

ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE DIN BUCUREȘTI

Școala Doctorală de Finanțe

**IMPACTUL RATING-ULUI SUVERAN ȘI DE COMPANII
ASUPRA CREȘTERII ECONOMICE ÎN UNIUNEA
EUROPEANĂ**

Ana Maria Mărășescu

Conducător de doctorat: Prof. Univ. Dr. Ion Stancu

Conducător de doctorat: Prof. Univ. Dr. Ștefan Daniel ARMEANU

(cotutelă)

București 2024

CUPRINS

REZUMATUL TEZEI DE DOCTORAT	i
MULȚUMIRI.....	ix
CUPRINS	x
INTRODUCERE.....	1
CAPITOLUL 1	3
PREZENTAREA GENERALĂ A CONCEPTELOR ABORDATE.....	3
1.1. Uniunea Europeană	3
1.2. Agențiile de rating și rolul acestora în piața financiară	7
1.3. Scala globală de rating pe termen lung	8
1.4. Creșterea economică – factori de influență, literatura de specialitate.....	9
1.5. Performanța întreprinderii.....	13
1.6. Stadiul cunoașterii în domeniul performanței întreprinderii.....	15
1.7. Concluzii	20
CAPITOLUL 2.....	21
RATING-UL SUVERAN – IMPACT ASUPRA CREȘTERII ECONOMICE	21
2.1. Aspecte generale privind Uniunea Europeană și Rating-ul suveran	21
2.1.1. Aderarea la zona euro.....	21
2.1.2. Rating-ul suveran	22
2.2. Metodologia de analiză econometrică utilizată și prezentarea datelor prelucrate....	25
2.3. Analiza datelor – prezentarea rezultatelor obținute.....	28
2.3.1. Prezentarea indicatorilor analizați.....	28
2.3.2. Rating-ul suveran înainte și după aderarea la zona euro	31
2.3.3. Impactul rating-ului asupra PIB-ului anual	35
2.3.4. Impactul rating-ului asupra PIB pe cap de locuitor.....	39
2.3.5. Rating-ul suveran vs. strategia de impozitare a statelor UE.....	41
2.4. Concluzii	44
CAPITOLUL 3.....	46
RATING-UL SUVERAN ÎN ȚĂRILE DEZVOLTATE VS. ȚĂRILE ÎN CURS DE DEZVOLTARE ȘI IMPACTUL CRIZEI ECONOMICE.....	46
3.1. Analiza corelației PIB~Rating în țările dezvoltate vs țări în curs de dezvoltare.....	46
3.2. Analiza corelației PIB~Rating sub efectul crizelor economice.....	52
3.2.1. Efectul crizei financiare 2007-2008	52
3.2.2. Efectul crizei generate de pandemia COVID19	59

3.3. Concluzii	67
CAPITOLUL 4.....	68
RATING-UL DE COMPANII – IMPACT ASUPRA PERFORMANȚEI COMPANIILOR ȘI A CREȘTERII ECONOMICE.....	68
4.1. Aspecte generale privind ratingul de companii și prezentarea entităților studiate... 68	
4.1.1. Modele de rating companii.....	68
4.1.2. Nevoia de rating de credit	69
4.1.3. Integrarea asimetriei de informație în deciziile financiare.....	70
4.1.4. Evaluarea companiei prin mecanismul opțiunilor.....	73
4.1.5. Estimarea costului creditului în raport cu clasa de rating a companiei.....	77
4.1.6. Estimarea riscului de nerambursare a datoriei unei companii.....	78
4.1.7. Extinderea abordării ratingurilor sintetice.....	81
4.1.8. Estimarea unei funcții-scor de clasificare și estimare a probabilității ca entitatea să fie sustenabilă sau în dificultate	81
4.1.9. Rezultatele analizei discriminante.....	84
4.2. Concluzii	88
CAPITOLUL 5.....	89
MODELE DE RATING DE CREDIT	89
5.1. Modele de rating de credit.....	89
5.1.1. Indicatori cheie	92
5.1.2. Critici asupra modelelor PD	92
5.1.3. Modele de rating de credit (agenții internaționale)	93
5.1.4. Modele de rating de credit (agenții naționale).....	102
5.1.5. KMV: Un model de risc de credit bazat pe acțiuni	105
5.2. Concluzii	119
CAPITOLUL 6.....	121
NOUL TREND GLOBAL: RATING-UL ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE) – IMPACT ASUPRA RATINGULUI CLASIC ȘI AL CREȘTERII ECONOMICE.....	121
6.1 Conceptul ESG – impact semnificativ asupra piețelor financiare.....	121
6.1.1. ESG – noul rating suveran	123
6.1.2. Rating ESG pentru companii.....	123
6.2 Reglementări în domeniul ESG.....	124
6.3. Analiza datelor	126

6.3.1. ESG la nivel suveran	126
6.3.2. ESG la nivel de companii	132
6.4 Concluzii	133
CONCLUZII	135
REFERINȚE BIBLIOGRAFICE	136
ANEXE	141
Anexa nr. 1 – Scală globală de rating pe termen lung S&P/MOODY`S/FITCH.....	141
Anexa nr. 2 – PIB anual și PIB/cap de locuitor în perioada 1996 – 2019.....	143
Anexa nr. 3 – Rating suveran la nivel mondial	145
Anexa nr. 4 – Rating suveran în perioada 1996 – 2019	148
Anexa nr. 5 – Cote de impozitare în UE (TVA/impozit pe profit)	149
Anexa nr. 6 – Modelul KMV pentru companii românești	151
Anexa nr. 7 – Compoziția indicelui BET	163
Anexa nr. 8 – ROA, ROE, ROI companii românești analizate	164
LISTA TABELELOR	166
LISTA FIGURILOR/GRAFICELOR	167
LISTA ABREVIERILOR SI ACRONIMELOR	178
LISTA ANEXELOR	179

Cuvintele cheie: Rating, PIB Global, PIB/cap de locuitor, ESG, creștere economică, performanța companiilor, indicatori financiari, zona euro, Uniunea Europeană, criza economică, pandemia COVID-19

Sinteza lucrării

Prezenta lucrare își propune să prezinte o imagine de ansamblu asupra statelor din Uniunea Europeană, atât din punct de vedere financiar, respectiv a poziției economice a statelor sau a profitabilității companiilor, cât și din punct de vedere al impactului social și de mediu, obiectiv atins prin prezentarea conceptului ESG (Environmental, Social, Governance), respectiv a importanței acestuia în prezent. Este analizat în această lucrare impactul pe care ratingurile îl au asupra creșterii economice luând în considerare cu prioritate indicatorii economici, însă ținând cont și de evoluțiile evenimentelor cu impact semnificativ la nivel global precum criza financiară, pandemia COVID-19 sau impactul asupra mediului înconjurător.

În Capitolul 1 sunt prezentate informații generale privind conceptele abordate în cadrul lucrării, precum rating-ul, creșterea economică și performanța întreprinderii, împreună cu stadiul cunoașterii la acest moment. Rating-urile prezentate în lucrare sunt emise de către cele mai importante agenții de rating, denumite și “Big Three”: Standard&Poor's Financial Services, Moody's Investor Services și Fitch Ratings, care sunt și printre cele mai vechi agenții, deținând astfel cea mai mare experiență în emiterea ratingurilor. În prezent, ratingurile emise de acestea joacă un rol crucial în lumea financiară, influențând diferite aspecte ale vieții financiare, atât la nivel macroeconomic (rating-ul suveran), cât și la nivel microeconomic (rating-ul de companii).

Rating-ul suveran urmărește, în principal, creșterea economică exprimată de regulă cu ajutorul produsului intern brut (total sau pe cap de locuitor). Guvernele implementează politici pentru a promova creșterea economică, respectiv pentru a stimula activitatea economică, a îmbunătăți productivitatea și a dezvolta un mediu favorabil pentru investiții și inovare. Creșterea economică este adesea determinată de factori precum investițiile, progresele tehnologice, creșterea productivității, cheltuielile consumatorilor, precum și exporturile nete. PIB-ul este un indicator cheie pentru a evalua starea economiei unei țări și este utilizat pentru a compara performanța economică între diferite țări, fiind important pentru creșterea nivelului de trai, reducerea sărăciei și crearea de oportunități de muncă.

Ratingul de companii urmărește îndeosebi performanța întreprinderii, concept esențial în managementul afacerilor. Factorii care pot influența performanța unei companii sunt diverși, printre aceștia numărându-se factorii interni și externi, de natură financiară, dar și non-financiară, calitatea managementului, condițiile pieței sau capacitatea de a dezvolta noi produse și tehnologii inovative.

Indicatorii economici cheie în determinarea performanței unei companii sunt:

- indicatorii financiari, precum profitabilitatea, măsurată prin Marja de profit net (Profit Net/Venituri din vânzări) sau rata de Rentabilitate a capitalului – ROE (Profit net/Capitaluri proprii), rata de Rentabilitate a Activelor – ROA (Profit Net/Active Totale) sau rata de rentabilitate a capitalului investit – ROIC (Profit Operațional/Capital investit),
- indicatorii de lichiditate, precum Lichiditatea curentă (Active curente/Datorii curente) sau Lichiditatea imediată (Active curente – Stocuri)/Datorii curente,
- indicatorii bursieri, precum Câștigul pe Acțiune (EPS, eng. „Earnings Per Share”), indicator esențial pentru investitori.

Evaluarea performanței financiare a unei entități are ca bază de pornire situațiile financiare întocmite de aceasta, care trebuie să conțină informații ce reflectă realitatea economică a evenimentelor pentru a se oferi o imagine fidelă a poziției financiare a entității. Performanța

companiei este analizată îndeosebi prin rentabilitatea capitalurilor proprii, ca urmare a complexității acestui indicator (ROE).

Capitolele 2 și 3 sunt dedicate rating-ului suveran și impactului avut de acesta asupra creșterii economice în Uniunea Europeană, luând în considerare, cu prioritate, indicatorii macroeconomici precum PIB-ul global și PIB-ul pe cap de locuitor. În analizele efectuate sunt cuprinse evoluțiile evenimentelor cu impact semnificativ la nivelul Uniunii Europene, cum ar fi aderarea la zona euro a statelor membre UE, dar și a acelor evenimente cu impact la nivel global, precum criza financiară din perioada 2007-2008 sau pandemia COVID-19, care, deși nu are origine economică, a avut totuși efecte importante asupra indicatorilor înregistrați de statele membre UE. În ceea ce privește împărțirea statelor în țări dezvoltate și țări în curs de dezvoltare, pentru perioada analizată, s-a luat în considerare faptul că țările ce alcătuiesc OCDE la momentul analizei sunt clasificate ca fiind state dezvoltate, iar țările non-OCDE sunt considerate în curs de dezvoltare, acestea reprezentând în analiză un număr mic de state. Perioada de timp aleasă este generoasă și conține date începând cu anul 1996 și până în prezent.

Ratingul suveran are diverse implicații pentru guverne, investitori, dar și pentru economia unei țări în ansamblul ei. Țările cu ratinguri suverane mai bune atrag investițiile străine directe pentru că beneficiază de rate ale dobânzilor mai scăzute pe piețele internaționale, în timp ce statele cu un rating mai scăzut pot avea dificultăți în a accesa piețele internaționale de capital, sau se pot afla chiar în imposibilitatea de a se împrumuta pentru a depăși perioadele dificile. De asemenea, ratingul suveran poate influența poziția unei țări în negocierile internaționale. Prin urmare, un rating suveran ridicat stimulează investițiile, îmbunătățește stabilitatea economică și financiară și aduce un real beneficiu statului în relațiile internaționale.

Pentru studierea impactului Rating-ului asupra PIB-ului și vice-versa, analiza din prezenta lucrare este efectuată pe baza rating-ului suveran și a produsului intern brut (anual și/sau pe cap de locuitor). Pentru această analiză, au fost utilizate regresii simple pe date de tip panel, cu efecte fixe de tip cross-section, iar valorile ce au stat la baza calculelor provin din bazele de date: (i) Thomson Reuters (Refinitiv, în prezent) pentru informațiile privind Rating-ul suveran și (ii) Eurostat pentru informațiile privind indicatorii PIB anual și PIB/cap de locuitor. Pentru evaluarea rating-urilor, s-a folosit o transformare liniară pe baza scalei de rating propusă de Sy, A. (2004).

Totodată, având în vedere faptul că o politică fiscală bine gândită și echilibrată poate stimula creșterea economică și poate asigura sustenabilitatea pe termen lung, lucrarea de față corelează indicatorii macroeconomici studiați (Rating-ul suveran și PIB-ul) inclusiv cu indicatori fiscali importanți, precum taxa pe valoare adăugată și impozitul pe profit.

Capitolele 4 și 5 prezintă rating-ul de companii și impactul acestuia asupra performanței financiare și a creșterii economice. Sunt prezentate principalele modele de rating de credit folosite de agențiile internaționale, dar și de cele naționale. Pentru companiile mai mici sunt adesea folosite metode alternative, cum ar fi modelele de probabilitate de neplată (PD – probability of default).

Este prezentat în lucrare modelul KMV, folosit pentru evaluarea riscului de credit al unei companii, care a fost dezvoltat de Moody's Analytics și care este bazat pe teoria opțiunilor și pe analiza structurală a riscului de credit. Alte principale modele de evaluare a riscului de credit prezentate în lucrare sunt:

a) modele internaționale:

- CreditMetrics (J.P. Morgan),
- CreditRisk+ (Credit Suisse First Boston),
- CreditPortfolioView (McKinsey),
- Fitch Ratings,
- Platforma FICO.

b) modele naționale:

- RisCo Business Intelligence,
- Confidas.

Capitolul 6, final, aduce o nouă abordare privind evaluarea performanței (a statelor sau a companiilor) față de cea clasică bazată strict pe indicatorii financiari și anume analiza efectuată din punct de vedere al mediului, al aspectelor sociale și al politicilor guvernamentale, respectiv analiza bazată pe indicatorul ESG (Environmental, Social, Governance), care, în contextul global actual, devine din ce în ce mai important. Acest capitol prezintă evoluția ratingurilor ESG, în special a Indicatorului ESG Global Score emis de Beyond Rating SAS pentru analiza riscului suveran al statelor Uniunii Europene. De asemenea, această lucrare coroborează indicatorii ESG cu ratingurile suverane emise de cele mai importante trei agenții de rating de credit, dar și cu nivelul PIB-ului și PIB/cap de locuitor din țările UE.

La nivelul companiilor, există un interes în creștere din partea investitorilor pentru produse conforme ESG. Administratorii de active și investitorii instituționali încorporează din ce în ce mai mult factorii ESG în strategiile lor de investiții pentru a îndeplini cerințele de reglementare, dar și pentru a se alinia la preferințele clienților lor. În general, un cadru ESG susține dezvoltarea durabilă și, în același timp, atinge obiectivele financiare.

Acest capitol își propune să prezinte comparativ cei doi indicatori (Indicatorul ESG Global Score și Ratingul Suveran emis de agențiile de rating), dar și să verifice necesitatea analizei cumulative a

celor doi indicatori. Aceste rating-uri ESG sunt analizate și în corelație cu alți indicatori macroeconomici precum PIB și PIB pe cap de locuitor în statele membre UE.

La nivelul companiilor, ratingurile de credit trebuie coroborate cu analizele EGS, deoarece Ratingurile de credit reprezintă analize financiare tradiționale care pot trece cu vederea anumiți factori nefinanciari ce pot avea un impact semnificativ asupra performanței pe termen lung a unei companii.

În final, concluziile ce se pot desprinde urmare analizelor efectuate pe parcursul tezei confirmă, pe alocuri, teoriile din literatura de specialitate, sau, în alte cazuri, pun sub îndoială monopolul câștigat în piața financiară de analiza privită strict din punct de vedere economic. De asemenea, rezultatele obținute aduc și un plus de informații, sau constituie idei interesante pentru alte cercetări viitoare.