

## Scaderile la bursa si mecanismele lor

In aceasta saptamana Bursa de Valori Bucuresti a inregistrat unele dintre cele mai slabe zile din ultimii ani. Statistici precum cea de mai jos erau greu de imaginat cu numai un an in urma:

**Statistici live 10:05 2008.09.18**

Indici			Valoare Tr.	
BET	4.242	-4,95%	REGS	1.835.172
BET-C	3.201	-5,19%	Total BVB	1.858.511
BET-FI	24.257	-8,65%	RASDAQ	119.467
RAQ-C	2.834	-0,80%	Obligatiuni	0

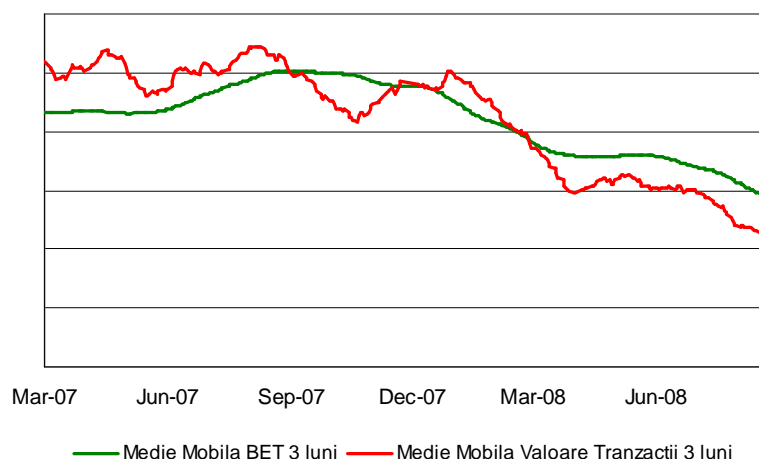
Astazi, inasa, ele reprezinta norma, nu exceptia. Tabloul scaderilor de mai sus, surprins in dimineata zilei de joi, 18 septembrie, vine dupa alte zile dezastruoase pentru investitori: in aceeaasi saptamana indicele BET a pierdut 4,24% in ziua de luni, 15 septembrie, si nu mai putin de 7,10% in ziua de marti, 16 septembrie. Indicele BET-FI a pierdut 5,14% pe 15 septembrie, 8,98% pe 16 septembrie si 3,37% pe 17 septembrie; deschiderea zilei de 18 septembrie arata o pierdere aditionala de 8,65% pentru acest indice (este adevarat, dupa asemenea scaderi extreme, vineri a venit si o zi de cresteri spectaculoase).

Noi, la Intercapital Invest, am atras atentia de multe ori de la inceputul acestui an ca piata de capital din Romania traverseaza o perioada de scaderi generalizate, perioada ce nu se va incheia foarte curand. Venite dupa cresterile din perioada 2001-2007, asemenea mesaje au fost considerate alarmiste. Realitatea este, inasa, ca scaderile accentuate si de durate lungi la bursa sunt inevitabile, tot asa cum si cresterile si mai importante si de durate si mai lungi decat scaderile sunt la fel de inevitabile.

Abordarea exclusiv pe termen scurt a investitiei la bursa i-a impiedicat pe multi investitori sa observe schimbarea fundamentala a tendintei actiunilor de anul acesta. Inasa plasamentul in actiuni este o investitie pe termen mediu si lung. In acest cadru general, desigur, se pot castiga chiar si mai multi bani la bursa si prin investitii pe termen scurt, inasa numai de catre investitorii care nu pierd din vedere contextul general.

In acest articol voi scrie despre legatura dintre scaderea preturilor si scaderea lichiditatii la bursa. Iata cum arata o medie mobila pe trei luni a evolutiei BET de la inceputul anului 2007 pana in prezent, comparata cu media mobila pe trei luni a valorii tranzactiilor cu actiuni pe piata reglementata a BVB in aceeaasi perioada (valoarea tranzactiilor a fost ajustata pentru valorile atipice):

Evolutia comparata a preturilor si lichiditatii la BVB



Graficul arata o legatura foarte stransa intre cei doi parametri (indicele de corelatie al celor doua serii de date este de 0,88). Desigur, concluzia nu este noua.

Haideti sa vedem cateva cauze si mecanisme ale acestei corelatii. Am luat spre studiu actiunile tranzactionate pe piata reglementata a Bursei de Valori Bucuresti, intrucat acesta este cel mai lichid segment al BVB. Perioada analizata este 2004-2008 (am inceput in 2004 pentru ca, in opinia mea, acesta este anul in care piata de capital din Romania a trecut intr-o etapa noua, mai matura).

In acest studiu am remarcat un element foarte interesant: desi valoarea tranzactiilor a variat spectaculos in perioada analizata, numarul total de actiuni tranzactionate la bursa a fluctuat mult mai putin (ultimul rand al tabelului prezinta valori extrapolate pentru intreg anul 2008 pornind de la valorile inregistrate in perioada 1 ianuarie – 17 septembrie):

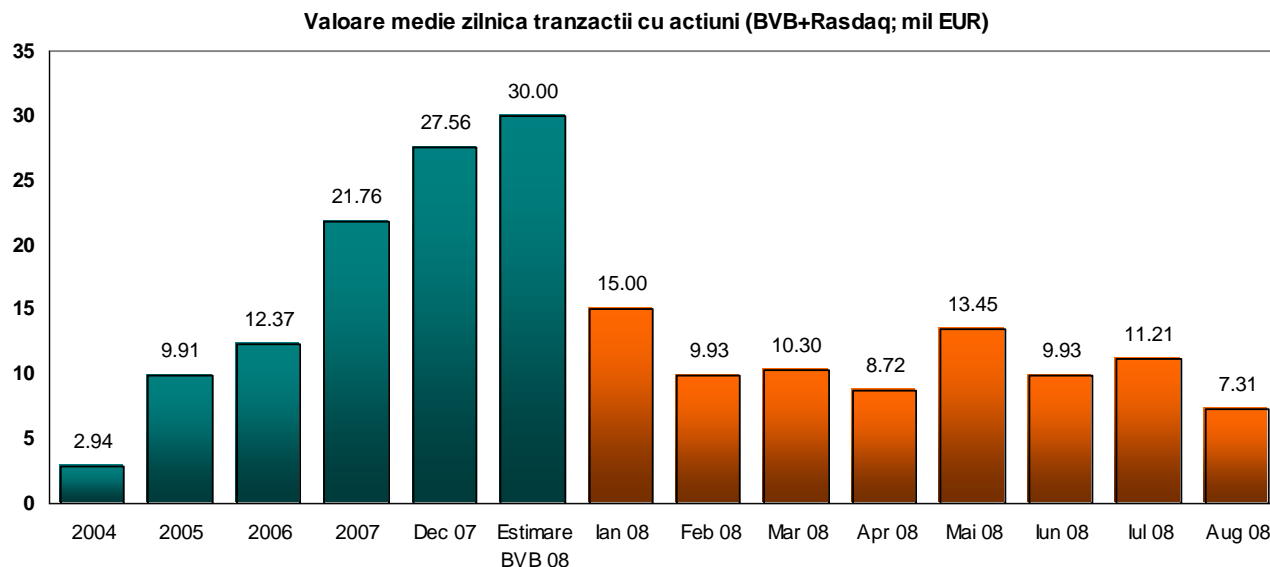
An	Nr. Actiuni tranzactionate (milioane)	Variatie anuala	Val. Tranzactii (milioane lei)	Variatie anuala	BET	Variatie anuala
2004	13,0	-	2.415,0	-	4.364,7	-
2005	16,9	+30%	7.809,7	+223%	6.586,1	+51%
2006	13,7	-19%	9.894,3	+27%	8.050,2	+22%
2007	14,2	+4%	13.802,7	+40%	9.825,4	+22%
2008 ajustat	12,3	-13%	7.815,2	-44%	4.463,1*	-55%
Medie anuala	14,0	0,5%	8.347,4	+62%	-	+10%
Abatere medie	1,8	-	4.120,6	-	-	-

\*valoare si variatie calculate la 17 septembrie 2008

Astfel, daca variatia medie anuala a valorii tranzactiilor a fost influentata puternic de cresterea din 2004, abaterea medie a celor doua serii de date este destul de clara: in cazul valorii tranzactiilor aceasta reprezinta jumatate din media anuala, in timp ce in cazul numarului de actiuni tranzactionate aceasta reprezinta numai 13% din medie.

Mai concret, valoarea tranzactiilor cu actiuni BVB a variat semnificativ in perioada analizata, in timp ce numarul de actiuni tranzactionate a ramas relativ stabil. Prin urmare, cresterea valorii tranzactiilor a fost determinata intr-o masura mai mare de cresterea preturilor decat de cresterea volumului (numarului) actiunilor tranzactionate – aceasta ipoteza a fost testata si prin regresie (desigur, acest model opereaza cu anumite simplificari).

Prin urmare, exista o legatura stransa intre preturi si lichiditate, iar aceasta legatura este bi-directionala: lichiditatea redusa duce la scaderi de pret, iar scaderea preturilor duce la valori reduse ale tranzactiilor. Scaderea progresiva a valorii tranzactiilor la BVB in 2008 si mentinerea acesteia la nivele foarte reduse reprezinta un indicator foarte clar cu privire la severitatea crizei financiare care afecteaza piata de capital:



Consecinta? Indicele BET a ajuns astazi la valorile inregistrate in prima parte a anului 2005, adica peste trei ani de crestere la bursa au fost anulate. Situatie este dramatica, insa nu este singulara. Indicele american S&P500, de exemplu, a scazut mult mai putin decat indicele BET, dar a pierdut, in mod similar, toata cresterea din ultimii trei ani, inregistrand astazi valori similare cu cele de la sfarsitul anului 2004 / inceputul lui 2005. Explicatia este clara: piata romaneasca de capital este mult mai volatila decat o piata dezvoltata, si atat castigurile cat si pierderile sunt mai mari in Romania decat pe pietele mature.

Contextul actual recomanda prudenta in continuare. Chiar daca vom mai vedea reveniri pe perioade de zile sau chiar saptamani in lunile care vin, totusi anul 2008 va ramane unul dificil pana la sfarsit, iar 2009 se anunta, de asemenea, ca fiind un an agitat si riscant pentru investitorii la bursa. Revenirea tendintei generale de crestere nu va fi anuntata de cateva zile sau saptamani de crestere bruste pe o lichiditate anemica, ci de stabilizarea pietelor de capital mature, de cresterea treptata si semnificativa a volumelor la BVB si de revenirea interesului pentru actiuni al investitorilor de pe toate pietele, mari sau mici.

Vestea buna este ca, din momentul in care piata isi va reveni, vom avea o perioada foarte buna la BVB, perioada in care preturile vor creste destul de mult fata de nivelul redus atins dupa cativa ani de scaderi; in plus, ne asteptam ca in 2-3 ani sa vedem si o serie de listari interesante (BCR, Fondul Proprietatea, Romtelecom, companii energetice, companii private) care sa impulsioneze suplimentar activitatea bursiera.

Atentie, insa: printre motivele revenirii actiunilor nu se va numara niciodata si cel care spune ca *“actiunile vor reveni pentru ca nu mai pot scadea mai mult decat au facut-o deja”*. Aceasta este o doar

o apreciere subiectiva irelevanta (de fapt, mai mult o speranta nefundamentata) a celor care renunta la analiza actiunilor. Actiunile pot oricand sa scada peste asteptari (tot asa cum actiunile au si crescut peste asteptari in alti ani, dar atunci nu au existat plangeri) si o vor face pana cand elementele concrete care determina aceste scaderi vor fi atenuate sau vor dispara.

*Razvan Pasol , 19 septembrie 2008*  
*www.kmarket.ro*

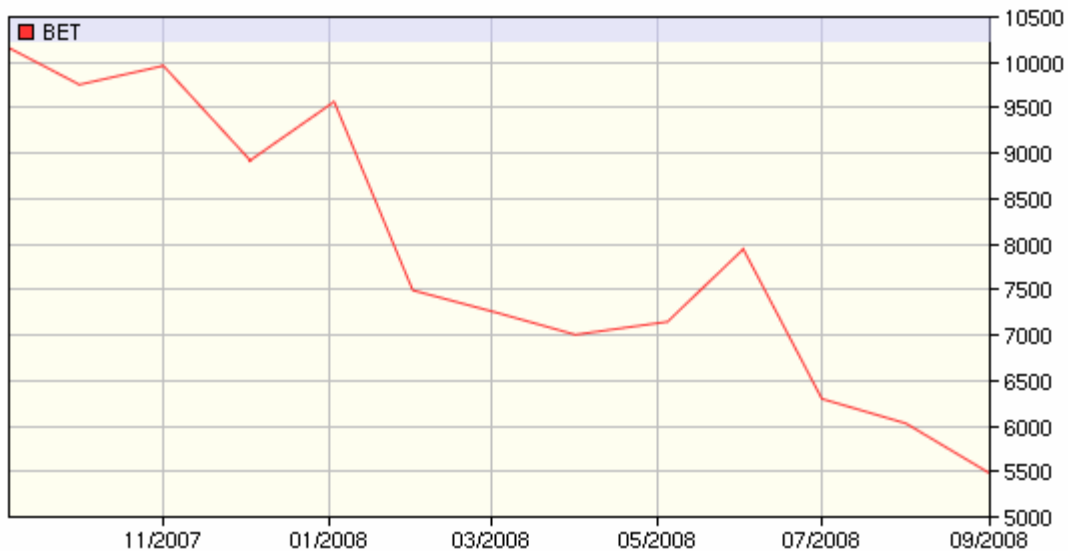
### **Despre scaderi. Din nou.**

In ultimele zile actiunile au dat din nou emotii contradictorii investitorilor. Indicele BET a castigat 2,7% in primele doua zile ale saptamanii (1-2 septembrie). Mai spectaculos, indicele BET-FI a castigat nu mai putin de 13,3% in aceeasi perioada.

E simplu sa fim incurajati de asemenea evolutii si sa incepem sa facem planuri si sa construim scenarii: poate minimele au fost atinse, poate in sfarsit va incepe o crestere la BVB, etc. Insa, asa cum stim, in viata explicatiile si lucrurile simple nu sunt intotdeauna cele corecte. Cresterea de doua zile a indicilor ar fi putut relansa optimismul, tot asa cum a facut-o si la sfarsitul lui 2007, in mai-iunie si la sfarsitul lui iulie 2008:



Dupa cum am vazut in timp, fiecare din aceste evolutii pozitive nu a fost decat o tendinta secundara contrara trendului general descendent. Graficul indicelui BET, de mai sus, dar trasat numai pe baza valorilor lunare, este si mai clar:



Citesc in presa diverse opinii ale unor analisti sau investitori. Din ianuarie si pana in prezent, permanent au existat voci care au decretat pe un ton sigur “revenirea” pietei si “relansarea” cresterii. Insa realitatea este ca piata se afla pe un trend major descendent, iar graficele de mai sus nu pot fi contrazise.

Atunci cand vom reusi sa constientizam acest lucru, in mod inevitabil va avea loc o schimbare a perspectivei cu care privim piata. Numai in acest mod vom reusi sa diminuam pierderile rezultate din investitiile proprii; in plus, interpretand in mod corect situatia actuala, vom reusi sa obtinem anumite castiguri, fie din tendinta de scadere prin pozitii short pe derivate, fie investind in actiuni numai pe perioade limitate, in momentele de revenire (temporara) a pietei.

Vanzarea unor actiuni care au produs pierderi in portofoliu nu este o ocazie fericita pentru nimeni. De multe ori exista o rezistenta psihologica la vanzarile pe pierdere, pentru ca aceste pierderi nu sunt interpretate ca si costuri **obligatorii** ale investitiei in actiuni. Nimeni nu poate evita pierderile la bursa. Mai mult, nimeni nu poate evita pierderile **mari** la bursa. Ceea ce putem face este sa ne concentram pe obtinerea unor castiguri care sa depaseasca pierderile, si al caror rezultat net sa fie corelat cu asteptarile si toleranta la risc proprii (in conditiile oferite de piata, desigur).

Multi investitori evita vanzarea unor actiuni in pierdere, chiar daca pierderea este mica. Insa, privind in urma, ce ar fi de preferat? O pierdere de 10-12% sau una de 30%? Chiar si la -30%, in conditiile unei tendinte generale de scadere, vanzarea poate fi o optiune foarte buna. Pentru ca dupa aceea timpul trece, iar intrebarea devine: ce preferam? O pierdere de 30% sau una de 50%?

Ideile de acest tip legate de vanzare nu au aplicabilitate universala: un investitor care doreste sa pastreze actiunile 5 sau 10 ani de acum inainte, poate incepe sa cumpere treptat si acum – pana atunci preturile vor fi mult mai mari decat in prezent; insa pentru o buna parte din investitori, cu un focus pe termen scurt si mediu asupra investitiilor, o buna disciplina legata de vanzari este foarte importanta.

Scaderea pietei nu bucura pe nimeni. Mi-as dori sa pot scrie despre reveniri si cresteri, dar acum nu este momentul. Acest moment va veni, fara indoiala, insa nu prea curand. Dupa cum arata lucrurile acum in economiile si pe pietele de capital mondiale, ne mai asteapta perioade dificile cel putin anul acesta si anul viitor.

Si astfel ajungem la dezbaterile legate de “irationalitatea” scaderilor la BVB, in conditiile in care economia romaneasca si reprezentantii ei de frunte (unii fiind listati la bursa) cresc si se dezvoltă. Ce se intampla? Dupa cum am mai povestit, pretul unei actiuni este dat de doi factori importanti: rezultatele economice ale emitentului si perceptia investitorilor. Spre exemplu: Pretul = EPS x P/E; chiar daca EPS creste, in conditii de incertitudine la bursa si de perceptie negativa a investitorilor, nivelurile generale ale P/E scad (acelasi exemplu se poate da si pentru pret = valoare contabila x P/B, sau pentru alti indicatori).

Greseala pe care o fac multi investitori este sa aplice parametri actuali la conditii trecute, care nu mai sunt de actualitate. Daca in perioadele bune la bursa din 2005-2007 foloseam profiturile actuale ale emitentilor, preturile actiunilor ar trebui sa creasca spectaculos. Insa astazi conditiile la bursa nu mai sunt aceleasi ca in 2005-2007; in prezent pietele de capitaluri sunt dominate de incertitudine, iar investitorii sunt mai reticenti si accepta riscuri mai mici. Prin urmare, nivelele generale de evaluare a actiunilor (exprimate prin P/E, P/B sau alti indicatori) sunt in scadere.

Aceasta este explicatia scaderilor din ultimul an. Problema este ca o asemenea explicatie, complexa in cauzele ei dar simpla ca si interpretare, este incomoda, pentru ca se afla cu totul in afara controlului nostru. Prin urmare, o parte din investitori inca mai cauta explicatii comode, dar naive: scaderea actiunilor la BVB nu este determinata de declaratiile pesimiste din presa, de manipularea pietei de capital sau de faptul ca statul nu se implica mai mult. Mai intai, nu orice se intampla in lume are la baza o mare si complexa conspiratie; mai departe, am fi naivi sa credem ca BVB ar putea creste ca Fat Frumos in conditiile scaderilor pietelor internationale, sau ca pietele de capital, chiar si cele mai mici precum cea romaneasca, pot fi influentate in mod fundamental de vreo declaratie din presa.

Conditii actuale, de scaderi mari si de durata, sunt necunoscute pentru larga majoritate a investitorilor romani la bursa. Conform unui sondaj publicat pe kmarket.ro, 78% din cei carora i-au dat curs si care sunt investitori la bursa nu erau pe piata si in perioada scaderilor din 1997-1999 (putem aprecia ca procentul este similar si in randul brokerilor, analistilor, jurnalistilor sau altor tipuri de participanti la piata).

Prin urmare, putem considera actualele scaderi drept un curs de instruire cu privire la volatilitatea si riscurile investitiei la bursa. Cursul se anunta unul de durata, iar acest lucru nu este sub controlul nostru. Insa ceea ce fiecare din noi poate controla este pretul pe care il platim pentru acest curs.

Pana la proba contrarie, tendinta generala a pietei de capital romanesti ramane una de scadere, iar cel mai recent ciclu de crestere a pietei s-a incheiat la mijlocul anului 2007. Dupa cum bine spune CNVM in anumite documente obligatorii, *Performantele anterioare nu reprezinta o garantie a realizarilor viitoare*. Aceasta este una din cele mai importante lectii ale cursului la care participam cu totii in prezent.

Evolutiile la bursa sunt ciclice, tot asa cum se intampla si in economie. Scaderile prin care trecem in prezent sunt inevitabile, iar ceea ce putea diferi este doar momentul lansarii lor. Cu toate acestea, avem doua vesti bune: mai intai, faptul ca perioada de scadere se va incheia la un moment dat, iar acest lucru este o certitudine; apoi, faptul ca, in ciuda acestei ciclicitati, tendinta generala **pe termen lung** a pietei este una crescatoare, sprijinita de cresterea economica (este clar pentru toata lumea ca, pe termen lung, o economie normala creste si se dezvoltă, nu involeaza).

Cum depistam sfarsitul scaderilor la bursa? In niciun caz dupa doua zile de crestere accentuata a preturilor pe fondul unor volume neglijabile. Semnalele trebuie sa fie mult mai puternice: stabilizarea si

cresterea pietelor financiare internationale, rezolvarea (sau perspectiva rezolvării) problemelor si crizelor din economiile importante, cresterea semnificativa a volumelor de tranzactionare la BVB, formarea unei tendinte clare de crestere a indicilor pe termen de mai mult de cateva saptamani, sentimente mai optimiste ale investitorilor.

Mai dureaza pana vom intruni toate aceste conditii. Pana atunci, nu ne ramane decat sa asteptam, sa studiem, sa ne pregatim si, intelegand mai bine contextul actual, sa beneficiem de pe urma lui si sa nu il lasam sa ne surprinda nepregatiti.

*Razvan Pasol*

*5 septembrie 2008*

*[www.kmarket.ro](http://www.kmarket.ro)*