**MIT: avem nevoie de bani ieftini pentru investiții eficiente?**

În contextul creșterii presiunilor inflaționiste, dobânda medie practicată de sectorul bancar pentru creditele noi contractate în RON de către companiile private ar trebui să crească până la 6%-8% pe parcursul anului curent, comparativ cu o medie de 4,10% înregistrată pe parcusul anului 2017. Având în vedere creșterea gradului de povară financiară în contextul creșterii costului de finanțare, există companii care vor înregistra dificultăți în rambursarea creditelor contractate de la bănci. Un indicator foarte important care reflectă capacitatea unei companii de rambursare a serviciului datoriilor contractate este gradul de acoperire al dobânzilor prin profitul operațional (eng. EBIT = Earnings Before Interest and Tax). Normele de analiză financiară recomandă ca profitul operațional să acopere de cinci ori cheltuielile privind dobânzile, tocmai pentru a permite o profitabilitate finală competitivă chiar și în contextul creșterii costului de finanțare. Media acestui indicator pentru întreg mediul de afaceri activ în România este foarte aproape de acest prag în anul 2016, respectiv 5,1. Așa cum am arătat în articolul anterior, o parte dintre companii se vor regăsi într-o situație foarte delicată în anul curent, în condițiile în care profitul operațional va deveni insuficient pentru acoperirea dobânzilor aferente creditelor contractate. Mai exact, numărul companiilor cu risc major de insolvență va crește de la 15% (anul 2016) la 32% (la o dobândă medie practicată companiilor de 6%), 35% (la o dobândă medie practicată companiilor de 7%) respectiv 39% (la o dobândă medie practicată companiilor de 8%).

**În acest context, este foarte important să distingem între cauză și efect**. Dificultățile companiilor vor fi cauzate de majorarea dobânzilor (?), sau problemele acestora sunt de natură intrinsecă (referitoare la eficiența investițiilor, strategie, dezvoltarea resursei umane, calitatea serviciilor sau produselor oferite, poziționarea pe piață etc.)? **Există un mit în politicile monetare și publice conform căruia firmele au nevoie de acces facil la finanțare ieftină pentru încurajarea investițiilor**. Aceasta este și piatra de temelie a programului QE (Quantitative Easing) promovat de BCE (Banca Centrală Europeană), prin care aproape 2.500 de miliarde de euro au fost injectate în sistem prin cumpărarea de obligațiuni. Excesul de lichiditate a menținut nivelul EURIBOR cu maturitate la 3 luni aproape de zero pe parcursul anului 2015, și în teritoriu negativ ulterior, pentru încurajarea investițiilor, relansarea consumului și evitarea deflației, aceasta din urmă fiind o capcană mult mai periculoasă pentru economia europeană. Politica monetară promovată de BNR pe plan local a urmat aceleași tendințe, prin reducerea dobânzii cheie de la 6% (ianuarie 2012) la 1,75% (decembrie 2017) după cincisprezece ajustări consecutive. Aceasta a contribuit la scăderea ROBOR cu maturitate 3 luni de la 6,04% (nivelul maxim înregistrat în decembrie 2012) la 0,7% (nivelul minim înregistrat în octombrie 2016). Singura diferență față de media observată în UE, este faptul că inflația locală a crescut în România mult mai accelerat pe parcursul anului anterior. Astfel, inflația anuală înregistrată în luna martie a anului curent a ajuns la 5%, majorarea prețurilor fiind cauzată atât de ofertă (creșterea costurilor salariale și a cheltuielilor cu combustibilul) cât și de avansul cererii (pe fondul creșterii salariului mediu nominal cu 14% în sectorul privat, 22% în sectorul public, avansul soldului creditelor acordate populației cu 8% și creșterea deficitului fiscal la 3% din cauza măsurilor populiste). Aceste dinamici din România și UE se observă foarte clar în graficele următoare.

|  |  |
| --- | --- |
| **Grafic 1** – Evolutia EURIBOR (3m) și inflația in UE | **Grafic 2** – Evoluția ROBOR(3m) și inflația în RO |

*Sursa – Eurostat, BNR, INSSE, date prelucrate autor*

Desigur, din punct de vedere economic, face sens și este corect – finanțarea ieftină încurajează investițiile, deoarece relansează consumul și reduce povara financiară pentru dezvoltarea companiilor. Totuși, cred că o întrebare și mai importantă pentru dezvoltarea mediului de afaceri pe termen lung, în ansamblul său, este **ce tip de investiții sunt încurajate prin politica banilor ieftini și ușor de accesat?** Pentru a răspunde la această întrebare, am analizat evoluția tuturor proiectelor de investiții realizate de toate companiile active în România. Practic, am parcurs următoarele etape (metodologie)

* am considerat toate companiile pentru care creșterea activelor imobilizate a depășit 10%, iar valoarea netă a investițiilor realizate a depășit 100.000 RON (practic, acestea sunt companii care au investit semnificativ pe termen lung)
* am calculat randamentul activelor (ROA, eng. Return On Assets = Profit Net / Active) obținut de aceste companii pentru următorii trei ani, imediat dupa realizarea investițiilor respective
* am reluat acest exercițiu pentru fiecare an din perioada 2010 – 2015 (pentru ultimii doi ani putem observa evoluția randamentului până în anul 2016, inclusiv)

Rezultatele sunt ilustrate în tabelul și graficul următor, iar concluzia este cât se poate de simplă și evidentă – **cele mai bune investiții s-au realizat atunci când costul finanțării a fost ridicat iar accesul la finantare a fost dificil. Când banii se obțin ușsor și ieftin, atunci se realizează cele mai proaste investiții**. Astfel, investițiile realizate în perioada 2010-2012, când nivelul ROBOR cu maturitate la 3 luni era cel mai ridicat și accesul la finanțare a fost mai dificil (din cauza provizioanelor ridicate generate de rata creditelor neperformante), au fost singurele care au generat un randament mai mare de 5% în primul an, respectiv peste 10% după trei ani de la momentul investiției. Spre deosebire de acestea, investițiile realizate în perioada 2013-2015 se dovedesc ineficiente, în condițiile în care nu vor genera un randament superior costului de finanțare.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Tabel 1** – Randamentul investițiilor în România

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Anul** | **NPL** | **Dobanzi Credite** | **ROA (T+1)** | **ROA (T+2)** | **ROA (T+3)** |
| 2010 | 11,9% | 11,4% | 5,2% | 9,7% | 15,0% |
| 2011 | 14,3% | 9,7% | 5,4% | 8,1% | 13,5% |
| 2012 | 18,2% | 9,6% | 5,1% | 9,4% | 11,8% |
| 2013 | 21,9% | 8,7% | 3,3% | 5,4% | 6,2% |
| 2014 | 13,9% | 6,5% | 0,9% | 2,3% |   |
| 2015 | 11,3% | 4,8% | -1,8% |   |   |

*Sursa –date prelucrate autor în ba baza situațiilor financiare (bilanț, cont de profit și pierdere) depuse la Ministerul Finanțelor Publice* | **Grafic 3** – Randamentul investițiilor vs cost finanțare |

Interesant este faptul ca vremea dobânzilor mici a apus în România, și această dinamică va fi observată și in restul țărilor din Uniunea Europeană în perioada următoare. Începând cu ianuarie 2018, BCE a redus la jumătate volumul achiziţiilor lunare de active, de la 60 de miliarde de euro la 30 de miliarde de euro, diminuând programul său de relaxare cantitativă (QE) pe fondul redresării economiei și creșterii inflației catre ținta de 2%. Astfel, Banca Centrală Europeană se îndreap­tă uşor către încheierea a patru ani de măsuri de relaxare cantitativă, iar această misiune pare una uşoară comparativ cu ceea ce va urma. După încheierea progra­mului de achiziţii de active în acest an, în 2019 consiliul guvernator al băncii ar putea îndrăzni să retragă practic stimulentele pentru prima dată din 2012 cu una sau mai multe ma­jorări de dobânzi.  Aşteptările pieţei privind o primă majorare a ratelor dobânzilor la mijlocul anului viitor 'probabil nu sunt în întregime nerealiste', a declarat Jens Weidmann, membru în consiliul guvernatorilor Băncii Centrale Europene, într-un discurs rostit la Viena. Acesta a adăugat: 'Pe termen mediu, în linie cu perspectiva privind inflaţia, politica monetară trebuie normalizată pentru a recâştiga spaţiu de manevră. Încheierea programului de relaxare cantitativă (QE) este doar începutul procesului de normalizare a politicii monetare, care va dura câţiva ani, şi de aceea este foarte important să înceapă curând'.

**Care sunt implicațiile și oportunitățile?**

Așa cum am arătat într-un articol anterior (**Secretul unei investiții eficiente** – **alegerea momentului perfect**, *25 martie 2018*), rata de supraviețuire a companiilor înființate în perioada de creștere acelerată (perioada 2007-2008) este cea mai scăzută. Aceste companii s-au bazat pe un plan de afaceri foarte optimist, considerând nivelul foarte mare de creștere al PIB real din perioada respectivă. În acest context, investițiile au fost calibrate la un nivel foarte mare de creștere economică, fără să considere scenarii de stres privind impactul crizei financiare pe plan local. De asemenea, aceste companii au investit în active supraevaluate (terenuri, construcții), pe fondul bulei imobiliare din perioada respectivă. Astfel, investiția inițială în proiectele de afaceri care s-au extins în perioada respectivă a fost supraevaluată, fiind alimentată de credite foarte mari contractate de la bănci și furnizori. Cred că acest lucru este valabil și pentru cele aproape 100.000 de companii înființate pe parcursul anului 2017, într-un an de creștere accelerată mult peste nivelul potențial. Dacă aceste firma s-au înființat ca urmare doar a efectului de turmă, în contextul oportunismului temporar al dobânzilor ieftine, doar 45% dintre acestea vor mai fi în funcțiune în 2022-2023. **Ce e val, ca valul trece!** În schimb, dacă aceste afaceri au în spate antreprenori vizionari, adevărați profesioniști, care pun multă pasiune în tot ceea ce fac și cred foarte mult în produsul / serviciul lor, atunci aceștia vor reuși, indiferent de creșterea dobânzilor sau impactul următoarei recesiuni.

Interesant este faptul că aproape o treime din firmele active astăzi în România nu dispun de un profit operațional suficient pentru acoperirea cheltuielilor privind dobânzile pe parcursul anului curent (așa cum am remarcat în articolul publicat săptămâna trecută – **Fragilitatea companiilor la fluctuația costului de finanțare**). Practic, aceasta reprezintă o mare oportunitate pentru restul firmelor, care vor rezista acestor șocuri, sau cele nou înființate – **acestea vor investi când banii sunt scumpi și greu de accesat, dar vor crește afacerea semnificativ și foarte sănătos, deoarece vor acoperi golul lăsat de catre firmele care vor intra în insolvență**! În acest context, este foarte important pentru antreprenorii actuali și viitori să beneficieze de aceste oportunități și să capteze creșterea potențială, prin strategii care să evite greșelile companiilor insolvente. Exact în acest scop am scris prima mea carte, intitulată “**De ce esuează companiile? 10 Greșeli și 100 Soluții**”, Editura Publica, prin care încerc să transform eșecul altora într-o curbă a învățării pentru antreprenori!

Având în vedere acest context, voi analiza în articolul următor capacitatea de restructurare a companiilor active în România pe durata următoarei recesiuni! Da, această ajustare negativă va urma, și fiecare companie își poate calcula spațiul disponibil de restructurare, iar eu te voi învăța cum să faci acest lucru în articolul următor. Până atunci, nu uita: *nu te descuraja din cauza creșterii dobânzilor, concentrează-te asupra valorii adăugate pe care compania ta o poate aduce partenerilor de afaceri! Pe curând!*

*\*Articolul anterior aparține* ***Presedintelui AAFBR (Asociatia Analistilor Financiar-Bancari din Romania), Iancu Guda. De asemenea, textul redă opinia autorului și este preluat de pe blogul*** Mit - avem nevoie de bani ieftini pentru investiții eficiente?