

NEWSLETTER AAFBR NR. 28



INVITAT ÎN ACEST NUMĂR

Acad. Daniel DĂIANU

Președinte al Consiliului Fiscal

**O corecție bugetară a început,
o rectificare bugetară negativă**

AAFBR este o asociație profesională fără scop lucrativ, fondată în ianuarie 2008.

Încă de la înființare, AAFBR și-a propus să prezinte un punct de vedere profesionist cu privire la perspectivele economiei românești prin intermediul conferințelor cu profil financiar, comunicatelor de presă, a unor sondaje interne în rândul membrilor și opiniilor exprimate în mass-media românească. AAFBR își dorește astfel să ofere instrumente utile tuturor companiilor interesate de evoluțiile macroeconomice în cadrul proceselor interne de administrare a activelor și pasivelor, analiștilor care doresc un punct de reper pentru propriile estimări, presei care identifică provocări economice, mediului universitar care se orientează asupra cercetării științifice.

O altă componentă a strategiei AAFBR este cea educațională, asociația noastră oferind în România trei certificări recunoscute la nivel internațional: Certified European Financial Analyst (CEFA), Certified ESG Analyst (CESGA) și Certified International Investment Analyst (CIIA) și alte cursuri în domeniul financiar. De aceste trei certificări pot beneficia toți cei interesați de o pregătire suplimentară temeinică în activitatea lor profesională.

CUPRINS

1	Invitat în acest număr	
	<u>Acad. Daniel Dăianu: O corecție bugetară a început, o rectificare bugetară negativă</u>	03
2	Prezentarea AAFBR	
	1. <u>Misiune, viziune, program board AAFBR</u>	07
	2. <u>Parteneriate AAFBR</u>	08
	3. <u>Opinie Flavius Jakubowicz: România între reformă fiscală și reziliență economică: cum putem transforma ajustarea într-o oportunitate de modernizare</u>	13
	4. <u>Membri noi AAFBR</u>	14
3	Macroeconomie, finanțe și afaceri	
	1. <u>Tabloul macroeconomic al României la intrarea în ultimul trimestru al acestui an. Tendințe și perspective</u>	16
	2. <u>Piața IFN-urilor din România: evoluție, reglementare și perspective</u>	20
	3. <u>Oportunități și provocări în finanțarea sectorului de energie din România</u>	24
4	Piața de capital	
	1. <u>Dezvoltarea fondurilor de tip ETF</u>	31
	2. <u>Fondurile pilon II vor fi forțate să predea ștacheta investițiilor la BVB</u>	33
	Vocea academică	
5	<u>Două decenii, trei crize, trei giganti: Lecțiile financiare oferite de Apple, Samsung și Alphabet</u>	38
6	<u>Echipa editorială a newsletter-ului</u>	43





I. INVITAT ÎN ACEST NUMĂR

Acad. Daniel Dăianu

Președinte al Consiliului Fiscal

O corecție bugetară a început, o rectificare bugetară negativă¹

În România, criza bugetară este cauzată de neglijarea deficitelor de-a lungul anilor. Deficitul bugetar din 2024 (8,67% *cash* și 9,3% ESA, pondere în PIB) a fost adâncit în special prin creșteri de cheltuieli permanente și a fost mult superior celui din 2023. Este de departe cel mai mare deficit bugetar din UE.

Guvernul României a revizuit ținta de deficit *cash* pentru acest an la 8,4% din PIB. Să amintim că ținta inițială era de 7% din PIB, ce era evident nerealistă. În 2026, deficitul *cash* ar ajunge în jur de 6,5% din PIB dacă programul de ajustare va continua în mod ferm.

1. Punct de inflexiune în execuția bugetară

Corecția bugetară antamată de noul guvern poate fi punctul de inflexiune în restabilirea încrederii în finanțele publice din România, dar procesul este anevoios și va dura mai mulți ani. Pornind de la măsurile întreprinse de noul guvern cele trei mari agenții de *rating* au reconfirmat riscul suveran al României la un nivel deasupra celui de *junk* (nerecomandat pentru investiții). În prima parte a anului exista riscul unei retrogradări a riscului suveran.

Amploarea necesarului de ajustare (de la cca 9% la 3% din PIB) este fără precedent pentru un stat membru al UE care nu se confruntă cu o criză financiară adâncă, sau cu un șoc sever precum pandemia din 2020.

Corecția începută în acest an era absolut necesară. Argumentul întâlnit uneori în media că piețele finanțează și deficite mari sunt stranii date fiind semnalele venite de la agenții de rating, diverși finantatori externi, nervozitatea din piețe; cei care ignoră posibile schimbări subite de atitudine, înghețarea piețelor, se joacă cu focul. Se aud și teze aiuritoare de genul că reduceri de taxe și impozite ar fi calea de surmontare a crizei bugetare, printr-o creștere prezumată de venituri fiscale. O reducere de taxe și impozite acum ar speria piețele financiare. Iar afirmația că ajustarea deficitului bugetar conduce la o criză economică omite faptul că România nu poate perpetua deficite de 9% din PIB. Iar corecția este graduală.

În România, nivelul veniturilor fiscale este foarte jos (28,8% din PIB în România, față de 35% în Cehia, 35% în Ungaria, 37,5% în Polonia și 40,1% media UE, în anul 2024), fapt ce rezultă și din neglijarea necesității de a avea venituri fiscale care să poată satisface nevoile societății românești – nu în ultimă instanță, nevoia de a avea un nivel sustenabil al datoriei publice.

Înghețarea salariilor bugetarilor și non-indexarea pensiilor, măsuri adoptate în decembrie 2024, nu au stopat creșterea medie nominală a acestora în 2025; la pensii s-a simțit impactul anualizat al recalculării, la salarii creșterile ce au fost operate în 2024. De aceea, volumul cheltuielilor cu pensii și salarii a continuat să crească în 2025, chiar dacă inflația erodează din ponderea în PIB.

Execuția bugetară pe primele 9 luni din 2025 conturează un deficit în jur de 9% din PIB în lipsa pachetelor de măsuri aplicate de Guvern.

¹ Text pregătit pentru Newsletter al AAFBR. Idei din acest text se regăsesc în opinia Consiliului Fiscal privind rectificarea bugetară din septembrie 2025

CF a subliniat în documentele sale că ajustarea deficitului bugetar nu se poate face exclusiv pe partea de cheltuieli, iar această judecată se verifică în configurația măsurilor inițiate de noul guvern. Raționamentul potrivit căruia s-ar putea obține o colectare rapidă mult mai bună de taxe și impozite, care să evite schimbări în regimul fiscal, era vădit iluzoriu. Schimbările în regimul fiscal au fost impuse de realitatea unui acces costisitor la finanțare și refinanțare.

Circumstanțele obligă la prociclicitate (când economia încetinește), fiindcă s-a greșit mult în politica bugetară în ultimii ani (prociclicitate când economia se redresa după pandemie și criza energiei). De aici apare spectrul unei posibile stagflații, dar care nu este venită din cer. Fiindcă nu poți avea reducere a absorbției interne (a cererii agregate), ca expresie a corecției bugetare, simultan cu măsuri fiscale de stimulare a economiei.

2. Rectificarea bugetară este negativă: de la cca 9% la cca 8,4% din PIB

O rectificare ce mută ținta de deficit bugetar pentru 2025 de la 7% (cum era în bugetul aprobat) la 8,4% din PIB nu poate fi considerată ca „pozitivă” deoarece:

- Ținta inițială de 7% din PIB era departe de realitate supraestimând venituri și subestimând cheltuieli în mod deliberat;
- În judecarea corecției bugetare în curs se cuvine să avem în vedere nivelul deficitului bugetar care s-ar înregistra într-un scenariu când nu s-ar adopta măsuri de ajustare, deși este clar că piețele ar fi reacționat virulent la lipsa de măsuri de corecție bugetară.
- **Reperul ce indică natura rectificării bugetare din septembrie 2025 este un nivel al deficitului în jur de 9% din PIB (în lipsa măsurilor de corecție). Deci, rectificarea bugetară este negativă.**

Impactul măsurilor pentru 2025 (la venituri și cheltuieli) ar fi de circa 0,6% din PIB, fără a avea în vedere optimizări în efectuarea investițiilor publice. Investițiile publice (ce includ și pe cele finanțate din bani europeni) ar fi, potrivit rectificării bugetare, de circa 8% din PIB, ceea ce este de pus în relație și cu faptul că în 2026 se termină finanțarea din PNRR.

Supracontractarea în raport cu banii din PNRR a obligat la decizii drastice pentru a ține cont de constrângerile bugetare interne și externe severe. Supracontractarea arată o programare financiară/bugetară defectuoasă, precum și o conlucrare între MF și MIPE ce ar trebui să fie considerabil mai bună.

3. Caz clar de dominanță fiscală

Deficitul bugetar din România este un exemplu de dominanță fiscală, care nu numai că vulnerabilizează accesul la finanțare și refinanțare în sine, dar exercită și o presiune mare asupra conduitei politicii monetare. Cererea agregată în exces alimentează inflația și obligă banca centrală să mențină ratele de politică monetară la niveluri înalte.

Este remarcat sindromul deficitelor gemene, cu un deficit de cont curent ce a depășit 8% din PIB în 2024 (vezi graficele) și care s-a finanțat preponderent prin împrumuturi (cca.2/3). Dimensiunea deficitelor gemene singularizează România în cadrul UE.

Corecția bugetară este absolut necesară și pentru a menține încrederea în moneda națională; corecția poate preveni o fugă (un *run*) de monedă națională. România este țara din regiune cu cea mai precară situație a deficitului de cont curent. Corecția deficitului bugetar trebuie să fie examinată și din această perspectivă.

Evoluția mediului internațional (război comercial, încetinire de activitate economică în Europa, fragmentare economică și regionalizare de fluxuri comerciale, nevoia de creștere de cheltuieli cu apărarea, tensiuni geopolitice, incertitudini ce cresc aversiunea față de risc, etc.) complică enorm inevitabila corecție bugetară din România. O povară suplimentară pentru buget creșterea cheltuielilor de apărare în anii ce vin.

4. Colectarea veniturilor fiscale: o problemă de siguranță națională

Dacă deficitul se va situa în 2026 sub 6,5% din PIB ar fi o realizare remarcabilă în condițiile date. Contează mult cum va continua stabilizarea bugetară după 2026 - cât vor contribui reducerea evaziunii fiscale, creșterea bazei de impozitare, descurajarea optimizărilor fiscale în acest scop. Corecția deficitului bugetar este dezirabil să nu ignore aspecte de echitate socială.



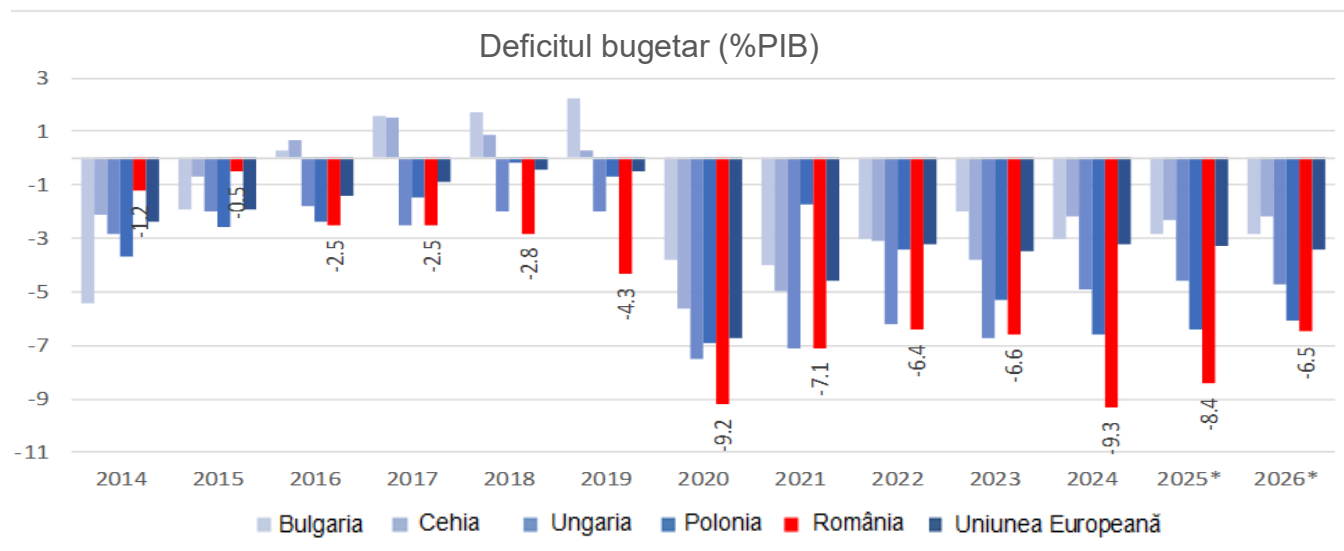
Colectarea veniturilor fiscale este o problemă de siguranță națională date fiind presiunile enorme pe buget și nevoile economiei/societății. ANAF are nevoie de o reformă radicală, care implică măsuri organizatorice și probabil de ordin legislativ; este nevoie probabil și de o schimbare a statutului celor care lucrează în ANAF, o redistribuire de prerogative între direcțiile regionale și cele la nivel local, care să spargă „rețeaua” de interese care favorizează extragerea de rente și corupția.

5. Trebuie să ne ajutăm în primul rând noi înșine

Europa are mari probleme economice, mediul internațional este puternic perturbat de războiul comercial și distrugerea multilateralismului, de efecte ale conflictelor militare. De aceea trebuie să ne ajutăm în primul rând noi înșine. Este drept ca apartenența la UE ne acordă o centură de siguranță în sensul că România nu este amenințată de faliment. Dar contează cum va avea loc consolidarea bugetară în anii ce vin. Resursele europene sprijină procesul de consolidare.

Aderarea la zona euro nu este de actualitate cât timp nu avem consolidare bugetară.

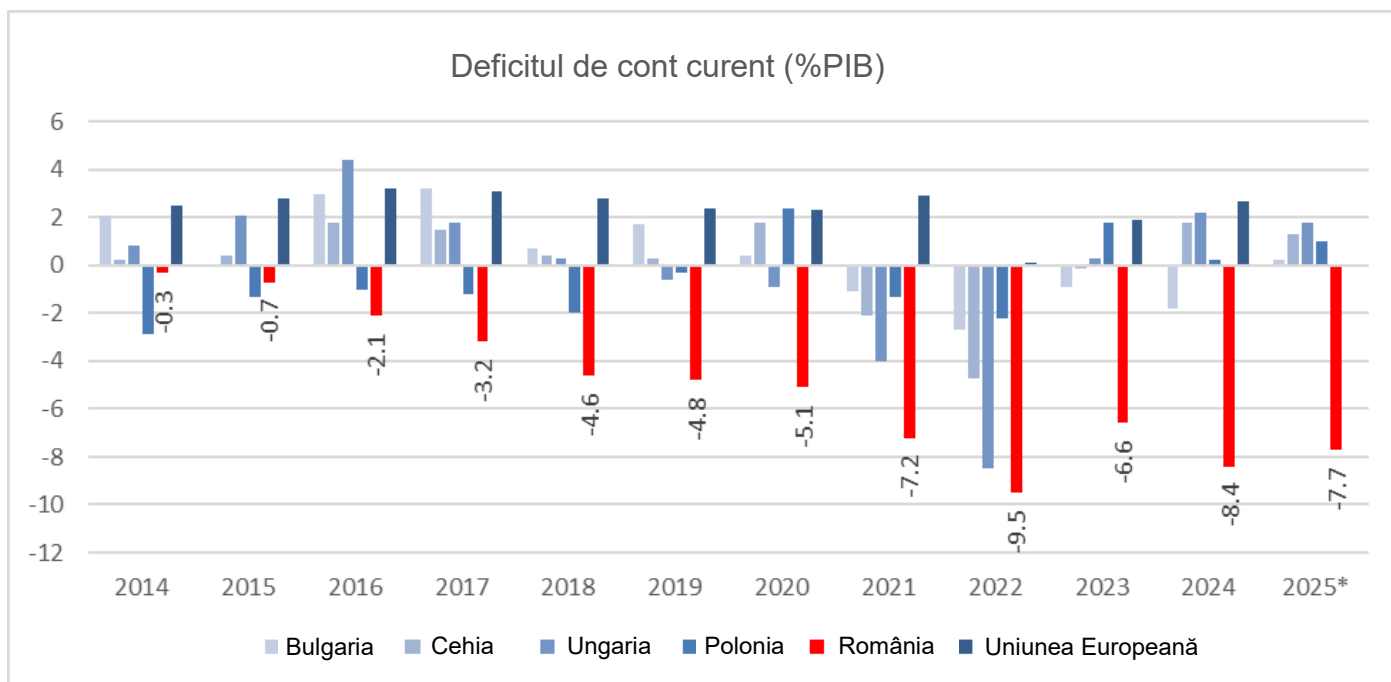
Soldul bugetar (% PIB, ESA 2010)



Sursa: AMECO,

Notă: Pentru anii 2025 și 2026 valorile deficitului bugetar pentru România reprezintă valori estimate de CF cu ocazia R1/2025 și sunt în termeni *cash*. Pentru restul statelor valorile din 2025 și 2026 reprezintă prognoza AMECO.

Soldul contului curent (% PIB)



Sursa: AMECO

Notă: Valorile pentru anul 2025 reprezintă prognoza AMECO

Acad. Daniel DĂIANU, Președinte al Consiliului Fiscal

Daniel DĂIANU, președintele Consiliului Fiscal, este membru al Academiei Române, profesor universitar la SNSPA în București; Membru al Grupului la nivel înalt pentru reforma bugetului UE (HLGOR); Membru al Comisiei Naționale pentru fundamentarea raportului de aderare la zona euro; autor al lucrărilor „Crizele și tentația autoritaristă”, Polirom, 2025 „Emerging Europe and the Great Recession” (Cambridge Scholars Publishing, 2018) și „Which Way Goes Capitalism?” (CEU Press, Budapest/New York, 2009); co-editor al volumului „The Crisis of the Eurozone and the Future of Europe” (Palgrave Macmillan, 2014); Membru în CA al Băncii Naționale a României (2014 – 2019); Prim Vice-președinte al Autorității pentru Supraveghere Financiară (2013 – 2014); Membru al Parlamentului European (2007 – 2009); Președinte al Consiliului de Supraveghere al BCR (2005 – 2007); Ministru al Finanțelor Publice (1997 – 1998); Economist șef al Băncii Naționale a României (1992 – 1997); Președinte al Societății Române de Economie; Membru al Consiliului European pentru Relații Externe (ECFR), Membru al Board of Trustees of Friends of Europe; fellow la CASE (Warsaw); stagii de cercetare la Harvard University, The Wilson Center (Washington DC), FMI (Washington DC), NATO Defense College (Rome); profesor invitat la Berkeley, UCLA, Bologna University. Între alte lucrări: „The Macroeconomics of EU Integration: The Case of Romania”, Rosetti Educational, Bucharest, 2008; cu Radu Vranceanu (coord.), „Ethical Boundaries of Capitalism”, Ashgate (UK), 2005; cu Thanos Veremis (coord.), „Balkan Reconstruction”, London, Frank Cass, 2001; „Transformation as A Real Process”, Aldershot (UK), Ashgate, 1998; „Economic Vitality and Viability. A Dual Challenge for European Security” Frankfurt, Peter Lang, 1996. Contributor la European Voice, Eurozine, EuropesWorld, Les Echos, World Commerce Review, etc.

II. Prezentarea AAFBR

1. Misiune, viziune, program board AAFBR

Asociația Analiztilor Financiar-Bancari din România (AAFBR) a fost înființată în anul 2008 la inițiativa celor 4 membri fondatori: Lucian Anghel, Radu Crăciun, Ionuț Dumitru și Florian Libocor. De atunci, Asociația a progresat sub îndrumarea acestora, precum și datorită aportului membrilor care s-au implicat în proiectele asociației, ajungând să reunească în prezent peste 100 de membri - analiști și manageri din diverse ramuri ale spectrului financiar: macroeconomie, strategie, sector bancar, fonduri de pensii și de investiții, societăți de asigurări, piață de capital, comunicare financiară și relații cu investitorii etc.

AAFBR este membră a EFFAS (The European Federation of Financial Analysts Societies), o federație ce cuprinde 14 de societăți naționale din domeniul investițiilor din Europa și a ACIIA (Association of Certified International Investment Analysts), o organizație de tip umbrelă înființată în anul 2000 pentru asociațiile naționale și regionale de profesioniști în domeniul investițiilor.

Prin activitatea desfășurată de către membrii săi, AAFBR își propune următoarele obiective:

- să prezinte un punct de vedere obiectiv și profesionist cu privire la perspectivele economiei românești și pe plan internațional: prin intermediul conferințelor cu profil financiar, comunicatelor de presă publicate ca urmare a unor sondaje interne în rândul membrilor asociației și opiniilor exprimate în mass-media românească;
- să ofere instrumente și opinii utile către: companiile interesate de evoluțiile macroeconomice în cadrul proceselor interne de administrare a activelor și pasivelor, analiztilor care doresc un punct de reper pentru propriile estimări, presei care identifică provocări economice în prezent și propune soluții pentru viitor, mediului universitar care se orientează asupra cercetării științifice în domeniul financiar;
- să aibă un rol important în societate prin desfășurarea sau promovarea unor programe de perfecționare în domeniul financiar-bancar. Astfel,

AAFBR oferă în România mai multe certificări recunoscute pe plan internațional: CEFA- Certificatul European pentru Analist Financiar, CIIA- Certificatul Internațional pentru Analist de Investiții, CESGA –Certificatul pentru Analist ESG (En: *Environmental, Social, Governance*), ESG Essentials—Certificatul de baza pe problematica ESG. Începând din această toamnă, 6 noi certificări intră în portofoliul EFFAS/ AAFBR: ECIM—Certificatul pentru Manager de Investiții, ECPM—Certificatul pentru Manager de Portofoliu, ECFM—Certificatul pentru Manager Financiar, EFRA—Certificatul pentru Analist de Risc Financiar, DiAM—Programul pe Active Digitale și Piețele Activelor Crypto și ECRA—Certificatul pentru Analist de Risc Climatic.

În vederea realizării obiectivelor sale, AAFBR a dezvoltat o serie de parteneriate strategice, respectiv cu Institutul Bancar Român (IBR), Asociația Națională a Evaluatorilor Autorizați din România (ANEVAR), Academia de Studii Economice (ASE), ENVISIA Business School și Institutul de Studii Financiare (ISF). De asemenea, AAFBR a organizat diverse evenimente împreună cu Bursa de Valori București, Asociația CFA România și Asociația Trezorerierilor din România (ATR).

Pentru a cunoaște mai multe detalii despre activitatea echipei noastre, va invităm să parcurgeți proiectele prezentate în newsletter-ul nostru, dar și pe site-ul AAFBR.

2. Parteneriate AAFBR

1. Program de pregătire CIIA în parteneriat cu Envisia

Envisia Business School și AAFBR - Asociația Română a Analiztilor Financieri și Bancari anunță cu mândrie lansarea ediției 2024 a soluției de formare care va sprijini candidații să se



pregătească mai bine pentru obținerea CIIA - Certified International Investment Analyst, calificare profesională de prestigiu sub egida ACIIA - Asociația Analiztilor Internaționali Certificați.

Certificarea internațională pregătește și permite profesioniștilor să gestioneze neprevăzutul, dar și să dețină cunoștințele, abilitățile și competențele care le vor asigura agilitatea profesională și adaptarea în timp real la provocările profesiei de analist financiar.

CE ESTE CIIA

CIIA este o calificare profesională avansată, recunoscută la nivel internațional, cu două niveluri de examene: (1) **foundation** - pentru candidații cu diplomă universitară și experiență de muncă de cel puțin 1 an și (2) **final** - pentru candidații care dețin o diplomă universitară și o experiență profesională de minim 5 ani.

Ambele niveluri conțin 7 module, acoperind tot ce este nevoie să cunoască un profesionist financiar:

- Managementul portofoliului
- Analiză financiară
- Economie
- Acțiuni
- Finanțe corporative

- Obligațiuni

- Derivate

Pentru toate acestea, Envisia și AAFBR oferă o nouă soluție avansată de pregătire.

DE CE OBȚII CERTIFICAREA CIIA?

CIIA este o calificare profesională avansată recunoscută la nivel internațional, care examinează candidații la un standard înalt într-un mod practic și oferă:

- Recunoaștere globală, afiliere și oportunități: prestigiu internațional
- Echiparea profesioniștilor de top în investiții cu abilități avansate pentru a adăuga valoare în rolurile lor și în organizațiile lor
- Combină cunoștințele de clasă reală cu respectul pentru expertiza și cultura locală
- Titularii CIIA beneficiază de salarii mai mari

Recunoaștere globală. Certificarea poate fi echivalată în cazul programelor financiare de către Autoritățile din Marea Britanie, Franța, Spania, Italia, Portugalia, Grecia și Polonia. În afara Europei, diploma CIIA este recunoscută în special de autoritățile de reglementare din Asia și America de Sud.

CEEA CE OFERIM

O soluție completă de formare avansată care va sprijini profesioniștii din mediul de afaceri și financiar să obțină certificarea CIIA.

- Suport dedicat 1 an;
- Înregistrare și acces la platforma de învățare online ACCIA (materiale de curs, filme de curs, exerciții, monitor de progres);
- 8 ateliere practice (31 de ore în total) de examene simulate. Simulări ale examenelor reale pentru fiecare dintre cele 8 MODULE ale EXAMENELOR DE NIVEL FINAL CIIA cu soluții și concepte explicate (sfaturi și trucuri) din examenele trecute susținute de practicieni de nivel superior în calitate de FACILITATOR;
- Îndrumare. Lectorii sunt disponibili – online sau e-mail – pentru a oferi explicații suplimentare, dacă este necesar, în perioada de studiu;

Costul a 3 examene pe o perioadă de circa 1,5 ani

Nivelul final CIIA, pregătirea **examenului 1**: 4 tutoriale online live (16 ore) + taxă de înscriere la examenul 1 + notarea examenului

Nivelul final CIIA, pregătirea **examenului 2**: 3 tutoriale online live (12 ore) + taxă de înscriere la examenul 2 + notarea examenului

Nivelul final CIIA, pregătire pentru **examenul național**: 1 tutorial online live (3 ore) + notarea examenului

Cost pachet complet: 3.500 euro + TVA, plătitibil după cum urmează:

2.000 EUR + TVA

1.500 EUR + TVA

Program de pregătire CEFA în parteneriat cu IBR

Certified European Financial Analyst Diploma (CEFA) – standardul european de competență profesională pentru analiștii financiari

În baza parteneriatului dintre Asociația Analiștilor Financiar-Bancari din România (AAFBR) și Institutul Bancar Român (IBR), în anul 2014 au fost lansate cursurile de pregătire pentru susținerea examenului în vederea obținerii CEFA Diploma – *Certified European Financial Analyst Diploma*, lansată în urmă cu 30 de ani pentru pregătire în domeniul financiar la nivel internațional.

Pe plan european, certificarea CEFA este oferită de *The European Federation of the Financial Analysts Societies (EFFAS)*. Federația europeană este reprezentată în România de către AAFBR, care pune la dispoziție structura de examinare și alocă lectorii pentru cursuri, aceștia fiind experți cu reputație și practică profesională în segmentele acoperite de cursuri.

În baza experienței în livrarea cu succes a cursurilor de pregătire pentru susținerea examenelor în vederea obținerii celor două certificări profesionale, IBR oferă cadrul de procedură și organizatoric necesar asigurării

standardelor de calitate educațională cerute de EFFAS. Certificarea profesională a devenit o alternativă de pregătire preferată la programele MBA/EMBA, fiind **mai aplicată și conectată mai mult cu partea profesională**, oferind un set de cunoștințe, abilitați și competențe relevante pentru o anumită profesie, asigurând deținătorilor un avantaj profesional competitiv foarte apreciat de angajatori.

Diploma CEFA este recomandată în special pentru persoanele care activează în analiză financiară, trezorerie, corporate finance, private & investment banking, fonduri de investiții, fonduri de pensii, asigurări de viață, wealth management, private equity, reglementare și supraveghere a sectoarelor menționate și oricărui profesionist care dorește să excelleze în domeniul analizei și investițiilor și să-și certifice calificarea și experiența profesională conform standardelor internaționale.

Structură cursuri și examene:

Cursurile suport oferite prin intermediul IBR oferă avantajul **combinării tutoriatului din partea lectorilor cu studiu individual (blended learning)**. Cursurile se desfășoară vineri după – amiază și sâmbătă – în total 16 zile de cursuri, desfășurate online în prezent.

Programul CEFA cuprinde 4 examene internaționale și o componentă națională, obiectivul acestor programe fiind acela de acoperi atât un standard ridicat de pregătire în domeniul financiar la nivel internațional, cât și cunoașterea reglementărilor la nivel local.

Examenele internaționale pot fi susținute de două ori pe an și acoperă următoarele materii: analiză financiară, finanțe corporative, evaluarea companiei, economie, management portofoliu, obligațiuni și derivate.



Avantajele participării la cursurile de pregătire pentru diploma CEFA organizate de AAFBR & IBR sunt următoarele:

- un pachet de training aplicat, livrat de lectori care fac parte din elita profesioniștilor în industria serviciilor financiare;
- orarul cursurilor adaptat programului de lucru al cursanților;
- curricula acoperă toate segmentele importante în domeniul financiar;
- un avantaj competitiv important la susținerea examenelor față de studiul individual integral și un excelent raport calitate – preț.

Diploma CEFA atestă **recunoașterea la nivel internațional a competențelor profesionale necesare în portofoliul unui analist financiar de top**. Competențele obținute prin finalizarea cu succes a programului de studiu pot fi fructificate în bănci, piața de capital, asigurări, corporații, autorități de reglementare etc.

Actualitatea tematicii programului de pregătire și utilitatea acestuia în practică profesională este demonstrată fie prin beneficiile aferente deținerii unei certificări profesionale de prestigiu pentru **cei care parcurg întreg programul, fie prin ultra-specializare într-un anumit domeniu, pentru cei care optează doar pentru participarea la unul sau la câteva module din cadrul programului.**

Cei interesați doar de o anumită tematică specializată din cadrul programului, dar și cei care doresc să cunoască mai în detaliu certificările și modul în care acestea se desfășoară, prin participarea efectivă și activă la o sesiune de curs, au **posibilitatea să se înscrie, exclusiv, doar la anumite module tematice.**

Mai multe informații despre certificările CEFA pot fi găsite pe site-urile IBR, AAFBR și EFFAS :

<https://www.ibr-rbi.ro/4733/certified-european-financial-analyst-cefa-diploma-program/>

<https://www.aafb.ro/certificari-si-cursuri/>

<https://effas.com/>

Date de contact pentru cei care doresc să urmeze cursurile aferente programelor CEFA în România: Emilia Frunză – Training Manager, emilia.frunza@ibr-rbi.ro, telefon: +40748.886.834, Institutul Bancar Român.

Webinar suport pentru certificarea internațională Certified ESG Analyst—CESGA



Factorii ESG (Environmental, Social and Governance) conduc la o modificare pe termen lung a lumii investițiilor, pornind de la conștientizarea importanței schimbărilor climatice și sociale și a necesității adaptării la acestea. Un rol major îl dețin pachetele legislative implementate în majoritatea jurisdicțiilor, remarcându-se coerența reglementărilor europene în domeniul clasificării unitare a activităților sustenabile și al transparenței informațiilor privind durabilitatea în serviciile financiare.

Programul **CESGA –Certified ESG Analyst**, oferit de către EFFAS (European Federation of Financial Analyst Societies), reprezintă o certificare flexibilă, utilă tuturor celor care activează în domeniul financiar, care doresc să se pregătească în privința cerințelor ESG la nivel internațional. În România, CESGA este organizat prin intermediul Asociației Analistilor Financiar-Bancari (AAFBR), membră EFFAS.

CONȚINUTUL WEBINARULUI

Temele abordate în cadrul webinarului vor fi:

- stadiul integrării factorilor ESG în adoptarea investițiilor
- clasele de active adecvate investițiilor sustenabile
- integrarea ESG în analiza și evaluarea investițiilor

- **studiu de caz** - componentă cu o pondere semnificativă în rezultatul final al examenului CESGA.

Programul CESGA, oferit de către AAFBR și IBR include **un webinar live de 4 ore**, care îi va sprijini pe candidați în pregătirea pentru examen, facilitând parcurgerea materialelor de studiu de pe platforma EFFAS, necesare obținerii certificării.

LECTORI:

Cosmin PAUNESCU, care are o experiență de peste 20 de ani în piața de capital. Din iunie 2021 deține certificarea CESGA® (Certified ESG Analyst), fiind unul din top performerii la nivel internațional.

Codruț NICOLAU este fondatorul Sustain Future, o companie de training și consultanță în ESG, reziliență corporativă și sustenabilitate. Anterior, a fost executiv în sistemul bancar (Vicepreședinte Executiv și Director General Adjunct de bancă), Membru în Consiliul de administrație de Instituție Non-Financiară și CEO de companie multinațională.

Materialele de studiu și examenul sunt în limba engleză. Pregătirea examenului presupune alocarea a circa 150 de ore de studiu individual. EFFAS organizează examene CESGA de patru ori pe an (martie, iunie, septembrie, decembrie).

TARIF STANDARD 1.450 euro/participant (nu se aplică TVA)

TARIF SPECIAL EARLY-BIRD: 1.350 euro/participant

Tariful este final și include: 6 luni acces la platforma de materiale de pregătire EFFAS, participarea la webinar și înscrierea la examen (taxa de examen).

Pentru detalii și înscriere, vă rugăm să ne contactați:

Emilia Frunză, Training Manager, IBR

0748886834, emilia.frunza@ibr-rbi.ro

Certificări EFFAS lansate în 2025

CLIMATE RISK ANALYST (ECRA)

- Dedicat profesioniștilor care doresc să dobândească o înțelegere profundă și o gestionare corespunzătoare a riscurilor climatice
- Pregatește participanții pentru a implementa strategii durabile, sporind reziliența și asigurându-se că sunt pregătiți să conducă într-un mediu economic și de reglementare în schimbare rapidă.

Detalii despre certificare, module, cursuri și examene se găsesc la adresa:

<https://www.aafb.ro/certificari-si-cursuri/ecra/>

CERTIFIED PORTFOLIO MANAGER (ECPM)

- Cuprinde analiza portofoliului de investiții, tipurilor de investitori, planurilor de pensii și etapelor managementului portofoliului.
- De asemenea, este analizată teoria modernă a portofoliului, ghidurile de investiții, alocarea activelor și gestionarea acestora, inclusiv concepte din finanțe comportamentale.

Detalii despre certificare, module, cursuri și examene se găsesc la adresa:

<https://www.aafb.ro/certificari-si-cursuri/effas-certified-portfolio-manager-ecpm/>

FINANCIAL RISK ANALYST (EFRA)

- Oferă participanților cunoștințe aprofundate în managementul riscului, respectiv analiza detaliată a riscului de credit, riscului de piață și a relației activ-pasiv.
- Utilizează concepte avansate precum analiza de senzitivitate, metoda Value-at-Risk (VaR) și teste de stres financiar (stress-testing) pentru a evalua și atenua riscurile potențiale cu privire la stabilitatea financiară.

Detalii despre certificare, module, cursuri și examene se găsesc la adresa:

<https://www.aafb.ro/certificari-si-cursuri/effas-financial-risk-analyst-efra/>

DIGITAL ASSETS & MARKETS AND MiCA PROGRAMME (DiAM)

- Destinat profesioniștilor financiari care doresc să își îmbunătățească cunoștințele și abilitățile în domeniul activelor digitale și al reglementărilor MiCA (Markets în Crypto-Assets).
- Beneficiarii acestui program sunt analiști financiari, manageri de investiții, manageri de portofoliu, manageri financiari și alți profesioniști din sectorul financiar.

Detalii despre certificare, module, cursuri și examene se găsesc la adresa:

<https://www.aafb.ro/diam/>

CERTIFIED FINANCIAL MANAGER (ECFM)

- Aprofundează principiile de management financiar și țintește dobândirea unei baze solide a conceptelor financiare fundamentale și a principiilor matematice esențiale.
- De asemenea, sunt explorate complexitatea contabilității financiare, analizat impactul macroeconomiei asupra procesului decizional financiar și dezvoltată o înțelegere aprofundată a finanțelor corporative.

Detalii despre certificare, module, cursuri și examene se găsesc la adresa:

<https://www.aafb.ro/certificari-si-cursuri/effas-certified-financial-manager-ecfm/>

CERTIFIED INVESTMENT MANAGER (ECIM)*

- Abordează principiile investiționale, încorporând concepte fundamentale matematice și statistice precum valoarea temporală a banilor, factorii de discount, ratele de dobândă și ratele de rentabilitate așteptate.
- În plus, conține informații despre componentele sistemului financiar, despre intermediari financiari, jucătorii principali și evoluția ciclurilor economice.

Detalii despre certificare, module, cursuri și examene se găsesc la adresa:

<https://www.aafb.ro/certificari-si-cursuri/effas-certified-investment-manager-ecim/>

***În măsura în care sunt finalizate cu succes toate cele patru programe (ECIM, ECPM, ECFM, EFRA) se obține titlul CEFA!**

3. România între reformă fiscală și reziliență economică: cum putem transforma ajustarea într-o oportunitate de modernizare

România se află într-o fază critică de reșezare fiscal-bugetară. Deficitul bugetar al anului 2024 a fost de 9,3% din PIB, ceea ce plasează țara noastră pe primul loc în Uniunea Europeană în termeni de dezechilibru fiscal. Pentru 2025, guvernul a revizuit ținta de deficit la 8,4% din PIB, în contextul rectificării bugetare adoptate în această toamnă, care reflectă costuri suplimentare și o ajustare mai puțin agresivă decât ar fi fost ideal.

Această rectificare indică două aspecte esențiale: în primul rând, nivelul cheltuielilor cu dobânzile, sănătatea, asistența socială și plata arieratelor continuă să preseze bugetul, iar în al doilea rând, pachetul fiscal de măsuri aprobat (inclusiv majorarea TVA la 21% din 1 august 2025, creșteri de accize) nu pare suficient să susțină reducerea deficitului în ritmul necesar, în lipsa unor măsuri urgente și concrete de reducere a cheltuielilor publice.

Din perspectiva mediului economic și fiscal, realitatea impune câteva concluzii:

- Colectarea redusă, costurile ridicate și mediul de afaceri care resimte presiunea fiscală fac ca spațiul de manevră al statului să fie limitat.
- Deși pachetul fiscal în vigoare are efecte estimate de circa 0,6–0,7% din PIB pentru 2025, impactul major va fi vizibil abia în 2026, ceea ce înseamnă că ajustarea structurată trebuie să fie mai amplă.

Pentru companii, asta înseamnă că adaptarea strategică fiscal-financiară nu mai este opțională: trebuie anticipate schimbările de regim (taxe, accize, digitalizare fiscală) și integrate în planurile de creștere.

Constatăm că oportunitatea stă în transformarea ajustării într-un proiect de modernizare: digitalizarea administrației fiscale, îmbunătățirea transparenței, direcționarea cheltuielilor publice spre investiții productive (infrastructură, tehnologie, tranziție verde) și intensificarea dialogului dintre autorități, sectorul privat și comunitate.

Ajustarea fiscală nu trebuie privită ca o povară inevitabilă, ci ca un catalizator pentru o economie mai

eficientă și un stat modern. În opinia noastră, creșterea veniturilor bugetare nu poate fi susținută exclusiv prin majorarea taxelor, ci mai ales printr-o utilizare mai inteligentă a resurselor existente. Accentul ar trebui pus pe eficiența cheltuielilor publice, simplificarea aparatului administrativ, comasarea și reorganizarea instituțiilor redundante, precum și pe digitalizarea proceselor și automatizarea fluxurilor birocratice.

Reducerea risipei, transparentizarea cheltuielilor și orientarea investițiilor către domenii productive pot genera efecte macroeconomice comparabile sau chiar superioare oricărei măsuri de creștere fiscală. În final, creșterea veniturilor devine sustenabilă doar atunci când face echipă cu reducerea cheltuielilor și cu eficiența administrativă. România are potențialul de a transforma provocările de astăzi cum ar fi deficit mare, colectare slabă, presiune fiscală, în avantajul de mâine: un mediu economic sustenabil, predictibil și prietenos cu investițiile.



Flavius JAKUBOWICZ,
Președinte AAFBR

Consultant Fiscal,
Auditor Financiar

Flavius are peste 17 ani de experiență în consultanță fiscală, contabilitate și consultanță financiară, fiind Consultant Fiscal (Expert Fiscal Judiciar), membru CCFR și CFE Tax Advisors Europe, și Auditor financiar, membru CAFR/ASPAAS. Deține certificările ESG Essentials și DiAM (Digital Assets and MiCA) emise de EFFAS—European Federation of Financial Analysts Societies.

4. Membri noi AAFBR



Manuela Georgiana Cioacă are o experiență solidă în analiza economică și financiar-bancară, construită prin activitatea sa ca economist la Banca Națională a României, unde contribuie la prognoza inflației, analiza pieței

imobiliare și elaborarea de rapoarte oficiale. În paralel, activează ca expert în cadrul Consiliului Fiscal, evaluând politici bugetare și impactul legislativ. Este doctorandă în Finanțe, cu o formare academică excelentă (ASE – DOFIN), completată de cursuri internaționale (FMI, Bundesbank, Gerzensee) și abilități tehnice avansate în Python, R, Stata și EViews.



Conf. Univ. Dr. Dumitru Nancu are peste 22 de ani de experiență profesională, inclusiv 20 de ani în roluri de conducere în domeniul financiar, bancar, guvernanta corporativă, academie și administrația publică.

Expertiza sa se concentrează

pe dezvoltarea și gestionarea programelor de finanțare, garanție de credit și ajutoare de stat pentru întreprinderile mici și mijlocii (IMM-uri). Dr. Nancu a ocupat poziții de conducere de top în instituții financiare cheie, inclusiv Președinte al Consiliului și Director General al Fondului Național de Garantare a Creditelor pentru IMM S.A. – IFN. În prezent este Vicepreședinte și Membru al Consiliului de Administrație al Asociației Europene a Instituțiilor de Garantare (AECM), conducând grupuri de lucru pe digitalizare și instrumente financiare la nivel european. Dr. Nancu deține multiple diplome de doctorat în Economie și Securitate Națională, diplome de master în Contabilitate, Științe Militare, Drept și Teologie, precum și numeroase certificări în domeniul bancar, managementul riscurilor de credit, guvernanta corporativă, managementul proiectelor și auditul financiar.



Ramona Manolciu cu o carieră de peste 24 de ani în domenii precum actuariat, reasigurare și dezvoltare de produse, Ramona Manolciu și-a consolidat expertiza în zona tehnică și de business a industriei asigurărilor. În

prezent, coordonează arii de business în cadrul Generali GFT2 Shared Services, unde se concentrează pe excelență operațională, eficientizarea proceselor și integrarea celor mai bune practici la nivel internațional. Prin experiența sa vastă și abordarea orientată spre rezultate, contribuie la dezvoltarea sustenabilă și la consolidarea poziției companiei pe piață.



Marius Filipas, un profesionist în domeniul bancar cu aproape două decenii de experiență, este în prezent, Director Regional pentru IMM-uri la Raiffeisen Bank România, coordonand operațiunile din Arad, Timiș și Bihor. Marius are

experiență în evaluarea riscului de credit, gestionarea portofoliilor și conducerea echipelor, avand și un background solid academic, el absolvind un program MBA Essentials la London School of Economics and Political Science și un Master în Economie Internațională obținut la Universitatea de Vest din Timișoara. Deține multiple certificări, inclusiv Academia de Management al Filialelor, Competențe Avansate în Sustenabilitate și Analiză Financiară.



Simona Veliant, cu experienta în domeniul bancar de peste 19 ani, este în prezent Șefa Departamentului de Risc de Credit la Libra Internet Bank. Ea supraveghează riscul de credit în sectoarele Retail, IMM și Corporate, oferind recomandări de risc

pentru acordurile de finanțare și monitorizând expunerile mari la credit care depășesc 30 de milioane ron. Simona a ocupat, de asemenea, funcții de Director Sucursala, Analist Senior de Risc de Credit, precum și Administrator de Credit. Are un masterat în Management Financiar și Investiții, o diplomă de licență în Finanțe și Bănci și este Analist Certificat CESGA.

Alina Jerlaianu are peste două decenii de experiență în analiză financiară și de risc, în prezent, ocupand funcția de Director Financiar / CFO la Cess Plus Solutions SRL. În trecut ea a lucrat la Eximbank SA ca Analist Senior de Restructurare, apoi a ocupat funcția de Manager de Dezvoltare la Tracon SRL, iar între anii 2015 și 2021, a fost

Analist Senior de Restructurare la Unicredit Bank, concentrându-se pe clienți corporativi mari, multinaționali, interni și internaționali. Cariera ei mai include roluri de Expert la Sediul Central la Unicredit Bank, Coordonator Analist Structurare Credite de Afaceri la Bancpost SA. Analist Financiar și Ofițer Bancar la Raiffeisen Bank precum și Economist, Reprezentant HR și Contabil la Tre-Ro Fashion SRL. Alina s-a alăturat AAFBR pentru a interacționa cu o comunitate profesională care împărtășește interesele ei în analiza economică și financiară. S-a înscris în programul Certified European Financial Analyst (CEFA), demonstrând angajamentul său față de expertiza tehnică și practica etică în domeniul financiar. Contribuit la dezvoltarea unor instrumente și procese esențiale pentru evaluarea performanței financiare și a riscurilor în instituții financiare de top, precum Exim Banca Românească, Raiffeisen Bank și Mazars România. Ionuț a absolvit Facultatea de Finanțe, Asigurări, Bănci și Burse de Valori, din cadrul ASE București și activează în prezent ca Analist Financiar în Eximbank Banca Românească - Direcția Planificare și Analiză Financiară.



Andreea Postelnicescu este un profesionist cu peste 20 de ani de experiență în domeniul financiar-bancar, specializată în analiză financiară, creditare corporativă și managementul riscului. Și-a construit cariera în instituții bancare de prestigiu, precum BCR – Erste

Bank Group, BLOM BANK FRANCE, Bancpost și Banca Românească, unde a gestionat relații cu clienți corporativi de anvergură, inclusiv companii de stat și multinaționale. În prezent ocupa funcția de Senior Financial Analyst – Divizia Întreprinderi

de Stat în BCR – Erste Bank Group, Andreea Postelnicescu este absolventă a Academiei de Studii Economice din București, specializarea Bănci și Burse de Valori, și deține, de asemenea, studii juridice la Facultatea de Drept – Universitatea Spiru Haret.



Violeta Enache este Chief Financial Officer al Crucii Roșii Române și doctorand în anul III la Academia de Studii Economice din București, sub coordonarea profesorului Ionuț Dumitru, cu o cercetare axată pe regimul

de țintire a inflației și managementul cursului de schimb. Are peste șapte ani de experiență în sectorul bancar și este absolventă a programului Executive MBA ASEBUSS, realizat în parteneriat cu Kennesaw State University, SUA.



Cristian Ionel Paunescu și-a început parcursul profesional în domeniul bancar, încă din perioada studiilor la Facultatea de Finanțe, Bănci și Contabilitate. Ulterior, a absolvit un master în Management Financiar

Bancar, iar în prezent urmează studiile doctorale în domeniul sustenabilității.

A acumulat experiență practică în cadrul UniCredit Bank și UniCredit Consumer Financing, unde s-a implicat în activități de analiză financiară, creditare și management al portofoliilor. Ulterior, a făcut tranziția către zona administrației centrale, unde am activat în domeniul financiar și fiscal.

În prezent, își desfășoară activitatea în cadrul Băncii Naționale a României, unde ocupa funcția de administrator financiar în Direcția Patrimoniu și Investiții, contribuind la planificarea și coordonarea proiectelor de investiții și la administrarea eficientă a resurselor instituției.

III. Macroeconomie, finanțe și afaceri

1. Tabloul macroeconomic al României la intrarea în ultimul trimestru al acestui an. Tendințe și perspective

Indicator macroeconomic	2022	2023	2024	Cele mai recente date (perioadă)
Produsul intern brut nominal*, (mil. lei)	1.389.450	1.604.554	1.760.118,4	826.337,7 (S1 2025)
Produsul intern brut (real)*, (an/an)	4,0%	2,4%	0,8%	0,3% (S1 2025)
Producția industrială*, (an/an)	-1,8%	-4,9%	-1,5%	-1,3% (ian. - iul. 2025)
Lucrări de construcții*, (an/an)	12,9%	14,2%	-5,9%	12,2% (ian. - iul. 2025)
Comerț cu amănuntul*, (an/an)	4,4%	1,9%	8,6%	2,1% (ian. - aug. 2025)
Inflație anuală (sfârșit de perioadă)	16,4%	6,6%	5,1%	9,9% (aug. 2025)
Rata șomajului BIM (sfârșit de perioadă)	5,6%	5,6%	5,7%	5,9% (aug. 2025)
Salariu mediu net (lei)	4.398	5.079	5.645	5.517 (iul. 2025)
Creșterea salariului mediu net (an/an)	13,4%	15,5%	11,1%	5,2% (iul. 2025)
Salariu minim net (lei)	1.524	2.079	2.363	2.574 (sep. 2025)
Deficit bugetar cash (% din PIB)	-5,7%	-5,6%	-8,7%	-4,5% (aug. 2025)
Deficit de cont curent (mld. EUR, cumulativ)	-26,0	-21,5	-29,4	-17,2 (ian. - iul. 2025)
Deficit de cont curent (% din PIB)	-9,32	-7,0%	-8,4%	-8,6% (ian.-iul. 2025)
Datorie publică ESA (% din PIB)	47,9%	48,9%	54,8%	57,2% (iun. 2025)
Dobândă de politică monetară (sfârșit de perioadă)	6,75%	7,00%	6,50%	6,50% (sep. 2025)
ROBOR 3 luni (medie lunară)	7,66%	6,25%	5,91%	6,54% (sep 2025)
Credite private (an/an)	12,1%	6,5%	8,9%	8,0% (aug. 2025)
Depozite private (an/an)	7,1%	11,8%	10,2%	7,0% (aug. 2025)
Curs EUR/RON (sfârșit de perioadă)	4,9474	4,9746	4,9741	5,0811 (sep. 2025)

Sursa datelor: Banca Națională a României (BNR), Institutul Național de Statistică (INS), Ministerul Finanțelor (MF) - *date brute

Economia României se află, în ultimul trimestru al acestui an, într-o etapă de ajustare fiscală și reasezare a echilibrului macroeconomic, caracterizată de o creștere economică modestă și revenirea presiunilor inflaționiste. După o primă jumătate de an cu o evoluție temperată a activității economice, ultimele luni aduc provocări suplimentare, generate de nevoia de consolidare fiscală și de reaccelerarea alarmantă a presiunilor asupra prețurilor.

Dinamica produsului intern brut (PIB) în prima jumătate a anului

În prima jumătate a anului 2025, economia României a înregistrat o creștere modestă, dar pozitivă, de 0,3%, comparativ cu perioada similară

a anului anterior, potrivit datelor publicate de INS.

Evoluția reflectă o reziliență a economiei românești, în pofida provocărilor externe și a nevoii de ajustare fiscală. Dinamica PIB pe partea ofertei a fost determinată în proporție semnificativă de impozite nete pe produse (+0,5 puncte procentuale contribuție la creșterea PIB) și de activitatea din construcții (+0,3 puncte procentuale contribuție la creșterea PIB), în timp ce sectoarele cu valoare adăugată ridicată (industrie, servicii) au contribuit negativ.

Analiza pe sectoare evidențiază evoluții divergente între principalele ramuri economice. Construcțiile au fost principalul motor de creștere, confirmând rolul-cheie al investițiilor publice și al proiectelor finanțate prin fonduri europene.

Pe de altă parte, industria a înregistrat o contracție de 1,5% an/an, contribuind negativ cu 0,3 pp la evoluția activității economice. Scăderea a fost generalizată, cu evoluții slabe în ramurile

prelucrătoare și extractivă, în contextul costurilor ridicate și cererii externe scăzute.

Sectorul serviciilor comerciale (comerț, transport, hoteluri și restaurante) a avut o contribuție negativă la creșterea PIB (-0,1 pp), în pofida creșterii moderate a consumului populației.

IT&C a rămas printre puținele segmente dinamice, cu o contribuție pozitivă de +0,1 pp, confirmând reziliența sectorului în fața volatilității macro.

Activitățile profesionale și administrative au tras, de asemenea, în jos creșterea economică (-0,2 pp), reflectând un climat investițional prudent în mediul privat.

Agricultura și administrația publică (inclusiv educație și sănătate) au avut contribuții neutre.

Pe partea cererii, creșterea economică a fost determinată în principal de consumul intern și de investiții, în timp ce exportul net de bunuri și servicii a avut o contribuție negativă semnificativă.

Consumul final efectiv total a avut o contribuție de +0,4 pp la creșterea PIB, susținut de consumul gospodăriilor (+0,9 pp), determinat de creșterea veniturilor reale (+1,3% an/an în iunie 2025) și de majorarea salariului minim la 2.574 lei net. În schimb, consumul administrațiilor publice a avut o contribuție negativă (-0,2 pp), ca urmare a reducerii temporare a cheltuielilor curente și a disciplinei bugetare impuse prin măsurile de ajustare fiscală.

Formarea brută de capital fix (FBCF) a adus o contribuție de +0,5 pp, fiind susținută de proiectele finanțate prin fonduri europene și de lucrările de infrastructură. Variația stocurilor a fost, la rândul ei, pozitivă (+0,8 pp), indicând o ajustare parțială a lanțurilor de aprovizionare și o tendință de refacere a stocurilor industriale.

Exporturile nete au avut o contribuție negativă la creșterea PIB (-1,4 pp), reflectând decalajul dintre importuri și exporturi: importurile de bunuri și servicii au contribuit cu 2,5 pp la creșterea PIB, pe când exporturile cu doar 1,1 pp. Deficitul comercial și cel de cont curent s-au menținut la niveluri ridicate — 19,3 miliarde de euro în perioada ianuarie-iulie 2025 și, respectiv, 17,2 miliarde de euro în perioada ianuarie-iulie 2025, semnalând persistența dezechilibrelor externe, cu implicații asupra competitivității și sustenabilității creșterii economice.

Pe ansamblu, cererea internă a rămas motorul principal al creșterii economice, dar pe fondul unor dezechilibre externe persistente și al unei structuri

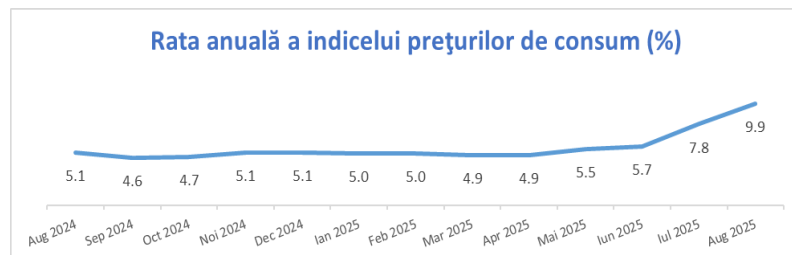
economice bazate predominant pe consum.

Astfel, activitatea economică se menține în teritoriu pozitiv, dar sub potențial, într-un context dominat de incertitudini externe, modificări fiscale interne și costuri de finanțare ridicate.

Inflația: între ajustare fiscală și persistența presiunilor de cost

După o stagnare în jurul valorii de 5% în prima jumătate a anului, rata anuală a inflației a revenit pe o traiectorie ascendentă, în luna august 2025, urcând la 9,85%, de la 7,84% în iulie și 5,66% în iunie, marcând un nou vârf și o reaccelerare alarmantă a presiunilor asupra prețurilor. Evoluția ascendentă a fost determinată de următorii factori:

- creșterea cotei standard de TVA de la 19% la 21%;
- majorarea cotei reduse de TVA de la 9% la 11% pentru o gamă mai restrânsă de bunuri și servicii;
- creșterea nivelului accizelor;
- încetarea schemei de plafonare a prețurilor la energia electrică.



Sursa: INS

Evoluția lunară a indicelui prețurilor de consum (IPC) (+2,10%) este una alarmantă și reflectă un șoc fiscal de tip cost-push, cu impact asupra tuturor categoriilor funcționale de consum.

Dinamica lunară a indicelui CORE 2 ajustat (+0,51% -> +2,31%) transmite un semnal puternic de reaccelerare a inflației de bază. Astfel, luna august a marcat accentuarea inflației de bază, semnalând o creștere generalizată a prețurilor în întreg coșul „curățat” de factori exogeni sau temporari.

Mărfurile alimentare – contribuție moderată, cu efecte compensatorii între scumpirile de bază și sezonitatea favorabilă

Prețurile alimentelor au avut un avans lunar de +1,63%, în special din cauza creșterii prețurilor la

cacao și cafea (+4,65% lună/lună), băuturi alcoolice (+3,33% lună/lună) și la zahăr, produse zaharoase și miere de albine (+3,21% lună/lună). În schimb, un efect compensator se constată la legume (-3,43% lună/lună) și fructe (-2,01% lună/lună), cu scăderi sezoniere care au atenuat inflația alimentară totală.

În termeni anuali, inflația mărfurilor alimentare rămâne ridicată (+8,92%), fiind susținută de creșterea prețurilor la fructe și conserve din fructe (+27,05% an/an), cacao și cafea (+19,03% an/an) și la zahăr, produse zaharoase și miere de albine (+12,48% an/an).

Mărfurile nealimentare – principalul canal de transmisie al șocului fiscal și al scumpirilor generate de eliminarea plafonării prețurilor la energie

Prețurile mărfurilor nealimentare au crescut cu 2,10% lunar și 10,48% anual, această categorie fiind principalul motor al inflației din luna august. Dinamica a fost determinată de o convergență între două tipuri de șocuri: șocul energetic, indus de încetarea schemei de plafonare a prețurilor la energie electrică, cu un impact de +2,56% lunar și +65,73% față de anul anterior și șocul fiscal, generat de majorarea cotelor de TVA și accizelor.

Cele mai semnificative creșteri în temeni lunari au fost la combustibili (+3,33%), tutun și țigări (+2,85%) și produse cultural-sportive (+2,40%).

În termeni anuali, cele mai mari contribuții la creșterea prețurilor mărfurilor nealimentare au fost la energie electrică, gaze și încălzire centrală (+36,28%), alte mărfuri nealimentare (+9,47%) și tutun și țigări (+8,67%).

Serviciile – segmentul cu cele mai persistente presiuni inflaționiste

Sectorul serviciilor a continuat să fie unul generator de inflație, înregistrând o inflație lunară de 2,87%, dar și anuală de 9,85%, punând presiuni de natură structurală asupra prețurilor. Cele mai mari creșteri ale prețurilor în termeni lunari se constată la serviciile de confecționat și reparat îmbrăcăminte și încălțăminte (+5,85%), igienă și cosmetică (+5,62%) și alte servicii cu caracter industrial (+5,26%).

În termeni anuali, prețurile au crescut semnificativ la igienă și cosmetică (+19,27% an/an), alte servicii cu caracter industrial (+16,95% an/an) și confecționat și reparat îmbrăcăminte și încălțăminte (+14,91%).

Perspective

Presiunile inflaționiste din luna august au dus la reancorarea așteptărilor inflaționiste. Deși o parte din creșterea prețurilor din luna august poate fi



atribuită unor factori tranzitorii, accelerarea inflației de bază indică o transmisie largă și persistentă în economie.

Astfel, presiunile asupra prețurilor vor rămâne ridicate și în T4 2025, iar traiectoria de dezinflație este expusă riscurilor în creștere. În acest context, relaxarea politicii monetare este improbabilă, BNR fiind nevoită să mențină dobânda-cheie la nivel restrictiv în așteptarea temperaturii efectelor măsurilor fiscale.

Politica fiscală – consolidare lentă și presiuni asupra datoriei publice

Pe plan fiscal, deficitul bugetar s-a situat la aproximativ 4,54% din PIB în primele 8 luni ale acestui an, iar datoria administrației publice (ESA) a urcat la 57,2% din PIB pentru prima jumătate de an, de la 54,8% în 2024, creștere care reflectă combinația dintre majorarea costurilor de finanțare și execuția bugetară dezechilibrată.

Dacă ne uităm la veniturile colectate la bugetul statului, dinamica pozitivă este modestă în termeni reali, în condițiile în care inflația ridicată a diminuat efectul creșterilor nominale ale încasărilor bugetare. În pofida măsurilor de natură fiscală, ANAF nu reușește să genereze un avans semnificativ al colectării, iar ponderea veniturilor în PIB nu s-a îmbunătățit semnificativ.

În acest context, rectificarea bugetară a vizat acoperirea cheltuielilor curente, însă cu tăieri importante în zona investițiilor publice, afectând proiectele cu execuție redusă. Această abordare menține presiunea asupra perspectivei de creștere, într-un an în care perspectivele economice nu sunt cele mai optimiste.

Deși Guvernul și-a asumat ca țintă de deficit pentru sfârșitul anului 8,4% din PIB, evoluțiile




recente indică o presiune sporită asupra bugetului, în condițiile în care ritmul de ajustare fiscală este unul lent, iar veniturile colectate se mențin la un nivel modest.

Implementarea măsurilor de consolidare fiscală reprezintă un pas necesar pentru restabilirea sustenabilității bugetare. Totuși, acestea vor tempera cererea internă pe termen scurt și vor menține inflația peste ținta BNR în ultima parte a acestui an.

Percepția agențiilor de rating: rating menținut, cu perspectivă negativă

Principalele agenții internaționale de rating au reconfirmat în T3 2025 ratingul suveran al României, menținându-l în categoria *investment grade* („BBB-”/„Baa3”), însă fără modificarea perspectivei negative, atribuită la sfârșitul anului trecut. Evaluările reflectă preocupările privind necesitatea continuării consolidării fiscale, iar măsurile recente de ajustare bugetară au fost primite pozitiv, fiind considerate un pas în direcția corectă pentru restabilirea sustenabilității fiscale.

Ratingul de țară al României – actualizări T3 2025 Perspective pentru finalul de an și începutul lui 2026

Agenție de rating	Calificativ	Perspectivă	Data evaluării
	BBB-	Negativă	23 iul. 2025
	BBB-	Negativă	15 aug. 2025
	Baa3	Negativă	13 sep. 2025

Privind spre ultima parte a anului 2025 și începutul lui 2026, România se află în plin proces de ajustare fiscală, într-un context caracterizat de deficite gemene ridicate, care continuă să pună presiune asupra stabilității macroeconomice și costurilor de finanțare. În acest cadru, se anticipează o creștere economică modestă, sub 1%, ca efect al consolidării fiscale și al ajustării cererii interne.

În plan extern, ajustarea cererii interne ar putea avea ca efect pozitiv temperarea deficitului de cont curent, prin reducerea importurilor și limitarea ritmului de deteriorare a deficitului comercial. Totuși, impactul va fi moderat, având în vedere rigiditățile structurale și dependența de importuri.

În paralel, se anticipează că banca centrală va menține o politică monetară restrictivă, menită să ancoreze anticipațiile inflaționiste și să stabilizeze

așteptările pieței, într-un context global încă volatil. Pe termen mediu, evoluția economiei românești va depinde de echilibrul dintre disciplina fiscală, implementarea reformelor structurale și eficientizarea utilizării fondurilor publice. Absorbția fondurilor aferente Planului Național de Redresare și Reziliență (PNRR) și progresele în procesul de aderare la Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE) rămân factori determinanți pentru susținerea investițiilor și continuarea reformelor structurale, într-un context în care eficientizarea utilizării fondurilor publice este esențială.

AUTOR: Mădălina

DRAGOMIR este

economist format multidisciplinar, cu o experiență relevantă în cercetare economică, analiză financiară și relații publice în medii instituționale. A activat în

cadru Foreign Investors Council, contribuind la redactarea de studii economice și la relaționarea cu autorități centrale și internaționale. În prezent, în calitate de Senior Macroeconomist la Garanti BBVA Bank, este implicată în elaborarea rapoartelor macroeconomice și a modelelor de prognoză, cu acoperire asupra tendințelor financiare și economice din România. Madalina deține studii atât economice cât și politice fiind absolventă a ambelor facultăți. Mădălina este în prezent doctorandă a Academiei de Studii Economice din București, unde își aprofundează cercetarea în macroeconomie, cu precădere în domeniul investițiilor străine și al impactului acestora asupra creșterii economice în economiile emergente.



2. Piața IFN-urilor din România: evoluție, reglementare și perspective

Introducere

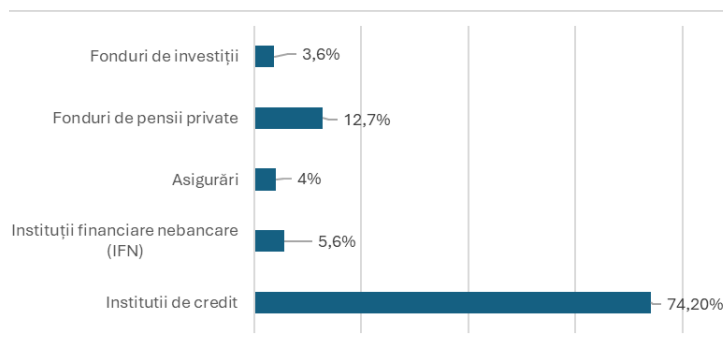
Instituțiile financiare nebancale (IFN-urile) au devenit, în ultimii ani, un actor cu greutate tot mai mare în cadrul sistemului financiar românesc. Dacă în trecut rolul lor era considerat marginal raportat la cel al băncilor comerciale, astăzi acestea completează în mod semnificativ oferta de finanțare care poate fi accesată atât de companiile mici și mijlocii, cât și de populație. Extinderea numărului de jucători din acest segment al pieței de creditare, creșterea volumului de credite acordate, profitabilitatea ridicată și reglementările mai stricte definesc o piață care a suferit transformări majore în ultimii ani și care continuă să parcurgă o reșezare structurală.

Dinamica pieței: creșterea numărului de IFN-uri

Numărul IFN-urilor înregistrate la Banca Națională a României (BNR) a ajuns la sfârșitul anului 2024 la 179 (152 fiind active), în comparație cu numărul băncilor, de doar 32. Această diferență pune în evidență o evoluție în sensul diversificării și specializării în sectorul financiar nebancaar.

Totuși, ponderea IFN-urilor în arhitectura sistemului financiar din România rămâne modestă. Acestea au reprezentat la sfârșitul anului 2024 doar 5,6 % din activele instituțiilor financiare autohtone, (preponderent finanțări de tip leasing), comparativ cu o pondere de 74,2% în cazul băncilor comerciale.

Distribuția activelor în sistemului financiar din România, decembrie 2024:



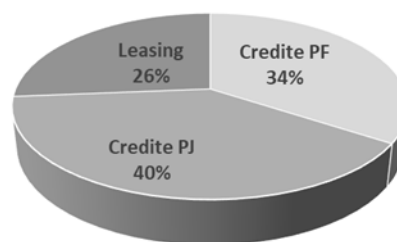
Sursa: BNR_ Raport asupra stabilității financiare iunie 2025

Structura pieței și dimensiunea portofoliilor

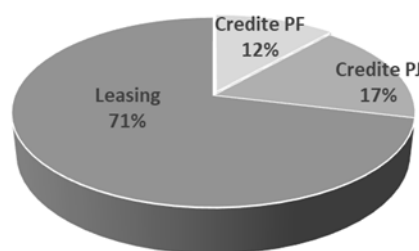
La sfârșitul anului 2024, activele totale ale IFN-urilor au atins 71,3 miliarde lei, cu 12% mai mult față de decembrie 2023. Portofoliul de credite a ajuns la 57,2 miliarde lei, din care 52,5 miliarde lei raportate la Centrala Riscului de Credit (doar IFN-urile înscrise în Registrul Special al BNR având obligativitatea acestei raportări).

Prin prisma structurii finanțărilor acordate de IFN-uri, 88% din volumul creditelor au fost direcționate către companii nefinanciare, în special prin finanțări de tip leasing (pondere de 71%), în timp ce finanțările către populație, rămân limitate ca pondere în total, respectiv doar de 12%. Structura sectorului IFN în funcție de specializare este prezentată în graficele de mai jos:

Structura sectorului IFN pe segmente în funcție de numărul de operatori



Structura sectorului IFN pe segmente în funcție de volumul finanțărilor acordate



Nota: Credite PF (persoane fizice) - credite de consum și ipotecare; Credite PJ (persoane juridice) - credite companii, inclusiv factoring; Leasing financiar - finanțări companii

Pe parcursul anului 2024, de remarcat este faptul că un număr aproximativ egal de debitori, persoane juridice au fost înregistrați în Centrala Riscurilor de Credit (CRC) atât prin instituțiile de credit, cât și prin instituțiile financiare nebankare, astfel : 131 mii debitori PJ au fost raportați prin bănci, în timp ce 134 mii prin IFN-uri.

Aceste statistici pun mai sugestiv în evidență rolul semnificativ al IFN-urilor în sprijinirea mediului de afaceri și în completarea finanțărilor pe care băncile le acordă mai dificil.

Distribuția jucătorilor și rezultatele financiare

Prin prisma rezultatului exercițiului financiar 2024, din cele 152 de IFN-uri active în România un număr de 107 IFN-uri (adică 70% din totalul operatorilor) au înregistrat profit. Acestea aveau un portofoliu total de credite de 53,6 miliarde lei, reprezentând 93,7% din totalul finanțărilor acordate de aceste instituții.

Un număr de 42 de IFN-uri (adică 30 % din totalul operatorilor) au raportat însă pierderi, acestea având un portofoliu de credite de numai 3,6 miliarde lei, reprezentând doar 6,3% din totalul finanțărilor acordate de IFN-uri.

Pe piața IFN-urilor se remarcă un trend ascendent al profitabilității, în anul 2024, profitul net cumulat fiind de 1,7 miliarde lei, cu 8% mai mult față de anul anterior.

Prin prisma principalilor indicatori de profitabilitate la nivelul anului 2024 se remarcă o rentabilitate medie a activelor (ROA) de 2,9% și o rentabilitate medie a capitalurilor proprii (ROE) de 15 %. Acest fapt confirmă atractivitatea sectorului din perspectiva investitorilor (acționarilor) acestor instituții. Cu titlu de comparație, sistemul bancar are asociate valori ale ROA de 1,7% și ROE de 18,4%, și un profit net agregat de 14,2 miliarde lei. Segmentul de leasing al sectorului IFN gestiona la sfârșitul anului 2024 active de 40,7 miliarde lei și a generat un profit de 677 milioane lei. Principalii indicatori de profitabilitate indică un nivel al ROA de 1,7 % și un nivel al ROE de 16,7 % Astfel, se poate considera că leasingul oferă stabilitate și volum, având capitaluri investite substanțial mai mari față de celelalte segmente ale sectorului IFN, în condițiile în care ratele de profitabilitate sunt mai reduse față de celelalte două segmente ale pieței IFN. Una dintre caracteristicile finanțărilor de tip leasing financiar constă în acordarea acestora preponderent în valută, ceea ce poate reprezenta o vulnerabilitate, în special în perioade de incertitudine ridicată.

În cazul segmentului de credite de consum și ipotecare ale sectorului IFN, activele s-au ridicat la sfârșitul anului 2024 la 6,6 miliarde lei, în timp ce

profitul obținut anul trecut de acestea a fost de 380 milioane lei. Acest segment s-a dovedit cel mai rentabil, cu un nivel al ROA de 5,7% și un ROE de 23.6%. Pe de altă parte, acest segment al sectorului IFN poate fi considerat drept cel mai vulnerabil prin prisma stabilității profilului de profitabilitate, fapt confirmat de intervențiile legislative recente privind limitarea costurilor suportate de persoanele fizice clienți ai IFN-urilor. De menționat că, rata creditelor neperformante acordate populației se situa la sfârșitul anului 2024 la 7.45%, menținându-se relativ constantă în ultimii 5 ani, dar peste media sectorului cu aproximativ 5%.

În cazul segmentului de credite acordate persoanelor juridice (inclusiv factoringul), activele au reprezentat 9,87 miliarde lei la sfârșitul anului 2024, profitul generat de aceste IFN-uri fiind de 576 milioane lei. Indicatorii relevanți de profitabilitate, respectiv ROA de 5,8% și ROE de 19,7%, arată că segmentul în cauză are o profitabilitate comparabilă cu sectorul IFN-urilor dedicat creditelor de consum. Această categorie de clienți are asociată un risc de creditare mai mic, așa cum indică rata creditelor neperformante de doar 2,59% de la sfârșitul anului 2024.

În concluzie, deși leasingul domină sectorul IFN-urilor prin prisma ponderii volumului finanțărilor, finanțările acordate companiilor și populației reprezintă cele mai profitabile segmente ale acestei piețe.

Reglementări specifice și protecția consumatorilor

Banca Națională a României autorizează înființarea IFN-urilor și mai apoi monitorizează strict activitatea acestora, impunând anumite cerințe: de capital, de lichiditate, de solvabilitate, precum și de structură a finanțărilor acordate (expuneri maxime / debitori) în acord cu Legea nr. 93/2009 privind instituțiile financiare nebankare, precum și cu Regulamentul BNR nr. 20/2009 cu modificările ulterioare.

La autorizarea IFN-urilor, un capitol aparte în cerințele legislative este reprezentat de calitatea managementului IFN-urilor, Banca Națională solicitând acestora experiență relevantă în domeniu, dar și o structură de management care să respecte cerințele de governanța corporativă.

În ceea ce privește legislația pentru protecția consumatorilor, în 2024 a intrat în vigoare Legea nr. 243/2024 care limitează costurile creditării pentru populație impunând finanțatorilor cerințe stricte cu privire la costul total al creditării. Astfel, în cazul creditelor ipotecare pentru investiții

imobiliare: DAE (dobânda anuală efectivă) nu poate depăși cu mai mult de 8 puncte procentuale dobânda la facilitatea de creditare practică de BNR.

În cazul creditelor de consum: DAE (dobânda anuală efectivă) nu poate depăși cu mai mult de 27 puncte procentuale dobânda la facilitatea de creditare practică de BNR.

Iar pentru creditele de consum cu valori de până în 25.000 lei, suplimentar au mai fost stabilite următoarele praguri, prin care valoarea totală plătită nu poate depăși dublul valorii totale a creditului.

- pentru creditele în valoare maximă de 5.000 lei, costul total al creditării nu poate depăși 1% pe zi
- pentru creditele în valoare cuprinsă între 5.001-10.000 lei, costul total al creditării nu poate depăși 0,8 % pe zi
- pentru creditele în valoare cuprinsă între 10.001-25.000 lei, costul total al creditării nu poate depăși 0,6 % pe zi.

Aceste măsuri sporesc protecția consumatorilor și pot reduce presiunea asupra segmentului de credite de consum, cel mai profitabil, dar și cel mai expus criticilor privind nivelurile exagerate de costuri suportate de persoanele fizice, o parte dintre acestea cu o situație financiară vulnerabilă și cu un nivel precar al educației financiare.

Registrul General vs Registrul Special

Toate IFN-urile sunt înscrise în Registrul General detinut de către BNR, dar cele mai mari și mai importante, cu impact sistemic, sunt incluse și în Registrul Special.

Diferențele principale între cele două registre sunt următoarele:

- Registrul General: include toate IFN-urile care îndeplinesc condițiile minime de funcționare. Supravegherea este mai redusă, iar obligațiile de raportare sunt mai simple.
- Registrul Special: criteriile de includere sunt stabilite prin Regulamentul BNR nr. 20/2009, prin care un IFN este înscris aici dacă îndeplinește una sau mai multe dintre condițiile:
 - capitaluri proprii și surse împrumutate \geq 50 milioane lei;
 - credite/finanțări și angajamente asumate \geq 25 milioane lei;
 - credite de consum acordate în ultimele 3 trimestre $>$ 75 milioane lei;
 - media DAE la creditele de consum depășește limitele prevăzute de Regulamentul 20/2009
 Înscrisura se realizează dacă aceste condiții sunt

îndeplinite conform raportărilor trimestriale sau lunare, timp de 3 trimestre la rând, în baza evaluărilor Direcției Supraveghere a BNR. Din totalul IFN-urilor, 82 de instituții (adică 45 % din numărul total al acestora) îndeplinesc aceste cerințe și sunt incluse în Registrul Special BNR, acestea gestionând 98 % din finanțările acordate de IFN-uri (56,4 miliarde lei) și generând un profit de 1,608 miliarde lei, fapt ce indică un nivel ridicat de concentrare al pieței.

Cerințe de capital în funcție de tipologia IFN-urilor

O altă categorie de prevederi legislative importante se referă la cerințele de capital, care variază în funcție de activitatea desfășurată:

- Credite de consum și microcredite: capital minim ~200.000 EUR.
- Leasing financiar: capital minim ~200.000 EUR.
- Factoring: capital minim ~200.000 EUR.
- Credite ipotecare și imobiliare: capital minim ~3 milioane EUR.
- Emitere scrisori de garanții: capital minim 3 milioane EUR, dar și cerințe suplimentare de monitorizare și de acomodare a capitalului social dacă IFN-ul are mai multe obiecte de activitate prevăzute în actul constitutiv

Registrul Special nu modifică pragurile legale, dar IFN-urile incluse în această selecție au în practică capitaluri mult mai mari, pentru a putea susține volume mari de credite și pentru a respecta cerințele stricte de solvabilitate și lichiditate impuse de BNR.

Perspective și provocări

Deși IFN-urile au înregistrat o dezvoltare rapidă, rămân câteva provocări majore:

- Percepția publică – clienții asociază adesea IFN-urile cu costuri ridicate, motiv pentru care solicita o flexibilitate mai mare atât la acordarea finanțărilor, cât și la modalitatea de restituire, fapt ce impune IFN-urilor investiții mai mari în transparență și educație financiară.
- Finanțarea IFN-urilor – băncile comerciale sunt reticente în a sprijini acest sector, ceea ce limitează extinderea acestui segment.
- Presiunea reglementărilor – legislația privind costurile și cerințele suplimentare de capital poate afecta IFN-urile cu active mai reduse
- Digitalizarea – succesul viitor va depinde de capacitatea IFN-urilor de a oferi în mod operativ produse competitive, online, cu procese simplificate.

Concluzii

Piața IFN-urilor din România este încă într-o fază de consolidare și maturizare. Cu active de peste 71 miliarde lei la sfârșitul anului 2024, profit net de 1,7 miliarde lei și indicatori de rentabilitate competitivi (ROE 15%, ROA 2,9%), sectorul confirmă că are o bază robustă pentru a se dezvolta în mod sustenabil în anii următori.

Principalele evoluții care s-au consemnat în anii trecuți și care s-ar putea manifesta în continuare sunt următoarele:

- Leasingul va rămâne motorul creșterii volumului, dar profitabilitatea se va situa în continuare pe paliere mai reduse față de celelate segmente ale sectorului IFN.
- Creditele de consum și creditele pentru companii sunt cele mai profitabile segmente, cu ROE mediu de 23,6%.

Reglementările recente consolidează substanțial nivelul de protecție a consumatorilor de servicii financiare, și inevitabil pun presiune pe marjele IFN-urilor.

În anii următori, dezvoltarea sectorului IFN-urilor va depinde de compromisul rezonabil ce se cere administrat între indicatorii de profitabilitate vizați de acționarii IFN-urilor, diversificarea surselor de finanțare (având în vedere reticența băncilor comerciale de a finanța acest sector), presiunile de reglementare tot mai stricte, dar și de capacitatea IFN-urilor de a oferi produse financiare adaptate la nevoile tot mai diversificate ale clienților la costuri cât mai rezonabile.

Surse informații:

KeysFin - Informații financiare ale unui nr de 152 IFN-uri active, cifre preluate din situațiile financiare depuse la Ministerul de Finanțe în anii 2023 și 2024

BNR: Raportul de Stabilitate financiară decembrie 2024 și iunie 2025



Autor: Oana STOENESCU, CEO al Libra Development IFN și Vicepreședinte al Asociației Analizatorilor Financiar Bancari din România (AAFBR), este un profesionist cu peste 25 de ani de experiență în domeniul financiar.

A ocupat poziții cheie de conducere în instituții precum Garanti Leasing (Motoractive IFN) – Director Vânzări, Libra Internet Bank – Director Corporate și Director Proiect pentru înființarea IFN-ului, precum și în alte institutii bancare, precum Banca Tiriac sau Demir Bank.

De-a lungul carierei, a contribuit la dezvoltarea strategiilor financiare și la consolidarea culturii etice în organizațiile din care a făcut parte. Implicarea sa în educația financiară se reflectă prin activitatea de trainer specializat în management financiar, dar și prin participarea sa la programele de formare continuă, precum programul MBA Romano-Canadian (derulat de ASE în colaborare cu Universitatea Ottawa), cel mai recent absolvit fiind programul de Board Practice and Directorship (derulat de Henley Business School UK în colaborare cu Envisia).

Prin viziunea sa strategică, Oana promovează excelența profesională, inovația și transparența în sectorul financiar românesc, sprijinind totodată formarea unei noi generații de lideri responsabili.

3. Oportunități și provocări în finanțarea sectorului de energie din România

Piața energiei din România a cunoscut evoluții semnificative și modificări structurale în ultimii ani, impulsionate de contextul economic și geopolitic, ce au determinat migrarea către surse regenerabile și, implicit, apariția a numeroase proiecte de energie regenerabilă, dezvoltate atât de marii jucători de pe piață, cât și de societăți noi, cu proiecte de mici dimensiuni.

Mai jos se poate vedea evoluția capacității instalate și a mixului energetic între 2015–2025:

Capacitate instalata	Perioade												Δ	Δ	
	2015		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Jun-25			
Categorii de productie energie	MW	%	MW	MW	MW	MW	MW	MW	MW	MW	MW	MW	%	'25 vs. '15 (MW)	'25 vs. '15 (%)
Total, din care:	24,555	100%	24,714	24,738	24,606	20,696	20,582	18,569	18,652	18,210	18,610	19,246	100%	(5,309)	-22%
Termo	12,011	49%	12,032	12,029	11,888	8,026	7,993	5,966	6,052	5,447	5,476	5,489	29%	(6,522)	-54%
Hidro	6,731	27%	6,744	6,761	6,759	6,704	6,643	6,645	6,642	6,643	6,633	6,686	35%	(45)	-1%
Eolian	3,023	12%	3,023	3,029	3,032	3,023	3,014	3,013	3,013	3,027	3,094	3,091	16%	68	2%
Fotovoltaic	1,318	5%	1,371	1,374	1,382	1,393	1,382	1,395	1,391	1,544	1,852	2,427	13%	1,109	84%
Nuclear	1,413	6%	1,413	1,413	1,413	1,413	1,413	1,413	1,413	1,413	1,413	1,413	7%	-	0%
Subtotal (eolian+solar+biomasa)	4,400	18%	4,525	4,535	4,546	4,553	4,532	4,545	4,545	4,708	5,088	5,657	29%	1,257	29%
Total Regenerabile (hidro+eolian+solar+ biomasa)	11,131	45%	11,269	11,296	11,305	11,257	11,175	11,190	11,187	11,351	11,721	12,343	64%	1,212	11%

În ultimii 6 ani, structura de producție a energiei electrice a fost puternic influențată de retragerile din exploatare ale unor centrale electrice sau grupuri generatoare care funcționau pe cărbune sau pe hidrocarburi (termo, în tabelul de mai sus). În perioada 22.09.2017 – 01.06.2023, la nivelul României au fost retrase din exploatare capacități care totalizează o putere instalată de 6.522 MW. Astfel, în 2023, capacitatea instalată în sistemul electroenergetic a atins un minim istoric de **18.210 MW**.

Capacitatea pe hidrocarburi eliminată (**6.522 MW**) a fost parțial înlocuită cu surse regenerabile, care s-au apreciat cu doar 1.257 MW în ultimii 10 ani, ceea ce a dus la o scădere generală a capacității instalate totale cu 22% în 2025 față de 2015.

Dintre sursele regenerabile, cea mai semnificativă evoluție au înregistrat-o capacitățile fotovoltaice, care au crescut cu 84% între 2015 și 2025 (**+1.109 MW**) eolienele având o evoluție modestă (2%), iar hidro o scădere de 1%.

Evoluția **producției vs. consum**, import și export în ultimii 10 ani se prezintă astfel:



An	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	S 1 2024	S 1 2025
Producție netă (Gwh)	61,700	60,700	59,800	60,700	56,000	53,000	56,200	52,700	54,400	50,600	26,200	23,600
Consum intern net	55,000	55,600	56,900	58,200	57,500	55,800	58,400	53,900	51,300	53,500	26,300	26,100
Sold (Prod-Consum)	6,700	5,100	2,900	2,500	(1,500)	(2,800)	(2,200)	(1,200)	3,100	(2,900)	(100)	(2,500)
Import	1,400	2,300	3,200	2,800	5,500	6,800	6,000	7,000	5,100	9,600	3,700	5,700
Export	8,200	7,300	6,100	5,400	4,000	4,000	3,800	5,800	8,200	6,700	3,700	3,300

Sursa: Rapoarte anuale Transelectrica per 2015-2025

Scăderea capacității instalate a determinat ca, începând cu 2019, România să fie importator net de energie, consumul intern depășind producția internă (excepție făcând anul 2023), cea mai mare cantitate importată înregistrându-se în 2024 (9.600 MW), când producția internă a scăzut cu 7%, în mare parte determinată de diminuarea producției Hidroelectrica (cauzată de secetă) .

Evoluția producției pe tipuri de resurse în perioada 2022 – iunie 2025 poate fi găsită mai jos:

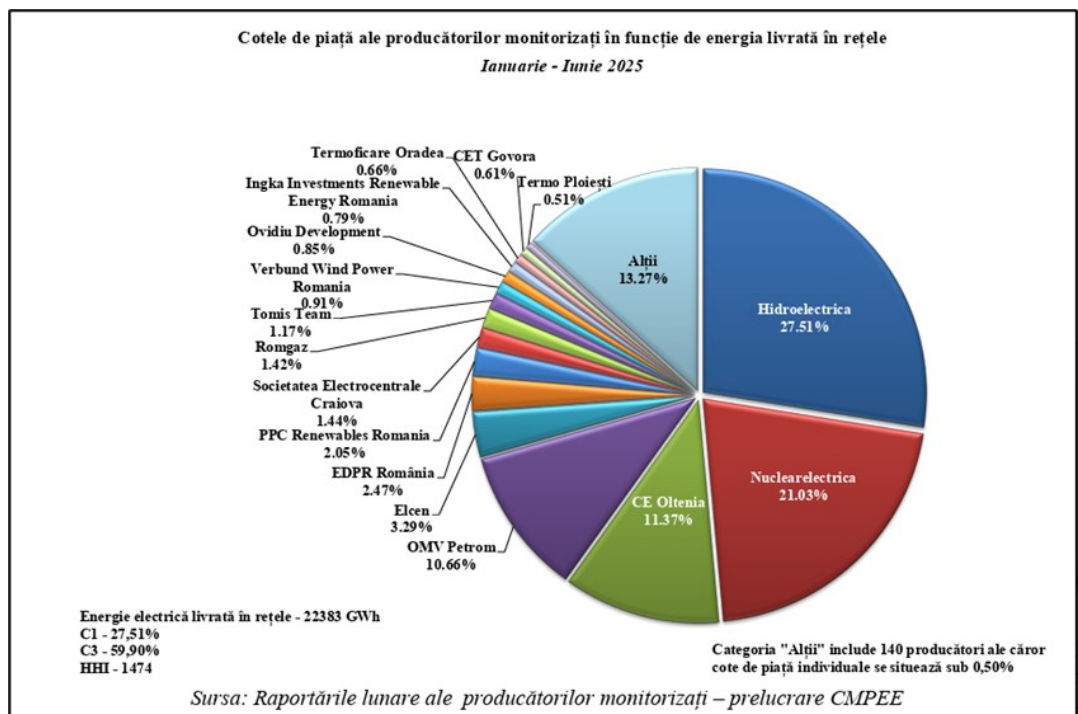
Mix producție (GWh)	2022	2023	%	2024	%	Δ	S1 2024	S1 2025	%	Δ
Termo	19,300	16,500	30%	16,300	32%	-1%	7,598	7,552	32%	-1%
Nuclear	10,200	10,300	19%	10,000	20%	-3%	4,716	4,720	20%	0%
Hidro	14,000	18,200	33%	14,200	28%	-22%	8,646	6,372	27%	-26%
Regenerabile (eolian+soalr+biomasa)	9,200	9,500	17%	8,900	18%	-6%	4,716	4,484	19%	-5%
Baterii stocare	-	2	0%	28	0%			69	0%	
Prosumatori	-	-	0%	1,200	2%			434	2%	
TOTAL	52,700	54,502	100%	50,628	100%	-7%	26,200	23,631	100%	-10%

Sursa: Rapoarte anuale Transelectrica per 2015-2025

Se poate observa o scădere a producției pe toate categoriile de resurse, atât la 2024 vs. 2023, cât și la iunie 2025 vs. iunie 2024, scădere înregistrată în special pe hidro (-22%/2024, -26%/06.2025 vs. 06.2024), cauzată de secetă.

Începând cu al treilea trimestru din anul 2023, în mixul de producție s-a introdus producția din baterii.

Cei mai importanți jucători pe piață sunt: Hidroelectrica, Nuclearelectrica, CE Oltenia, OMV Petrom, ELCEN. Cotele de piață pot fi văzute în graficul alăturat:



Sursa: Raport ANRE privind Rezultatele Monitorizării Pieței de Energie Electrică în luna Iunie 2025, cuprinde doar capacitățile >5MW

Piața este concentrată pe 4 jucători importanți, ce dețin împreună 70,56% din cota de piață, restul pieței (~30%) fiind împărțită între mai multe companii (>152), majoritatea producători de energie regenerabilă. Ca direcții de dezvoltare pentru perioada următoare, **Strategia Energetică a României 2025–2035** urmărește tranziția către un sistem energetic sigur, competitiv și cu emisii reduse, în linie cu obiectivele Pactului Verde European. Ținta finală este neutralitatea climatică până în 2050, prin modernizarea infrastructurii, digitalizare și creșterea ponderii surselor regenerabile.

Ținte majore până în 2035 / 2050:

- Ponderea energiei regenerabile (SRE): 44% din consumul final brut în 2035 (29% în prezent, la 06.2025), 73% în 2050
- Capacitate instalată totală: 40 GW în 2035, din care ~80% din surse regenerabile (19,2 GW în prezent, 64% surse regenerabile)
- Noi capacități verzi: +19,5 GW în eolian și solar până în 2035 (de ~5 ori mai mult decât în 2025)
- Eliminarea treptată a cărbunelui (4.920 MW) până la 31.12.2032
- Tranziție la gaze verzi / hidrogen: strategia prevede, până în 2030, instalarea a 2.100 MW de electroizoare și producția a 153.000 de tone de hidrogen verde — suficient pentru a înlocui combustibilul consumat de 1,1 milioane de mașini pe benzină
- Pondere SRE în încălzire și răcire: 48% în 2035
- Energie nucleară: menținere și extindere (noi unități după 2029 până în 2035)
- Stocarea energiei în baterii: obiectivul este de a avea o capacitate totală instalată de stocare a energiei electrice de cel puțin 2.000 MW până în 2030.

Direcții prioritare de investiții:

- Hidro, solar, eolian, biomasă, geotermal, cogenerare eficientă
- Stocare (baterii, hidroacumulare) și modernizarea rețelelor de transport și distribuție
- Digitalizarea proceselor energetice și dezvoltarea capacităților de stocare a datelor
- Proiecte de hidrogen verde, biometan și metan sintetic
- Modernizarea centralelor existente pentru utilizarea gazelor verzi

Sursele de finanțare includ fonduri europene (Fondul pentru Modernizare, REPowerEU, PNRR), bugetul de stat și investiții private.

Planul Național de Redresare și Reziliență (PNRR) al României, aprobat de Consiliul UE la 28 octombrie 2021, modificat prin Decizia de implementare a Consiliului din data de 11 decembrie 2023, include finanțări totale de **28,5 miliarde EUR** (14,9 miliarde euro sub formă de împrumuturi, 13,6 miliarde euro sub formă de granturi) și se concentrează pe tranziția verde și digitalizare, dedicând o componentă substanțială pentru independența față de combustibilii fosili și promovarea energiei verzi. Direcțiile asumate prin strategia energetică pot prezenta oportunități pentru finanțatori, după cum urmează:

Domeniu / temă	Oportunitate de finanțare	Detalii pentru investitori
Energie regenerabilă (solar, eolian, hidro modernizat)	Finanțări verzi, linii dedicate BEI/BERD, proiecte cu garantare UE	Rată de rentabilitate stabilă, cerere crescută de energie verde, România are potențial tehnic de peste 30 GW regenerabili și un target de a extinde capacitățile cu surse regenerabile cu 19.5 GW noi până în 2035
Proiecte nucleare (Cernavodă, SMR-uri)	Investiții sigure, susținute de guvern, cu garanții de stat	Finanțări mixte public-private; proiecte pe termen lung
Stocare și flexibilitate (baterii, hidroacumulare)	Finanțarea producției/achiziției de baterii de stocare	Investițiile în stocare sunt acum eligibile în fondurile UE (Fondul pentru Modernizare)
Hidrogen verde & gaze regenerabile	Finanțări pilot cu granturi nerambursabile și garanții de stat	Sector nou cu potențial — România poate deveni exportator de H ₂ către Europa Centrală; BEI și BERD includ hidrogenul în politicile lor verzi.
Energie descentralizată și prosumatori	Microcredite verzi, leasing pentru panouri solare, proiecte comunitare	Sprijiuit de programele AFM („Casa Verde”) și PNRR
Modernizarea rețelelor și digitalizarea	Finanțări de infrastructură strategică (grid digital, contoare inteligente)	Venituri reglementate, parteneriate public-private (PPP)
Tranziție justă (Just Transition Fund)	Finanțare pentru reconversie industrială în Oltenia și Hunedoara (zonele unde vor fi închise gradual producțiile bazate pe carbune)	Fonduri nerambursabile pentru reindustrializare locală; proiecte cu impact social pozitiv
Economia circulară și reciclare energetică	Investiții în valorificare energetică a deșeurilor și biomasă	Proiecte eligibile pentru fonduri UE regionale

Profitabilitatea proiectelor de energie poate fi văzută mai jos:

Tip proiect	Cost mediu de investiție (CAPEX)	Durata de construcție	Marja EBITDA	Payback (ani)	IRR estimat
Solar fotovoltaic	600–900 €/kW (≈0,6–0,9 mil. €/MW)	1–2 ani	50-80%	6–8	9–14%
Eolian onshore	1.100–1.500 €/Kw	2–3 ani	55-70%	7–9	8–12%
Hidro	1.200–2.000 €/kW	3–5 ani	45-60%	10–12	7–10%
Nuclear (Cernavodă / SMR)	6.000–8.000 €/kW	7–10 ani	65-70%	15–20	6–9%
Stocare (baterii, hidroacumulare)	600–1.000 €/kWh	1–2 ani	30-50%	8–10	8–13%
Termocentrale pe gaze / cogenerare	900–1.400 €/kW	3–4 ani	25-45%	10–15	6–10%
Hidrogen verde / biometan (pilot)	900–1.400 €/kW (astăzi)	1–3 ani	<20%	>15	5–8% (astăzi)

Surse: IRENA 2024, BNEF 2023, IEA Grid Storage Outlook 2024, BERD, IEA 2024

Costul investiției este influențat de:

- Maturitatea tehnologiei: tehnologiile mature (solar, eolian) au costuri mai mici, în timp ce cele emergente (hidrogen, SMR) au costuri mai mari
- Scara proiectului: economiile de scară reduc costurile €/kW, proiectele mai mari având marje superioare de profit operațional
- Racordarea la rețea: reprezintă un cost semnificativ, mai ales pentru regenerabilele mari (10–15% din CAPEX)

Costurile de investiție pentru proiecte regenerabile (solar, eolian) au scăzut cu 40–60% în ultimul deceniu. În 2025, România are printre cele mai mici costuri CAPEX din UE datorită resurselor locale și forței de muncă accesibile.

Tehnologiile cu cel mai bun raport cost/beneficiu sunt solar fotovoltaic și eolian onshore, iar cele mai costisitoare, dar strategice, sunt nuclearul (SMR) și hidro.

Hidrogenul și stocarea sunt investiții cu potențial semnificativ, dar cu recuperare pe o perioadă mai lungă de timp. Totodată, fiind tehnologii noi, au un cost mai ridicat comparativ cu tehnologiile mature (solar, eolian etc.).

Marjele EBITDA variază în funcție de prețul energiei, OPEX, reglementări și contractele PPA.

În perioada 2025–2035, marjele EBITDA pentru proiectele energetice din România vor rămâne printre cele mai ridicate din Europa Centrală, datorită costurilor scăzute ale forței de muncă, accesului la fonduri nerambursabile UE și mixului energetic echilibrat (hidro, nuclear, regenerabile).

Proiectele pe hidrogen verde au o rată scăzută a EBITDA (~20%) comparativ cu restul, situație cauzată de costurile mari ale electricității și electrolizoarelor, fiind momentan neprofitabile fără subvenții.

Ținta optimă pentru un proiect viabil:

EBITDA Margin > 50%, IRR > 9%, Payback < 8 ani.



Principalele riscuri în finanțarea sectorului de energie sunt:

Tip de risc	Descriere	Efect asupra investițiilor
Impredictibilitate legislativă și de reglementare	Schimbări frecvente în reglementări ANRE, taxe, scheme de sprijin	Pot întârzia deciziile de finanțare și modifica constant cadrul de funcționare ceea ce contribuie la creșterea nivelului de imprevizibil pentru investițiile în domeniu
Risc de ordin tehnic, de implementare	Probleme tehnice, erori sau întârzieri în implementarea proiectului	Întârzieri în implementare sau parametrii diferiți de funcționare comparativ cu proiectul agreat
Riscuri de ordin financiar legate de costurile operationale	Costuri operationale mai ridicate comparativ cu cele estimate în bugetul prezentat la finanțator	Pot reduce profitul operational pe baza caruia s-a întocmit planul de rambursare a creditelor ceea ce duce la scăderea capacității de rambursare
Birocrație și durată lungă pentru obținerea aprobărilor	Autorizații complexe (de mediu, construcție, rețea)	Proiectele pot pierde finanțări din cauza întârzierilor
Capacitate insuficientă a rețelelor	Rețele de transport/distribuție învechite, blocaje la racordare	Poate duce la scăderea veniturilor estimate de finanțator pentru acoperirea serviciului datoriei la o anumită perioadă
Volatilitatea pieței de energie	Prețuri impredictibile pe OPCOM și piața europeană	Reduce predictibilitatea veniturilor pentru proiectele noi
Riscuri geopolitice și de piață regională	Context geo-politic marcat de conflicte, interconectări insuficiente, riscuri de securitate, riscul de aprovizionare cu echipamentele necesare sau creșterea prețurilor acestora	Finanțatorii solicită scenarii de risc extinse și asigurări
Consumul scăzut de electricitate din ultimii 3 ani	Consumul intern de electricitate din ultimii 3 ani s-a menținut sub nivelul anilor precedenți și poate fi impactat negativ pe viitor și de extinderea prosumatorilor	Poate impacta veniturile din proiecte, dar ținând cont că producția din ultimii ani a fost sub nivelul consumului și că investițiile vizează și înlocuirea capacităților termo cu regenerabile, considerăm că este un risc mediu
Impactul schimbărilor climatice asupra resurselor hidro și eoliene	Seceta sau alți factori climatici nefavorabili pe anumite perioade	Pot reduce semnificativ veniturile, cum a fost cazul Hidroelectrica care a avut o scădere de vânzări la 2024 de 25% cauzată de seceta



Principalele instrumente de reducere a riscului în finanțarea sectorului de energie sunt:

Instrument / Măsură	Mod de funcționare	Beneficiu
Due diligence extins (tehnic, juridic, ESG)	Audit complet înainte de finanțare	Identifică din timp posibile riscuri
Monitorizarea implementării proiectului de către o companie specializată	Monitorează și verifică progresul proiectelor și întocmește rapoarte înainte și la finalul implementării	Finantatorul are vizibilitate asupra modului și gradului de implementare a proiectului
Stress testing și scenarii de piață	Simulează prețuri și costuri în diferite contexte	Permite ajustarea termenilor de finanțare
Asigurarea unui mix adecvat de garanții	Un mix de garanții care să includă hard collaterals și garanția din partea societății mame (majoritatea proiectelor fiind derulate pe SPV-uri)	Posibilitatea finantatorului de a-și recupera parțial suma împrumutată în caz de neplata
Parteneriate public-private (PPP)	Partajare de risc între stat și investitor	Crește bancabilitatea proiectului
Hedging energetic / contracte derivate	Fixarea prețului energiei sau a valurilor prin instrumente financiare	Reduce pierderile cauzate de volatilitatea prețurilor și cursului valutar
PPA – Power Purchase Agreement (contract de vânzare pe termen lung)	Asigură venituri stabile (preț fix sau indexat)	Elimină riscul de volatilitate a pieței OPCOM.
O&M (Operation & Maintenance Contract)	Contract de întreținere pe termen lung cu o societate specializată	Reduce riscurile tehnice și costurile operationale neprevăzute.
CfD (Contracte pentru diferență)	Protejează veniturile producătorului dacă prețul scade sub un prag	În dezvoltare în România cu sprijin de 3 mld. EUR de la Banca Europeană de Investiții; un mecanism ce aduce predictibilitate a veniturilor
Asigurări de risc investițional (PRI – Political Risk Insurance)	Polițe oferite de MIGA (World Bank), BERD, EximBank	BERD oferă PRI pentru investitori străini în proiecte energetice din Europa de Est.
Fonduri de garantare și risc partajat (blended finance)	Fonduri UE combină granturi cu împrumuturi comerciale	Reduce riscul de neperformanță și crește bancabilitatea proiectului

Concluzii:

- Angajamentele asumate de România în strategia energetică pentru tranziția la energie verde în următorii 10 ani implică multiple investiții (susținute și de granturi din partea UE) pentru creșterea capacității actuale instalate și eficientizarea sistemului.
- Acestea pot reprezenta o bună oportunitate pentru finanțatori pentru extinderea și diversificarea portofoliului de împrumuturi, contribuind în același timp la tranziția către energie verde și incluzând astfel o importantă componentă ESG în mixul de business (unele bănci, de exemplu BCR și Raiffeisen, au emis și green bonds pentru finanțarea proiectelor de energie verde, contribuind în același timp la promovarea pe piață ca susținători ai acestor inițiative).
- Investițiile cele mai sigure sunt reprezentate de proiecte reglementate, garantate de stat (rețele, nuclear, tranziție justă), însă cele mai profitabile sunt cele fotovoltaice, eoliene și de stocare, susținute de fonduri verzi europene.
- Proiectele pe hidrogen verde (promovate în cadrul strategiei) au momentan o rată scăzută a EBITDA (~20%) și o durată mai mare de recuperare a investiției comparativ cu restul, situație cauzată de costurile ridicate ale electricității și electrolizoarelor, fiind în prezent neprofitabile fără subvenții. Totodată, fiind o tehnologie nouă, au un cost mai ridicat comparativ cu tehnologiile mature (solar, eolian etc.), motiv pentru care este recomandat ca acestea să fie implementate inițial de către jucătorii



mari din piață, care dispun de resurse suficiente pentru a le susține până la obținerea unui randament și a unei mai mari accesibilități a tehnologiei.

- Investițiile în baterii de stocare (BESS), pe de altă parte, sunt mai accesibile și pot asigura o marjă EBITDA de 30–50% și un termen de recuperare comparabil cu cel al proiectelor fotovoltaice. Principalii jucători de pe piață sunt: Nova Power & Gas (200 MW / 400 MWh), Hidroelectrică (proiect de stocare asociat fermei eoliene Crucea Nord – 72 MWh, ~36 MW), Trina Storage + Allview / Visual Fan (proiect BESS de 65 MWh pentru Toplița, Harghita, cu sprijin PNRR).
- Creditarea energiei prezintă și riscuri pentru finanțatori, în special din cauza impredictibilității legislative, geopolitice, de piață și a factorilor climatici.
- Finanțatorii pot reduce impactul riscurilor din piața energiei prin: due diligence extins, partajarea riscurilor (risk sharing) între actori publici și privați, diversificarea portofoliului, utilizarea garanțiilor și asigurărilor multilaterale și disciplină contractuală (PPA, CfD).



Autor: Irina SANDU, CEFA

Analist financiar Vista Bank

Irina Sandu – este deținătoare a certificării CEFA din 2024 și are o experiență de peste 14 ani în analiza financiară a creditelor corporate. În prezent, ocupă funcția de analist financiar corporat în cadrul Vista Bank.

IV. Piața de capital

1. Dezvoltarea fondurilor de tip ETF

Fondurile de tip ETF (*Exchange Traded Fund*) au cunoscut o dezvoltare remarcabilă pe plan mondial. Activele lor totale, la nivel global, erau estimate la 17,3 *trilioane* de dolari americani la sfârșitul lunii iulie 2025, în creștere accelerată față de 3,0 *trilioane* de dolari în urmă cu aproximativ zece ani, la finalul anului 2015 (sursa: ETFGI).

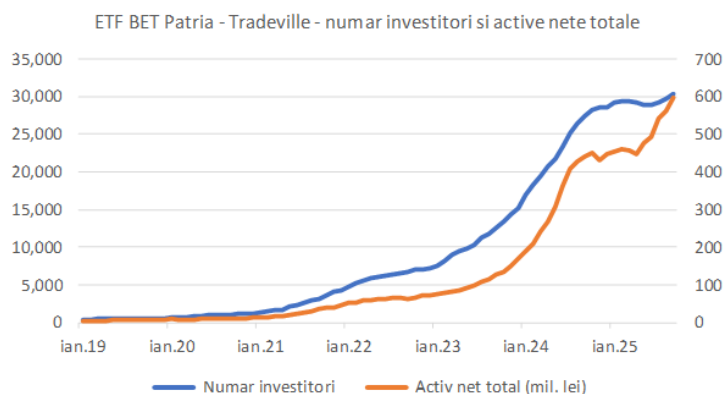
Tendența este ușor de înțeles. ETF-urile sunt instrumente de investiții diversificate, cu o strategie pasivă, care urmăresc un indice bursier, de cele mai multe ori. Aceste fonduri oferă o modalitate simplă și rapidă pentru investiții la bursă, fără efortul necesar deciziei de alegere a acțiunilor individuale sau a sumelor de investit în fiecare din ele (și fără efortul deciziei momentelor optime de vânzare și cumpărare în cazul unor investiții regulate și recurente).

Am identificat aceasta tendință și pe piața din România. ETF BET Patria – Tradeville, administrat de Patria Asset Management, cel mai mare ETF românesc, avea active totale de numai 2,2 milioane lei la sfârșitul anului 2015. În iulie 2025 activele crescuseră la 407,6 milioane lei, o creștere de 185 de ori (pentru comparație am păstrat perioada de creștere a activelor ETF la nivel global, prezentată mai sus); iar activele ETF BET Patria – Tradeville înregistrează 605,5 milioane lei în prezent (6 octombrie 2025).

Ce a determinat aceste creșteri semnificative? Sigur, prețurile acțiunilor listate la bursa din București au avut o evoluție foarte bună în această perioadă. Indicele BET a crescut cu 207,5% de la sfârșitul anului 2015 până în prezent. Adăugând și randamentul din dividende (care nu este inclus în performanța BET) și ajustând pentru costurile de operare, valoarea unității de fond a ETF BET Patria – Tradeville a înregistrat o creștere cu 383,9% în aceeași perioadă. Sunt performanțe foarte bune pentru persoanele care au investit în totii acești ani la bursă. Însă aceste performanțe nu explică decât într-o anumită măsură creșterea de 275 de ori a activului ETF BET Patria – Tradeville de la sfârșitul lui 2015 până în prezent.

Un factor determinant al evoluției activelor totale este numărul de investitori în fond. La sfârșitul

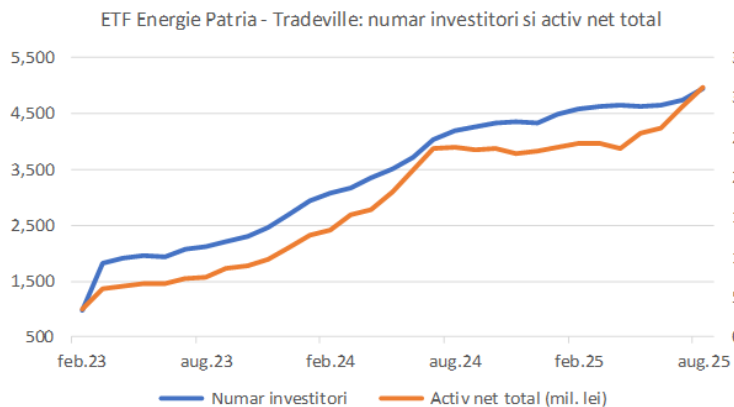
anului 2015, ETF BET Patria – Tradeville înregistra numai 219 investitori; la finalul lui septembrie 2025 (conform celor mai recente date disponibile), numărul de investitori în fond crescuse la 30.304, reprezentând o creștere de 138 de ori (interesant de remarcat că numărul de investitori în ETF reprezintă aproximativ 19% din numărul de investitori în toate fondurile deschise de acțiuni românești, conform celor mai recente date publicate de Asociația Administratorilor de Fonduri din România, AAF). Graficul următor prezintă evoluția lunară comparată a numărului de investitori în fond și a activului net total al acestuia, în ultimii șapte ani (ianuarie 2019 – septembrie 2025):



Se observă că evoluția celor doi indicatori urmează tendințe foarte apropiate. Coeficientul de corelație calculat pentru cele două serii de date este extrem de ridicat, înregistrând o valoare de 0,98. Iar o regresie realizată pe aceleași date rezultă într-un nivel *r-square* de 0,96, creșterea numărului de investitori explicând într-o foarte mare măsură creșterea de activ total a fondului.

Evoluțiile sunt similare și în cazul celui de-al doilea ETF al Patria Asset Management, ETF Energie Patria – Tradeville, care urmărește indicele BET-NG dedicat sectorului energie și utilități al BVB. BET-NG a înregistrat o performanță de +72,7% de la momentul lansării fondului, în februarie 2023, până în prezent (6 octombrie 2025); în aceeași perioadă, valoarea unității fondului a crescut cu 90,6%, însă activele totale ale fondului au crescut de 21 de ori, de la un nivel de activ total inițial de la 1,5 milioane lei la 33,9 milioane lei în prezent.

Numărul de investitori în fond a crescut de la 974 la finalul lui februarie 2023 (prima lună de funcționare a fondului) la 5.130 la finalul lui septembrie 2025. Iată evoluția lunară a numărului de investitori și a activului net total și pentru acest ETF:



Coeficientul de corelație între cele două serii de date de mai sus este tot 0,98, în timp, ce coeficientul *r-squared* al regresiei este 0,97.



Concluziile? Creșterea numărului de investitori reprezintă un factor de dezvoltare important al activelor pentru cele două ETF-uri, corelația dintre cele două serii de date fiind foarte puternică. În ceea ce privește relația de cauzalitate, cred că aceasta este valabilă în ambele sensuri, ducând la apariția unui cerc virtuos: creșterea activelor ETF atrage un număr în creștere de investitori, iar numărul în creștere de investitori determină

creșteri suplimentare de activ, totul realizat pe fondul performanțelor foarte bune livrate de companiile listate la Bursa de Valori București.

Potențialul de creștere cantitativă a indicatorilor investițiilor în acțiuni la BVB rămâne ridicat. Numărul de conturi deschise la bursa din București se situează în jurul unui sfert de milion (excluzând conturile ce dețin exclusiv titluri de stat) – o valoare rezonabil de bună raportată la trecut, dar sub potențialul unei populații de 19 milioane de locuitori.

Ce rămâne de făcut? Continuarea (și extinderea), la nivelul industriei, a eforturilor de educare a publicului despre caracteristicile, avantajele, performanțele și riscurile investițiilor financiare. O dezvoltare sănătoasă, pe termen lung a acestui sector va aduce avantaje pentru toți participanții: investitori, emitenți, intermediari și instituții ale pieței financiare.

Autor: Răzvan PAȘOL,
Director General, SAI
Patria Asset
Management



Răzvan Pașol conduce administratorul de active Patria Asset

Management. Compania administrează unul dintre cele mai mari ETF-uri din Europa Centrală și de Est, ETF BET Patria – Tradeville. Răzvan are o experiență de peste 20 de ani în domeniul serviciilor financiare, în administrare de fonduri, brokeraj de acțiuni și investment banking.

2. Fondurile pilon II vor fi forțate să predea ștacheta investițiilor la BVB

Fondurile de pensii obligatorii își dublează activele la circa patru ani, ceea ce înseamnă că, în principiu, începând cu anul 2028, companiile antreprenoriale cu o capitalizare țintă la preț de IPO sub 500 milioane euro vor fi prea mici pentru a mai putea mobiliza resursele și interesul celor mai importanți investitori cu capital românesc de la bursa din București. Acest fapt ridică provocarea foarte delicată ca rolul fondurilor pe pensii obligatorii de principal furnizor de capital autohton în cadrul IPO-urilor la BVB, să fie preluat de fondurile de pensii pilon III și de fondurile deschise. În acest sens, din punct de vedere structural, industria financiară românească are nevoie rapid de materializarea unui veritabil salt al activelor fondurilor de pensii opționale și fondurilor mutuale, situate în prezent la doar 0,4% și respectiv la 1,6% din PIB, comparativ cu fondurile de pensii obligatorii cu active de 9,7% din PIB.

Una dintre condițiile necesare, dar nu și suficiente, pentru ca o piață de capital să fie atractivă pentru investitorii străini, dar și din perspectiva derulării cu succes a unor oferte publice inițiale (IPO) majore se referă la existența unui segment puternic al investitorilor instituționali autohtoni. Din această perspectivă, Bursa de Valori București (BVB) se află de peste un deceniu într-o postură foarte bună, în condițiile în care fondurile de pensii pilon II s-au constituit într-un veritabil pol de capital românesc care a crescut accelerat, semnificativ peste ritmul de dezvoltare al bursei locale.

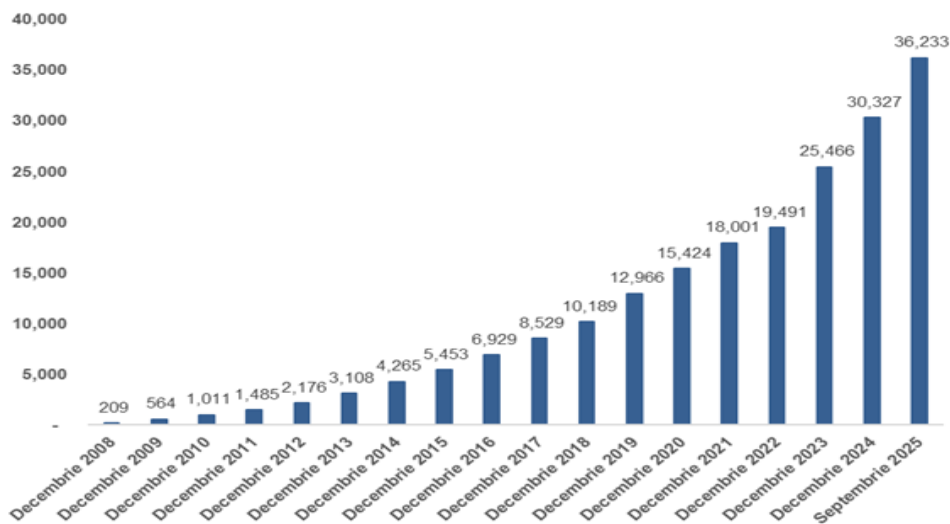
Cererea sistematică de acțiuni ale fondurilor obligatorii pe piața locală reprezintă una dintre explicațiile principale ale performanței indicilor BVB în ultimii cinci-zece ani. Astfel, dacă avem ca referință indicii total-return (care includ și impactul dividendelor distribuite de companii), bursa din București a surclasat toate bursele din regiune, cu o performanță a indicelui BET-TR de peste 210% de la sfârșitul anului 2019 și până în prezent. Comparativ, creșterea indicelui total return al bursei din Atena a fost de circa 175%, iar al bursei din Praga de circa 205%, în timp ce indicii piețelor de referință cu care ne place să ne comparăm, adică bursa din Varșovia și cea din Viena au consemnat avansuri sub 90%.

Un alt efect al expansiunii fondurilor obligatorii de pensii a constat în faptul că ele au devenit principalii investitori în cadrul IPO-urilor importante derulate la BVB în ultimii zece ani. După succesul IPO-ului Hidroelectrica din iulie 2023, în care fondurile pilon II au absorbit acțiuni de circa un miliard de euro, nicio companie din România nu mai poate fi considerată prea mare pentru a derula cu succes o ofertă publică inițială la BVB. Problema a constat însă în faptul că numărul IPO-urilor reprezentative a fost unul foarte redus în ultimul deceniu. Astfel, poate fi făcută afirmația că marile afaceri antreprenoriale de calitate din România au profitat doar în mica măsură de prezența acestor investitori instituționali la bursa din București. În acest sens, am avut numai nouă IPO-uri reprezentative închise cu succes la BVB în ultimii zece ani: MedLife (decembrie 2016), Digi (mai 2017), Sphera (noiembrie 2017), Purcari (februarie 2018), TTS (mai 2021), One United (iunie 2021), Aquila (noiembrie 2021), Hidroelectrica (iulie 2023) și Premier Energy (mai 2024). Însă, o ofertă cât de cât rezonabilă de companii pentru fondurile de pensii ar fi presupus să avem anual câteva IPO-uri care să însemne cumulativ oferte publice de măcar 300-500 milioane euro. Ceea ce este foarte departe de ceea ce piața locală de capital a putut să ofere în ultimul deceniu.

Cum a devenit pilonul II prea mare pentru BVB

Vestea (foarte) proastă este însă că peste încă trei-patru ani, majoritatea companiilor antreprenoriale importante care vor dori să inițieze IPO-uri la București nu se vor mai putea baza pe fondurile de pensii obligatorii. Acestea vor deveni prea mari pentru a justifica investiții în oferte publice inițiale ale companiilor cu capitalizări țintă la listare mai mici de 500 milioane euro, față de valori de piață de 250-300 milioane euro, încă eligibile în prezent pentru fondurile pilon II.



Evoluția Valorii Activelor Nete (VAN) ale fondurilor de pensii Pilon II
(mil euro)

Sursă date: ASF, BNR

Aritmetica simplă pune în evidență provocarea majoră cu care se va confrunta piața locală de capital. Observăm în graficul de mai jos, cum, la circa patru ani, industria fondurilor de pensii obligatorii își dublează activele. Cum acestea erau la 30 septembrie 2025 de 36,2 miliarde euro, nivelul activelor fondurilor obligatorii de pensii va atinge, spre exemplu, pragul de 50 miliarde euro, până la sfârșitul anului 2027 sau oricum în cursul anului 2028. De regulă, pentru un fond de pensii nu face sens să dețină o participație într-un emitent semnificativ mai mică de 0,5% din valoarea activelor sale. Pentru că înseamnă că evoluția cotațiilor respectivului emitent ar avea un impact neglijabil asupra performanței generale a fondului și astfel, costurile de administrare ale unui portofoliu cu multe poziții de o asemenea dimensiune nu prea se justifică.

Dar să presupunem totuși că, la nivelul întregii industrii, acceptăm drept minim rezonabilă o expunere agregată pe un emitent în echivalentul a 0,2% din activele nete ale fondurilor pilon II de 50 miliarde euro. Acest fapt ar însemna o investiție cumulată a fondurilor de 100 milioane euro într-o ofertă publică inițială. Dacă considerăm că, astfel, fondurile de pensii pilon II ar achiziționa 20% din capitalul social al respectivei companii (echivalentul a două treimi dintr-un free-float orientativ de 30%) rezultă necesitatea unei capitalizări țintă la listare de minimum 500 milioane euro pentru o companie antreprenorială astfel încât aceasta să fie eligibilă să mobilizeze interesul fondurilor

obligatorii de pensii.

Or, evident că marea majoritate a companiilor antreprenoriale importante din România au o valoare potențială de piață semnificativ sub 500 milioane euro. Și, ca atare se pune în mod dramatic problema ca ecosistemul foarte propice în ultimii ani pentru listări la BVB ale unor firmelor private importante să dispară pur și simplu în circa trei ani. Cu alte cuvinte, marii antreprenori români trebuie să-și accelereze serios planurile de listare în cazul în care doresc să ajungă la BVB, nefiind prea înțelept să amâne inițierea unor oferte publice mai târziu de 2027. Motivul concret ar fi că, destul de probabil, alți investitori instituționali români nu vor avea prea curând forța să mobilizeze capitaluri cât de cât comparabile ca ordin de mărime cu cele pe care fondurile de pensii pilon II au fost capabile să le investească în ultimii ani în cadrul ofertelor publice inițiale de la bursa din București.

Veritabil paradox la BVB peste doi-trei ani

Astfel, pentru ca BVB să nu rămână fără investitori instituționali relevanți în majoritatea ofertelor primare inițiate de companiile antreprenoriale este obligatorie o predare reală de ștachetă de la fondurile pilon II către fondurile pilon III și fondurile deschise diversificate și pe acțiuni. Ca să înțelegem dimensiunea provocării, este suficient să trecem în revista asimetria economisirii interne nebankare. Astfel, la sfârșitul lunii septembrie 2025, valoarea activelor nete ale fondurilor pilon II era de 36,2 miliarde euro (adică

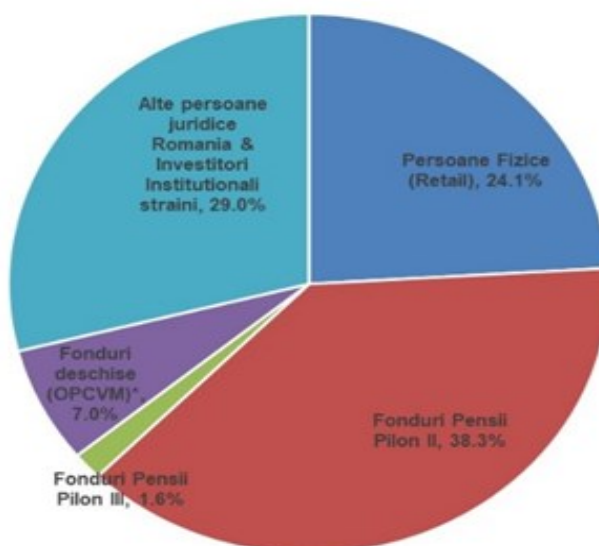
9,7% din PIB-ul estimat pentru 2025), în timp ce pilonul II avea active nete de doar 1,3 miliarde euro (0,4% din PIB). De asemenea, la sfârșitul lunii august 2025, fondurile deschise au ajuns la active nete de 6,1 miliarde euro, ceea ce este echivalent cu o adâncime a industriei OPCVM de 1,6% din PIB.

Discrepanța „diferențelor” de calibru dintre fondurile de pensii obligatorii și ceilalți investitori instituționali români reiese din analiza valorii plasamentelor efective în acțiuni. Astfel, fondurile pilon II au o expunere la BVB de circa 8,5 miliarde euro, față de 0,4 miliarde euro în cazul fondurilor pilon III și circa 1,3 miliarde euro în cazul fondurilor deschise diversificate și pe acțiuni.

De asemenea, structura free-float-ului pieței reglementate a BVB este una și mai sugestivă din perspectiva provocărilor viitoare ale bursei noastre. Astfel, fondurile de pensii pilon II au ajuns la circa 38% din free-float, fiind de departe cel mai important acționar al companiilor listate pe piața principală a bursei din București. La un nivel de circa 24%, ponderea în free-float a investitorilor persoane fizice (retail) se arată una surprinzător

de redusă, fiind semnificativ sub cea a fondurilor obligatorii. Ceilalți investitori instituționali autohtoni, respectiv fondurile de pensii opționale și fondurile deschise (diversificate și pe acțiuni) au ponderi net inferioare fondurilor obligatorii, adică 1,6% și respectiv 7%. Rezultă astfel că deocamdată acești investitori instituționali au o influență redusă asupra cotațiilor la bursa din București. Întrebarea la care nu poate fi dat un răspuns precis se referă la cum se împarte ponderea de 29% din free-float-ul BVB între investitorii străini și alte persoane juridice rezidente (adică alți investitori decât fondurile de pensii și fondurile deschise). Cu o probabilitate destul de mare, s-ar putea afirma că investitorii străini nu dețin totuși mai mult de 15% din free-float-ul BVB, sentimentul general al observatorilor pieței de capital din România fiind că nerezidenții au o prezență tot mai redusă la bursa din București.

Structura free-float-ului pieței reglementate a BVB
(28.02.2025)



Sursa date: BVB, ASF, AAF; calcule autor

În concluzie, rezultă că provocarea concretă pentru bursa din București este ca fondurile opționale de pensii și fondurile deschise (cu precădere cele diversificate și pe acțiuni) să înregistreze un salt de audiență major în următorii doi-trei ani astfel încât activele lor să crească chiar de trei-cinci ori. Doar așa, acestea ar ajunge la o dimensiune rezonabil de apropiată de cea actuală a fondurilor de pensii obligatorii, astfel încât să poată să devină jucători majori în IPO-uri și în general la BVB.

Cel puțin în ceea ce privește dezvoltarea fondurilor pilon III, perspectivele nu se arată însă deloc încurajatoare. Motivele sunt reprezentate de faptul că inițiativele legislative din acest an, în loc să susțină dezvoltarea lor, vor fi foarte probabil de natură să inhibe creșterea numărului membrilor și a activelor fondurilor de pensii opționale. Astfel, pe de o parte este vorba de faptul că începând cu 1 august 2025, la plata activului acumulat atât la Pilonul II, cât și la Pilonul III, se reține contribuția de asigurări sociale de sănătate (CASS) de 10% pentru partea din venitul din pensie care depășește 3.000 lei. Pe de altă parte, potrivit noii legi privind plata pensiilor private, inclusiv pentru Pilonul III, la pensionare membrii unui fond de pensii vor putea retrage cel mult 30% din suma acumulată, restul sumei urmând să fie eșalonată pe un orizont de

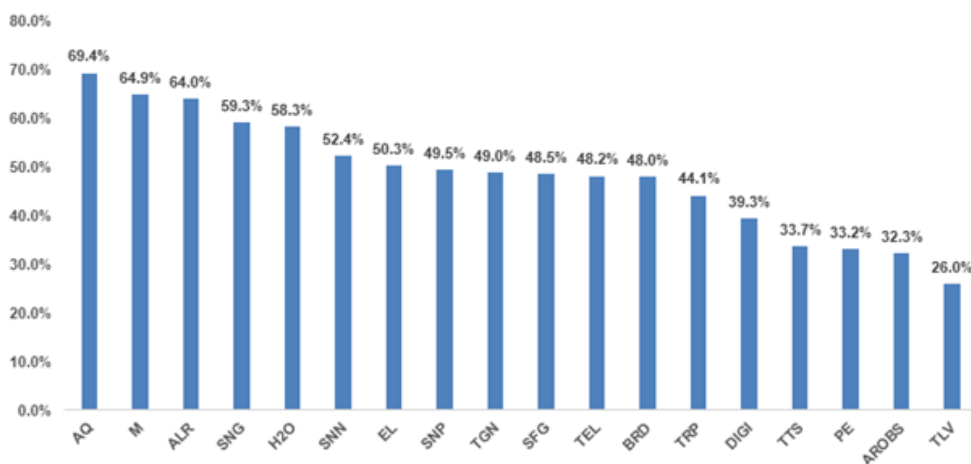
timp de minim opt ani.

De asemenea, în ceea ce privește fondurile deschise, este de remarcat creșterea activelor în ultimii doi ani, astfel încât fondurile au depășit un milion de investitori și au trecut "în viteză" de pragul de cinci miliarde euro pe care nu au reușit să îl depășească în ultimii 15 ani. Modul în care industria OPCVM se va dezvolta în următorii ani va avea astfel o mare importanță pentru viitorul economisirii în România, dar și pentru dezvoltarea bursei din București.

Pilonul II, inevitabil spre acțiuni pe piețele externe

Schimbările structurale pe care creșterea accelerată a activelor fondurilor de pensii obligatorii le vor avea asupra BVB sunt multiple. Pe de o parte, din 2028, așa cum am explicat, practic aceste fonduri de pensii nu vor mai avea motivație să fie active în IPO-uri lansate de companii cu capitalizare țintă semnificativ mai mică de 500 milioane euro. Pe de altă parte, apare drept un non-sens ca fondurile de pensii pilon II să continue să acumuleze semnificativ acțiuni în companiile importante de la BVB unde deja dețin între 40% și 60% din free-float-ul lor.

Emitenti unde ponderea fondurilor de pensii pilon II în free-float-ul oficial este de minim 25% (28.02.2025)



Sursa date: BVB, ASF, BNR; Raportari ale societăților de administrare a fondurilor de pensii private; calcule autor

O teză esențială este ca free-float-ul „real” al emitenților se reduce deoarece, în principiu, participațiile controlate de fondurile de pensii nu se mai întorc în piață decât într-o măsură relativ mică. Ca atare, pe măsură ce prezența fondurilor de pensii pilon II în acționariatul principalelor companii listate se consolidează, acest fapt are un efect inevitabil de canibalizare asupra lichidității emitenților respectivi. Cu alte cuvinte, sunt create circumstanțe ca lichiditatea să devină chiar și mai redusă în viitor. Iar acest efect negativ asupra valorii tranzacțiilor este unul vizibil în cazul majorității companiilor din indicii BET unde fondurile de pensii obligatorii au captat poziții majore în acționariat.

La sfârșitul lunii februarie 2025, 94,2% din expunerea pe acțiuni a fondurilor de pensii pilon II era pe acțiuni la BVB și doar 5,8% în acțiuni de pe piețele bursiere dezvoltate din state membre UE. Astfel, inevitabil, este de așteptat că fondurile de pensii își vor îndrepta investițiile în următorii ani preponderent către piețele externe. Acest lucru va avea consecințe clare în sensul unei creșteri a volatilității pieței locale care nu va mai putea beneficia de poziția foarte puternică de cumpărare a fondurilor obligatorii pe toate acțiunile importante de la BVB. Pe de altă parte însă, cererea în creștere a segmentului de retail și menținerea ritmului de dezvoltare al fondurilor mutuale ar trebui să compenseze în măsură semnificativă prezența tot mai limitată a fondurilor obligatorii la bursa locală.

Un lucru este clar, și anume că, după ce fondurile de pensii obligatorii au modelat masiv bursa locală în ultimii zece ani, efectul paradoxal care se va manifesta gradual în anii următori va fi de reducere progresivă a influenței lor asupra pieței locale. Bursa din București va deveni tot mai mică pentru cei mai importanți investitori instituționali cu capital românesc și, până nu este prea târziu, trebuie să înțelegem și să administrăm efectele negative care vor decurge din această realitate.

Notă: Opiniile exprimate în prezentul material sunt strict personale, nu reflectă poziția oficială a angajatorului și nu implică sau angajează în niciun fel această instituție. Acest material este o părere personală a autorului în calitate de membru AAFBR cu rol strict informativ și nu constituie o recomandare pentru a realiza investiții în instrumente financiare la care se face referire în text.



Autor: Mihai CĂRUNTU,
Vicepreședinte AAFBR

În prezent, Mihai este analist senior în cadrul diviziei Corporate Finance al uneia dintre cele mai importante instituții bancare din România, fiind responsabil de furnizarea de suport de analiza și evaluare, precum și de explorarea oportunităților de tranzacții pe piața de capital și pentru fuziuni și achiziții. până în 2018, a dobândit o experiență valoroasă ca șef al Departamentului de analiză piață de capital al BCR, poziție ocupată timp de peste 10 ani. Din această postură, principalele activități au inclus analiza și evaluarea celor mai importante companii listate la Bursa de Valori București, precum și publicarea unor rapoarte și recomandări de investiții în cadrul Erste Group Research. Mihai are peste 20 de ani de experiență în piețe de capital și evaluarea companiilor și a absolvit Facultatea de Cibernetică, Statistică și Informatică Economică din cadrul ASE București. Mihai a absolvit cursul de consultant de investiții certificat de Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF). El este membru al AAFBR încă de la înființarea asociației, iar din noiembrie 2022 este și vicepreședinte al AAFBR.

V. Vocea Academică

Două decenii, trei crize, trei giganți: Lecțiile financiare oferite de Apple, Samsung și Alphabet

În ultimele două decenii (2004–2023), economia globală a traversat o succesiune de șocuri majore care i-au remodelat profund structura: prăbușirea pieței imobiliare și criza financiară globală din 2007–2008, urmată de o perioadă de redresare caracterizată prin reglementări stricte și consolidare, iar ulterior pandemia COVID-19, adesea comparată cu Marea Depresiune prin amploarea perturbărilor generate în economii și lanțurile de aprovizionare.

În acest context volatil, giganții din industria tehnologică - Apple, Samsung și Alphabet (Google) - au demonstrat o reziliență ieșită din comun. Departele de a fi doar companii de produse și servicii, acești actori au devenit motoare de stabilitate financiară și inovație pentru economia globală.

Importanța lor nu rezidă doar în capitalizarea bursieră sau cota de piață, ci și în capacitatea de a genera lichidități, de a atrage investiții și de a absorbi șocurile economice. În timp ce multe sectoare s-au contractat, Big Tech a accelerat digitalizarea, a redefinit modelul de consum și a modelat fluxurile de capital global.

Analiza evoluției financiare și econometrice a acestor companii pe parcursul a două decenii relevă lecții valoroase pentru investitori și analiști: de la modul în care inovația devine un instrument de gestionare a riscului, până la felul în care strategiile de finanțare și managementul lichidității pot face diferența între vulnerabilitate și dominație.

1. Reziliența financiară în crize: lichiditate, solvabilitate și cash flow

Crizele economice majore ale ultimelor două decenii au funcționat ca teste de stres pentru companiile din sectorul tehnologic. Apple, Samsung și Alphabet au traversat cu succes șocuri precum criza financiară globală din 2007-2008 și pandemia COVID-19, demonstrând o capacitate ridicată de adaptare financiară. Totuși, reziliența lor a îmbrăcat forme diferite, vizibile prin indicatorii de lichiditate, solvabilitate și cash flow.

1.1. Lichiditatea - între excese și vulnerabilități

Analiza lichidității arată contraste semnificative. Alphabet a înregistrat constant valori mult peste

pragurile de siguranță, menținând o rezervă consistentă de active curente pentru a-și onora datoriile pe termen scurt. Chiar și în pandemie, rata lichidității curente nu a scăzut sub 200%, un semn al unei politici prudente de trezorerie.

Samsung a avut o lichiditate relativ stabilă, oscilând între 100-280% pe întreaga perioadă, ceea ce arată o gestiune echilibrată a resurselor curente.

Apple, în schimb, a cunoscut fluctuații dramatice: de la o rată de lichiditate curentă de 509% în 2007 (exces de lichiditate) la un minim de 88% în 2022, când compania a înregistrat pentru prima dată capital de lucru negativ. Această schimbare relevă faptul că succesul comercial nu exclude riscuri structurale în managementul resurselor curente.

1.2. Solvabilitatea - puterea capitalului propriu

La capitolul solvabilitate, toate cele trei companii s-au remarcat prin exces de capital permanent, dar cu nuanțe importante (Figura 1):

Alphabet a avut valori spectaculoase, cu rate ale solvabilității între 1.800% și 13.000%, și, deci, fără dependență de datorii pe termen lung.

Samsung a oscilat puternic, dar cu tendințe de creștere semnificativă în ultimii ani (peste 2.200% în 2023). Acest nivel sugerează un surplus de active fixe care, deși asigură stabilitate, poate reprezenta un blocaj de capital.

Apple a pornit fără datorii pe termen lung până în 2012, după care a adoptat un model bazat pe îndatorare. Gradul de îndatorare a crescut și a ajuns la 83% în 2022, ceea ce ridică semne de întrebare privind strategia de finanțare și sustenabilitatea acesteia pe termen lung.

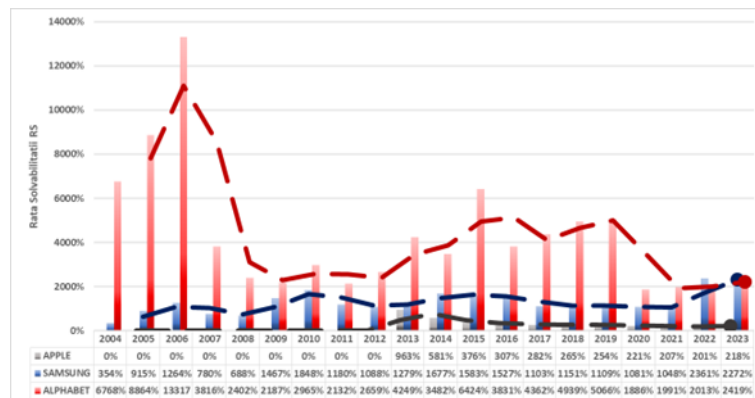


Figura 1. Rata solvabilității la cei trei giganți în perioada 2004-2023. Sursa: Calcule proprii

1.3. Cash flow - oxigenul în perioade de criză

Un element cheie al rezilienței financiare îl

constituie capacitatea de a genera cash flow operațional.

Apple a demonstrat o performanță superioară, menținând un cash flow operațional robust chiar și în pandemie, ceea ce a permis companiei să finanțeze inovarea și să continue politica generoasă de buyback și dividende.

Samsung a înregistrat o volatilitate mai mare, însă a reușit să stabilizeze cash flow-ul prin diversificarea portofoliului (electrocasnice, semiconductori, display-uri).

Alphabet a beneficiat de o bază solidă de venituri recurente (publicitate online, servicii cloud), menținând o rată de cash flow din activități operaționale consistent pozitivă și mult peste pragurile de siguranță.

2. Performanța financiară și riscul: între expansiune și vulnerabilitate

Dacă lichiditatea și solvabilitatea oferă o imagine asupra rezilienței structurale, indicatorii de performanță financiară și cei de risc dezvăluie modul în care companiile Big Tech au reușit să transforme șocurile externe în oportunități de creștere sau, dimpotrivă, în vulnerabilități. Analiza Apple, Samsung și Alphabet în perioada 2004-2023 scoate în evidență diferențe semnificative de strategie și de poziționare financiară.

2.1. Performanța financiară - randamente peste medie, dar cu diferențe de strategie

Performanța se măsoară prin capacitatea companiilor de a genera randamente pentru acționari și de a valorifica eficient resursele (Figura 2).

Apple s-a remarcat prin randamente excepționale. Return on Assets (ROA) și Return on Equity (ROE) au atins valori de referință în industrie, susținute de profitabilitatea ridicată a ecosistemului iPhone și de extinderea serviciilor digitale. Marja EBIT a depășit frecvent 25%, demonstrând eficiența operațională și capacitatea companiei de a monetiza inovația. Chiar și în pandemie, Apple a continuat să înregistreze marje stabile, ceea ce a confirmat modelul său de business orientat pe produsele premium și loialitate a consumatorilor.

Samsung a avut o performanță mai volatilă. ROA și ROE au variat considerabil, reflectând dependența de ciclurile industriei semiconductoare și de fluctuațiile cererii de pe piețele globale. Totuși, diversificarea portofoliului (televizoare,

electrocasnice, mobile, display-uri) a asigurat o bază solidă de generare a veniturilor, iar marjele EBIT au rămas competitive, între 8-15%, chiar și în perioade de criză.

Alphabet a excelat prin creșterea constantă a randamentelor. Indicatorul ROE s-a menținut la valori ridicate, alimentat și de marje operaționale de peste 20%. În perioada pandemiei, compania a înregistrat o accelerare a veniturilor din publicitate online și cloud, ceea ce a dus la o consolidare a profitabilității. Spre deosebire de Apple și Samsung, Alphabet a beneficiat de un model de afaceri mai puțin expus la costuri de producție și lanțuri de aprovizionare, ceea ce i-a oferit o reziliență aparte.

Apple a mizat pe inovație și brand, Samsung pe diversificare, iar Alphabet pe scalabilitatea serviciilor digitale. Toate au reușit să înregistreze randamente superioare, dar cu volatilitate diferită.

Figura 2. Principalii indicatori de performanță și risc la cei trei giganti în perioada 2004-2023
Sursa: Calcule proprii

2.2. Risc - între soliditate și semnale de

Indicator (Media)	Apple	Samsung	Alphabet
ROA (Return on Assets)	18%	11%	15%
	Min 3%	Min 6%	Min 8%
	Max 28%	Max 23%	Max 21%
ROE (Return on Equity)	35%	17%	17%
	Min 5%	Min 8%	Min 8%
	Max 197%	Max 30%	Max 30%
Marja EBIT	29%	14%	27%
	Min 5%	Min 6%	Min 20%
	Max 36%	Max 27%	Max 37%
DER (Debt/Equity)	40%	50%	25%
	Min 9%	Min 45%	Min 10%
	Max 83%	Max 75%	Max 47%
Risc faliment (scoruri)	Moderat	Moderat	Scăzut

vulnerabilitate

Indicatorii de risc (levierul financiar și scorurile de faliment) arată cât de sustenabil este succesul acestor companii (Figura 2).

Apple a înregistrat o creștere îngrijorătoare a gradului de îndatorare după 2013. În 2022, DER a depășit 80%, semnalând o dependență ridicată de finanțarea prin datorii. Deși scorurile de faliment (Taffler, Conan-Holder, Anghel) au rămas în zona de siguranță, tendința de creștere a datoriei indică o vulnerabilitate ascunsă.

Samsung a păstrat un profil relativ echilibrat. Deși gradul de îndatorare a fost peste pragul

recomandat în perioada crizei financiare (2006-2008), compania a corectat ulterior acest indicator. Scorurile de faliment s-au situat în zona verde, confirmând stabilitatea unei afaceri diversificate. Totuși, suprasaturarea cu active fixe și volatilitatea profitabilității pot genera riscuri pe termen lung.

Alphabet se poziționează cel mai bine. Cu o dependență minimă de datorii și scoruri de faliment aflate în zona de siguranță, compania confirmă un model financiar conservator și extrem de solid. Riscul principal nu este de natură financiară, ci strategică, i.e., presiunea reglementărilor și nevoia de investiții continue în AI și securitate digitală.

Apple oferă randamente spectaculoase, dar cu un profil de risc crescut prin îndatorare. Samsung echilibrează riscul prin diversificare, dar cu o mică doză de inerentă volatilitate. Alphabet rămâne cel mai „sigur pariu” din punct de vedere financiar, deși cu provocări externe majore.

Din analiza performanței și a riscului se pot desprinde câteva idei esențiale:

- Randamentele ridicate nu garantează siguranță pe termen lung (Apple).
- Diversificarea rămâne un scut parțial împotriva volatilității ciclice (Samsung).
- Modelele conservatoare, cu lichiditate și capital permanent abundent, oferă stabilitate și încredere investitorilor (Alphabet).

3. Concluzii și recomandări pentru piața financiară din România

Analiza comparativă a celor trei giganți tehnologici - Apple, Samsung și Alphabet - pe parcursul a două decenii relevă câteva lecții majore despre reziliența financiară, performanță și gestionarea riscului. Aceste concluzii nu se limitează doar la piața globală, ci pot fi adaptate contextului românesc, unde companiile și instituțiile financiare se confruntă cu provocări similare: volatilitatea economică, schimbările rapide în tehnologie și presiunea reglementărilor.

3.1. Lecții esențiale din experiența Big Tech

Reziliența prin lichiditate și diversificare: Alphabet a arătat că menținerea unor rezerve consistente de lichiditate asigură stabilitate chiar și în cele mai dificile perioade. Samsung, a atenuat impactul șocurilor externe prin diversificare. Aceste modele pot inspira și companiile românești, pentru care un management al lichidității bine calibrat este crucial în perioade de incertitudine.

Îndatorarea ca instrument cu două tăișuri: Apple

demonstrează că îndatorarea poate accelera creșterea și poate oferi avantaje fiscale, dar implică și riscuri de vulnerabilitate. Într-o piață emergentă precum România, unde accesul la finanțare se îmbunătățește, companiile trebuie să evite supraîndatorarea și să mențină un echilibru sănătos între capital propriu și datorii.

Performanța durabilă vine din inovație și servicii scalabile: Apple și Alphabet arată că inovarea constantă și extinderea serviciilor digitale creează efectul de creștere a randamentelor și oferă protecție în perioade de criză. Pentru companiile românești, investițiile în digitalizare, automatizare și tehnologii emergente pot deveni surse de avantaj competitiv.

3.2. Relevanță pentru investitori și analiști români

Pentru piața financiar-bancară din România, se pot desprinde câteva direcții de reflecție:

Investitorii ar trebui să urmărească atent indicatorii de lichiditate și cash flow atunci când evaluează companiile listate, nu doar profitabilitatea contabilă.

Instituțiile financiare pot încuraja bune practici de management al riscului prin condiționalități de finanțare (limite la îndatorare, rezerve minime de lichiditate).

Companiile locale ar trebui să-și construiască strategii de reziliență inspirate din modelele Big Tech, dar adaptate la specificul regional (dimensiunea pieței, accesul la capital, volatilitatea politică și economică).

3.3. Direcții de dezvoltare pentru România

În final, lecțiile desprinse din analiza giganților tehnologici pot fi transpuse în câteva recomandări pentru mediul financiar-bancar românesc:

Consolidarea capitalurilor proprii pentru a reduce dependența de datorii externe și a asigura o bază financiară solidă. Creșterea gradului de digitalizare atât în sectorul bancar, cât și în companiile private, pentru a susține eficiența operațională și pentru a accelera integrarea în lanțurile globale. Gestionarea riscului prin scenarii de criză: instituțiile financiare ar trebui să implementeze modele de test a stresului similare celor aplicate marilor corporații, simulând efecte ale recesiunilor, ale fluctuațiilor valutare sau ale crizelor energetice.

Orientarea către investiții sustenabile: urmând modelul Alphabet, care și-a diversificat investițiile în AI și soluții de energie, companiile din România pot

integra evaluarea componentelor ESG pentru a -și consolida poziția pe termen lung.

Experiența Apple, Samsung și Alphabet arată că reziliența financiară nu este un rezultat al hazardului, ci al unui mix de strategii deliberate: prudență în lichiditate, echilibru între diferite tipuri de capital, diversificare operațională și inovare continuă. Pentru România, aplicarea acestor principii poate contribui la o economie mai robustă, capabilă să facă față incertitudinilor și să valorifice oportunitățile oferite de transformarea digitală globală.

Autor: Vitalina Paciu, absolvent, Universitatea Babeș-Bolyai din Cluj-Napoca, Facultatea de Business



Coordonator: Prof. univ. dr. Larissa -Margareta BĂTRÂNCEA,
Universitatea Babeș-Bolyai din Cluj-Napoca,
Facultatea de Business

Profesor universitar la
Facultatea de Business,
Universitatea Babeș-

Bolyai. A obținut titlurile de doctor, master și licențiat în economie (șefă de promoție, media 10,00), master și licențiat în matematică la Universitatea Babeș-Bolyai, master în neuroștiințe cognitive (with merit) la University of York (Marea Britanie). A absolvit un program post-doctoral în economie coordonat de Academia Română, clasându-se prima din totalul celor 134 de post-doctoranzi. A fost visiting professor, cercetător invitat și s-a specializat la universități din Austria, Brazilia, Danemarca, Germania, Italia, Marea Britanie, Mexic, Olanda, Pakistan, Portugalia, Rusia, Slovacia, Spania, Suedia, SUA, Turcia. Interesele de cercetare vizează analiza financiară, comportamentul fiscal, economia experimentală, neuroștiințele cognitive, neurobusiness, neurofinanțe, neuroturism. A publicat 51 de cărți și capitole în cărți în calitate de autor, editor și traducător și peste 152 de articole științifice în reviste academice de prestigiu. Este director și membru în 59 de granturi de cercetare și a obținut peste 60 de premii, medalii și distincții naționale și internaționale pentru activitatea didactică și de cercetare. A coordonat proiecte și evenimente cu cercetători de la 134 de universități, institute

și organizații din întreaga lume. Este membru al Registrului de Experți ai CNATDCU. În 2022, 2023 și 2024, a fost inclusă în Primii 2% cei mai influenți oameni de știință ai lumii din toate domeniile științifice și din propriul domeniu științific, conform prestigiosului clasament Scopus (Elsevier) realizat de Stanford University (SUA). Este membru AAFBR din august 2021.

Site-uri utile

Banca Națională a României <http://www.bnro.ro/Home.aspx>

Institutul Național de Statistică <http://www.insse.ro/cms/>

Bursa de Valori București <http://www.bvb.ro/>

Autoritatea de Supraveghere Financiară <http://asfromania.ro/>

Institutul de Studii Financiare <https://www.isf.ro/ro>

ANEVAR: <http://site2.anevar.ro/>

Asociația Română a Băncilor <http://www.arb.ro/>

Consiliul Patronatelor Bancare din România <https://www.cpbr.ro/>

Asociația Administratorilor de Fonduri din România <http://www.aaf.ro/>

Asociația Societăților Financiare - ALB Romania <http://www.alb-leasing.ro/>

Consiliul Fiscal <http://www.consiliulfiscal.ro/>

Invest Romania <http://investromania.gov.ro/web/>

ENVISIA: <https://envisia.eu/>

Institutul Bancar Român: <https://www.ibr-rbi.ro/>

VI. Echipa editorială a newsletterului



Coordonator: Razvan Alexandru RUSU, EMBA, CESGA

Răzvan este un profesionist cu experiență în domeniul investițiilor, având peste 20 de ani de activitate în administrarea portofoliilor și experiența executivă. În prezent, ocupă funcția de Manager de Portofoliu la Allianz-Țiriac Pensii Private, al doilea cel mai mare administrator de fonduri de pensii din România, cu un portofoliu ce depășește 6 miliarde de euro. Este specializat în administrarea portofoliilor de acțiuni, investiții sustenabile și integrarea criteriilor ESG. Răzvan deține un Executive MBA acordat de Universitatea din Geneva, este certificat ca GRI Sustainability Professional și ESG Analyst, iar în prezent urmează un doctorat axat pe integrarea ESG în investițiile fondurilor de pensii.



Flavius JAKUBOWICZ

Flavius Jakubowicz este Președinte AAFBR, are peste 17 ani de experiență în consultanță fiscală, contabilitate și consultanță financiară, fiind Consultant Fiscal (Expert Fiscal Judiciar), membru CCFR și CFE Tax Advisors Europe, și Auditor financiar, membru CAFR/ASPAAS. Deține certificările ESG Essentials și Digital Assets and MiCA emise de EFFAS—European Federation of Financial Analysts Societies.



Emilia FRUNZĂ

Emilia este Coordonator al Departamentului de Programe ID și Certificări Internaționale din cadrul Institutului Bancar Român, iar din 2025 s-a alăturat echipei AAFBR ca Project manager. Are o experiență de peste 20 de ani în administrare și organizare de cursuri și programe de pregătire certificate la nivel național și internațional, precum și ca lector pentru cursuri de limba engleză pentru domeniul financiar.

Newsletter-ul AAFBR reprezintă un serviciu de informare furnizat de către Asociația Analizatorilor Financiarilor Bancari din România (www.aafb.ro). Articolele și analizele din cadrul newsletter-ului AAFBR prezintă puncte de vedere ale autorilor cu privire la subiecte și evenimente considerate de interes pentru comunitatea AAFBR și publicul larg la un anumit moment. Acestea utilizează surse de informare considerate a fi de încredere, fără a garanta în niciun fel că informațiile publicate în acest material sunt adevărate, corecte și complete. Prezentarea și analiza datelor sunt oferite cu bună credință și doar în scop informativ. Este recomandabil ca cititorul să colecteze informații legate de o anumită temă din mai multe surse, alături de cele găsite în acest newsletter. Autorii și colaboratorii newsletter-ului AAFBR pot deține valori mobiliare prezentate în acest raport și/sau avea raporturi contractuale cu diverse companii analizate. Autorii și AAFBR nu își asumă nicio răspundere pentru pierderile rezultate din utilizarea sau fundamentarea deciziilor pe baza datelor furnizate în acest newsletter. Preluarea informațiilor și materialelor din acest buletin este permisă cu condiția obligatorie a menționării drept sursă "Autor articol, sursă newsletter AAFBR". Articolele semnate în calitate de membri, conducători și colaboratori AAFBR reflectă integral analizele și opiniile autorilor, fără a fi implicate în niciun fel companiile unde își exercită funcția în prezent sau și-au desfășurat activitatea în trecut.

