

O ANALIZĂ A COMPANIILOR NEFINANCIARE DIN UNIUNEA EUROPEANĂ

AN ANALYSIS OF THE NON-FINANCIAL COMPANIES IN THE EUROPEAN UNION

George – Cornel Dumitrescu*

Institutul de Economie Mondială – Academia Română, București, România

Rezumat

Lucrarea de față își propune să facă o radiografie a companiilor nefinanciare din țările membre ale Uniunii Europene (UE) prin prisma unui set de indicatori relevanți (îndatorarea totală, rentabilitatea capitalului propriu, cota de profit, ponderea în PIB a datoriilor, rata de investiții brute), cu scopul de a evidenția abaterea acestora față de media UE și a Zonei euro. Lucrarea se bazează pe analiza literaturii de specialitate pe tema abordată și pe prelucrarea și interpretarea datelor statistice și a informațiilor puse la dispoziție de Banca Centrală Europeană, Banca Națională a României și Comisia Europeană.

Cercetarea evidențiază faptul că, între 2007 și 2016, companiile nefinanciare din România s-au situat sub performanțele Zonei euro doar în ceea ce privește îndatorarea totală și, temporar, în cazul ponderii în PIB a datoriilor și al rentabilității capitalului propriu. Din perspectiva investițiilor și a profitului, țara noastră s-a situat în tot intervalul analizat peste performanțele Zonei euro.

Cuvinte-cheie: Uniunea Europeană (UE), companii nefinanciare, export, îndatorare, investiții, rata profitului

Clasificare JEL: F1, E22, G23, M20

Abstract

This paper aims to analyse the non-financial companies in the European Union (EU) member countries, using a set of relevant indicators (debt to equity ratio, net return on equity, gross profit share, debt to GDP ratio, gross investment rate) in order to establish the deviation from the EU and the Eurozone average. The analysis in our paper is based on both insights from the current literature and statistical data and information provided by the European Central Bank, the National Bank of Romania, and the European Commission.

According to the findings of our research, between 2007 and 2016 Romanian non-financial companies underperformed most noticeably in terms of debt to equity ratio and only temporarily in respect of debt to GDP ratio as compared to the Eurozone. From the perspective of gross investment rate and gross profit share, Romanian companies outperformed the Eurozone as a whole.

Keywords: European Union (EU), non-financial companies, export, debt, investment, profit rate

JEL Classification: F1, E22, G23, M20

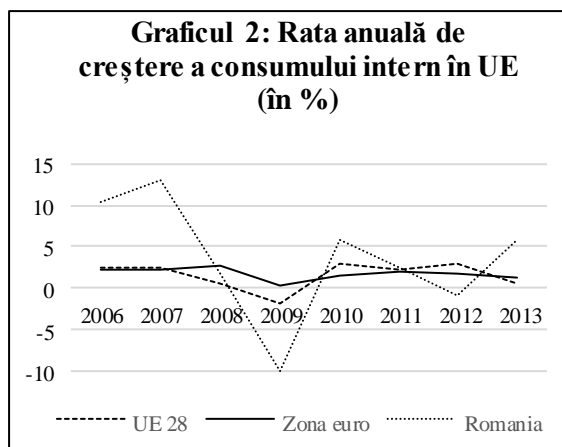
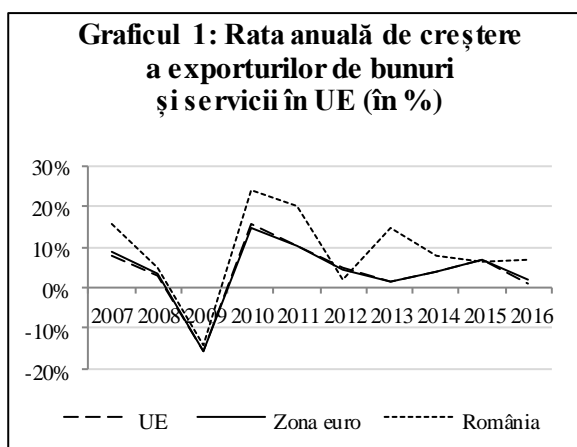
* Autor de contact: dr. George-Cornel Dumitrescu, e-mail: george.cornel@gmail.com.

1. Introducere

Când a debutat criza financiară la sfârșitul verii anului 2007, se credea că economia Uniunii Europene (UE) va fi imună în fața turbulențelor financiare de peste ocean. Această iluzie a fost alimentată de convingerea că economia reală avea o fundație solidă, bazată pe exporturi, și o situație financiară bună a companiilor și gospodăriilor.

Percepțiile s-au schimbat brusc în septembrie 2008, când guvernul SUA a salvat Fannie Mae și Freddy Mac (două mari companii financiare care au garantat mii de credite ipotecare de tip subprime), Banca Rezervei Federale din New York a salvat AIG (cu un împrumut de 85 de miliarde de dolari), iar Lehman Brothers (o companie de servicii financiare globale) a inițiat procedura de faliment ș.a. Drept urmare, bursele europene au intrat în declin, creditul comercial a devenit scump și greu accesibil, iar exporturile țărilor UE au scăzut dramatic (Graficul 1). În plus, scăderea accelerată a consumului intern (Graficul 2) a determinat companiile nefinanciare din UE să își redimensioneze producția sau să lucreze pe stoc și de asemenea să își revizuiască planurile de investiții, pe fondul incertitudinilor generate de criză.

Pentru a reduce efectul de levier, marile bănci europene și-au redus masiv expunerile pe piețele emergente ale UE, închizând liniile de credit și repatriind capitalurile.



Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

Cercetarea noastră are drept obiectiv identificarea eventualelor disparități la nivelul companiilor nefinanciare¹ din Uniunea Europeană, în intervalul 2007-2016, întrucât așa cum susținea prim-viceguvernatorul Băncii Naționale a României: „Viteza și consistența procesului de convergență reală depind, în proporție covârșitoare, de performanțele economiei reale” (Georgescu, 2017).

¹ Sunt analizate companiile din următoarele 4 sectoare principale de activitate: (i) agricultură; (ii) industrie și energie; (iii) construcții; și (iv) servicii și comerț, care nu se regăsesc în sectorul intermedierei financiare (cod CAEN 65, 66 și 67).

În cazul României, în prima jumătate a anului 2008 sectorul companiilor nefinanciare a avut o poziție solidă, caracterizată prin niveluri confortabile ale indicatorilor financiari și un comportament adecvat de rambursare a creditelor, potrivit analiștilor Băncii Naționale a României (BNR, 2008). Către finele anului însă, capacitatea de onorare a serviciului datoriei s-a deteriorat, pe fondul:

(i) crizei economice internaționale, care a afectat cererea externă și internă, ceea ce a redus influxul de lichidități al firmelor;

(ii) înăsprirea standardelor de creditare, care au avut ca efect materializarea riscurilor aferente refinanțării datoriilor scadente.

În consecință, rata restanțelor bancare la nivelul sectorului corporativ s-a majorat.

În perioada premergătoare crizei, majoritatea firmelor din UE au înregistrat o pondere a datoriilor în totalul activelor de peste 50%, ca rezultat al expansiunii creditării pe fondul condițiilor favorabile oferite de bănci (ECB, 2016).

După declanșarea crizei, ca urmare a scăderii dramatice a creditării, majoritatea statelor membre au adoptat măsuri politice pentru ameliorarea accesului companiilor la lichidități, în special la credite bancare, cu ajutorul creării și extinderii sistemelor de credite și de garanții destinate IMM (Comisia Europeană, 2009). Astfel, în cadrul perioadei de programare (2007-2013), UE a oferit în mod special IMM o combinație echilibrată de instrumente financiare flexibile.

Instrumentele financiare ale Programului-cadru pentru competitivitate și inovare (CIP), cu un buget de 1,1 miliarde de euro, au oferit posibilitatea instituțiilor financiare să acorde finanțări în valoare de aproximativ 30 de miliarde de euro. În perioada 2008-2011, Banca Europeană de Investiții a acordat împrumuturi pentru IMM de aproximativ 40 de miliarde de euro (European Commission, 2011).

După scăderea generată de declanșarea crizei, investițiile în industria prelucrătoare s-au relansat în 2010 și au rămas relativ stabile ulterior, inclusiv în sectorul serviciilor. Investițiile în domeniul construcțiilor au continuat însă să scadă, din cauza datoriilor acumulate de firmele de profil. Totuși, în perioada analizată rata investițiilor companiilor nefinanciare s-a menținut la un nivel modest, mult mai scăzut decât în perioada premergătoare crizei.

2. Îndatorarea totală a companiilor nefinanciare din țările membre ale UE

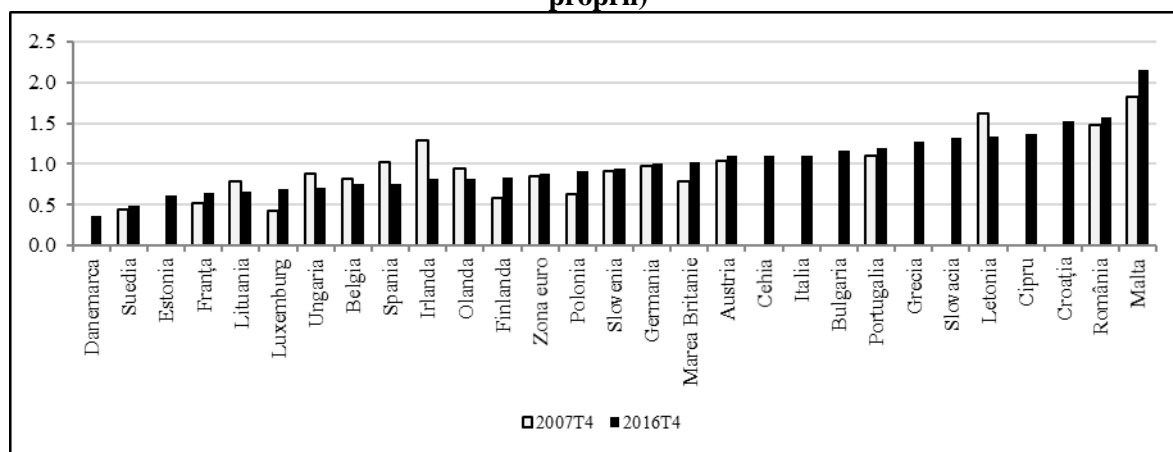
Îndatorarea totală a companiilor nefinanciare se calculează ca raport între datoriile totale și capitalurile proprii. De regulă, o valoare a raportului sub 0,5 este acceptabilă pentru cea mai mare parte a activităților. O limită sub 0,3 indică o rezervă în apelarea la credite, iar peste 0,8 o dependență de credite.

În Graficul 3 prezentăm comparativ îndatorarea totală a companiilor nefinanciare din UE în trimestrul 4 (T4) din 2007 și 2016.

La nivelul T4 din 2007, se evidențiază un grad ridicat de eterogenitate în rândul țărilor membre ale UE. Cea mai ridicată valoare a raportului a fost înregistrată în Malta (1,82), urmată de Letonia (1,62) și România (1,47), aceste țări având companii nefinanciare caracterizate printr-o dependență mare de finanțarea externă (credite). La polul opus se aflau Luxemburg (0,42), Suedia (0,44) și Franța (0,51), țări ale căror companii își pot finanța activitatea cu precădere din resurse proprii.

În T4, 2016, țările cu cel mai ridicat nivel al îndatorării totale a companiilor nefinanciare au fost Malta (2,15), România (1,56) și Croația (1,52). Statele ale căror companii s-au evidențiat printr-o capacitate ridicată de finanțare a activităților proprii au fost Danemarca (0,36), Suedia (0,47) și Estonia (0,60).

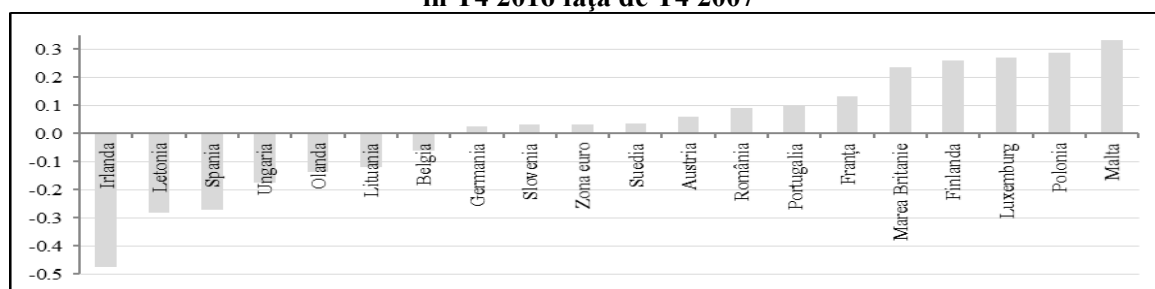
Graficul 3: Îndatorarea totală a companiilor nefinanciare din țările membre ale UE în trimestrul 4 (T4) din 2007 și 2016 (raportul dintre datoriile totale și capitalurile proprii)



Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

Graficul 4 evidențiază abaterile valorii îndatorării totale a companiilor nefinanciare din UE în T4 2016 față de T4 2017. Cele mai mari creșteri ale valorii indicatorului au fost înregistrate în Malta (0,33), Polonia (0,28) și Luxemburg (0,27). Irlanda a cunoscut cea mai mare reducere a valorii raportului dintre datoriile totale și capitalurile proprii ale companiilor nefinanciare, și anume (0,47), fiind urmată de Letonia (0,28) și Spania (0,27).

Graficul 4: Abaterea îndatorării totale a companiilor nefinanciare din țările membre ale UE* în T4 2016 față de T4 2007



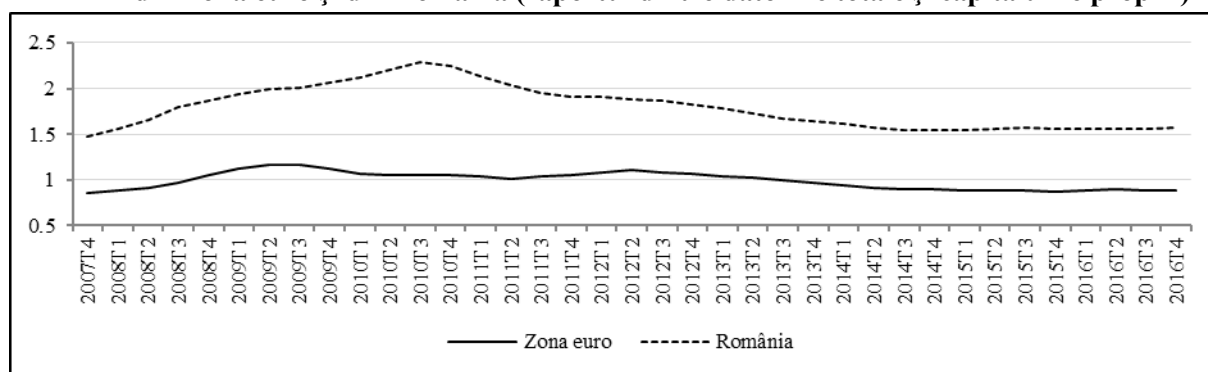
Notă: * În grafic se regăsesc doar țările pentru care există date privind T4 2007 și T4 2016.

Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor din Graficul 3.

2.1 Zona euro

Potrivit Graficului 5, în T4 2007, îndatorarea totală a companiilor nefinanciare din Zona euro indica un nivel ridicat de dependență de finanțarea externă (0,85). În trimestrul analizat, exporturile acestor firme se aflau deja pe un trend descendent. Analizii Băncii Centrale Europene (ECB, 2007) evidențiază faptul că cererea de credite s-a menținut la un nivel robust în anul 2007, în continuarea traiectoriei ascendente pe care s-a înscris încă din ultima parte a anului 2004.

Graficul 5: Îndatorarea totală a companiilor nefinanciare din Zona euro și din România (raportul dintre datoriile totale și capitalurile proprii)



Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

Îndatorarea totală a atins valoarea maximă în T2 2009 (1,17), fiind favorizată și de apelarea la instrumentele financiare din cadrul Programului-cadru pentru competitivitate și inovare (CIP). Valoarea indicatorului s-a stabilizat relativ în T2 2014 (0,91) pentru ca în T4 2016 să scadă la 0,88, ușor mai ridicată față punctul de plecare T4 2007.

Analizând componentele indicatorului (Graficele 1 și 2 din ANEXĂ), rata de creștere a datoriilor în T2 2009 (când s-a înregistrat valoarea maximă a îndatorării totale) față de T2 2008 a fost de 3,94%, în aceeași perioadă de referință capitalurile proprii înregistrând o contracție de 18,38%.

În 2009, exporturile Zonei euro au scăzut cu 15,52% față de anul anterior, în vreme ce consumul intern total a înregistrat un ritm de creștere modest, de doar 0,3%.

Valoarea datoriilor companiilor nefinanciare din Zona euro a crescut cu 7,87% între T4 2007 și T2 2009, în timp ce valoarea capitalurilor proprii a scăzut cu 21,31%. Cea mai redusă valoare a capitalurilor proprii s-a înregistrat în T2 2009, când îndatorarea totală a companiilor nefinanciare a atins valoarea maximă.

2.2 România

În cazul României, îndatorarea totală în T4 2007, ca de altfel în toată perioada analizată, a indicat o dependență mult mai ridicată a companiilor de finanțarea externă (1,47),

față (0,85) în Zona euro. Vârful a fost atins în T3 2010, și anume cu 2,28, dublu față de îndatorarea totală înregistrată de companiile nefinanciare din Zona euro.

Potrivit BNR (2010), creditul acordat sectorului privat a crescut cu 4,7% între T4 2009 și T4 2010 (de la 199.887 milioane lei la 209.294 milioane lei), ponderea companiilor nefinanciare în creditul total acordat sectorului privat fiind de 8,8%.

Din T3 2010, îndatorarea totală a intrat pe o pantă descrescătoare, stabilizându-se între T2 2014 și T4 2016 în jurul valorii de 1,55. Potrivit BNR (2014), creditele în lei acordate companiilor nefinanciare s-au majorat – însă mai lent și cu sincope de ritm (1,4% în decembrie 2014, față de 6,3% în iulie 2014 și -1,2% la finele anului 2013) – pe seama împrumuturilor pe termen lung.

Analizând componentele indicatorului (Graficele 1 și 2 din ANEXĂ), se evidențiază faptul că în T3 2010 (ce corespunde vârfului atins de îndatorarea totală a companiilor nefinanciare din România) comparativ cu T3 2009, rata anuală de creștere a datoriilor acestor firme a fost de 17,4%, în condițiile în care în Zona euro aceasta a înregistrat o contracție de 0,2%.

Merită însă menționat faptul că, în 2010, ritmul anual de creștere a consumului intern în România a fost de 5,9%, comparativ cu contracția severă din anul anterior (-10,0%). De asemenea, s-a înregistrat și o relansare accelerată a exporturilor, într-un ritm anual de creștere de 24,22%, față de un declin cu 4,07% în 2009.

În T3 2010, datoriile companiilor nefinanciare din România au marcat o creștere de 69,3% față de T4 2007, în timp ce capitalurile proprii s-au majorat cu doar 9,45%.

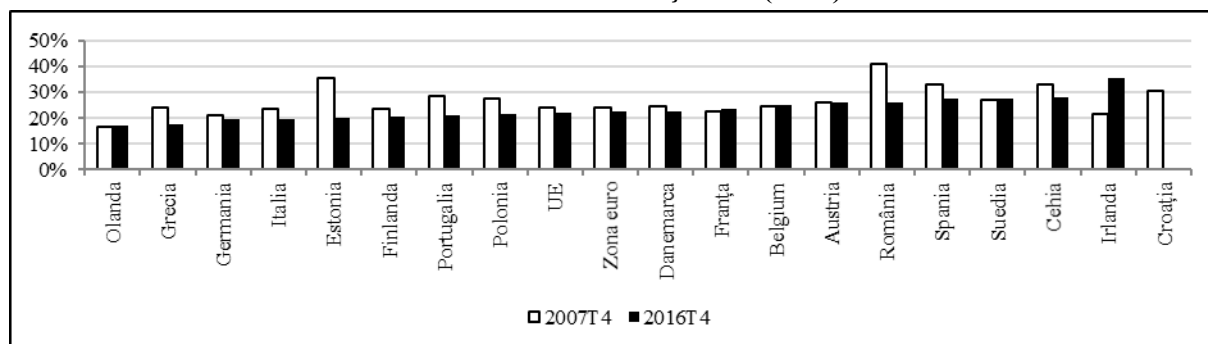
3. Rata investițiilor companiilor nefinanciare din țările membre ale UE

Rata investițiilor companiilor nefinanciare este definită ca raport între formarea brută a capitalului fix și valoarea adăugată brută, și anume între investițiile societăților nefinanciare în active fixe (clădiri, utilaje, programe informatice, ameliorări majore a activelor fixe etc.) și valoarea adăugată creată în cursul procesului de producție.

Valoarea adăugată brută exprimă beneficiul rezultat din utilizarea factorilor de producție, îndeosebi munca și capitalul, peste valoarea materiilor prime, materialelor și serviciilor cumpărate de întreprindere de la terți, și asigură remunerarea participanților direcți și indirecti la activitatea economică a societății: personalul, statul, creditorii, acționarii etc.

Ca instrument financiar, valoarea adăugată brută (VAB) permite aprecierea performanțelor economico-financiare ale companiilor, puterea economică reală a acestora, capacitatea de a finanța producția și contribuția acestora la formarea PIB.

Graficul 6: Rata investițiilor companiilor nefinanciare din țările membre ale UE, în T4 din 2007 și 2016 (în %)



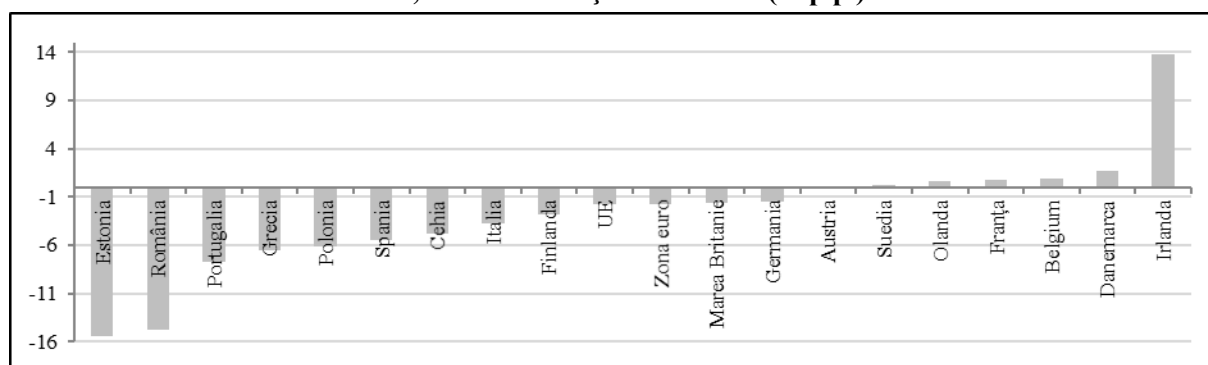
Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

În T4 2007, s-a evidențiat un anumit grad de eterogenitate a nivelului ratei investițiilor companiilor nefinanciare din țările membre ale UE (Graficul 6). Primele trei clasate au fost România, cu o rată a investițiilor de 41,1%, urmată de Estonia (35,4%) și Spania (33,0%). Pe ultimele trei poziții s-au aflat Germania (21,2%), Marea Britanie (18,3%) și Olanda (16,6%).

În T4 2016, rata investițiilor a avut o tendință de diminuare față de T4 2007, excepții făcând Olanda (17,3%, față de 16,6%), Franța (23,4%, față de 22,6%), Belgia (25,3%, față de 24,5%), Suedia (27,5%, față de 27,2%) și Irlanda (35,6%, față de 21,8%).

Cel mai ridicat nivel al ratei investițiilor s-a înregistrat în Irlanda (35,6%), urmată de Cehia (28,1%) și Suedia (27,5%). Pe ultimele poziții s-au situat Grecia (17,5%), Olanda (17,3%) și Marea Britanie (16,7%).

Graficul 7: Abaterea ratei investițiilor companiilor nefinanciare din țările membre ale UE*, în T4 2016 față de T4 2007 (în p.p.)



Notă: * În grafic se regăesc doar țările pentru care există date privind T4 2007 și T4 2016.

Sursa: Reprezentarea autorului pe baza datelor din Graficul 6.

În Graficul 7, se observă că cea mai mare creștere a nivelului ratei investițiilor companiilor nefinanciare din UE în T4 2016 față de T4 2007 a fost înregistrată în Irlanda (13,8 p.p.), urmată de Danemarca (1,7 p.p.) și Belgia (0,9 p.p.). Cea mai mare scădere a fost înregistrată în Estonia (15,4 p.p.), urmată de România (14,8 p.p.) și Portugalia (7,7 p.p.).

3.1 Zona euro

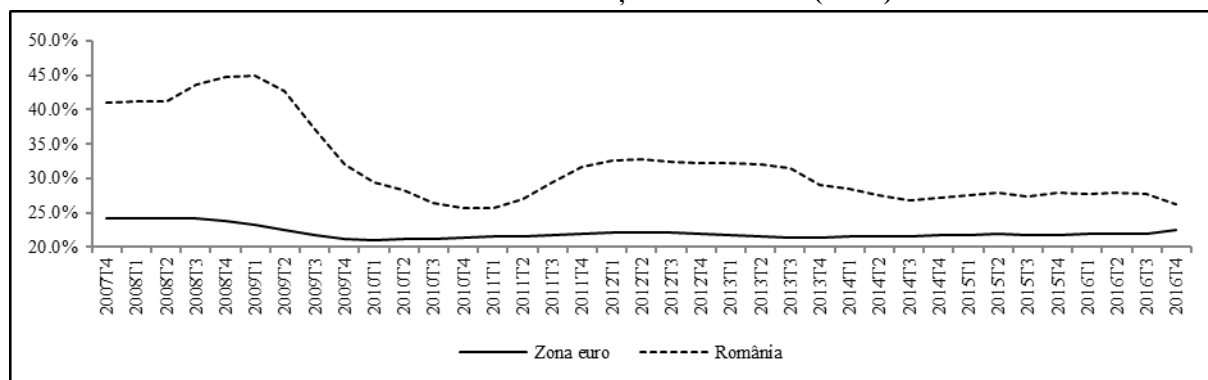
Conform Graficului 8, în T4 2007 nivelul ratei investițiilor companiilor nefinanciare din Zona euro era de 24,1%. Investițiile au înregistrat un ritm de creștere de două cifre pe parcursul întregului an, acestea fiind susținute de condițiile favorabile de finanțare (îndeosebi în primul semestru al anului), de profiturile mari obținute de firme și de îmbunătățirea continuă a eficienței capitalului ca urmare a efectului restructurărilor anterioare crizei.

Trebuie menționate în context și evoluțiile pozitive înregistrate de cererea internă (ritm anual de creștere de 2,1%) și de exporturi (8,92%) ca stimuli ai investițiilor.

În următoarele trei trimestre, nivelul ratei investițiilor s-a menținut constant (24,1%), înscriindu-se apoi pe un trend descendent, atingând punctul minim în T1 2010 (21,0%), ca urmare a contracției severe înregistrate de exporturi și de consumul intern în 2009 (-15,52% și, respectiv, -10,0%).

În T1 2010, investițiile productive au scăzut cu 12,7% față de T1 2009, iar valoarea adăugată brută s-a diminuat cu 3,4% în același interval.

Graficul 8: Rata investițiilor companiilor nefinanciare din Zona euro și din România (în %)



Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

Măsurile de stimulare adoptate de autoritățile guvernamentale au susținut temporar cererea privată, în special în sectoarele auto și imobiliar. Companiile au continuat să restrângă investițiile fixe pe fondul condițiilor restrictive de creditare, al gradului redus de utilizare a capacităților de producție și al perspectivelor economice incerte (ECB, 2009).

Potrivit ECB (2010), nevoia de finanțare externă a societăților nefinanciare a fost limitată de cheltuielile reduse cu investițiile și de restrângerea activităților de fuziuni și achiziții, precum și de persistența expansiunii fondurilor interne disponibile. Spre sfârșitul anului 2010 au apărut semnalele unei normalizări treptate și ale unui necesar sporit de finanțare corporativă, ca urmare a relansării exporturilor și a consumului intern.

3.2 România

În T4 2007, nivelul ratei investițiilor companiilor nefinanciare din România a fost de 41,1%, mult mai ridicat comparativ cu Zona euro. Valoarea investițiilor productive s-a cifrat la 88,2 miliarde de euro, iar cea a VAB la 214,7 miliarde de euro. Dinamica investițională a fost susținută de ritmul anual de creștere a exporturilor (15,83%), dar și de accelerarea consumului intern (12,9%).

În plus, soldul investițiilor străine directe (ISD) la finele anului 2007 s-a cifrat la 42.770 milioane de euro. Participațiile la capitalul social și profiturile reinvestite ale întreprinderilor ISD s-au ridicat la sfârșitul anului 2007 la 31.501 milioane de euro (74% din soldul final al ISD), iar creditul net total primit de către acestea de la investitorii străini direcți, inclusiv din cadrul grupului, a atins 11.269 milioane de euro, respectiv 26% din soldul final al ISD (BNR, 2007).

Cea mai ridicată rată a investițiilor companiilor nefinanciare a fost înregistrată în T1 2009 (44,9%). Conform Raportului BNR privind investițiile (2009), intrările nete de ISD în anul 2009 au totalizat 3.488 milioane de euro și au fost structurate astfel:

- participații nete ale investitorilor străini direcți la capitalul social al întreprinderilor ISD din România în valoare de 1.729 milioane de euro (49,6% din fluxul net de ISD);
- credit net primit de către întreprinderile ISD de la investitorii străini direcți, inclusiv din cadrul grupului, în sumă de 1.759 milioane de euro, ceea ce reprezintă 50,4% din fluxul net al ISD.

La acel moment valoarea investițiilor productive crescuse cu 30,3% față de T1 2008, iar VAB se majorase cu 19,6% față de același trimestru de referință. Cel mai scăzut nivel al ratei investițiilor companiilor nefinanciare din România a fost identificat în T4 2010 (25,7%), moment în care investițiile productive scăzuseră cu 20,3% față de T4 2009, iar VAB s-a redus cu 0,7%.

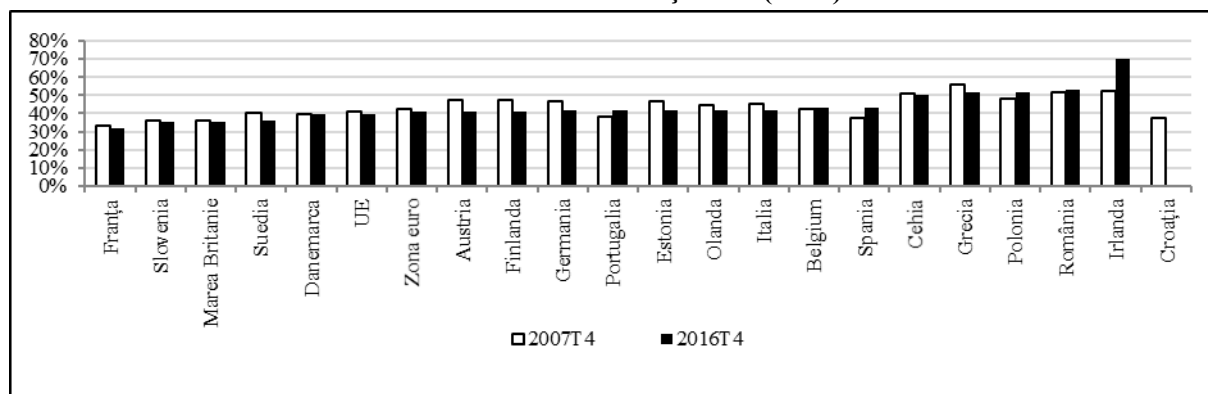
Nivelul ratei investițiilor companiilor nefinanciare din România (Graficul 8) a scăzut spre sfârșitul intervalului de analiză la 26,3% (T4 2016). Investițiile productive s-au diminuat cu 0,2% față de T4 2015, iar VAB s-a apreciat cu 6,1%, deși exporturile își reluseră trendul ascendent (6,74% în 2016 față de 6,16% în 2015).

Aportul la capitalurile proprii (inclusiv profitul reinvestit acumulat) al întreprinderilor ISD avea la sfârșitul anului 2016 valoarea de 48.964 milioane euro (69,8% din soldul final al ISD), iar creditul net primit de către acestea de la investitorii străini direcți, inclusiv din cadrul grupului, a înregistrat nivelul de 21.149 milioane euro, reprezentând 30,2% din soldul final al ISD (BNR, 2016).

4. Cota de profit a companiilor nefinanciare din țările membre ale UE

Cota de profit a societăților nefinanciare este definită ca excedentul brut de exploatare împărțit la valoarea adăugată brută. Acest indicator de rentabilitate arată cota valorii adăugate create în cursul procesului de producție care contribuie la remunerarea capitalului.

Graficul 9: Cota de profit a companiilor nefinanciare din țările membre UE, în T4 din 2007 și 2016 (în %)



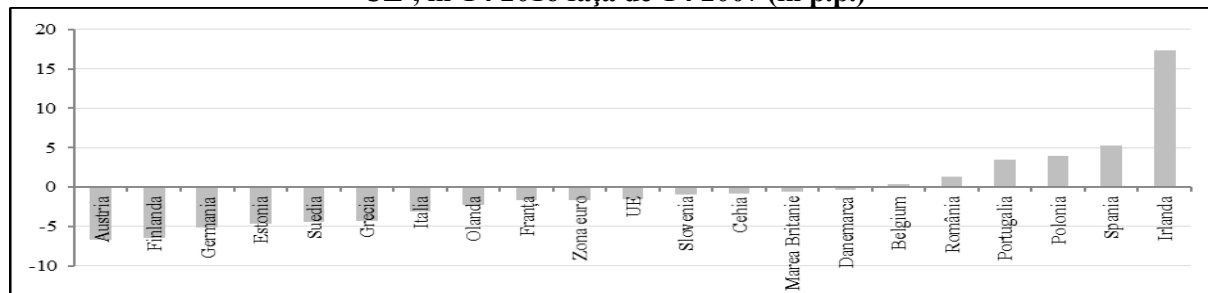
Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

Excedentul brut al exploatării (EBE) se stabilește ca diferența dintre valoarea adăugată (plus subvențiile de exploatare) și impozitele, taxele și cheltuielile de personal. EBE exprimă acumularea brută din activitatea de exploatare, fiind o resursă primară a întreprinderii. Indicatorul măsoară excedentul/deficitul rezultat din activitatea de exploatare. Este o sursă potențială de autofinanțare și de remunerare a creditorilor, a statului și a acționarilor.

În T4 2007, pe ansamblul UE, cea mai ridicată cotă de profit a companiilor nefinanciare s-a înregistrat în Grecia (55,8%), urmată de Irlanda (52,3%) și apoi România (51,9%). La polul opus se aflau Marea Britanie (36%), Slovenia (35,9%) și Franța (33,5%) (Graficul 9).

În T4 2016, cel mai ridicat nivel al cotei de profit a fost evidențiată în Irlanda (69%), secondată de România (53,2%), locul trei fiind ocupat de Polonia (51,8%).

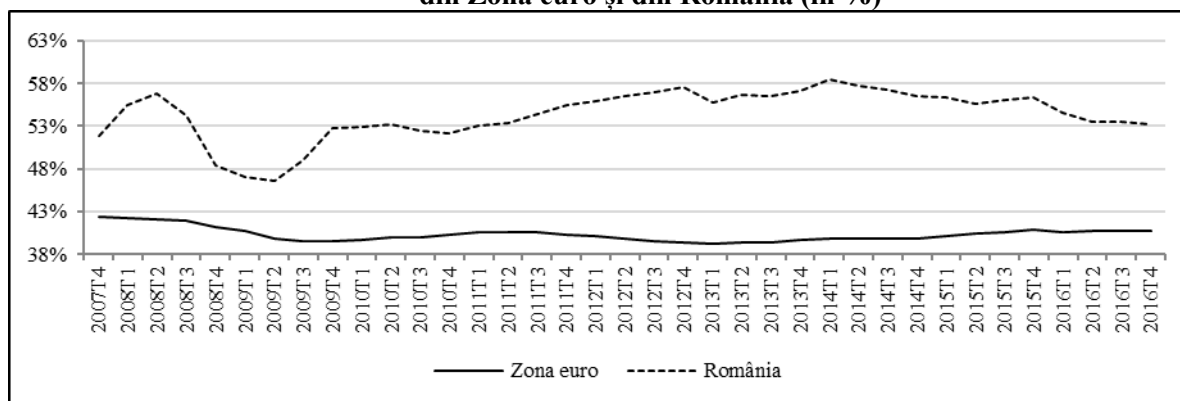
Graficul 10: Abaterea cotei de profit a companiilor nefinanciare din țările membre ale UE*, în T4 2016 față de T4 2007 (în p.p.)



Notă: * În grafic se regăsesc doar țările pentru care există date privind T4 2007 și T4 2016.
Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor din Graficul 3.

În Graficul 10 se observă că cea mai mare creștere a nivelului cotei de profit a fost înregistrată în Irlanda (17,4 p.p.), urmată de Spania (5,3 p.p.) și Polonia (4,0 p.p.). Austria a cunoscut cea mai mare reducere a nivelului cotei de profit (-6,7 p.p.), fiind urmată de Finlanda (-6,5 p.p.) și Germania (-5,2 p.p.).

Graficul 11: Cota de profit a companiilor nefinanciare din Zona euro și din România (în %)



Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

4.1 Zona euro

În Graficul 11 se observă că în T4 2007 cota de profit a companiilor nefinanciare din Zona euro a atins 42,4%, cel mai ridicat nivel din întreaga perioadă analizată, în condițiile în care în 2007 ritmul anual de creștere a exporturilor a atins 7,78%, iar consumul intern s-a majorat cu 12,9%. Valoarea excedentului brut de exploatare s-a cifrat la 1.948 de miliarde de euro, iar valoarea adăugată brută a atins 4,888 miliarde de euro.

Cel mai scăzut nivel al cotei de profit a fost înregistrat în T2 2013, respectiv 39,3%, excedentul brut de exploatare scăzând cu 1,2% față de T2 2012, iar VAB crescând modest cu 0,1% (Graficele 3 și 4 din ANEXĂ). În 2013, ritmul anual de creștere a exporturilor a fost cel mai scăzut din întreaga perioadă analizată, exceptând bineînțeles anul 2009, dar cererea internă a fost robustă (ritm anual de creștere de 5,8%).

4.2 România

În T4 2007, cota de profit a companiilor nefinanciare din România a fost mai ridicată decât în Zona euro, respectiv 51,9%. În acest punct de referință, valoarea EBE era de 111,4 miliarde de dolari, iar cea a VAB de 214,7 miliarde de dolari.

În 2007, rata anuală de creștere a exporturilor a fost de 15,8%, nivel dublu față de cel înregistrat de Zona euro, în timp ce consumul intern a suferit o contracție de 12,9%.

Cel mai ridicat nivel al cotei de profit s-a înregistrat în T1 2014 (58,5%). Față de T1 2013, EBE a crescut cu 7,8%, iar VAB s-a majorat cu 8,0% (Graficele 3 și 4 din ANEXĂ).

De asemenea, în 2014 s-a înregistrat o relansare a exporturilor, acestea marcând un ritm de creștere anual de 3,9%, față de 1,6% în anul precedent.

Cel mai scăzut nivel al cotei profitului s-a înregistrat în T2 2009 (46,6%), în condițiile în care EBE a scăzut cu 10,1% față de același trimestru al anului precedent, iar VAB a marcat o creștere de 9,6%. Valoric, EBE s-a cifrat la 124,1 miliarde de euro, iar VAB la 266,1 miliarde de euro. În acel moment, cererea internă și exporturile înregistraseră cea mai abruptă contracție din intervalul analizat (-10,0% și, respectiv, -14,07%).

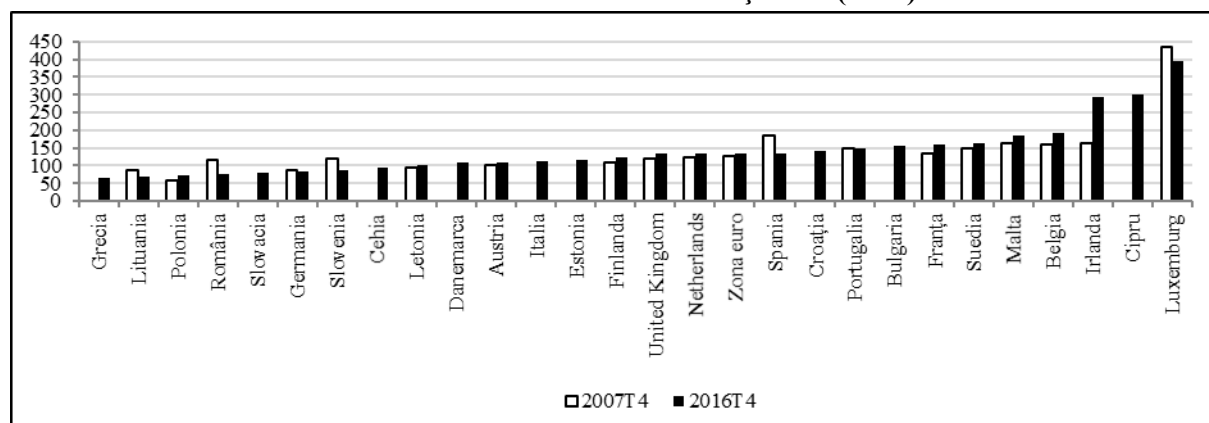
În T4 2016, cota profitului companiilor nefinanciare din România a fost de 52,2%, valoarea componentelor fiind de 207,5 miliarde de dolari (EBE) și 390,4 miliarde de euro (VAB). Exporturile se aflau pe un trend ascendent (cu un ritm de creștere anual de 6,74%, față de 6,16% în 2015).

5. Ponderea în PIB a datoriilor companiilor nefinanciare din țările membre ale UE

Pondera în PIB a datoriilor companiilor nefinanciare este definită ca raportul dintre datoriile totale ale companiilor și produsul intern brut. Nivelul acestui indicator poate să influențeze activitatea investițională a firmelor datorită costului serviciului datoriei. De asemenea, o pondere ridicată a datoriei poate îngreuna accesul la finanțarea externă pentru firmele cu grad ridicat de îndatorare.

La nivelul UE, în T4 2007 cea mai ridicată pondere a datoriilor companiilor nefinanciare în PIB a fost înregistrată în Luxemburg (436%), urmat de Spania (184%) și Irlanda (164%). Cele mai scăzute ponderi au fost evidențiate în Polonia (56%), Germania (86%) și Lituania (87%) (Graficul 12).

Graficul 12: Ponderea în PIB a datoriilor companiilor nefinanciare din țările membre ale UE în T4 din anii 2007 și 2016 (în %)



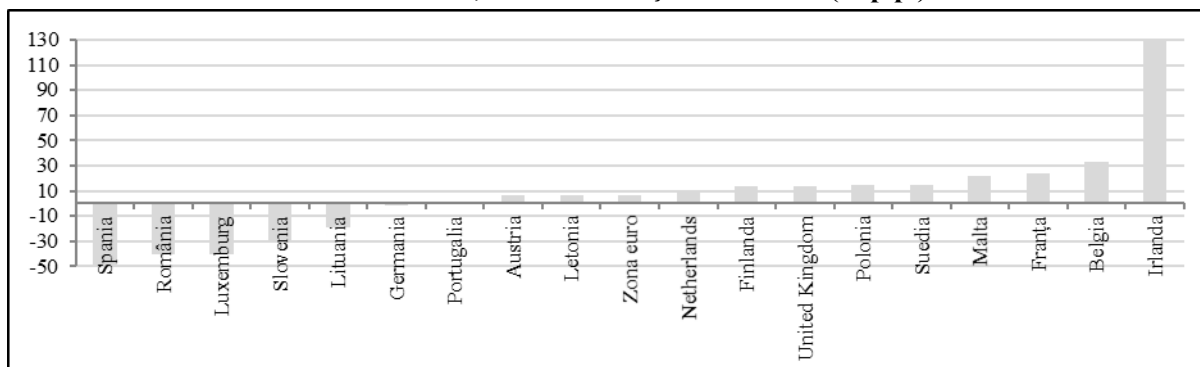
Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

Potrivit Graficului 13, cea mai mare creștere a ponderii în PIB a datoriilor companiilor nefinanciare din UE în T4 2016 față de T4 2007 a fost identificată în Irlanda (129,74 p.p.),

urmată de Belgia (33,16 p.p.) și Franța (24,31 p.p.). La polul opus s-au situat Luxemburg (-40,34 p.p.), România (-40,34 p.p.) și Spania (-51, 20 p.p.).

În T4 2016, Luxemburg se menține pe prima poziție în clasament, cu un nivel al indicatorului de 395%, în scădere față de T4 2007. Cipru apare pe locul al doilea (300%) și Irlanda pe locul al treilea (293%). Țările cu cea mai scăzută pondere a datoriilor companiilor nefinanciare în PIB au fost Polonia (70%), Lituania (69%) și Grecia (65%).

Graficul 13: Abaterea ponderii în PIB a datoriilor companiilor nefinanciare din țările membre le UE*, în T4 2016 față de T4 2007 (în p.p.)



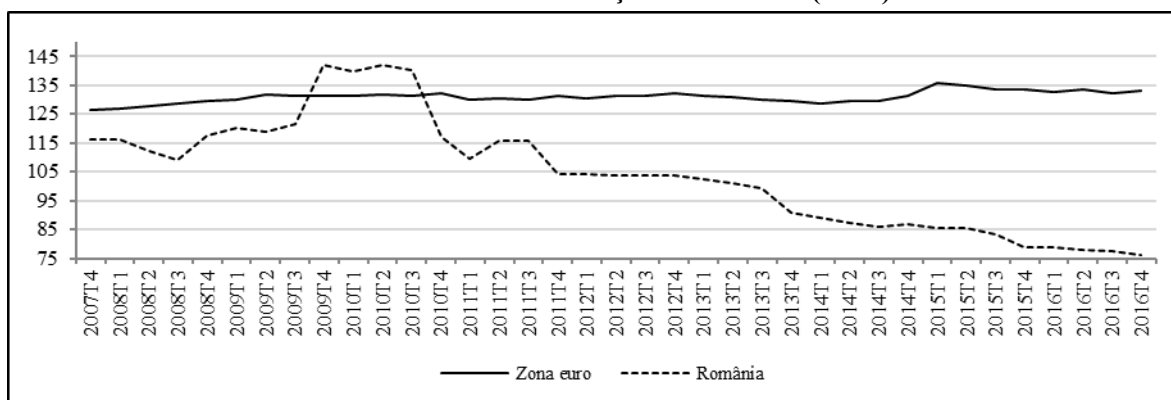
Notă: * În grafic se regăsesc doar țările pentru care există date privind T4 2007 și T4 2016.

Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor din Graficul 3.

Acumularea de datorii a diferit de la o țară la alta și a fost favorizată de o serie de factori, printre care așteptările foarte optimiste în ceea ce privește evoluția pe termen lung a veniturilor și a creșterii economice și condițiile favorabile de creditare de pe piața financiară. Chiar și după declanșarea crizei financiare, ponderea datoriilor în PIB a țărilor Zonei euro a continuat să crească (Graficul 14).

Potrivit Băncii Centrale Europene (ECB, 2014), perioada cuprinsă între T1 2000 și T2 2008 a fost marcată de accelerarea rapidă a datoriilor neconsolidate ale companiilor nefinanciare din Zona euro, care au crescut de la 73% la 100% din PIB.

Graficul 14: Ponderea în PIB a datoriilor companiilor nefinanciare din Zona euro și din România (în %)



Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

5.1 Zona euro

În T4 2007, ponderea în PIB a datoriilor companiilor analizate a atins nivelul de 126%. În acel moment, condițiile de creditare ale instituțiilor de credit (IFM) erau favorabile, iar exporturile și consumul intern aveau evoluții încurajatoare (ritmuri de creștere de 8,92% și, respectiv, 2,1%).

Vârful a fost atins în T1 2015 (135%), companiile fiind stimulate să se împrumute având în vedere dinamica exporturilor (creștere anuală de 6,16%, în scădere totuși față de 2015, când a atins 8,02%). Analizii BCE (ECB, 2015) apreciază că redinamizarea treptată a activității de creditare s-a produs pe fondul evoluțiilor consemnate de împrumuturile acordate sectorului privat. Variația anuală a creditelor acordate de IFM rezidenților Zonei euro s-a intensificat pe parcursul perioadei analizate până la 2,3% în luna decembrie, față de -0,2% în decembrie 2014.

Indicatorul a avut apoi o evoluție descrescătoare, oscilantă între 134% și 132%. La finalul perioadei de analiză (T4 2016) ajunsese la 133%. În Raportul BCE pe 2016 se apreciază că măsurile de politică monetară adoptate în anul 2016 s-au transmis și în costul nominal total al finanțării din surse externe a companiilor nefinanciare, care s-a situat la un minim istoric în vara anului 2016 (ECB, 2016). Introducerea achizițiilor de obligațiuni în euro cu risc scăzut emise de companiile nefinanciare cu sediul în Zona euro, alături de celelalte elemente ale programului de achiziționare de active, au plasat costul emisiunii de titluri de natura datoriei la niveluri semnificativ mai mici față de cele înregistrate în anul precedent și totodată sub nivelul ratelor dobânzilor la creditele bancare.

5.2 România

T4 2007 găsește România cu o pondere a datoriilor companiilor nefinanciare în PIB de 116%, mai scăzută decât în Zona euro. Cel mai ridicat nivel al indicatorului a fost atins în T2 2010, cu 142%, după care a intrat pe o pantă descendentă, cu unele fluctuații, ajungând în punctul minim în T4 2016, cu 76%. Conform Raportului anual al BNR pe 2010, creditele acordate companiilor au scăzut cu 0,4% în 2010, față de -3,7% în 2009. Deși ponderea datoriei externe pe termen scurt în totalul datoriei externe s-a majorat în 2010 la 20,6% (față de 19% în 2009), creșterea s-a realizat în special pe segmentul creditelor mamă-fiică în cazul companiilor nefinanciare. Totuși, în 2010 s-a înregistrat o reducere a PIB de 0,8%, o replică ușoară a contracției majore din 2009 (-7,1%).

Potrivit BNR (2015), creditul acordat sectorului privat și-a reluat creșterea și a reintrat, după aproape trei ani, în teritoriul pozitiv (3,9% în decembrie 2015, comparativ cu 4,1% la finele anului 2014). Revigorarea creditului a fost în principal consecința avansului susținut al împrumuturilor noi acordate populației și societăților nefinanciare. Pe plan regional, o mișcare similară s-a mai regăsit doar în Cehia, în timp ce în alte state, precum și în Zona euro, variația anuală a creditului acordat sectorului privat a stagnat sau a scăzut.

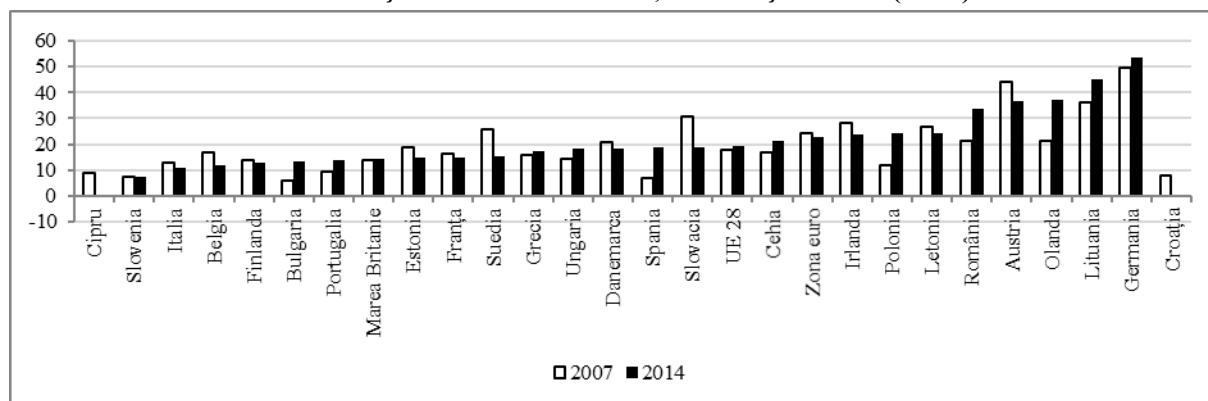
6. Rentabilitatea capitalului propriu după impozitare în cazul companiilor nefinanciare din țările membre ale UE

Rentabilitatea capitalului propriu se calculează ca raport între venitul net și capitalurile proprii și arată eficiența cu care compania a investit banii acționarilor. Cu cât o companie are capitalurile proprii mai solide, cu atât dependența de credite îi va afecta mai puțin rezultatele în timpul crizelor. Indicatorul reprezintă o măsură a profitabilității unei companii, arătând câte unități monetare a generat sub formă de profit fiecare unitate monetară investită de acționari în cadrul companiei (Căpățână, 2008).

O companie se consideră că are performanțe bune dacă această rentabilitate este semnificativ mai mare decât dobânda unui depozit bancar. O companie cu un grad mare de îndatorare și cu un grad mic de finanțare din banii acționarilor va avea, în general, o rentabilitate mai mare a capitalurilor proprii decât una care se finanțează mai mult de la acționari. Avantajul este obținerea unui profit mai mare pe seama aceleiași investiții din partea acționarilor, însă dezavantajul este riscul mai mare pe care îl dă o dependență ridicată de datorii.

În 2007, s-a evidențiat un grad mare de eterogenitate a rentabilității capitalului propriu în cazul companiilor nefinanciare din țările membre ale UE (Graficul 15). Astfel, printre țările cu cea mai scăzută rentabilitate se aflau Slovenia (7,3%), Spania (6,7%) și Bulgaria (5,8%), în timp ce țările cu cea mai ridicată rentabilitate a capitalurilor proprii au fost Germania (49,3%), Austria (44,0%) și Lituania (36,2%).

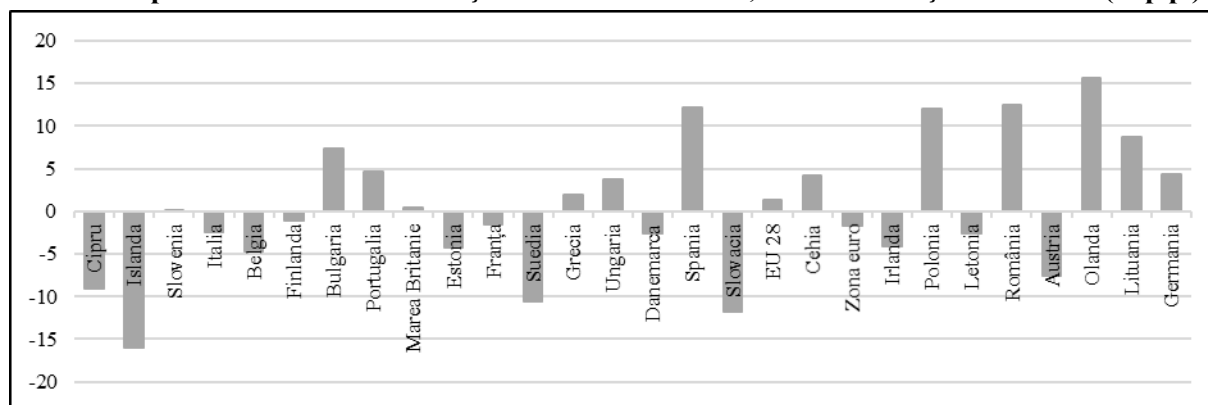
Graficul 15: Rentabilitatea capitalului propriu după impozitare în țările membre ale UE, în 2007 și în 2014 (în %)



Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

În 2014, clasamentul țărilor membre ale UE cu un nivel ridicat al rentabilității capitalului propriu s-a schimbat ușor. Astfel, pe primul loc a rămas Germania cu un nivel de (53,62%), urmată de Lituania (44,97%) și Olanda (36,96%), toate cele trei țări înregistrând creșteri față de 2007. Pe ultimele trei locuri s-au aflat Italia (10,67%), Slovenia (7,36%), Cipru (-0,24%).

Graficul 16: Abaterea ratei de rentabilitate a capitalului propriu după impozitare în cazul companiilor nefinanciare din țările membre ale UE*, în T4 2014 față de T4 2007 (în p.p.)



Notă: * În grafic se regăsesc doar țările pentru care există date privind T4 2007 și T4 2016.

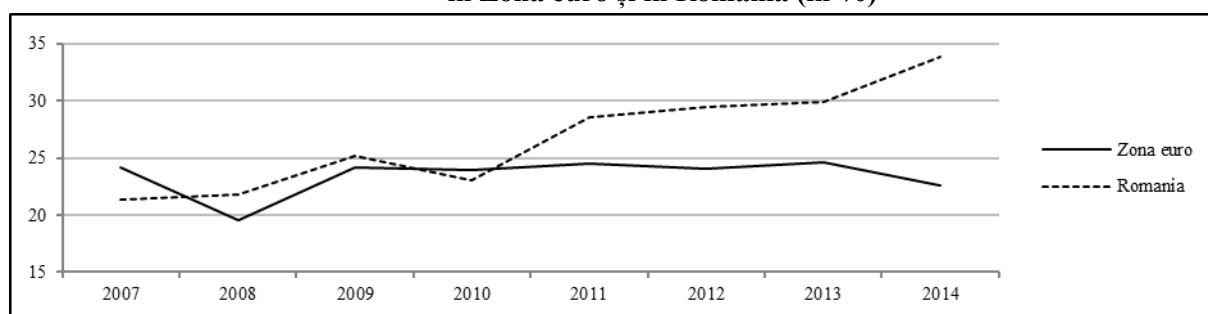
Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor din Graficul 3.

În Graficul 16 se observă că cea mai mare creștere a nivelului ratei de rentabilitate a capitalului propriu în cazul companiilor nefinanciare a fost înregistrată în Olanda (15,55 p.p.), urmată de România (12,49 p.p.) și Spania (12,19 p.p.). Slovacia a cunoscut cea mai mare reducere a ratei rentabilității capitalului propriu din UE (11,74 p.p.), fiind urmată de Suedia (10,50 p.p.) și Cipru (9,02 p.p.).

6.1 Zona euro

Pe ansamblul Zonei euro, în 2007, rentabilitatea capitalului propriu a atins nivelul de 24,23% (Graficul 17). Punctul minim al curbei graficului a fost atins în 2008 (19,57%) în contextul în care venitul net al companiilor nefinanciare a scăzut cu 28,0% față de 2007, iar cealaltă componentă, valoarea acțiunilor și a altor titluri de participare, a avut o rată de creștere anuală de 14,7% (Graficele 5 și 6 din ANEXĂ). Începând cu 2007 și până în 2009, ritmul de creștere a exporturilor companiilor nefinanciare din Zona euro s-a înscris pe un trend descendent, de la 8,9% la -14,07%. Și pe plan intern s-a manifestat aceeași tendință, modificarea procentuală anuală a consumului intern scăzând de la 2,1% în 2007 la 0,3% în 2009.

Graficul 17: Rentabilitatea capitalului propriu după impozitare în Zona euro și în România (în %)



Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

Nivelul maxim a fost atins în 2013 (24,6%), pe fondul creșterii cu 5,9% a venitului net al companiilor nefinanciare. În 2013, atât exporturile, cât și consumul intern au avut evoluții pozitive, înregistrând ritmuri de creștere anuale de 1,6% și, respectiv, 1,2%.

În 2014, nivelul indicatorului a scăzut la 22,60%, ritmul anual de creștere a valorii acțiunilor și a altor titluri de participare (13,7%) depășind ritmul de creștere a venitului net al companiilor nefinanciare (Graficul 17).

6.2 România

În 2007, rentabilitatea capitalului propriu al companiilor nefinanciare din România a fost mai scăzută decât în Zona euro (21,34% față de 24,23%), reprezentând cel mai redus nivel al indicatorului în perioada analizată. Aproape jumătate dintre firmele listate la BVB au înregistrat rentabilități record ale capitalurilor proprii (Return on equity – ROE), de peste 10%, încasând profituri mari între 30 septembrie 2007 și 30 septembrie 2008, conform unui raport al BT Securities (Căpățână, 2008).

Ulterior, ROE a avut un curs ascendent până în 2009 (25,16%), urmat de o scădere în 2010 la 23,09%, în condițiile în care în 2009 contracția PIB a fost de 7,1%, iar exporturile și consumul intern au scăzut dramatic cu 14,07% și, respectiv, 10,0%. Din acel moment, ROE a urmat un trend crescător până în 2014 (33,83%, superior Zonei euro). Ritmul de creștere a exporturilor s-a situat în teritoriul pozitiv, cu vârfuri în 2010 și 2011 (ritmuri anuale de creștere de 24,22% și, respectiv, 19,97%), superior Zonei euro în tot intervalul analizat. Consumul intern a avut o evoluție similară (5,9% în 2010, 2,4% în 2011 și 5,8% în 2013), cu excepția anului 2012 (-1,0%). De fapt, indicatorul a înregistrat niveluri inferioare Zonei euro doar în 2007 și 2010.

7. Concluzii

În intervalul analizat (2007-2016), a fost evidențiat un nivel ridicat de eterogenitate în rândul țărilor membre ale Uniunii Europene în ceea ce privește *îndatorarea totală* a companiilor nefinanciare. Cea mai mare creștere a nivelului îndatorării totale a fost înregistrată de firmele din Malta, la polul opus situându-se Irlanda. În cazul României, valoarea indicatorului a relevat o dependență mult mai ridicată de finanțarea externă a companiilor nefinanciare autohtone față de cele din Zona euro în tot intervalul de analiză. Vârful îndatorării totale a companiilor nefinanciare din România a fost atins în 2010, când s-a înregistrat un nivel dublu față media Zonei euro pe ansamblu.

Nivelul *ratei investițiilor* companiilor nefinanciare din țările UE a oscilat în intervalul de analiză între 30% și 70%. Între 2007 și 2016, cea mai mare creștere a nivelului ratei investițiilor companiilor nefinanciare din UE a fost semnalată în Irlanda, la celălalt capăt al clasamentului situându-se Estonia. Față de Zona euro, România a înregistrat niveluri ale ratei

investițiilor cuprinse între 45% și 25%, superioare celor din Zona euro pe ansamblu (25%-20%) în perioada 2007-2016.

În perioada de referință, cea mai mare creștere a nivelului *cotei de profit* a companiilor nefinanciare din UE a fost înregistrată în Irlanda, la cealaltă extremă a clasamentului situându-se Austria. Și la acest capitol, țara noastră s-a situat deasupra Zonei euro, cu niveluri ale cotei de profit cuprinse între 58% și 46%, față de 43-38% în Zona euro.

Cea mai mare creștere a *ponderii în PIB a datoriilor* companiilor nefinanciare din UE a fost identificată în Irlanda. La polul opus s-a situat Spania. Acumularea de datorii a diferit de la o țară la alta și a fost favorizată de o serie de factori, printre care așteptările foarte optimiste în ceea ce privește evoluția pe termen lung a veniturilor și a creșterii economice și condițiile favorabile de creditare de pe piața financiară. Chiar și după declanșarea crizei financiare, ponderea datoriilor în PIB a țărilor Zonei euro a continuat să crească. Exceptând intervalul T4 2009 - T4 2010, pondere a datoriilor companiilor nefinanciare din România în PIB a fost mai redusă decât în Zona euro.

Cea mai notabilă creștere a *ratei rentabilității capitalurilor proprii* a companiilor nefinanciare din UE a avut loc în Olanda. Slovacia a cunoscut cea mai mare reducere a valorii indicatorului. Pe ansamblul Zonei euro, nivelul maxim al ratei rentabilității capitalului companiilor nefinanciare a fost atins în 2013, pe fondul creșterii venitului net al acestora în contextul unor evoluții pozitive în cazul exporturilor și al consumului intern. În 2007, valoarea indicatorului în România fost mai scăzută decât în Zona euro, reprezentând cel mai scăzut nivel din perioada analizată. Ulterior, rata rentabilității capitalurilor proprii a avut un curs ascendent, superior Zonei euro, cu excepția anului 2010, când PIB a înregistrat a doua contracție anuală consecutivă, iar exporturile și consumul intern se aflau în faza de relansare.

Așadar, între 2007 și 2016, companiile nefinanciare din România s-au situat sub performanțele Zonei euro doar în ceea ce privește îndatorarea totală și, temporar, în cazul ponderii în PIB a datoriilor și rentabilității capitalului propriu. Sub aspectul investițiilor și al profitului, țara noastră s-a situat în tot intervalul analizat peste performanțele Zonei euro.

Un nivel ridicat de îndatorare determină o rentabilitate mai mare a capitalului propriu și o creștere a profitului, dar, în același timp vulnerabilizează firma în condiții de criză.

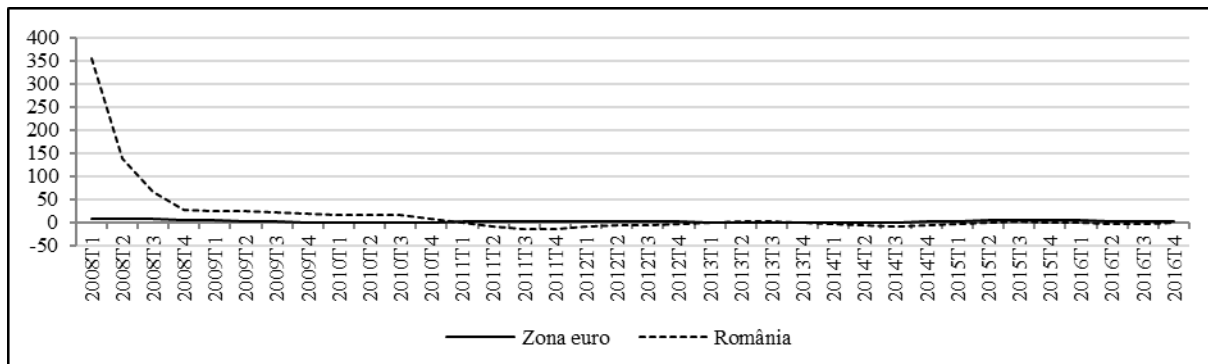
Referințe bibliografice

- Banca Națională a României (BNR) (2007). Investițiile străine directe în România. Accesat la adresa: <http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx>
- Banca Națională a României (BNR) (2008). Raport anual. Accesat la adresa: <http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx>
- Banca Națională a României (BNR) (2009). Investițiile străine directe în România. Accesat la adresa: <http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx>
- Banca Națională a României (BNR) (2010). Raport anual. Accesat la adresa: <http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx>
- Banca Națională a României (BNR) (2014). Raport anual. Accesat la adresa: <http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx>

- Banca Națională a României (BNR) (2015). Raport anual. Accesat la adresa: <http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx>
- Banca Națională a României (BNR) (2016). Raport anual. Accesat la adresa: <http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx>
- Căpățână, D. (2008). Un ROE mai bun nu e o garanție în perioada de criză. Accesat la adresa: <https://www.money.ro/un-roe-mai-bun-nu-e-o-garantie-in-perioada-de-criza/>
- Comisia Europeană. (2009). Document de lucru al comisiei - Raport privind punerea în aplicare a inițiativei SBA. Accesat la adresa: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0680:FIN:RO:PDF>
- European Central Bank (ECB) (2007). Annual Report. Retrieved from: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2007ro.pdf?e958c5f610d28398b027f5eddd0c0cf3>
- European Central Bank (ECB) (2009). Annual Report. Accesat la adresa: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009ro.pdf?748fd8ce1e5c49288d7a57ca7d314672>
- European Central Bank (ECB) (2010). Annual Report. Accesat la adresa: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010ro.pdf?238d6bb1969830a895b99de4da5636ad>
- European Central Bank (ECB) (2012). Corporate indebtedness in the euro area. Accesat la adresa: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art2_mb201202en_pp87-103en.pdf?e98f6897c41cf38403f9f8f3f4afabe0
- European Central Bank (ECB) (2014). Deleveraging patterns in the euro area corporate sector. Accesibil la adresa: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art2_mb201402en_pp97-114en.pdf?f00aca5c97b5f7f07820b890258a76a9
- European Central Bank (ECB) (2015). Annual Report. Accesat la adresa: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2015ro.pdf?e126783d5c54bca72c7c5170a65eb620>
- European Central Bank (ECB) (2016). Savings and investment behaviour in the euro area. Accesibil la adresa: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop167.en.pdf>
- European Commission (2009). Document de lucru al comisiei - Raport privind punerea în aplicare a inițiativei SBA. Accesat la adresa: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0680:FIN:RO:PDF>
- European Commission. (2011). Un plan de acțiune pentru îmbunătățirea accesului la finanțare al IMM-urilor. Accesat la adresa: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0870:FIN:RO:PDF>
- Eurostat. (2017). Non-financial Corporations. Retrieved from: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/sector-accounts/detailed-charts/non-financial-corporations>
- Georgescu, F. (2017). Convergența reală – criteriul fundamental de aderare la Zona euro. Seminar EU-COFILE, Sinaia 22 Noiembrie 2017. Accesat la adresa: <http://www.bnro.ro/DocumentInformation.aspx?idInfoClass=6885&idDocument=26612&directLink=1>
- GOLDRING Gradul de îndatorare – Aspecte Teoretice. Accesibil la adresa: <https://www.goldring.ro/gradul-de-indatorare-teorie.html>

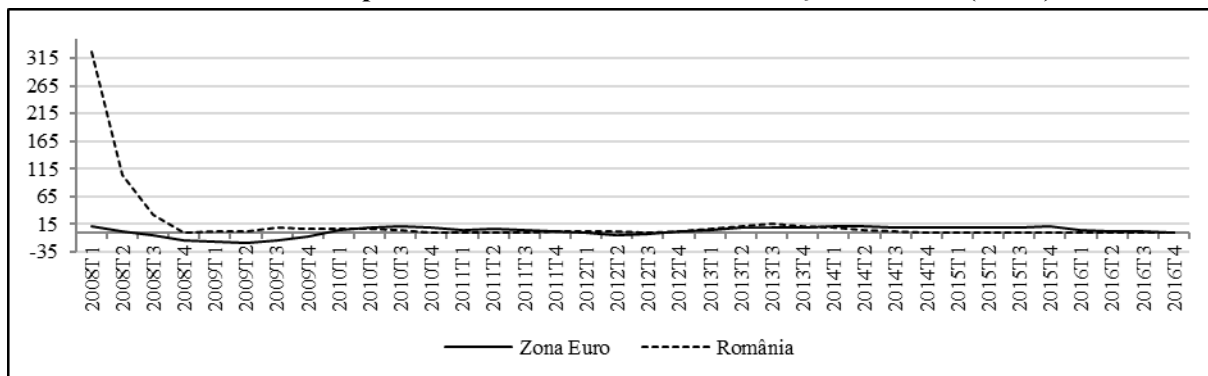
ANEXĂ

Graficul 1: Rata anuală de creștere a datoriilor companiilor nefinanciare din România și Zona euro (în %)



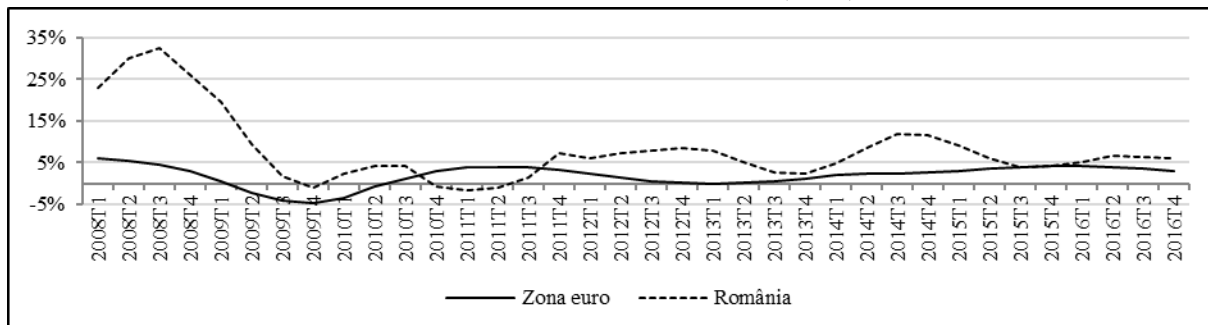
Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

Graficul 2: Rata anuală de creștere a capitalurilor proprii ale companiilor nefinanciare din România și Zona euro (în %)



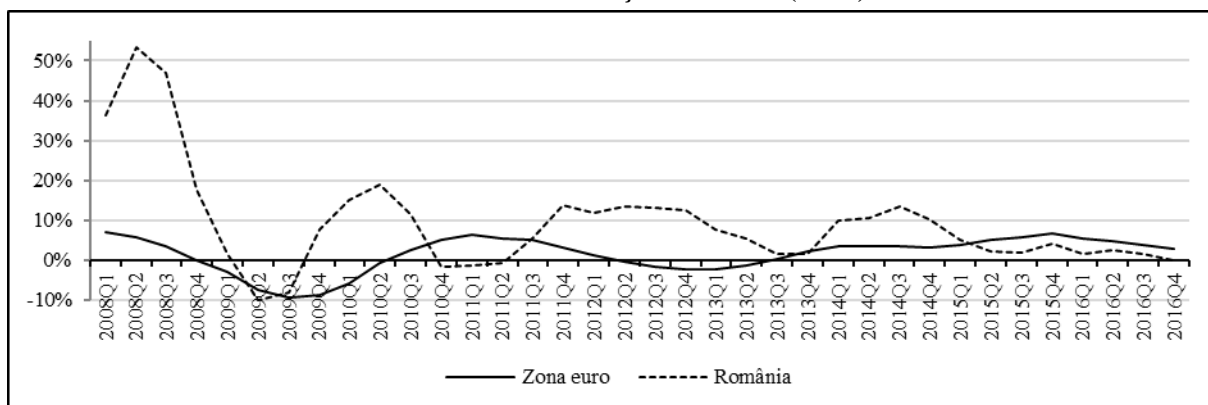
Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

Graficul 3: Rata anuală de creștere a valorii adăugate brute în România și Zona euro (în %)



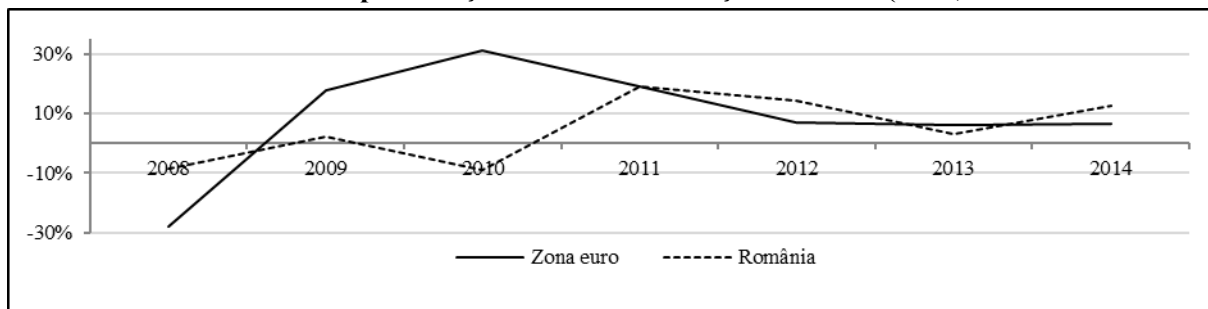
Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

Graficul 4: Excedentul brut de exploatare a companiilor nefinanciare din România și Zona euro (în %)



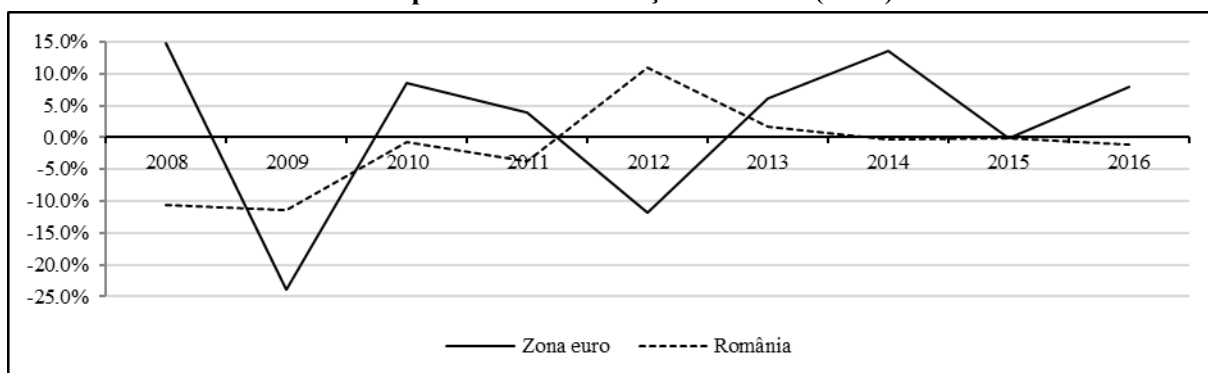
Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

Graficul 5: Rata anuală de creștere a veniturii net al companiilor nefinanciare fără impozitele curente pe venit și avere în România și Zona euro (în %)



Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

Graficul 6: Rata anuală de creștere a valorii acțiunilor și a altor titluri de participare, active/pasive în România și Zona euro (în %)



Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Eurostat (2017).

Vă rugăm să citați acest articol astfel:

Dumitrescu, G., C. (2018). O analiză a companiilor nefinanciare din Uniunea Europeană, *Revista de Economie Mondială*, 10(2), pp. 49-69