

Valoarea tranzactiilor si capitalizarea BVB

Un indicator util in analiza eficientei unei burse este indicatorul valoare tranzactii / capitalizarea pietei. Am calculat acest indicator pentru piata reglementata a BVB si pentru piata Rasdaq, de la infiintare pana in prezent :

An	Valoare tranzactii/capitalizare	
	BVB	Rasdaq
1995	1,0%	-
1996	6,6%	0,3%
1997	38,5%	23,5%
1998	47,1%	43,8%
1999	24,3%	20,3%
2000	17,2%	14,8%
2001	9,9%	8,1%
2002	7,8%	6,9%
2003	8,3%	5,2%
2004	7,1%	7,4%
2005	13,9%	13,1%
2006	13,5%	7,9%
2007	16,1%	17,4%
2008*	15,0%	7,0%

*valoarea tranzactiilor ajustata pentru tot anul ; fara Erste Bank

Ce ne spune acest studiu ? Mai intai faptul ca indicatorul valoare tranzactii / capitalizare este unul relevant pentru analiza pietei : coeficientul de corelatie intre valorile calculate pentru BVB si cele pentru Rasdaq este foarte ridicat, de 0,94. Aceasta arata ca evolutia valorii indicatorului nu este una aleatoare, ci urmeaza un model similar pe ambele piete.

Mai departe, studiul de mai sus evidentiaza foarte bine o serie de etape distincte in evolutia pietei de capital din Romania :

Etapa	Ani	Val. Tranzactii/Capitalizare*	
		BVB	Rasdaq
1. Etapa initiala de constituire a pietei	1995-1996	3,8%	0,3%
2. Piata imatura : regres si scadere generalizata	1997-2000	31,8%	25,6%

3. Piata in curs de maturizare : crestere generala	2001-2004	8,2%	6,9%
4. Piata (relativ) matura : corelatie cu alte piete	2005-2008	14,6%	11,4%

* indicator mediu pentru perioada asociata fiecarei etape

Prima etapa in evolutia pietei de capital romanesti a fost una de constituire a institutiilor, mecanismelor si procedurilor acesteia ; ne referim la anii 1995-1996 pentru BVB si 1996 pentru Rasdaq (o curiozitate a acelei perioade : programul de tranzactionare al bursei era de numai doua zile pe saptamana). In aceasta perioada initiala a pietei de capital, indicatorul valoare tranzactii/capitalizare este foarte mic si practic irelevant, datorita valorii extrem de reduse a ambelor elemente de calcul: BVB a incheiat anul 1995 cu o capitalizare de 100 milioane dolari si tranzactii totale sub un milion de dolari.

Caracterizata de tranzactii sporadice si cvasi-anonimitate in primii ani de functionare, piata de capital romaneasca isi face intrarea in forta de-abia in anul 1997. Pe fondul interesului investitorilor institutionali straini pentru piete emergente si a unor asteptari optimiste cu privire la situatia economiei romanesti (asteptari ce nu aveau sa fie confirmate, inasa), valoarea tranzactiilor la BVB creste brusc de la 5 milioane dolari in 1996 la 264 milioane in anul urmator, iar capitalizarea de la 60 la 632 milioane.

Prima jumatate a anului 1997 ar trebui analizata ca o perioada distincta, caracterizata prin cresteri impotante si accelerate ale tuturor indicatorilor pietei : valoare tranzactii, capitalizare, indici bursieri (si implicit preturi actiuni). Nu analizam aceasta etapa separat, inasa, datorita duratei reduse (sub un an).

Cu exceptia a maxim doua trimestre de cresteri accelerate, anii 1997-2000 sunt cei mai slabi din istoria moderna a pietei de capital : timp de mai mult de trei ani actiunile trec printr-o perioada de scadere continua si prelungita, in timp ce valoarea tranzactiilor se reduce in mod corespunzator, atingand in 2000 o treime din valoarea anului 1997 (calcul pentru actiuni BVB).

Astfel, aceasta a doua etapa din evolutia bursei, caracterizata prin oscilatii bruste (cresteri mari in 1997) si o lunga perioada de scadere, reprezinta o etapa de imaturitate a pietei de capital. Indicatorul valoare tranzactii/capitalizare reflecta cel mai bine acest lucru, intrucat inregistreaza cea mai mare valoare dintre toate etapele : 31,8% pentru BVB si 25,6% pentru Rasdaq.

Teoretic, valorile ridicate ale indicatorului sunt bune, inasa nu in orice context ; astfel, valorile de 32% si 26% nu semnifica o eficienta sporita a bursei romanesti, ci mai degraba probleme : o capitalizare foarte redusa determinata de subevaluarea

actiunilor (in urma scaderilor masive de preturi) si de lipsa unor emitenti importanti pe piata.

Scaderile continue de pret din perioada 1997-2000, ce au dus actiunile romanesti la nivele P/E ridicole de 1-3, au fost urmate in mod inevitabil de o crestere de preturi. Din fericire pentru investitori (cel putin pentru cei prezenti pe piata in acea perioada), cresterea a fost la fel de generalizata si de prelungita precum scaderea anterioara : marea majoritate a actiunilor listate, atat la BVB cat si pe Rasdaq, au crescut practic continuu in perioada 2001-2004 pentru a recupera decalajul de evaluare fata de pietele din jur. Cresterea a fost determinata si de intrarea treptata pe piata a investorilor straini si a fost corelata cu incheierea perioadei de criza a economiei romanesti din anii '90.

Cresterile preturilor au fost insotite si de cresteri ale valorii tranzactiilor (de la 87 milioane dolari in 2000 la 748 milioane in 2004 pentru BVB) si a capitalizarii (de la 416 milioane la 11,9 miliarde dolari). Etapa a treia de dezvoltare a bursei a adus valori reduse ale indicatorului valoare tranzactii/capitalizare : 8,2% pentru BVB si 6,9% pentru Rasdaq. Explicatia o constituie o crestere mai accelerata a capitalizarii, prin listari noi si cresteri generale de pret, fata de cresterea valorii tranzactiilor (30 de ori in perioada 2000-2004 pentru capitalizare fata de 9 ori pentru valoarea tranzactiilor ; calcule pentru actiuni BVB).

Etapa de evolutie a pietei de capital din anii 2001-2004 a fost insotita si de salturi calitative, pe langa cele cantitative : imbunatatirea legislatiei si mecanismelor, cresterea sofisticarii investorilor locali, intrarea investorilor straini pe piata, listarea unor emitenti interesanti si delistarea celor ineficienti, constituirea pietei instrumentelor cu venit fix la bursa, etc. Astfel, etapa a treia etapa de dezvoltare a pietei de capital a fost una de maturizare a acesteia.

In urma acestui proces de maturizare piata de capital a devenit, incepand cu anul 2005, una din pietele importante ale regiunii CEE. Salturile calitative si performantele impresionante ale indicilor bursieri din anii precedenti au atras atentia unui numar in crestere de investitori straini, dar si locali. In plus, in 2005 traseul ascendent al economiei romanesti si cel al integrarii in tarii in Uniunea Europeana erau destul de clare.

Astfel, in 2005 a demarat cea de-a patra etapa de dezvoltare, aflata in derulare si in prezent ; este vorba de o etapa in care piata de capital romaneasca a devenit una relativ matura si aflata in topul primelor cinci pietele din regiune. O caracteristica esentiala (si in acelasi timp o confirmare) a acestei etape o reprezinta corelarea evolutiilor actiunilor BVB si Rasdaq cu evolutiile actiunilor de pe alte pietele, atat emergente cat si dezvoltate.

In aceasta etapa indicatorul valoare tranzactii/capitalizare inregistreaza valori in crestere fata de etapa precedenta : 14,6% pentru BVB si 11,4% pentru Rasdaq. Explicatia o constituie cresterea mai rapida a valorii tranzactiilor fata de capitalizare (8 ori pentru valoare tranzactii fata de 3 ori pentru capitalizare in perioada 2004-2007 la BVB) ; la randul sau, acest fenomen arata o reducere a ritmurilor de crestere a preturilor (si, din pacate, si a listarilor noi) in defavoarea unei majorari a lichiditatii determinate de cresterea interesului pentru investitiile in actiuni romanesti.

Cu toate acestea, dezvoltarea bursei nu s-a incheiat. Pe langa salturi calitative pe care inca le asteptam in anii urmatori (mai multi emitenti noi si IPO, o imbunatatire a structurii emitentilor in favoarea celor din servicii, consolidarea unui segment de investitori institutionali locali si cresterea numarului de conturi de retail, introducerea tranzactionarii titlurilor de stat si a vanzarilor in absenta, etc) bursa mai are de crescut si din punct de vedere al cifrelor.

Mai jos prezentam o comparatie a indicatorului valoare tranzactii/capitalizare al bursei din Varsovia (WSE) si al BVB in perioada 1999-2007 (capitalizarea pentru ambele burse nu include capitalizarea companiilor straine listate):

An	Valoare tranzactii/capitalizare		
	WSE	BVB	BVB Ajustat
1999	77,1%	24,3%	-
2000	139,5%	17,2%	-
2001	82,0%	9,9%	-
2002	61,0%	7,8%	23,3%
2003	59,2%	8,3%	24,8%
2004	59,0%	7,1%	21,2%
2005	63,4%	13,9%	41,8%
2006	79,5%	13,5%	40,5%
2007	86,0%	16,1%	48,2%

Tabelul de mai sus prezinta o serie de concluzii utile : mai intai, exista o corelatie destul de buna intre valorile pentru WSE si BVB (coloana "BVB Ajustat" o vom analiza mai tarziu). Coeficientul de corelatie este de 0,48.

Asemanarile se opresc, insa, la tendintele generale. In timp ce media indicatorului in perioada analizata este de 13,1% pentru BVB, acesata este de 78,9% la WSE. Explicatiile sunt mai multe (si toate in defavoarea BVB). In primul rand, o mare parte din capitalizarea BVB este "blocata" : pachetele detinute de actionarii majoritari la

SNP, BRD, ALR, RRC, TEL, TGN si pachetul BERD la TLV reprezinta impreuna nu mai putin de 62% din capitalizarea totala a BVB. Prin urmare, capitalizarea actiunilor care se pot tranzactiona in piata (free-float) este de fapt cam o treime din capitalizarea totala a BVB. Pentru a compensa aceasta problema, ultima coloana a tabelului de mai sus prezinta indicatorul valoare tranzctii/capitalizare calculat folosind numai o treime din capitalizarea totala a BVB.

Chiar si in acest mod, valoarea medie a indicatorului pentru BVB este sub jumatatea valorii de la WSE. Aceasta arata o utilizare mult mai buna a capitalizarii disponibile de catre WSE printr-o lichiditate foarte buna, ceea ce nu se intampla inca in cazul BVB.

Situatia descrisa reprezinta inca o problema pentru BVB (relativa ineficienta) dar si o oportunitate pentru investitori prin potentialul de crestere.

Razvan Pasol