

Divo Pulitika, Fund Manager, InterCapital Asset Management: Consecințele retrogradării ratingului de credit pentru România



Retrogradările recente ale perspectivei ratingului de credit al României de la Stabil la Negativ de către Fitch, pe 24 decembrie 2024, și S&P, pe 24 ianuarie 2025, subliniază îngrijorările tot mai mari privind stabilitatea fiscală și economică a țării. Deși aceste modificări nu echivalează încă cu o reducere a ratingului propriu-zis, ele reprezintă un semnal de avertizare clar și un posibil precursor al unei retrogradări în categoria speculativă (junk), în cazul în care tendințele fiscale și macroeconomice nu se aliniaza așteptărilor. Implicațiile acestor decizii se vor resimți în piața obligațiunilor și a acțiunilor din România, în finanțele guvernamentale și în percepția generală a investitorilor.

Piața obligațiunilor este cea mai expusă unei eventuale retrogradări, reflectând ajustări atât fundamentale, cât și tehnice. Investitorii instituționali, precum fondurile de pensii și companiile de asigurări, care sunt adesea restricționați de la deținerea obligațiunilor cu rating junk, ar putea fi nevoiți să vândă obligațiunile românești dacă două sau mai multe agenții retrogradează ratingul la nivel speculativ.

Chiar și schimbarea perspectivei a determinat deja unele re poziționări timpurii, pe măsura ce investitorii anticipează posibile retrogradări suplimentare. În prezent, obligațiunile românești denominate în euro, cu scadența la 10 ani, se tranzacționează la un randament de 5,96%, ceea ce reprezintă un spread de 351 de puncte de bază (bps) peste obligațiunile germane, echivalent cu 3,51% peste Germania. Acest nivel este deja ridicat în comparație cu alte state din regiune, precum Ungaria (184 bps; 1,84%) sau Grecia (89 bps; 0,89%), semn că piețele încep să încorporeze un risc mai mare. Istoric, spread-ul obligațiunilor românești a atins un vârf de aproape 600 bps în 2022, în contextul crizei energetice și al războiului din Ucraina. Dacă acest nivel revine, randamentele ar putea ajunge la 8,4%, ceea ce ar conduce la o scădere estimată de 16% a prețurilor obligațiunilor.

În cazul în care bariera psihologică a unui randament de 10% ar fi depășită, prețurile obligațiunilor ar putea scădea cu până la 26%. O astfel de scădere ar duce la o creștere directă a costurilor de împrumut pentru România, întrucât randamentele mai mari la obligațiunile existente s-ar traduce prin dobânzi mai ridicate pentru noile emisiuni de datorie. Primul test important va avea loc pe 21 februarie 2025, când Fitch va actualiza ratingul României.

Deși retrogradările ratingului de credit nu afectează în mod direct piețele de acțiuni, impactul mai larg asupra sentimentului investitorilor poate influența prețurile acțiunilor. O percepție negativă asupra României ar putea duce la ieșiri de capital și la evaluări mai scăzute pe Bursa de Valori București (BVB). Dintr-o perspectivă fundamentală, bancile românești, care dețin volume semnificative de obligațiuni suverane, ar putea fi afectate negativ la nivelul bilanțurilor. O scădere a prețului obligațiunilor le-ar diminua valoarea deținerilor, ceea ce s-ar putea reflecta în pierderi contabile. Bancile mari, precum Banca Transilvania și BRD, componente principale ale indicelui BET, ar putea întâmpina dificultăți – însă amploarea impactului este dificil de estimat în lipsa unor

informații publice clare despre structura deținerilor lor de obligațiuni, monedele și scadențele acestora.

În plus, guvernele recurg adesea la creșteri de taxe în perioade de criza fiscală, vizând în special sectoarele cu profitabilitate ridicată, precum cel energetic și cel bancar. România are un istoric al unor astfel de măsuri, așa cum s-a întâmplat în decembrie 2018, când „taxa pe lăcomie” a determinat o scădere de aproape 20% a valorii de piață a Băncii Transilvania într-o singură zi. Creșteri potențiale ale taxelor pe profitul companiilor, dividende sau sectoare specifice ar afecta în mod disproporționat companiile din indicele BET, având în vedere ponderea ridicată a băncilor (aproape 30% din indice) și a companiilor din energie (aproape 50%). De exemplu, o creștere a taxei pe dividende de la 8% la 10% ar reduce randamentul brut al indicelui BET cu 0,11 puncte procentuale. Similar, o majorare a impozitului pe profit de la 16% la 20% ar putea face acțiunile românești cu 5% mai scumpe, reducând atractivitatea acestora pentru investitori.

O retrogradare a ratingului de credit ar obliga guvernul României să plătească mult mai mult pentru finanțarea datoriei, ceea ce ar putea duce la măsuri bugetare mai stricte. Deficitul bugetar estimat pentru 2025 este de 7%, în linie cu așteptările pieței, însă menținerea disciplinei fiscale va fi esențială pentru a evita noi retrogradări. Creșterea costurilor de finanțare ar putea determina guvernul să accelereze colectarea taxelor sau să introducă impozite noi, inclusiv asupra consumului sau proprietății. Deși astfel de măsuri ar putea stabiliza conturile fiscale pe termen mediu, ele risca să încetinească activitatea economică pe termen scurt, mai ales într-un context în care România se confruntă deja cu o creștere mai lentă a PIB, estimată la 2,5% în 2025.

În ciuda acestor riscuri imediate, este important de menționat că o retrogradare nu echivalează cu un colaps economic. Dacă guvernul reușește să implementeze reformele fiscale necesare fără a recurge la taxe excesive sau contraproductive, piața de acțiuni s-ar putea redresa după eventuale vânzări pe termen scurt. Traectoria economică pe termen lung a României, susținută de fonduri europene și reforme structurale, rămâne mai importantă decât volatilitatea temporară determinată de sentimentul pieței. Pentru investitorii cu un orizont lung de timp, scăderile semnificative ale prețurilor acțiunilor cauzate de o retrogradare ar putea oferi oportunități atractive, mai ales în sectoarele cu perspective solide de creștere. Totuși, evoluția viitoare va depinde în mare măsură de capacitatea guvernului de a demonstra disciplină fiscală și de a recâștiga încrederea investitorilor.

Proiectul de buget al României pare să fie aliniat cu scenariile de bază ale Fitch și S&P, estimând o creștere a PIB de 2,5%, un deficit de 7% și o inflație de 4,4%. Aceste obiective sunt în mare parte aliniate cu estimările consensuale ale analiștilor Bloomberg, care prognozează o creștere a PIB-ului României de 2,6% în 2025, și sugerează că o retrogradare poate fi încă evitată, dacă reformele fiscale vor continua conform planului. Totuși, capacitatea guvernului de a menține disciplina fiscală în fața presiunilor politice, mai ales în preajma alegerilor prezidențiale, rămâne o întrebare crucială. Lunile următoare vor fi decisive pentru stabilitatea financiară a României. Atenția nu trebuie să se concentreze doar pe creșterea taxelor, ci și pe îmbunătățirea colectării, având în vedere că România are cea mai slabă rată de colectare a TVA din UE – un deficit de 30,6% (8,5 miliarde de euro în 2022), comparativ cu media de 7% la nivel european. Deși retrogradările actuale reprezintă mai degrabă avertismente decât crize în toată regula, consecințele lor subliniază necesitatea unor politici fiscale credibile și a unor reforme structurale pentru a gestiona un mediu economic dificil.

Analiza a fost realizată de **Divo Pulitika**, Fund Manager, InterCapital Asset Management