

INFLUENȚA RATINGULUI DE ȚARĂ ASUPRA CREȘTERII ECONOMICE NAȚIONALE, ÎNAINTE ȘI DUPĂ ADERAREA LA ZONA EURO

Ana Maria (Mărășescu) Necula^{1*} și Andrei Tudor Stancu²

¹⁾ *Academia de Studii Economice, București și Banca Națională a României*

²⁾ *Norwich Business School, Anglia*

Rezumat

Uniunea Economică și Monetară a fost înființată în anul 1992, iar primele 11 state care au adoptat moneda euro la 1 ianuarie 1999 erau evaluate cu ratinguri de înaltă calitate la momentul respectiv. În anii ce au urmat, alte țări au intrat în zona euro având, la momentul adoptării monedei unice, doar ratinguri de tip A. Lucrurile s-au schimbat însă, în anii ce au urmat. Criza financiară a avut un impact diferit asupra situației economice a țărilor din Uniunea Europeană, fie că acestea sunt din interiorul sau din afara zonei euro. Lucrarea de față își propune să analizeze impactul ratingului de țară asupra situației economice naționale, înainte și după aderarea la zona euro.

Prezentul articol este motivat de aspectele intens dezbătute în ultima perioadă. Unul dintre acestea este dacă agențiile de rating au anticipat anumite evenimente sau doar au acționat în consecință; se urmărește aici evoluția rating-urilor emise pe o perioadă relevantă de timp (1996-2018). Alt aspect este dacă modificarea rating-ului acordat unei țări este în măsură să dăuneze procesului de redresare economică; se analizează aici impactul pe care îl are modificarea rating-ului asupra produsului intern brut al statelor din perioada 1996-2016. Rezultatele obținute sunt în măsură să confirme unele concluzii din literatura de specialitate, dar și să conducă spre alte idei ce merită a fi analizate în lucrări viitoare.

Cuvinte-cheie: rating, agențiile de rating, zona euro/non-euro, criza financiară, produsul intern brut

Clasificare JEL: E02, G01, G20

Introducere

Ideea principală a Uniunii Monetare a fost integrarea tuturor economiilor UE pentru a crea o Uniune Europeană puternică și competitivă.

* Autor de contact, **Necula Ana Maria:** neculaanamarina@yahoo.com

Opiniile exprimate în acest articol aparțin în întregime autorului și nu reflectă poziția oficială a Băncii Naționale a României.

Primele 11 state care au adoptat moneda euro la 1 ianuarie 1999 au fost: Austria, Irlanda, Belgia, Finlanda, Franța, Germania, Italia, Luxemburg, Olanda, Spania și Portugalia. Toate aceste țări au fost evaluate cu ratinguri de înaltă calitate la momentul respectiv. Doi membri ai Uniunii Europene: Danemarca și Regatul Unit (care dețin și ele ratinguri de înaltă calitate) au negociat dreptul special de a renunța la adoptarea monedei euro când au semnat Tratatul Uniunii Europene, iar rapoartele către Consiliu cu privire la aceste state sunt furnizate doar la cerere. Grecia a fost următorul stat membru al Uniunii Europene care s-a alăturat zonei euro la 1 ianuarie 2001. A urmat Slovenia în 2007, Cipru și Malta în 2008, Slovacia în 2009, Estonia în 2011, Letonia în 2014 și Lituania la 1 ianuarie 2015. Acesta din urmă a devenit cel de-al 19-lea stat membru care a adoptat moneda euro până în prezent. Aceste țări care au aderat la zona euro după 1999 au avut doar ratinguri de tip A la momentul adoptării monedei unice.

Încă de la introducerea monedei euro, persistă o opinie generală conform căreia o monedă pentru mai multe țări are un număr mare de avantaje. Costul tranzacțiilor financiare este mai mic pentru că riscul valutar este eliminat. Puterea monedei euro pe piața internațională este semnificativă, euro este monedă de schimb internațională alături de dolarul american în tranzacțiile la nivel global și prin această monedă sunt atrase investițiile străine. Deoarece statele trebuie să îndeplinească criteriile de convergență, ratele inflației sunt menținute sub 2% asigurându-se astfel stabilitatea prețurilor. Creșterea economică este accelerată într-un mod durabil prin adoptarea unor măsuri puternice care fac țările UE mai eficiente și mai competitive pe piețele internaționale, ceea ce determină o economie UE mai puternică în ansamblul ei. Prețurile pot fi comparate mai ușor sporindu-se astfel transparența. Avantajele sunt resimțite și de către cetățenii europeni care caută locuri de muncă, sau călătoresc în cadrul uniunii economice și monetare; aceștia pot beneficia de tranzacționarea într-o singură monedă.

Țările care au aderat la Uniunea Europeană au obligația și dreptul de a adera la zona euro atunci când sunt îndeplinite toate condițiile impuse prin Tratatul de la Maastricht. Nu se specifică un interval de timp în care acest lucru să se producă, statele fiind lăsate să-și dezvolte propriile strategii în acest sens.

Integrarea monetară este un proces neregulat, iar extinderea zonei euro este o acțiune continuă în cadrul Uniunii Europene. Trebuie să se țină cont de faptul că, pentru ca o țară să adere la zona euro, îndeplinirea criteriilor de convergență trebuie susținută în timp (cel puțin 2 ani fără abateri semnificative). Statul trebuie să aibă capacitatea de a menține o realitate economică reflectată în indicatori ce se încadrează în limitele recomandate de către Comisia Europeană. Această aliniere la standardele zonei euro poate caracteriza o economie performantă și sustenabilă, ceea ce va putea determina acordarea unor ratinguri ridicate.

Pentru a obține o poziție economică echitabilă, comparabilă a statelor membre care nu au aderat încă la zona euro, datele statistice furnizate trebuie să fie precise și complete. Este important de menționat faptul că "examinarea procesului de convergență economică depinde în mare măsură de calitatea și integritatea statisticilor care stau la baza acestora (...) Statele membre ale UE au fost invitate să ia în considerare calitatea și integritatea statisticilor lor ca o chestiune de mare prioritate"¹.

¹ Central European Bank, Convergence Report, June 2016.

Impactul social este de asemenea important pentru Comisia Europeană. La nivelul Comisiei se măsoară adesea percepția publică a monedei euro. Unul dintre rapoartele privind această temă (Flash Eurobarometer 446 - The euro area) a fost publicat în decembrie 2016 pe site-ul Comisiei Europene. Studiul a fost realizat în toate cele 19 state membre de către rețeaua politică și socială TNS și s-a ajuns la concluzia că majoritatea respondenților cred că euro este un lucru bun pentru țara lor. Cu cât gradul de educație al respondenților este mai ridicat, cu atât este mai probabil ca aceștia să afirme că adoptarea monedei euro este un lucru benefic. Dar, în ceea ce privește primul impact pe termen scurt, după adoptarea monedei euro, măsurat în Letonia și Lituania (cele mai recente țări intrate în zona euro), sondajul a arătat că un număr sporit de persoane consideră că prețurile au crescut în perioada de tranziție. Prin urmare, este important ca guvernele să fie pregătite să gestioneze o varietate de influențe din mediul social și să fie suficient de puternice pentru a absorbi orice efect negativ apărut.

Indicatorii financiari menționați în criteriile de convergență sunt de asemenea relevanți în determinarea ratingurilor suverane. Atunci când o agenție face o analiză pentru a emite o opinie, ia în considerare situația economică și financiară, dar și elementele politice și sociale ale guvernelor naționale. Exemple de variabile importante în atribuirea ratingului suveran sunt: creșterea PIB, inflația, balanța externă, aspecte fiscale.

Cele mai importante agenții de rating, denumite și “Big Three”: Standard&Poor's, Moody's Investor Services și Fitch Ratings sunt și printre cele mai vechi agenții, deținând astfel cea mai mare experiență în emiterea ratingurilor. (Lăzărescu, 2003: p. 14-15) amintește că în 1900 Jhon Moody a pus bazele companiei Moody's Investors Services, care în 1909 a emis pentru prima dată ratinguri de titluri financiare în lucrarea Moody's Analysis of the Railroad Investments. În 1860 s-a înființat Poor's Publishing Company care a început să furnizeze ratinguri din 1916; în 1906 a fost fondat Standard Statistic Bureau, care a început să emită ratinguri din 1922, iar în 1941 cele două au fuzionat și s-a creat Standard&Poor's Corporation. Fitch Publishing Company a început să emită ratinguri în anul 1924. În prezent (Miricescu, 2011: p. 28 și 2015: p. 2) amintește că, în perioada 2007-2008, șapte noi agenții de rating au fost recunoscute în SUA, iar în Europa, Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA) a autorizat 39 agenții de rating ale căror țări de rezidență sunt în majoritate europene.

Rolul agențiilor de rating este să evalueze în mod obiectiv și independent bonitatea emitentilor (țări, companii etc.). Lăzărescu (2003: p. 30) condideră că societățile de clasificare financiară facilitează accesul creditorilor, deci a celor cu expunere la riscuri, la baza de cunoștințe a colectivităților referitoare la partenerii de afaceri, informația fiind un element esențial într-o relație de credit, iar agențiile de rating au îmbunătățit în mod radical circulația informațiilor. Agențiile de rating utilizează propriile metodologii de notare în formarea și publicarea opiniilor lor la cererea guvernelor, a corporațiilor sau a oricărui alt emitent, dar și fără cerere (unsolicited request, în engleză). Având în vedere că principalul atu al fiecărei agenții de rating este credibilitatea (Raimbourg, 1990), analiza entităților este probabil făcută într-un mod profesionist și cu asumarea impactului asupra pieței financiare.

În dorința de a reflecta corect situațiile nou apărute, agențiile pot schimba, sau pot actualiza ratingul anterior oferit pentru a reflecta un nivel mai ridicat sau mai scăzut al bonității. De exemplu, criza financiară a avut efecte negative asupra situației economice din majoritatea țărilor, din interiorul și din afara zonei euro, iar analiza datelor prezentă în această lucrare evidențiază fluctuațiile ratingurilor după anul 2009.

Analiza din lucrarea de față se bazează pe opiniile emise de Standard&Poor's, Moody's Investor Services și Fitch Ratings. Evoluția rating-urilor include notările tuturor celor trei agenții și este aferentă perioadei 1996-2018 pentru țările din Uniunea Europeană împărțite pe două categorii: țări din zona euro și țări din afara zonei euro. Pentru regresia PIB~Rating sunt utilizate rating-urile emise de către S&P și nivelul PIB-ului din respectivele țări, conform bazelor de date Eurostat.

1. Revizuirea literaturii de specialitate

În februarie 1992 a fost semnat Tratatul de la Maastricht ce conținea criteriile de convergență pe care țările trebuie să le îndeplinească pentru a adopta moneda euro. În ceea ce privește convergența nominală sunt examinate variabile clare precum deficitul bugetar, datoria publică, inflația, dobânda pe termen lung și stabilitatea cursului de schimb. Sunt de asemenea importanți și alți factori cum ar fi integrarea piețelor, costurile unitare cu forța de muncă și alți indicatori, convergența nominală fiind obligatorie dar nu suficientă. Convergența reală are un rol important și vizează gradul de dezvoltare al unui stat și capacitatea acestuia de a se alinia la un standard al țărilor din zona euro. Convergența reală conține inclusiv aspecte sociale.

Efectele crizei financiare asupra evoluției indicatorilor ce măsoară criteriile de convergență pentru statele membre au fost semnificative, însă gradul de îndeplinire al acestor criterii, fie în mod constant sau cu oscilații, nu este detaliat în prezenta lucrare. Analiza propusă prin acest articol este o abordare din persepectiva rating-urilor țărilor înainte și după aderarea la zona euro, și a impactului acestora supra PIB-ului. În perioada instabilă de criză, agențiile de rating au retrogradat majoritatea țărilor, iar cel mai afectat stat a fost Grecia.

Agențiile de rating au fost criticate puternic pentru că nu au anticipat criza financiară apărută după anul 2007 (Bogdan, C., 2017), și au evidențiat doar efectele negative prin scăderea rating-urilor, iar în unele cazuri, aceste scăderi au îngreunat și mai mult redresarea situației deja dificilă în care se regăsea statul respectiv. Tematica anticipării crizei de către agențiile de rating a fost studiată și de (Sy, A., 2004) care a concluzionat în lucrarea sa că ratingurile de credit suveran nu reușesc să anticipeze crizele financiare, ci sunt urmări ale acesteia.

Host et al. (2012) au studiat impactul rating-ului asupra răspândirii crizei financiare în zona euro și confirmă prin cercetarea lor că sarcina principală a agențiilor de rating de a anticipa capacitatea debitorilor de a-și rambursa datoria publică și privată în timp util nu a fost îndeplinită și chiar pun la îndoială funcționalitatea existenței acestor entități de notare. În opinia lor, agențiile acționează tardiv, ignorând numeroase semnale macroeconomice, iar momentul în care decid să acționeze este mai mult ghidat de un element de panică și nu de unul de calmare a pieței financiare.

Iyengar, S., (2012) a comparat ratingurile atribuite de două dintre cele mai importante agenții internaționale de rating - Moody's și Standard and Poor's iar una dintre constatările a fost că există anumite diferențe cauzate de evaluări subiective ale țărilor notate.

Concluzia lucrării a fost că este necesară sporirea obiectivității deciziilor agențiilor de rating, precum și o mai mare transparență a criteriilor utilizate în procesul de notare, lucru ce ar face ratingurile suverane mai credibile.

2. Analiza datelor

2.1 Analiza evoluției rating-ului înainte și după aderarea la zona euro

2.1.1 Evoluția rating-ului în zona euro, Regatul Unit și Danemarca

Evoluția ratingurilor acordate țărilor din zona euro precum și a celor două state ce și-au negociat dreptul de a-și păstra moneda locală, înainte și după adoptarea monedei euro, este foarte interesantă și poate fi văzută în tabelul nr. 1. Cele două state sunt incluse în analiza de mai jos chiar dacă nu utilizează moneda unică, dar ele se numără printre statele ce au participat la înființarea UEM și sunt excepții ce nu pot fi încadrate în lista statelor ce nu au adoptat moneda unică dar se află în curs de aderare la zona euro. Perioada de timp aleasă este generoasă (1996-2018) pentru a evidenția impactul adoptării monedei unice în opinia agențiilor de rating, dar și efectele crizei financiare ce a afectat majoritatea țărilor UE și nu numai. Tabelul de mai jos (Tabelul nr. 1) conține ultimul rating emis în anul de referință în cazul în care în acel an au fost publicate mai multe ratinguri. În tabel se evidențiază faptul că înainte de intrarea în zona euro nu există oscilații semnificative cu privire la rating-urile țărilor. Niciunul dintre statele analizate nu a înregistrat o creștere majoră în opinia agențiilor, dar nici vreo scădere drastică, trendul fiind în general unul ascendent. După adoptarea monedei euro și până la izbucnirea crizei rating-urile sunt stabile sau în creștere. După anul 2009 majoritatea statelor au fost afectate, iar procesul de redresare este încă în derulare.

Țările care aveau un rating de calitate înaltă înainte de adoptarea monedei euro și care și-au păstrat acest nivel al notării, sau au suferit modificări minore după intrarea în zona euro, sunt Luxemburg, Olanda și Austria. Inclusiv efectele crizei financiare asupra rating-urilor acestor state au fost minore prin comparație cu dezechilibrele produse în alte țări în perioada de după anul 2008.

După intrarea în zona euro, Finlanda, Irlanda și Spania, care dețineau deja un rating de calitate, au beneficiat de o ușoară creștere și au atins cel mai înalt nivel de rating. Dintre aceste țări, Finlanda pare să aibă cea mai stabilă economie pentru că a reușit să mențină un rating "AA" chiar și după izbucnirea crizei financiare. Irlanda și Spania au întâmpinat probleme mai mari, Irlanda redresându-se mai repede și poziționându-se pe un trend ascendent care încă persistă.

În zona euro, efectele crizei au fost inițial resimțite în ratingurile unor țări precum Irlanda, Portugalia, Spania și Grecia. Au urmat apoi state precum Italia și Cipru, dar majoritatea țărilor s-au confruntat cu probleme financiare ale căror efecte sunt încă vizibile astăzi.

Tabelul nr. 1: Evoluția rating-ului în zona euro, Regatul Unit și Danemarca în perioada 1996-2018

Countries	Rating agency	Rating evolution (Long-term Issuer Rating - Foreign)																									
		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018			
Euro countries	Austria	S&P Moody's Fitch	AAA Aaa AAA				AAA												AA+					Aa1			
	Belgium	S&P Moody's Fitch	AA+ Aa1 AA+	Aaa Aa-				AA-	AA			AA+							AA Aa3	AA				AA-			
	Finland	S&P Moody's Fitch	AA Aa2 AA	Aa1 Aa1 AA+	Aaa Aaa	AA+	AA+	AAA												AA		AA+			Aa1 AA+		
	France	S&P Moody's Fitch	AAA Aaa AAA				AAA													AA+ Aa1	AA				Aa2		
	Germany	S&P Moody's Fitch	AAA Aaa AAA				AAA																		AAA Aaa AAA		
	Ireland	S&P Moody's Fitch	AA Aaa AA+	AA+ Aaa AAA		AA+	AAA													AA Aa1	A Baa1	BBB+ Ba1		A Aa1	A+ A3	A2 A+	
	Italy	S&P Moody's Fitch	AA Aa3 AA-	AA Aa3 AA-	AA			AA-	AA	AA-	AA-	A+								A A2	BBB+ Baa2	BBB BBB-			BBB		
	Luxembourg	S&P Moody's Fitch	AAA Aaa AAA				AAA																			AAA Aaa AAA	
	Netherlands	S&P Moody's Fitch	AAA Aaa AAA				AAA																AA+		AAA	Aaa AAA	
	Portugal	S&P Moody's Fitch	AA- Aa3 AA-	AA- Aa3 AA	AA				Aa2			AA-								A+	A- A1	BBB- Ba2	BB Ba3		BB+ Ba1	BBB- B	
	Spain	S&P Moody's Fitch	AA Aa2 AA	AA Aa2 AA	AA	AA+			Aaa	AA+	AAA									AA+ Aa1	AA A1	AA- Aa3	BBB- Baa2		BBB BBB+		
	Greece	S&P Moody's Fitch	BBB- Baa1 BBB-	BBB- Baa1 BBB	BBB	A-	A	A	A+	A										BBB+ A2	BB+ Ba1	CC Ca	B- Ca3	B Caa1	CCC+ Caa3	B- CCC	B Caa2
	Slovenia	S&P Moody's Fitch	A A3 A-	A		A2	A	A	Aa3	A+	AA-	AA								AA- A1	A Baa2	A- Ba1			A Baa3	A+ Baa1	
	Cyprus	S&P Moody's Fitch	AA- A2 AA-	A+	A			A2	A+	A+										A+ Aa3	A Baa3	BBB BB-	B- Ca3	B3 B3	B- B+	BB- BB	BB+ Ba3
	Malta	S&P Moody's Fitch	A+ A A	A+ A3 A	A	A			A	A																A- A+	
	Slovakia	S&P Moody's Fitch	BBB- Baa1 BBB-	BB+ Ba1 BB+				Baa3	A3	BBB	A-	A								A+		CCC+ A2	B- A2			A+ A+	
	Estonia	S&P Moody's Fitch		BBB+ BBB+		Baa1		A-	A1	A-	A	A								A- A1	A A1					AA- A1	
	Latvia	S&P Moody's Fitch		BBB Baa2 BBB		Baa2		BBB	BBB	BBB+	BBB+	A-								BBB+ A3	BBB- Baa3	BB BB+	BBB BBB+		A- Baa1	A3 A-	
	Lithuania	S&P Moody's Fitch		BBB- Ba2 BB+	BBB- Ba1 BB+			Baa1		BBB	BBB+	A-	A							BBB+ A2	BBB Baa1				A- A3	A-	
	Countries with an opt-out	Denmark	S&P Moody's Fitch	AA+ Aa1 AA+			AAA																				
United Kingdom		S&P Moody's Fitch	AAA Aaa AAA				AAA			AAA															AA Aa2		

Source: Thomson Reuters, 2018

Cea mai afectată țară în urma crizei a fost Grecia, care s-a confruntat după anul 2008 cu mari probleme de lichiditate. S-a afirmat faptul că scăderea ratingului Greciei a accentuat criza financiară din acest stat. În ciuda faptului că această țară a primit asistență

financiară din partea FMI și BCE, redresarea economică nu a avut loc, iar datoria publică a crescut considerabil. Global Credit Review a fost publicată în 2013 și conține opinia lui Michel Barnier (membru al Comisiei Europene, Internal Market and Services) cu privire la restricțiile de rating. El a afirmat că regulile privind restricțiile de rating au vizat împiedicarea agențiilor să schimbe ratingul suveran în timpul negocierilor programelor de ajutor internațional. El susține că pentru Grecia, în timpul negocierii planurilor de redresare din iulie 2011, modificările aduse ratingului suveran au sporit semnificativ volatilitatea pieței. În anul 2011 toate cele trei agenții au evaluat în scădere rating-ul acestei țări ajungându-se la un rating de tip "C", însă cel mai scăzut rating acordat Greciei a fost în anul următor, 2012, când agențiile au modificat de mai multe ori notarea acordată acestui stat. Așa cum am specificat, tabelul de mai sus conține ultimul rating emis în anul la care se face referire, însă, analizând mai în detaliu situația Greciei, se pot constata modificări importante. În anul 2012 Grecia a primit cel mai scăzut rating: SD din partea S&P, C din partea Moody's și RD din partea agenției Fitch (Thomson Reuters, 2018). Scăderea ratingului Greciei nu a făcut decât să accentueze criza financiară prin care a trecut. (Andreescu E., 2011: p. 3) dă exemplul obligațiunilor grecești devenite nerentabile, și menționează faptul că o notă în scădere se traduce printr-o creștere a dobânzilor la care se împrumută acel stat. În cazul Greciei (Host et al., 2012) consideră că agențiile de rating acționează într-un mod neoportun și imprevizibil agravând situația lichidității pe piețele financiare și determinând creșterea ratelor dobânzilor la obligațiunile de stat.

Fondul european de stabilitate financiară (EFSF) a fost creat în iunie 2010 de către țările din zona euro ca un mecanism temporar de soluționare a crizelor. Se pare că EFSF a obținut ratingul AAA de la cele mai importante agenții de rating din lume: Standard & Poor's Financial Services, Moody's Analytics și Fitch Ratings. EFSF a acordat asistență financiară Greciei, Irlandei și Portugaliei. Aceste trei state, împreună cu Italia, Spania și Cipru, au fost retrogradate după aderarea la zona euro, iar analiza privind produsul intern brut la prețurile pieței este importantă și se prezintă în tabelul nr. 2:

Tabelul nr. 2: Evoluția PIB brut la prețurile pieței în perioada 1996-2016 - țări din zona euro

Current prices, euro per capita

Gross domestic product at market prices

Country	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ireland	16,500	19,900	21,700	24,700	28,500	31,600	34,600	36,400	38,400	40,900	43,300	44,800	41,800	37,500	36,800	37,600	38,200	39,200	42,200	56,400	58,800
Greece	10,800	11,900	12,000	13,000	13,200	14,000	15,000	16,400	17,700	18,100	19,800	21,100	21,800	21,400	20,300	18,600	17,300	16,500	16,400	16,300	16,200
Spain	12,700	13,000	13,700	14,700	15,900	17,200	18,100	19,000	20,100	21,300	22,700	23,900	24,300	23,300	23,200	22,900	22,200	22,000	22,300	23,300	24,100
Italy	18,100	19,200	19,900	20,600	21,800	22,800	23,600	24,200	25,000	25,600	26,500	27,400	27,600	26,400	26,800	27,300	26,700	26,500	26,700	27,200	27,700
Cyprus	11,900	12,500	13,500	14,300	15,600	16,500	17,000	17,900	19,100	20,400	21,700	22,900	24,200	23,100	23,300	23,200	22,600	21,000	20,700	20,900	21,300
Portugal	9,600	10,200	10,900	11,700	12,500	13,100	13,700	14,000	14,500	15,100	15,800	16,600	16,900	16,600	17,000	16,700	16,000	16,300	16,600	17,400	17,900

Source: Eurostat, 2018

Reprezentarea grafică a informațiilor din tabelul anterior oferă o mai bună înțelegere a evoluției în timp a PIB-ului și permite o vizualizare mai clară a mărimii valorilor ale acestui indicator important pentru statele din zona euro analizate. Această reprezentare grafică este cuprinsă în figura nr. 1.

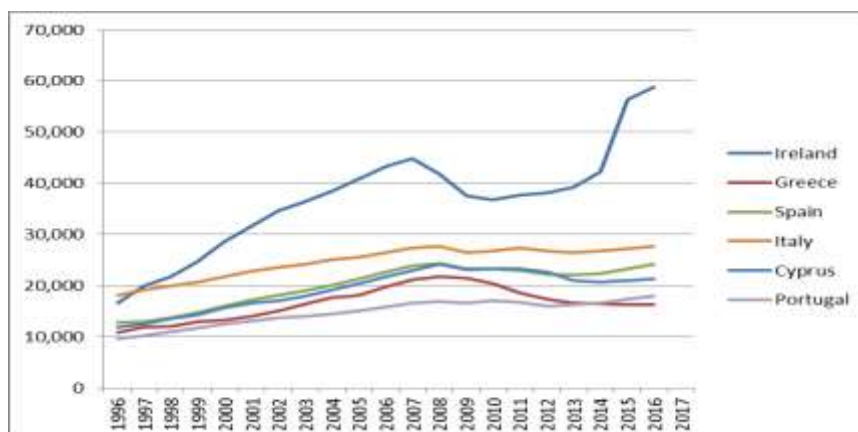


Figura nr. 1: Reprezentarea grafică a evoluției PIB brut la prețurile pieței în perioada 1996-2016 - țări din zona Euro

Sursa: prelucrare în Excel

Recuperarea Irlandei după criza economică este mai bună decât cea a Greciei sau a Ciprului, în timp ce Portugalia și Italia au arătat o evoluție constantă fără oscilații majore.

2.1.2 Evoluția rating-ului în țările din afara zonei euro

Evoluția rating-urilor statelor din afara zonei euro, pentru aceeași perioadă de analiză (1996-2018), este de asemenea importantă și se regăsește în tabelul nr. 3.

Tabelul nr. 3: Evoluția rating-ului în țările din afara zonei euro în perioada 1996-2018

Countries	Rating agency	Rating evolution (Long-term Issuer Rating - Foreign)																							
		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Non-euro countries	Bulgaria	S&P		B		B+	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB	BBB+	BBB							BB+			BBB-		
		Moody's	B3	B2		B1		Ba2	Ba1	Baa3										Baa2					
		Fitch		B+				BB	BB+	BBB-	BBB													BBB	
	Croatia	S&P		BBB-							BBB										BB+	BB			
		Moody's		Baa3																		Ba1		Ba2	
		Fitch		BBB-		BB+		BBB-						BBB-								BB+	BB		BB+
	Czech Republic	S&P			A-			A-		A-		A										AA-			
		Moody's				Baa1		A1																	
		Fitch		A-	BBB+				A-		A			A+											
	Hungary	S&P		BBB-	BBB		A-						BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB					BB+	BBB-		
		Moody's		Baa3	Baa2	Baa1	A3	A1					A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1						Baa3	Baa3	
		Fitch		BBB-	BBB	BBB+	A-		A-			BBB+		BBB	BBB-	BB+						BB+		BBB-	
	Poland	S&P		BBB-		BBB	BBB+									A-								BBB+	
		Moody's				Baa1	Baa1		A2																
		Fitch		BBB		BBB+				BBB+						A-									
	Romania	S&P		BB-	B-		B	B+	BB	BB+	BBB-				BB+								BBB-		
		Moody's			Ba3	B1/B3		B2	B1	Ba3			Ba1	Baa3									Baa3	Baa3	
		Fitch		BB-		B	B-	B		B+	BB	BBB-		BBB	BB+								BBB-	BBB-	
Sweden	S&P			AA+		AA+					AAA														
	Moody's							Aaa																	
	Fitch		AA-			AA		AA+			AAA														

Source: Thomson Reuters, 2018

Prin comparație cu oscilațiile rating-urilor țărilor din zona euro, modificările survenite după apariția crizei financiare, în speță scăderile de rating pentru statele din afara zonei euro, sunt mai puțin drastice și generează discrepanțe mai mici de la o perioadă la alta.

Efectele crizei nu s-au regăsit în rating-ul unor țări precum Suedia, Polonia și Cehia. În ceea ce privește situația rating-ului României după anul 2008, agenția Moody's a păstrat neafectată notarea acordată în 2006, iar agențiile S&P și Fitch au revizuit în scădere rating-ul oferit României, însă diferențele nu au fost majore. În opinia S&P, România s-a redresat până în anul 2014 și agenția a revizuit notarea acordând din nou cel mai mare rating pe care l-a primit țara noastră de la această agenție de rating.

Analiza privind produsul intern brut la prețurile pieței pentru unele țări din afara zonei euro se prezintă în tabelul nr. 4:

Tabelul nr. 4: Evoluția PIB brut la prețurile pieței în perioada 1996-2016 - țări din afara zonei euro

Current prices, euro per capita
Gross domestic product at market prices

Country	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bulgaria	1,000	1,200	1,600	1,500	1,800	2,000	2,200	2,400	2,700	3,100	3,500	4,200	4,900	4,900	5,100	5,600	5,700	5,800	5,900	6,300	6,800
Czech Rep	5,100	5,300	5,800	5,900	6,500	7,400	8,500	8,700	9,400	10,700	12,100	13,400	15,500	14,200	14,900	15,600	15,400	15,000	14,900	16,000	16,700
Croatia	4,400	5,000	5,400	5,000	5,300	6,000	6,600	7,100	7,800	8,500	9,300	10,200	11,200	10,500	10,500	10,500	10,300	10,300	10,200	10,600	11,100
Hungary	3,600	4,100	4,200	4,500	5,000	5,900	7,100	7,400	8,300	9,000	9,100	10,200	10,800	9,400	9,900	10,200	10,000	10,300	10,700	11,300	11,600
Poland	3,300	3,700	4,000	4,200	4,900	5,600	5,500	5,000	5,400	6,500	7,200	8,200	9,600	8,300	9,400	9,900	10,100	10,300	10,700	11,200	11,100
Romania						2,300	2,500	2,900	3,800	4,600	6,200	7,100	6,100	6,200	6,600	6,700	7,200	7,500	8,100	8,600	

Source: Eurostat, 2018

Și în cazul țărilor din afara zonei euro reprezentarea grafică a informațiilor din tabelul anterior oferă o mai bună înțelegere a evoluției în timp a PIB-ului și permite o vizualizare mai clară a mărimii valorilor ale acestui indicator important pentru statele din afara zonei euro analizate. Această reprezentare grafică este cuprinsă în figura nr. 2.

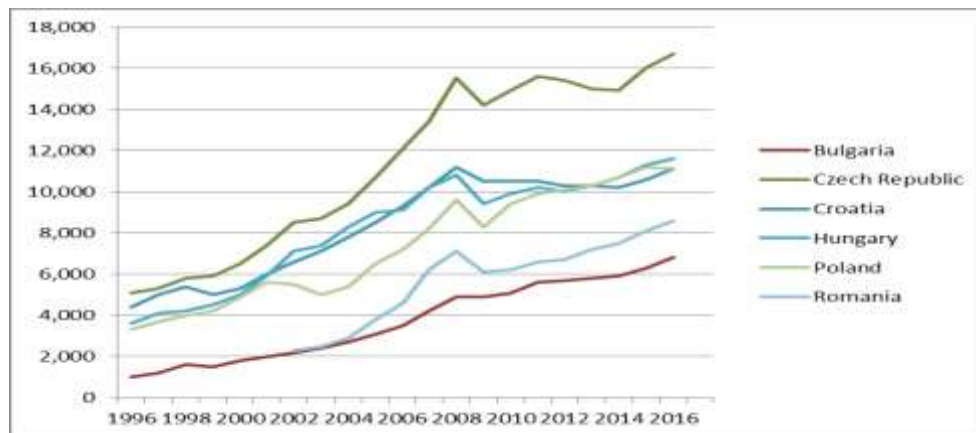


Figura nr. 2. Reprezentare grafică a evoluției PIB brut la prețurile pieței în perioada 1996-2016 - țări din afara zonei euro

Sursa: prelucrare în Excel

Se observă un trend ascendent pentru toate statele prezentate în figura nr. 2, interesant este însă nivelul crescut (aproape dublu) al PIB-ului Cehiei în comparație cu cel al Bulgariei.

2.2 Impactul rating-ului asupra PIB-ului

Rating-ul a fost colectat de la agenția S&P pentru 28 de țări și pentru intervalul de timp 1996 - 2016. Pentru aceleași țări și aceeași perioadă a fost colectat PIB-ul consultând bazele de date ale Eurostat.

În ceea ce privește formarea seriilor de date privind rating-ul, pentru clasele și subclasele de rating s-au asociat numere întregi conform procedurii recomandate de literatura de specialitate (Sy, A., 2004)², astfel:

- Se atribuie un număr natural pozitiv pe o scală pornind de la 1 pentru CC, C/SD-D și până la 20 pentru AAA (tabelul de mai jos prezintă aceste numere întregi atât pentru o scală de la 1 la 20 și pentru o scală de la 1 la 58);
- Se calculează apoi o diferență absolută (nu procentuală) a seriei de rating. De exemplu, pentru următoarea serie de rating-uri: 15, 15, 14, 14, 16, 16, se generează diferențele: 0, -1, 0, +2, 0, interpretarea fiind astfel simplă (ce influența are asupra PIB o creștere sau o scădere de un rating, fără altă prelucrare a datelor).

Metoda de mai sus este asumată ca fiind cea standard, și este considerată a fi potrivită pentru studierea impactului unei creșteri/scăderi de rating asupra PIB-ului. Cât de multe condiții trebuie să îndeplinească un stat pentru a beneficia de o creștere de rating, fie între subclase, fie de la o clasă de rating la altă clasă superioară, este un subiect foarte interesant și complex, iar informațiile privind condițiile de creștere/scădere a rating-urilor pot să difere de la o agenție la alta. Această abordare constituie o temă de cercetare viitoare, însă, pentru acest articol, considerăm oportună utilizarea scalei de rating uniform crescătoare din tabelul nr. 5, schemă folosită în multe articole de specialitate.

Tabelul nr. 5. Scale de rating

Rating	20-point numerical credit rating scale (CR)	Rating	58-point numerical comprehensive credit
Aaa/AAA	20	Aaa/AAA	58
Aa1/AA+	19	Aa1/AA+	55
Aa2/AA	18	Aa2/AA	52
Aa3/AA-	17	Aa3/AA-	49
A1/A+	16	A1/A+	46
A2/A	15	A2/A	43
A3/A-	14	A3/A-	40
Baa1/BBB+	13	Baa1/BBB+	37
Baa2/BBB	12	Baa2/BBB	34
Baa3/BBB-	11	Baa3/BBB-	31
Ba1/BB+	10	Ba1/BB+	28
Ba2/BB	9	Ba2/BB	25
Ba3/BB-	8	Ba3/BB-	22
B1/B+	7	B1/B+	19
B2/B	6	B2/B	16
B3/B-	5	B3/B-	13
Caa1/CCC+	4	Caa1/CCC+	10
Caa2/CCC	3	Caa2/CCC	7
Caa3/CCC-	2	Caa3/CCC-	4
Ca/CC, C/SD-D	1	Ca/CC, C/SD-D	1

add '+2' for positive watch, '+1' for positive outlook, '-1' for negative outlook, '-2' for negative watch, and '0' for stable outlook and no watch/outlook assignments

Sursa: Sy, A., 2004, Rating the rating agencies: Anticipating currency crises or debt crises? Journal of Banking and Finance 28, 2845-2867

Pentru PIB s-a calculat creșterea procentuală a seriilor de PIB, ceea ce se poate interpreta ca impact asupra PIB determinat de modificarea Ratingului. În articolul prezent calculele s-au efectuat pe baza PIB-ului nominal.³

Pentru studierea impactului Rating-ului asupra PIB s-a utilizat o regresie de tip panel de forma:

$$\text{creșterea\%_PIB} = c + \beta \times \text{diferențe_Rating} + \varepsilon$$

Într-un model valid de regresie, se poate afla astfel, cât de mult contribuie creșterea/scăderea rating-ului la creșterea/scăderea PIB-ului.

² „Rating the rating agencies: Anticipating currency crises or debt crises?”, care a fost publicată într-un jurnal de reputație internațională (Journal of Banking and Finance 28, 2845-2867)

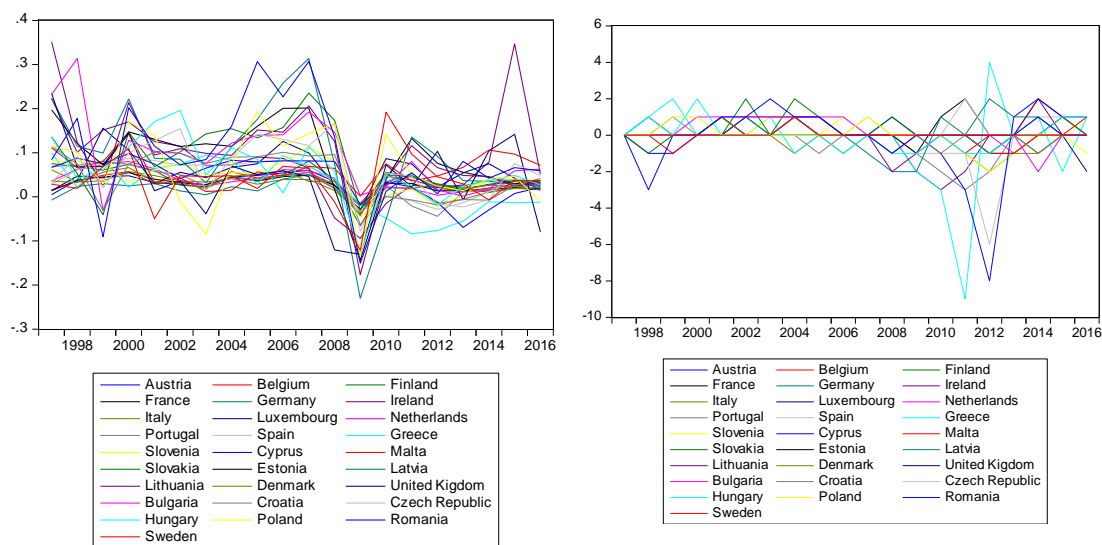


Figura nr. 3: Reprezentarea grafică a evoluției Rating-ului și a PIB-ului pe țările analizate

Sursa: prelucrare personală cu softul EViews 7

Seriile Rating și PIB sunt staționare. Cele mai bune rezultate au fost obținute pentru regresia tip panel cu efecte fixe pe țări și prin metoda coeficienților de covarianță White cross-section (tabelul nr. 6).

³ În cercetarea noastră am replicat și analiza regresiei evoluției procentuale a PIB real cu Rating-ul dar rezultatele obținute sunt inferioare celor obținute din regresia PIB nominal ~ Rating (coeficientul de determinare R^2 ajustat se reduce cu circa 5 puncte procentuale).

Tabelul nr. 6: Regresia PIB~Rating(-1)

Dependent Variable: **PIB**

Method: Panel Least Squares

Date: 03/09/18 Time: 13:10

Sample (adjusted): 1998 2016

Periods included: 19

Cross-sections included: 28

Total panel (balanced) observations: 532

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.052559	0.008693	6.046264	0.0000
RATING(-1)	0.020956	0.005951	3.521505	0.0005

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.206809	Mean dependent var	0.051850
Adjusted R-squared	0.162655	S.D. dependent var	0.065102
S.E. of regression	0.059573	Akaike info criterion	-2.750271
Sum squared resid	1.785097	Schwarz criterion	-2.517146
Log likelihood	760.5721	Hannan-Quinn criter.	-2.659037
F-statistic	4.683828	Durbin-Watson stat	1.625058
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sursa: prelucrare personală cu softul EViews 7.

Rezultatele regresiei cu mai multe lag-uri de rating (6) arată interesant. Se pare că schimbarea Rating-ului are un efect persistent asupra PIB de până la 4 ani (tabelul nr. 7).

Tabelul nr. 7: Regresia PIB~Rating cu 1 până la 6 lag-uri

Dependent Variable: **PIB**
 Method: Panel Least Squares
 Date: 03/09/18 Time: 13:23
 Sample (adjusted): 2003 2016
 Periods included: 14
 Cross-sections included: 28
 Total panel (balanced) observations: 392
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.048342	0.010059	4.806090	0.0000
RATING	0.014706	0.004518	3.255367	0.0012
RATING(-1)	0.016615	0.003775	4.401972	0.0000
RATING(-2)	0.008501	0.003113	2.730573	0.0066
RATING(-3)	0.010764	0.003636	2.960655	0.0033
RATING(-4)	0.007718	0.001898	4.066839	0.0001
RATING(-5)	0.002907	0.008202	0.354406	0.7232
RATING(-6)	0.001349	0.004478	0.301136	0.7635

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.281933	Mean dependent var	0.043840
Adjusted R-squared	0.213546	S.D. dependent var	0.066752
S.E. of regression	0.059197	Akaike info criterion	-2.730850
Sum squared resid	1.251025	Schwarz criterion	-2.376273
Log likelihood	570.2466	Hannan-Quinn criter.	-2.590322
F-statistic	4.122594	Durbin-Watson stat	1.607228
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sursa: prelucrare personală cu softul EViews 7.

În schimb, invers, regresia $Rating = c + \beta \times PIB + \varepsilon$ se pare că efectul este numai contemporan (tabelul nr. 8).

Tabelul nr. 8: Regresia Rating ~ PIB

Dependent Variable: **RATING**
 Method: Panel Least Squares
 Date: 03/09/18 Time: 13:29
 Sample (adjusted): 1998 2016
 Periods included: 19
 Cross-sections included: 28
 Total panel (balanced) observations: 532
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.178016	0.109023	-1.632825	0.1031
PIB	3.199470	0.880986	3.631690	0.0003
PIB(-1)	-0.322288	0.709783	-0.454066	0.6500

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.082639	Mean dependent var	-0.030075
Adjusted R-squared	0.029644	S.D. dependent var	0.911858
S.E. of regression	0.898241	Akaike info criterion	2.677982
Sum squared resid	405.0322	Schwarz criterion	2.919146
Log likelihood	-682.3432	Hannan-Quinn criter.	2.772362
F-statistic	1.559372	Durbin-Watson stat	1.749306
Prob(F-statistic)	0.033251		

Sursa: prelucrare personală cu softul EViews 7.

Din graficele prezentate reiese faptul că PIB este influențat de Ratingul anului anterior. Coeficientul de determinare, $R^2 = 16\%$, ne indică o determinare semnificativă PIB-ului de către modificarea Rating-ului de țară dar și faptul că PIB-ul are, cum era de așteptat, și alți factori fundamentali de determinare. Ca temă de cercetare viitoare ne propunem o analiză mai detaliată utilizând o frecvență trimestrială pentru aceste variabile și nu doar o frecvență anuală. De asemenea, într-o cercetare viitoare, vom estima regresia PIB~Rating pe diferite grupuri de țări, țări dezvoltate și țări emergente.

Concluzii

Din datele și analizele prezentate în această lucrare se poate observa cum rating-urile au fost în scădere începând cu anul 2009, deși criza economică a demarat încă de la sfârșitul

anului 2007. Acest lucru confirmă teoriile din literatura de specialitate conform cărora agențiile de rating au evidențiat efectele asupra statelor apărute după evenimentele nefavorabile și nu au avut rolul de a le anticipa.

Din studiul econometric prezentat reiese faptul că modificarea Rating-ului de țară are o determinare semnificativă asupra evoluției PIB-ului național. Studiul nostru aduce în atenție influența ratingul din anul anterior asupra evoluției PIB național, iar efectele unei schimbări de rating pot fi persistente. Acest lucru poate confirma aserțiunile din anumite articole de specialitate conform cărora agențiile de rating au dăunat redresării situației economice a țărilor aflate în criză financiară.

Coroborând aceste două aspecte, este interesant de estimat impactul pe care l-ar fi avut asupra situației economice a fiecărui stat o scăderea în mod preventiv a rating-ului. O astfel de situație ar fi putut agrava, și mai mult decât s-a întâmplat în prezent, efectele negative ale crizei financiare, sau poate dimpotivă, ar fi alertat și mobilizat entitățile în a lua mai din timp măsuri eficiente de prevenire. Acest semn de întrebare constituie o temă de cercetare viitoare.

Rating-ul de înaltă calitate de la momentul adoptării monedei unice poate indica faptul că îndeplinirea criteriilor de convergență, ce conduce la finalizarea procesului de aderare la zona euro, generează o situație economică stabilă ce determină o încredere sporită în opinia agențiilor de rating.

Rating-urile emise de către agențiile specializate în acest sens indică o instabilitate mai mare în zona euro după criza financiară decât în țările din afara zonei euro. Se pare că țările care nu au adoptat încă moneda unică au avut un grad de adaptare mai ridicat la condițiile pieței financiare de după criză și au resimțit mai puțin efectele negative ale acesteia. Cât de mult a depins situația favorabilă de faptul că statele și-au coordonat propria politică monetară influențând posibile fluctuații ale cursului de schimb ce au avut efecte pozitive asupra situației economice este o ipoteză interesantă, iar o analiză mai amănunțită din această perspectivă ar putea furniza informații importante în acest sens. Acest aspect reprezintă, de asemenea, o temă de cercetare viitoare.

Bibliografie

- [1] Afonso, Antonio; Gomes, Pedro & Rother, Philipp (2007) : "What "Hides" Behind Sovereign Debt Ratings?", European Central Bank, Working Paper Series, No. 711/ Ian 2007
- [2] Andreescu E., 2011, Agențiile de rating și rolul jucat de acestea în criza financiară internațională
- [3] Bogdan C., 2017, The role of credit rating agencies in the european sovereign debt crisis
- [4] Brezeanu P., Triandafil C.M., 2008, The impact of the country rating on the corporate rating: empirical perspective in the context of financial globalization
- [5] Brezeanu P., 2009, Interconectivitatea rating corporativ-rating de țară: perspectivă comparativă: țări dezvoltate versus țări emergente, Editura ASE, București
- [6] Borensztein, Eduardo; Cowan, Kevin & Valenzuela, Patricio, 2007, "Sovereign Ceilings 'Lite'? The Impact of Sovereign Ratings on Corporate Ratings in Emerging Market Economies", IMF Working Paper, Apr 2007

- [7] Host A., Cvečić I., Zaninović V., Credit rating agencies and their impact on spreading the financial crisis on the eurozone, Primpljeno, March 30, 2012
- [8] Iyengar S., The credit rating agencies – are they reliable? A study of sovereign ratings, January 2012
- [9] Kiff J., Nowak S., Schumacher L., Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign rating, IMF Working Paper, January 2012
- [10] Lăzărescu S., 2003, Rating financiar, Editura ASE, București
- [11] Miricescu, E.C., 2011, Ratingul de țară, Editura ASE, București
- [12] Miricescu, E.C., 2015, The role of rating agencies in international financial market, Theoretical and Applied Economics No. 1
- [13] North, Jonathan (2008): “Are Rating Agencies to Blame for the Credit Crisis... and What Does That Mean For You?”, Ehlers Advisor, Oct 2008
- [14] Sy, A., 2004, Rating the rating agencies: Anticipating currency crises or debt crises? Journal of Banking and Finance 28, 2845-2867
- [15] Voinea, G., Roman, A., Chirlesan, D., 2010, *10 ani de la lansarea euro: Prefacerile si viitorul monedei in contextul crizei mondiale*, Editura Universitatii “Alexandru Ioan Cuza”, Iasi
- [16] Central European Bank, Convergence Report, 1998, 2000, 2002, 2004, 2006, 2008, 2010, 2012, 2014, 2116
- [17] European Commission, Flash Eurobarometer 446 - The euro area, TNS Political & Social, December 2016
- [18] European Commission, Economic and monetary union and the euro, Publications Office of the European Union, Luxemburg, 2013, 2014
- [19] Global credit review, 2013, World Scientific Publishing and Risk Management Institute, National University of Singapore
- [20] <https://www.ecb.europa.eu/ecb>
- [21] <http://ec.europa.eu>
- [22] europa.eu
- [23] <http://eur-lex.europa.eu/legal-content>
- [24] <https://www.esm.europa.eu/>