

De ce scad actiunile la BVB?

Economia Romaniei nu a fost afectata in mod direct si major de criza declansata in Statele Unite sau in alte tari dezvoltate. In tara noastra ritmul de crestere al PIB este prognozat in continuare ca fiind destul de mare (desi cresterea a fost revizuita usor); creditele ipotecare nu sunt inca foarte raspandite si au fost acordate cu garantii serioase, astfel incat nu pun probleme serioase bancilor; consumul, investitiile, veniturile reale ale populatiei, productia industrială si productivitatea muncii sunt indicatori ce au crescut in 2007, si vor creste semnificativ atat in 2008 cat si in anii urmatori. Desigur, economia romaneasca mai are diverse probleme de rezolvat, iar tensiuni si amenintari apar permanent; insa, pe ansamblu, in Romania nu putem vorbi in niciun caz despre crize sau recesiuni, asa cum se vorbeste in tarile dezvoltate.

Cu toate acestea actiunile listate la Bursa de Valori Bucuresti au scazut semnificativ; mai mult, ritmul scaderii acestora a fost mai rapid decat cel al scaderii actiunilor din Statele Unite sau din alte tari dezvoltate.

Conditii bune la nivel macroeconomic din Romania se regasesc, desigur, si la nivelul companiilor individuale: Banca Romana pentru Dezvoltare, spre exemplu, raporteaza pentru anul 2007 un profit record de aproape 1 miliard de RON, in crestere cu 40% fata de anul precedent; cu toate acestea, actiunea BRD – una dintre cele mai cautate dar si una dintre cele mai solide de la BVB, scade in mod semnificativ atat inainte cat si dupa acest anunt (ulterior, actiunile BRD si-au mai revenit; in acest articol ma refer la tendintele generale din ultimul an). Am ales exemplul BRD pentru ca el ilustreaza foarte bine tema acestui articol (*de ce scad actiuni romanesti solide cand rezultatele lor sunt atat de bune?*), insa situatia este similara si la Banca Transilvania sau la actiuni din multe alte domenii.

Exemplele pot continua, insa intrebarea fireasca este: ce se intampla la BVB? De ce scad actiunile?

Este aceasta scadere o dovada a irationalitatii pietei de capital romanesti, a manipularii acesteia de catre investitorii mari in dauna celor mici, sau a unei conspiratii? Raspunsul este negativ la toate aceste intrebari (si la toate intrebarile ce aduc in discutie scenarii si explicatii fanteziste), iar scaderile din ultimul an, asa mari cum sunt, reprezinta reactii normale daca stim sa le interpretam in mod corect.

Una din modalitatile cele mai importante de evaluare a valorii unei actiuni este cea pe baza de multipli: estimam profitul viitor al unei companii, calculam profitul estimat pe actiune, aplicam valoarea medie pe sector a indicelui P/E (pret/profit pe actiune) si obtinem valoarea actiunii; cum profiturile unei companii precum BRD sunt solide si ne asteptam ca acestea sa creasca in continuare, atunci ar parea logic ca o actiune precum BRD ar trebui sa *creasca* in valoare, nu sa scada asa cum se intampla la BVB.

Discutia este valabila si pentru ceilalti multipli: daca ne asteptam ca profiturile bancii sa creasca (intrucat nivelul de bancarizare in Romania este inca insuficient iar banca a

investit foarte mult in dezvoltare), atunci vor creste si veniturile si capitalurile proprii, iar discutia de mai sus legata de P/E se aplica si pentru P/B (pret/valoare contabila) si P/S (pret/vanzari).

Conform celor de mai sus, concluzia ar fi ca actiunile unor emitenti aflati in expansiune precum BRD ar trebui sa creasca, insa realitatea ne arata ca acestea scad intr-un ritm alarmant. Ce se intampla de fapt?

Am vazut mai sus ca valoarea unei actiuni este data de produsul P/E x profit pe actiune; de asemenea, am vazut ca profitul pe actiune este in crestere. Ce se intampla, insa cu P/E? indicele profit/actiune nu este o valoare statica, ci aflata in dinamica la randul sau. Mai mult, indicele P/E nu este stabilit prin vreo lege economica sau prin vreo norma la o anumita valoare, ci reflecta asteptarile investitorilor cu privire la performantele si randamentele viitoare ale unui sector sau ale unei companii. Iar asteptarile nu sunt fixe, ci pot varia.

Prin urmare, valoarea P/E se modifica in mod continuu: in perioada de expansiune a pietei de capital romanesti indicele P/E al BRD a crescut spectaculos de la 3,9 in 2001 la 8,1 in 2002, 11,8 in 2003, 14,5 in 2004, 17,3 in 2005 si 19,7 in 2006; in iulie 2007, folosind pretul maxim atins de BRD in acel an si profiturile pe ultimele 12 luni incheiate cu Q2 2007, indicele P/E al BRD atingea 27,3. Situatia este similara pe toata piata, nu numai in cazul BRD: indicele P/E mediu al BVB a crescut de la 15,8 in 2005 la 18,5 in 2006 si 22,0 in 2007.

Dupa cum se poate vedea, indicele P/E evolueaza dinamic; in perioadele de crestere a bursei si indicele P/E al BRD crescut, ceea ce, adaugat la cresterea profiturilor bancii, a dus la o crestere semnificativa a actiunilor (ambii factori ai produsului P/E x profit/actiune, prin care estimam valoarea unei actiuni, au crescut).

Dar de ce a crescut indicele P/E? ar parea mai rezonabil ca indicele sa ramana mai mult sau mai putin constant, iar cresterea pretului actiunii sa se bazeze exclusiv pe cresterea profiturilor emitentului. In realitate, insa, indicele a crescut intrucat asteptarile investitorilor cu privire la ratele de profitabilitate si de crestere ale bancii au crescut, iar acesti investitori au fost dispusi sa isi asume riscuri din ce in ce mai mari (actiuni la nivele P/E din ce in ce mai mari) in perioadele favorabile, pentru a participa la cresterea si profitabilitatea unor actiuni precum BRD.

Ce se intampla, insa, cand bursele scad? In Statele Unite si alte piete dezvoltate bursele au intrat pe scadere datorita crizei din domeniul financiar si a temerilor de recesiune; asemenea temeri reduc estimarile cu privire la profitabilitatea si cresterea emitentilor listati, iar actiunile lor scad in mod corespunzator.

Pe langa aceasta, insa, investitorii devin mai precauti si isi asuma riscuri mai mici in perioade de incertitudine; prin urmare, investitorii cer la cumparare nivele ale P/E din ce in ce mai mici. Aceasta inseamna, de fapt, ca in perioade de incertitudine economica investitorii doresc un castig mai mare pentru riscul asumat.

Indicele P/E poate fi exprimat si ca E/P – profit pe actiune/preț ($E/P = 1 / P/E$); indicatorul E/P ne arata randamentul investitorilor raportat la pretul de cumparare al actiunii (randament exprimat prin profitul emitentului pe actiune). Mai important, indicatorul E/P este un indicator de randament comparabil cu dobanzile bancare sau ale instrumentelor cu venit fix. Prin urmare, un investitor care in perioada de crestere economica accepta un indice P/E de 20 sau 25 pe o piata emergenta obtinea un randament (E/P) de $1/20 = 5\%$ sau $1/25 = 4\%$; in conditiile actuale, un investitor va dori un randament mai mare pentru riscurile pastrarii sau cumpararii de actiuni, astfel incat acesta va dori sa cumpere la indici P/E mai mici, de 15 sau chiar 10, ceea ce inseamna randamente mai mari ($E/P = 6,67\%$ sau 10%).

Cum metoda evaluarii pe baza de multipli inseamna raportarea multiplilor unui emitent local la media P/E a emitentilor comparabili de pe pietele mai dezvoltate, iar aceasta medie este in scadere dupa cum am vazut mai sus, rezulta ca si evaluarile noastre, inclusiv cele pentru BRD, vor fi in scadere. Mai concret: scaderea multiplilor pe pietele dezvoltate, ceea ce inseamna de fapt o perceptie mai pesimista a investitorilor si cresterea pretentiilor acestora (a randamentelor cerute), duce la scaderea actiunilor pe toate pietele, inclusiv la BVB.

Aceasta explicatie teoretica este dublata de ceea ce se intampla in practica: investitorii institutionali straini, a caror perceptie a devenit mai pesimista, vand sau se abtin de la cumparare la BVB; in cel mai fericit caz, acestia cumpara dar numai la preturi mult mai mici decat erau dispusi sa plateasca in urma cu trei, sase sau noua luni. Rezultatul? Actiunile BVB scad.

De ce scad atat de mult? Intrucat scaderea initiala este accentuata de investitorii locali, in cea mai mare parte speculatori. De altfel, volatilitatea mai mare a pietelor emergente este absolut fireasca: atunci cand actiunile romanesti au crescut mult mai mult decat cele de pe pietele dezvoltate, nu s-a suparat nimeni; acum, inasa, vedem cealalta fata a volatilitatii ridicate: scaderi mai mari la BVB decat pe pietele mai dezvoltate.

Explicatia de mai sus legata de multipli este valabila si pentru evaluarea actiunilor prin alte metode: in evaluarile pe baza de DCF (*discounted cash flow* – fluxuri de numerar actualizate), pe langa reducerea perspectivelor de crestere a profiturilor sau veniturilor utilizate in DCF, va creste rata de discount utilizata in model; acest din urma lucru se intampla din doua motive: pe de o parte investitorii doresc randamente mai mari pentru riscurile asumate, deci creste costul finantarii prin actiuni, iar pe de alta parte creste costul finantarii prin imprumuturi datorita crizei de lichiditate.

Concluziile legate de evaluarile prin DCF se aplica pe pietele dezvoltate, inasa cel putin o parte din ele sunt valabile si in Romania: o anumita reducere a perspectivelor de crestere, cel putin pentru anumite sectoare, este rezonabila si in Romania; sa ne gandim numai la o posibila reducere a exporturilor romanesti datorita reducerii consumului pe pietele ce sunt parteneri de export strategici ai tarii noastre, precum Uniunea Europeana; mai departe,

cresterea ratelor de discount se va aplica si in Romania, dupa acelasi rationament legat de scaderea indicilor P/E la nivel global ce afecteaza si piata de capital din tara noastra.

In fine, si evaluarea actiunilor prin metoda tranzactiilor comparabile (raportarea pretului unui emitent listat la tranzactii de preluare de catre investitori strategici sau financiari a unor companii comparabile, listate sau nelistate) va duce la estimari in scadere: criza de lichiditate pe plan global duce la reducerea numarului tranzactiilor de preluare in aceasta perioada, sau la evaluari reduse folosite in asemenea tranzactii, datorita inaspririi conditiilor de finantare.

Un asemenea fenomen atinge, din nou, si Romania: cunosc cel putin un caz concret in care un investitor strategic strain a renuntat la preluarea unui emitent listat in Romania datorita dificultatilor obtinerii finantarii in aceasta perioada.

In concluzie, iata de ce scad actiunile romanesti, desi acestea obtin performante bune intr-o economie in crestere: investitorii profesionisti devin mai pesimisti, iar pretentiile lor cresc: vor sa cumpere active la preturi mai mici decat in trecut, intrucat isi asuma riscuri mai mari; in completare, speculatorii accelereaza scaderea.

Inevitabil, aceasta situatie se va schimba la un moment dat, mai apropiat sau mai indepartat, iar investitorii vor reveni la sentimente mai bune. Pana atunci va trebui sa avem rabdare.

Razvan Pasol