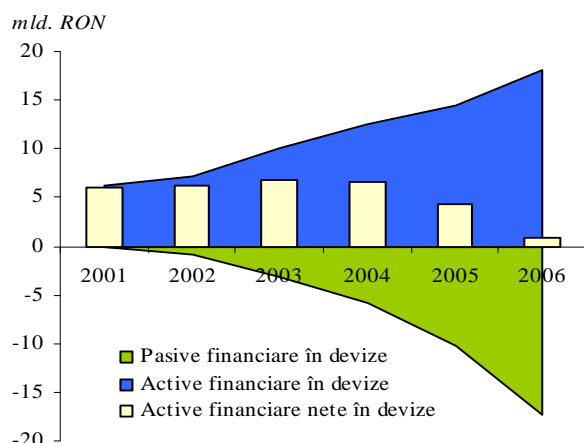
Riscurile îndatorării populației provin atât din dinamică, cât și din structură. Populația se îndatorează în special pentru achiziționarea de bunuri de consum (79 la sută din credit în 2006, față de 75 la sută în 2005) și pe termene tot mai lungi (ponderea creditului pe termen lung a crescut la 61,1 la sută în 2006 față de 42,4 la sută în 2005). Datorită acestor evoluții, valoarea activelor achiziționate prin credit se depreciază (fizic și moral) mult mai rapid decât se amortizează datoria, cu efect negativ asupra averii populației. Evoluțiile descrise ar putea să continue dacă (i) nevoia de înzestrare a populației cu bunuri de folosință îndelungată nu s-a ameliorat<sup>60</sup> (în special pentru categoriile cu venituri inferioare), (ii) politicile de refinanțare a unor credite mai mici printr-un credit cu maturitate mai mare vor lua amploare și (iii) prețul imobilelor va rămâne prohibitiv pentru marea parte a populației.

Ponderea creditelor în lei a crescut în 2006, ceea ce diminuează din riscul valutar. Principalii factori care au contribuit la această evoluție sunt: (i) scăderea ratelor de dobândă aferente monedei naționale și (ii) politica băncilor de promovare a creditului în lei, în special pentru creditul de consum. Începând cu anul 2006, populația a început să se îndatoreze și în franci elvețieni sau yeni, dar ponderea în totalul creditelor este mică (1,4 la sută, decembrie 2006). Îndatorarea de la instituții financiare străine nu ridică probleme sistemice, reprezentând doar 0,5 la sută din creditul bancar intern către populație.

**(D) Riscul valutar** al populației s-a majorat în 2006. Din octombrie 2006, populația a devenit pentru prima oară debitor net față de sectorul bancar pentru soldul în valută, activele nete în devalută diminuându-se cu 80 la sută pe parcursul anului (Grafic 5.2.6). Având în vedere probabila asimetrie în cadrul populației cu privire la deținerile de active financiare în valută (concentrate în patrimoniul acelor care nu trebuie să apeleze la creditare pentru a-și satisface nevoile de consum sau imobiliare), rezultă că poziția valutară a debitorilor cu venituri mai mici a devenit și mai scurtă (active inferioare pasivelor). În acest caz, o depreciere a RON ar putea afecta și mai mult această categorie de debitori.

<sup>60</sup> Intențiile populației de achiziție de bunuri de folosință îndelungată sunt în creștere, în special în mediul urban (INS, 2006, *Condițiile de viață ale populației din România*).

Grafic 5.2.6 – Poziția valutară a populației



Sursa: BNR

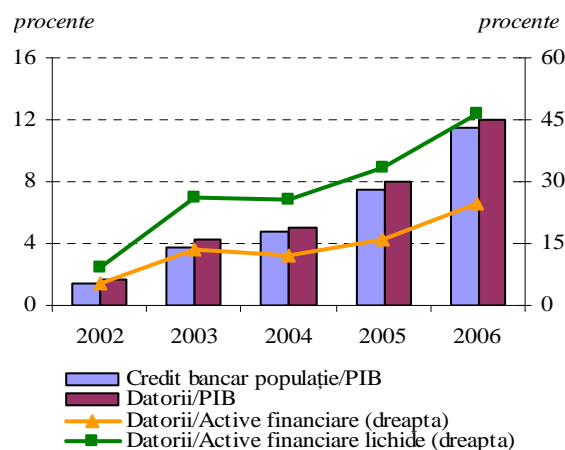
Serviciul datoriei în valută a reprezentat 48 la sută din volumul total de valută achiziționat de populație în 2006 de la bănci și case de schimb. Populația a avut calitatea de cumpărător net de valută (3,6 miliarde EUR), dar în scădere față de 2005. Cumpărările de valută au un tipar sezonier, cu vârfuri în luna august. Un șoc valutar în această perioadă este însă atenuat de caracterul sezonier al vânzărilor de valută care se intensifică în lunile august și decembrie (pe fondul transferurilor din străinătate și al perioadelor de concedii și sărbători).

### 5.2.3. Gradul de îndatorare a populației

Dinamica îndatorării a generat două riscuri principale: (A) serviciul datoriei a crescut într-un ritm foarte alert, iar (B) poziția de creditor net a populației s-a redus semnificativ. Totuși, (C) gradul de concentrare a creditelor s-a diminuat, iar (D) rata restanțelor a avut aceeași evoluție.

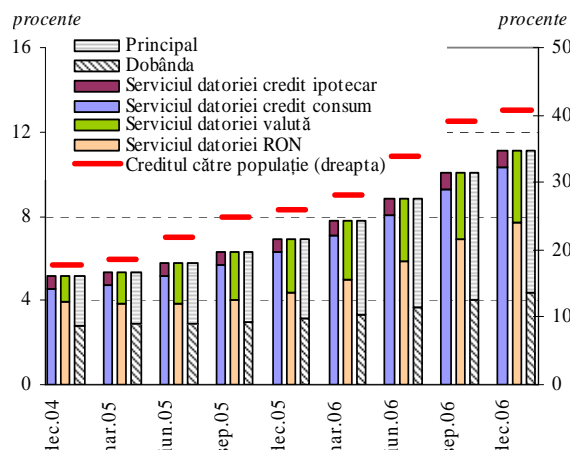
(A) Intermedierea financiară a populației s-a accentuat în 2006, fapt reflectat de ponderea creditului populației în PIB<sup>61</sup>. Datoriile au crescut mai rapid decât activele financiare (în special față de cele lichide), ceea ce reclamă o monitorizare atentă a evoluției (Grafic 5.2.7).

Grafic 5.2.7 – Indicatori de îndatorare și lichiditate pentru populație



Sursa: BNR, INS

Grafic 5.2.8 – Evoluția serviciului datoriei populației și a creditului către populație ca pondere în venitul disponibil anual



Sursa: BNR

**Serviciul datoriei** populației ca raport față de venitul disponibil și-a continuat ascensiunea rapidă și în anul 2006 (Grafic 5.2.8), ajungând la nivelul din zona euro<sup>62</sup>. Totuși, structura cheltuielilor bănești de consum este diferită.

<sup>61</sup> La nivelul zonei euro ponderea datoriei populației în PIB era 58,5 la sută în ultimul trimestru al anului 2006, reprezentând un maxim pentru această zonă.

<sup>62</sup> În zona euro serviciul datoriei a fost între 10 și 11 la sută din venitul disponibil în anul 2005. Valoarea se menține relativ constantă în ultimii 10 ani, pe fondul creșterii importante a volumului creditului către populație și a scăderii ratei dobânzii (comparabilitatea acestui indicator calculat de BCE cu cel calculat de BNR nu este perfectă, pentru că metodologiile de estimare au unele diferențe).

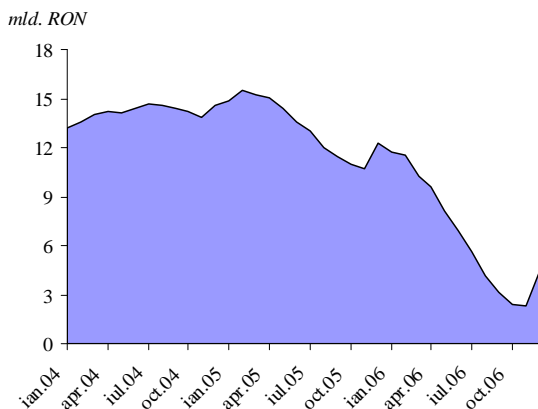


Creditul de consum generează 92 la sută din serviciul datoriei și este principalul contributor la creșterea acestuia, în special prin efectul de cantitate. Creditul în RON are contribuție în creștere la serviciul datoriei, pe fondul dobânzilor mai ridicate și al majorării volumului creditului acordat în RON (Grafic 5.2.8).

Dobânzile la creditele nou acordate au avut o tendință ușor descrescătoare, atât pentru moneda națională, cât și pentru euro. Există o rigiditate a ajustării în jos a ratelor de dobândă la creditele curente comparativ cu ratele practicate la creditele noi, ceea ce poate sugera și proliferarea unor clauze contractuale de pseudo-fixare a dobânzilor<sup>63</sup> (când tendința este descrescătoare) și implicit o menținere a unui serviciu al datoriei ridicat. Contribuția dobânzilor la serviciul datoriei are un trend descrescător, însă volumul dobânzilor a crescut substanțial în ultimul an, pe fondul aceluiași efect de cantitate.

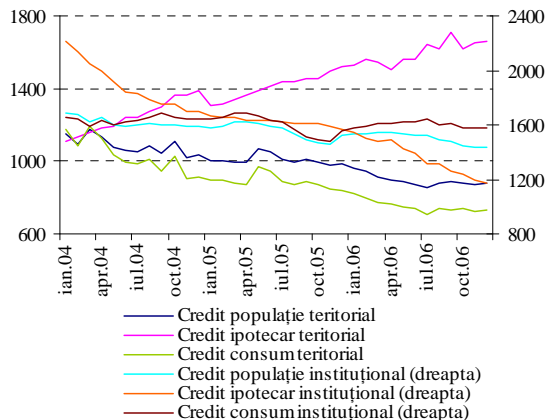
(B) Îndatorarea bancară a populației a crescut într-un ritm mult mai accentuat comparativ cu economisirea bancară. Numărul debitorilor cu credite de mare valoare (peste 20 000 RON) s-a dublat față de anul 2005. Populația își menține poziția de creditor net față de sectorul bancar (Grafic 5.2.9), însă reducerea acestei poziții este foarte abruptă comparativ cu anul 2005 (scădere cu 56 la sută în termeni reali). Această situație ar putea genera riscuri asupra stabilității financiare în măsura în care populația și-ar reduce plasamentele în alte tipuri de active financiare și ar direcționa veniturile doar spre consum.

Grafic 5.2.9 – Poziția de creditor net a populației față de sectorul bancar



Sursa: BNR

Grafic 5.2.10 – Evoluția gradului de concentrare teritorială și instituțională a componentelor creditului către populație (index Herfindahl)



Sursa: BNR

Poziția de creditor net este puternic concentrată în București. Cu excepția acestei zone și a centrului țării, în toate celelalte arii geografice populația a devenit debitor net pentru sectorul bancar începând cu anul 2006. Riscurile sunt cu atât mai ridicate cu cât în zonele respective rata șomajului este superioară celei înregistrate în București.

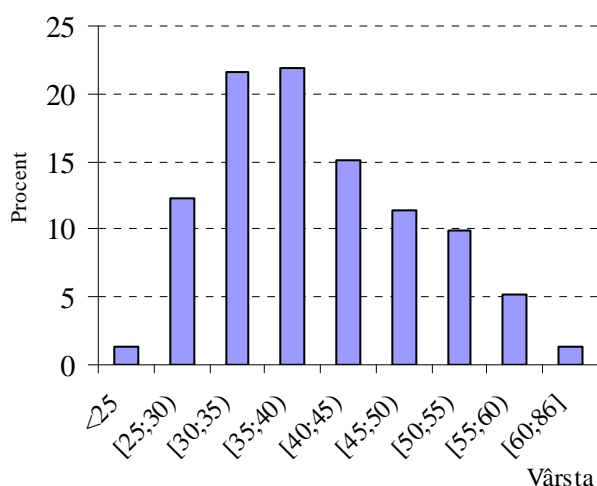
(C) **Riscul de concentrare**<sup>64</sup> s-a diminuat în anul 2006, mai accentuat la nivel teritorial, ceea ce indică o concurență mai mare a băncilor pentru segmentul populației (Grafic 5.2.10). La nivel teritorial, concentrarea relevă următoarele aspecte: (i) creditul de consum are cea mai mare dispersare, indicele de concentrare având o tendință descrescătoare, (ii) creditul de consum s-a acordat dominant în București, următoarele județe fiind Constanța, Argeș și Cluj, (iii) creditul

<sup>63</sup> Spre exemplu, există produse de credit ce stipulează variabilitatea dobânzii, însă nu specifică referința, iar în cazul diminuării ratei de dobândă pentru noile produse de creditare, dobânda pentru produsele de creditare anterioare nu se modifică.

<sup>64</sup> Indicatorii de concentrare sunt calculați ca indici Herfindahl și nu depășesc pragul critic de 1 800 de unități.

ipotecar este cel mai concentrat teritorial, tendința păstrându-se fără a depăși 1 800 unități, (iv) creditul ipotecar este localizat într-o proporție covârșitoare în București, următoarele județe fiind Cluj, Timiș și Constanța. Concentrarea mai mare a creditului ipotecar în zonele menționate nu ridică probleme asupra stabilității financiare, ținând cont de gradul de dezvoltare al acestor centre, de veniturile mai ridicate ale debitorilor și de evoluțiile ascendente ale pieței imobiliare locale.

Grafic 5.2.11 – Structura creditelor mari în funcție de vârsta debitorului (decembrie 2006)



Sursa: BNR

sută (depășind 300 000 în decembrie 2006) reclamă prudență în analiza capacității populației de a rambursa împrumuturile pe viitor.

Pe de altă parte, clasificarea creditelor după vârsta debitorilor arată că riscul de credit pentru sectorul bancar este atenuat. Creditele de mare valoare sunt concentrate la nivelul populației cu vârste între 30 și 40 de ani (Grafic 5.2.11), iar gospodăriile al căror cap de familie se încadrează în acest interval de vârstă aveau în 2005 (INS, 2006) un venit mai ridicat comparativ cu alte categorii de vârstă.

La nivel *instituțional*, concentrarea creditului ipotecar s-a diminuat considerabil, majoritatea băncilor dezvoltând acest tip de creditare în anul 2006. Pe termen lung, tendința este de dispersare instituțională, odată cu dezvoltarea finanțării ipotecare.

**(D) Rata restanțelor** s-a redus în 2006, ajungând la 0,37 la sută în decembrie 2006. Ponderea creditelor peste 20 000 RON negarantate este redusă (4,3 la sută), iar societățile de asigurare garantează la rândul lor pentru 26 la sută din credite.

Cu toate acestea, factori precum (i) creșterea în termeni reali cu 49 la sută (2006 față de 2005) a volumului restanțelor înregistrate în bilanțul băncilor și (ii) majorarea numărului persoanelor restanțiere cu 32 la



## Reglementarea financiară

Pe parcursul anului 2006, am asistat la consolidarea cadrului de reglementare aferent sistemului financiar, acțiune materializată prin publicarea unui număr important de acte normative de rang primar sau secundar. Noile reglementări mențin tendința de modernizare a mecanismelor instituționale și instituire a celor mai bune practici în toate segmentele piețelor financiare. Aceste transformări complexe constituie motorul pentru convergența la standardele europene privind practica de supraveghere, o precondiție pentru integrarea în piața unică a serviciilor financiare. Fie că vizează sectorul bancar, piața de capital, asigurările, fondurile de pensii, conglomeratele financiare, sistemele de plăți etc., reglementarea financiară reprezintă un pilon important al stabilității financiare.

### Implementarea Noului Acord de Capital

Pentru sectorul bancar și al pieței de capital, agenda anului 2006 a fost dominată de transpunerea actelor comunitare care asigură implementarea standardelor Basel II în legislația națională. Procesul de transpunere a Directivei nr. 2006/48/CE privind accesul la activitate și desfășurarea activității de către instituțiile de credit (provenită din reconfigurarea Directivei 2000/12/CE) și a Directivei nr. 2006/49/CE privind adecvarea capitalului firmelor de investiții și instituțiilor de credit (provenită din reconfigurarea Directivei 93/6/EEC) ale Parlamentului European și ale Consiliului din 14 iunie 2006 a avut o anvergură deosebită. Acest exercițiu, care a reunit eforturile unor autorități cu competențe sectoriale în domeniul financiar (BNR și CNVM), angrenând participarea MFP și a comunității bancare, a fost finalizat prin publicarea OUG nr. 99/2006 privind instituțiile de credit și adecvarea capitalului, în decembrie 2006. Actul normativ, care asigură transpunerea la nivel de principiu a directivelor comunitare, atât pentru instituțiile de credit, cât și pentru societățile de servicii de investiții financiare, prezintă avantajul că reunește dispozițiile legale vizând toate categoriile de instituții de credit (bănci, case de economii pentru domeniul locativ, cooperative de credit, bănci de credit ipotecar), care anterior erau reglementate în acte normative distincte.

În completarea legislației primare, în aceeași perioadă au fost publicate numeroase reglementări secundare, adoptate în comun de către cele două autorități competente, elaborate în scopul de a soluționa transpunerea aspectelor tehnice prevăzute de actele comunitare. Această abordare asigură unitatea de tratament pentru prevederile legale care sunt aplicabile, atât instituțiilor de credit, cât și societăților de servicii de investiții financiare.

Noul cadru de reglementare aferent standardelor Basel II a intrat în vigoare la data de 1 ianuarie 2007.

Contextul legislativ actual, precum și ipostaza României de stat membru, favorizează prezentarea unor particularități ale implementării în UE, a standardelor de capital aplicabile instituțiilor de credit și firmelor de investiții.

Ulterior publicării Noului Acord de Capital de către Comitetul de la Basel privind Supravegherea Bancară (*New Framework*, iulie 2004), Comisia Europeană a formulat propriile sale propuneri privind cerințele de capital pentru instituțiile de credit și firmele de investiții. Propunerile reflectă într-o măsură considerabilă standardele Basel II, fiind totodată adaptate unor particularități ale UE.

Inițiativa Comisiei este parte a mai amplului Program de Acțiune în Sectorul Serviciilor Financiare lansat în anul 1999, care cuprinde obiective strategice și măsuri de eficientizare a pieței unice în domeniul serviciilor financiare. Unul din aceste obiective este asigurarea stabilității financiare prin perfecționarea reglementării și supravegherii prudențiale, în special în domeniul cerințelor privind solvabilitatea băncilor. Negocierile tripartite între Parlamentul European, Consiliul Europei și Comisia Europeană, precum și consultările cu reprezentanții pieței au relevat un număr considerabil de amendamente față de propunerea inițială, amendamente care soluționează aspecte punctuale și care clarifică probleme referitoare la specificul unor piețe naționale din statele membre.

O deosebire importantă o constituie natura juridică a cadrului privind adecvarea capitalurilor. Acordul Basel II este agreat între autoritățile de supraveghere naționale reprezentate în Comitetul de la Basel privind Supravegherea Bancară, deci implementarea rămâne, în principiu, voluntară, față de caracterul obligatoriu al implementării pentru statele membre ale UE, instituit prin actele comunitare. Existența unor aranjamente și structuri de reglementare și supraveghere care funcționează în UE, stabilite prin analogie cu arhitectura promovată de Raportul Lamfalussy, particularizează procesul de implementare. Inițial acest model a fost aplicat în domeniul pieței de capital, dar a fost ulterior extins la toate segmentele sectorului financiar, inclusiv cel bancar. Modelul Lamfalussy, introdus pentru creșterea celerității și flexibilității procesului de elaborare a reglementărilor, desemnează trei nivele de competență în procesul legislativ, pentru două dintre acestea instituind procedura comitetelor. Aceste structuri instituționale, organizate pentru realizarea unui plus de convergență și consecvență în implementarea reglementărilor în statele membre, au un rol important în asigurarea unui nivel minim de condiții nediscriminatorii în cadrul pieței unice.

În ceea ce privește domeniul de aplicare, trebuie semnalat faptul că Acordul Basel II urmează a fi aplicat numai băncilor active pe plan internațional, în timp ce în statele membre ale UE standardele de capital sunt aplicabile, în principiu, tuturor băncilor și firmelor de investiții, independent de dimensiunea lor sau de aria geografică în care își desfășoară activitatea. O altă deosebire privind domeniul de aplicare rezultă din faptul că Acordul Basel II se aplică grupurilor bancare la nivel consolidat și subconsolidat, în timp ce legislația comunitară se aplică, în principiu, atât la nivel individual, cât și la nivel consolidat, instituind posibilitatea invocării excepției de la regula generală, pentru cazurile expres reglementate. Aplicarea pe scară largă a standardelor de capital, în cadrul UE, pentru instituții foarte diferite, de la bănci sofisticate și foarte active internațional până la firme de investiții care nu au o activitate complexă, necesită o anumită adaptare a regulilor prudențiale.

În contextul pieței unice, o importanță deosebită revine problematicii asociate conceptelor „stat membru de origine/stat membru gazdă” și „autoritate competentă responsabilă cu supravegherea pe baze consolidate”. Aplicarea Noului Acord de Capital va stimula cooperarea între autoritățile de supraveghere responsabile pentru entitățile din structura grupului, deoarece noile standarde se aplică la fiecare nivel al acestuia. Implementarea standardelor de capital impune ca grupul să obțină aprobarea utilizării anumitor metode de la autoritățile de supraveghere din statul membru gazdă, pentru nivelele individuale sau subconsolidate, precum și de la autoritățile de supraveghere din statul membru de origine, pentru nivelul consolidat.

În acest sens, trebuie menționat faptul că responsabilitatea autorităților de supraveghere naționale nu este afectată, chiar dacă autoritatea competentă din statul membru de origine deține un rol important în supervizarea procesului de implementare. Mecanismul consacrat pentru optimizarea raporturilor dintre supraveghetori este colaborarea tot mai activă dintre autoritățile competente din statul membru de origine și cele din statul membru gazdă.

Pentru a clarifica responsabilitățile ce decurg din interacțiunea entităților grupului cu diferite autorități de supraveghere, legislația europeană limitează această arie la raportările prudențiale și aprobarea modelelor interne privind calculul cerințelor de capital. În timp ce Acordul Basel II menține responsabilitățile autorităților de supraveghere naționale, în spațiul european se acordă un rol sporit autorității responsabile cu supravegherea pe baze consolidate a grupului bancar.

Rolul proeminent conferit de legislația europeană autorității competente responsabile cu supravegherea pe baze consolidate, coroborat cu intensificarea schimbului de informații între autoritățile competente, constituie un beneficiu pentru integrarea financiară și stabilitatea financiară. Cu toate acestea, principiul „autorității competente responsabilă cu supravegherea pe baze consolidate” ridică unele probleme în aplicare. Un prim aspect se referă la faptul că resursele, competențele și experiența autorităților de supraveghere naționale sunt foarte neomogene, datorită unor factori, precum: dimensiunea sistemului financiar național, strategia și sursele de finanțare ale autorității de supraveghere naționale, modelele de supraveghere implementate.

Totodată, trebuie avute în vedere posibile distorsiuni induse pe piețele naționale datorită diferențelor de abordare dintre autoritățile competente. Abordarea prudențială mai laxă adoptată de autoritatea competentă responsabilă cu supravegherea pe baze consolidate favorizează filialele dintr-o jurisdicție gazdă care aparțin unui grup bancar, în raport cu entități care nu au o astfel de apartenență și care sunt supuse unui regim prudențial mai exigent, promovat de autoritatea competentă din respectiva jurisdicție.

Acordarea unor puteri și responsabilități sporite autorității competente responsabile cu supravegherea pe baze consolidate nu trebuie să conducă la decuplarea responsabilităților privind supravegherea prudențială și a responsabilităților vizând alte domenii ale politicilor publice. Acestea includ monitorizarea stabilității financiare, administrarea schemelor de garantare a depozitelor, asistență de urgență în cazul crizelor de lichiditate și susținere financiară din fonduri publice. Întrucât majoritatea domeniilor enumerate vor continua să fie organizate pe baze naționale, implicarea autorității competente responsabile cu supravegherea pe baze consolidate în actul de supraveghere a instituțiilor autorizate pe plan local poate genera unele dificultăți, care vor fi soluționate prin dezvoltarea modalităților adecvate de colaborare între autoritățile competente.

Pentru anul 2007, cele mai multe dintre bănci au decis să nu aplice noile reglementări, existând semnale că în anul 2008 se va trece, cu preponderență, la abordarea standard. Câteva dintre băncile autohtone, cu deosebire cele care aparțin unor grupuri bancare europene, au exprimat intenția de a trece cât mai rapid la modelele interne privind determinarea cerințelor de capital, fapt determinat de nevoia abordării unitare a administrării riscurilor, la nivelul întregului grup. Aceste evoluții indică faptul că la nivelul anului 2007 atât procesele de administrare a riscurilor cât și, pe cale de consecință, practicile de supraveghere, se vor menține practic în perimetrul Basel I. Temporizarea trecerii la noul model își găsește explicația în interesul slab manifestat la nivelul băncilor, motivat atât de costurile asociate care ar diminua profitabilitatea, precum și de contextul bancar general caracterizat de un exces de lichiditate, fapt care deși favorizează efectuarea de costuri suplimentare, descurajează căutarea unor resurse alternative.

### **Conglomerate financiare**

La finele anului 2006 a fost publicată OUG nr. 98/2006 privind supravegherea suplimentară a instituțiilor de credit, a societăților de asigurare și/sau de reasigurare, a societăților de servicii de investiții financiare și a societăților de administrare a investițiilor dintr-un conglomerat financiar. Totodată, a fost finalizată și publicată legislația secundară care asigură transpunerea prevederilor de

natură tehnică ale reglementărilor comunitare în materia conglomeratelor financiare. Elaborarea și publicarea actelor normative care reglementează conglomeratele financiare răspund tendinței tot mai dinamice de integrare intersectorială și oferă atât autorităților competente, cât și entităților implicate un instrumentar adecvat de cuantificare, administrare și monitorizare a riscurilor. Plasată sub semnul asigurării unei protecții adecvate a deponenților, investitorilor și asiguraților, precum și al obiectivelor de stabilitate financiară, legislația aferentă conglomeratelor financiare, considerate a fi grupuri financiare cu activități intersectoriale, este rezultat al unui exercițiu susținut care a implicat, între altele, participarea a trei autorități sectoriale – BNR, CNVM și CSA. Legislația națională instituie opțiunea ca supravegherea suplimentară să fie exercitată la nivelul fiecărui subgrup care întrunește caracteristicile unui conglomerat financiar, cu posibilitatea exceptării de la regimul supravegherii suplimentare, fără a fi prejudiciată atingerea obiectivelor de stabilitate financiară. Actul comunitar (Directiva 2002/87/CE) prevede și opțiunea ca supravegherea suplimentară să fie exercitată la nivelul conglomeratului financiar cel mai larg.

### **Cadrul de reglementare al pieței de capital**

Anul 2006 s-a dovedit a fi prolific și pentru reglementările aplicabile pieței de capital care au vizat două direcții importante: transpunerea legislației comunitare pentru piața de capital națională, în perspectiva aderării la Uniunea Europeană la 1 ianuarie 2007, precum și continuarea perfecționării legislației secundare. În plus față de participarea la proiectele de dimensiuni intersectoriale, precum Basel II și conglomeratele financiare, în atenția CNVM s-au aflat numeroase alte obiective subsecvente competențelor sale de reglementare pentru piața de capital. În acest sens, menționăm intrarea în vigoare a noului regulament privind serviciile de investiții financiare care asigură transpunerea prevederilor Directivei nr. 2006/73/CE de implementare a Directivei nr. 2004/39/CE (MiFID). Noua reglementare instituie pentru societățile de servicii de investiții financiare, cerințe organizatorice mai detaliate, cerințe privind administrarea riscurilor, reguli generale privind identificarea conflictului de interese, dispoziții privind păstrarea în siguranță a activelor clienților, criterii de calificare a celei mai bune execuții a ordinelor clienților, reguli de administrare a acestora, precum și alte dispoziții de natură să diminueze riscurile și să consolideze performanțele financiare, în beneficiul stabilității financiare.

Un alt obiectiv a vizat înființarea depozitarului central, instituție a cărei bună funcționare constituie o precondiție esențială pentru desfășurarea în siguranță și cu costuri reduse a operațiunilor post-tranzacționare, precum și a operațiunilor transfrontaliere.

Semnalăm cu titlu de noutate, elaborarea regulamentului care asigură transpunerea în legislația națională a prevederilor Directivei EEC 2003/125. Noua reglementare instituie norme privind prezentarea către public a recomandărilor pentru investiții în instrumente financiare ale pieței de capital și cerințe de transparență privind cazurile de conflict de interese în care se pot afla persoanele care produc sau distribuie informații referitoare la strategii de investiții, contribuind în acest mod la stabilitatea pieței de capital.

În ceea ce privește agențiile de rating, CNVM evaluează oportunitatea emiterii unor reglementări privind criteriile de agreare a acestor instituții. Potrivit reglementărilor preconizate, agențiile de rating vor fi agreate numai dacă vor putea demonstra că respectă Fundamentele Codului de Conduită pentru Agențiile de Rating, publicate în 2004 de IOSCO.

## **Cadrul juridic al sistemului de pensii private**

Cadrul de reglementare aplicabil sistemului pensiilor private a cunoscut un proces de consolidare în decursul anului 2006. Astfel, publicarea Legii nr. 204/2006 privind pensiile facultative a fost urmată de publicarea legislației secundare elaborate de CSSPP. Reglementările aplicabile fondurilor de pensii facultative relevă asimilarea unor standarde care sunt comune sectoarelor financiare, precum: cerințe privind calitatea acționarilor și proveniența capitalurilor, cerințe privind reputația și pregătirea profesională a conducătorilor, cerințe privind governanța corporatistă și transparența etc. Arhitectura instituțională a pieței fondurilor de pensii facultative pune în evidență un alt model de integrare intersectorială. Astfel, faptul că, administrarea fondurilor facultative de pensii poate fi exercitată fie de societăți de pensii cu obiect exclusiv de activitate, fie de alte instituții financiare (societăți de administrare a investițiilor, societăți de asigurare), faptul că depozitarii fondurilor de pensii pot fi numai bănci sau sucursalele băncilor autorizate în state membre ale UE, precum și poziția fondurilor de pensii de investitori instituționali, readuc în prim plan necesitatea unei colaborări eficiente între autoritățile cu competențe sectoriale. În acest sens, menționăm aderarea CSSPP, în luna decembrie 2006, la Protocolul pentru cooperare încheiat între BNR, CNVM și CSA.

În prezent, se află în curs de elaborare legislația secundară necesară aplicării Legii nr. 411/2004 privind fondurile de pensii administrate privat, procedura de completare și modificare a acestui act normativ fiind finalizată prin publicarea Legii nr. 23/2007.

Evoluțiile înregistrate în reglementarea sistemului financiar, pe parcursul anului 2006, atestă interesul susținut al autorităților competente de a asimila cele mai relevante standarde, în scopul asigurării viabilității și stabilității instituțiilor și infrastructurilor aferente. Totodată, aceste obiective care au marcat perioada anterioară aderării, reprezintă responsabilități permanente care decurg din calitatea României de stat membru UE, în condițiile unui mediu de reglementare comunitar, care se ajustează permanent la evoluțiile și cerințele pieței unice. Consolidarea și actualizarea cadrului de reglementare al sectorului financiar au o contribuție semnificativă la asigurarea stabilității financiare.

## GLOSAR

<b>Capacitatea de onorare a serviciului datoriei</b>	Raportul între profit (înainte de dobânzi și taxe) și serviciul datoriei
<b>Carry trades</b>	Tranzacțiile presupun vânzarea monedei cu rată de dobândă scăzută și cumpărarea monedei cu rate de dobândă ridicată, investitorul beneficiind atât din aprecierea monedei țintă (de exemplu leul), cât și din diferențialul de dobândă (de exemplu rata de dobândă la leu față de cea pentru yenul japonez). Prin utilizarea acestei strategii, investitorii pariază, de fapt, împotriva parității ratei dobânzii
<b>EMBI+</b>	Indice calculat de J.P. Morgan ca medie ponderată a <i>spread</i> -urilor obligațiunilor a 15 țări emergente raportate la obligațiunile emise de Trezoreria SUA. Țările considerate sunt. Argentina, Brazilia, Bulgaria, Columbia, Ecuador, Mexic, Maroc, Nigeria, Panama, Peru, Filipine, Polonia, Rusia, Coreea de sud, Venezuela
<b>Contract forward</b>	Tranzacție la termen care conferă cumpărătorului dreptul de a cumpăra în viitor un activ suport la un anumit preț stabilit la data încheierii contractului. Un caz aparte pentru contractele <i>forward</i> ce au ca activ suport cursul de schimb îl reprezintă tranzacțiile de tipul NDF ( <i>Non-Deliverable Forward</i> ) pentru care la scadență se plătește doar diferența între cursul stabilit prin contract și cursul spot din momentul respectiv
<b>Contract spot</b>	Tranzacție care presupune cumpărarea, respectiv vânzarea unei valute în prezent. Data decontării variază de la piață la piață, în mod frecvent aceasta este de două zile
<b>Distribuția kernel normală</b>	Distribuție a densității de probabilitate estimate folosind funcția kernel normală. Această funcție asociază fiecărei valori din eșantionul utilizat o distribuție normală centrată în acel punct și de varianță egală cu un coeficient de „netezire”, iar pe baza acestor distribuții individuale determină o distribuție compusă, denumită distribuție kernel normală. Avantajul acestei distribuții comparativ cu o histogramă este reprezentat de continuitatea densității de probabilitate estimate
<b>Gripă aviară</b>	Boală a păsărilor, care nu se transmite decât foarte greu la alte specii (cu excepția porcilor, la care se transmite mult mai ușor). Gripă aviară la om este o boală provocată de virusul gripei aviare care a infectat, în condiții deosebite, un om. Virusul nu este transmisibil de la om la om. Gripă umană este o boală generată de un virus cu transmitere ușoară de la om la om. Virusul este specific speciei umane, însă poate fi rezultatul evoluției unui virus al gripei aviare. Pandemie de gripă umană (respectiv aviară) este o epidemie care se extinde pe un teritoriu foarte mare, generat de virusul gripei umane (respectiv, aviare) și care afectează, în general, doar populația umană (respectiv, de păsări)
<b>Indicator privind eficiența activității din exploatare</b>	Indicatorul este calculat ca raport între diferența dintre cheltuielile din exploatare și producția stocată și cifra de afaceri. O creștere a eficienței activității din exploatare este echivalentă cu o diminuare a indicatorului

<b>Indicele de lichiditate</b>	Indicatorul se calculează după formula $\gamma_i =  r_i /V_i$ , unde r reprezintă rentabilitatea zilnică a activului considerat (în procente), iar V reprezintă volumul tranzacțiilor (considerat în <i>Raport</i> în unități de 100 de milioane). Analiza indicatorului trebuie să țină cont de limitările acestuia, respectiv modificările de curs sunt simetrice (pe ordine de vânzare/cumpărare), investitorii au poziții egale în piață, iar numărul de ordine de vânzare/cumpărare este constant (Amihud, Y., 2002, <i>Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects</i> , Journal of Financial Markets, nr. 5)
<b>MSCI pentru țările emergente (MSCI Emerging Markets)</b>	Indice calculat de Morgan Stanley ca medie ponderată a capitalizării bursiere a acțiunilor pentru 26 de țări emergente: Argentina, Brazilia, Chile, China, Columbia, Cehia, Egipt, Ungaria, India, Indonezia, Israel, Iordania, Coreea, Malaiezia, Mexic, Maroc, Pakistan, Peru, Filipine, Polonia, Rusia, Africa de Sud, Taiwan, Thailanda, Turcia și Venezuela
<b>Opțiuni pe cursul de schimb</b>	Tranzacție care conferă cumpărătorului, în schimbul unei prime, dreptul dar nu și obligația de a cumpăra (opțiune de tip <i>call</i> ) sau de a vinde (opțiune de tip <i>put</i> ) la termen (opțiuni europene) sau în orice moment până la expirare (în cazul celor americane) o anumită valută la un curs prestabilit
<b>Sectoare producătoare de bunuri cu tehnologie ridicată (high technology industries)</b>	Clasificare conform OECD (Frascati Manual, <i>Proposed standard practice for surveys on research and experimental development</i> , 2002). Cuprinde următoarele clase CAEN: Fabricarea de medicamente, produse farmaceutice și naturiste (244), Construcții și reparații de aeronave și nave (353), Industria de aparatură și instrumente medicale, de precizie, optice și fotografice, ceasornicărie (33), Industria de echipamente pentru radio, televiziune și comunicații (32), Producția de mijloace ale tehnicii de calcul și de birou (300)
<b>Sectoare producătoare de bunuri cu tehnologie medie (high-medium technology industries)</b>	Clasificare conform OECD (Frascati Manual, <i>Proposed standard practice for surveys on research and experimental development</i> , 2002). Cuprinde următoarele clase CAEN: Industria de mașini și aparate electrice (31), Industria mijloacelor de transport rutier (34), Construcția și repararea materialului rulant (353), Producția altor mijloace de transport n.c.a. (355), Fabricarea substanțelor și a produselor chimice (24, excluzând 244), Industria de mașini și echipamente (29)
<b>Sectorul serviciilor cu tehnologie ridicată (High tech knowledge intensive services – KIS)</b>	Clasificare conform Eurostat. Cuprinde următoarele clase CAEN: Poștă și telecomunicații (64), Informatică și activități conexe (72), Cercetare-dezvoltare (73)
<b>Serviciul datoriei</b>	Sumă aferentă unui credit, datorată de un debitor pentru o anumită perioadă care conține o componentă de dobândă și o componentă de principal
<b>Swap valutar</b>	În general, <i>swap</i> -ul valutar presupune cumpărarea unei valute la momentul încheierii tranzacției și obligația vinderii acesteia la un termen viitor la un curs la termen ( <i>forward</i> ) prestabilit. Unele analize includ în această categorie și tranzacții de tip <i>swap</i> pe rata dobânzii care presupun și un risc valutar. Acestea sunt tranzacții în care schimbul dintre cele două părți reprezintă diferențialul de dobândă (în care cel puțin una este variabilă), calculate pentru două sume (valorii noționale), exprimate în valute diferite

**Venitul disponibil  
al populației**

Este aproximat prin suma dintre veniturile totale din salarii (salariile nete ponderate cu numărul salariaților), cele provenind din surse bugetare și extrabugetare (asigurări sociale de stat, ajutor pentru șomaj, asigurări de sănătate), remiterile din munca în străinătate și transferurile curente private de la nerezidenți