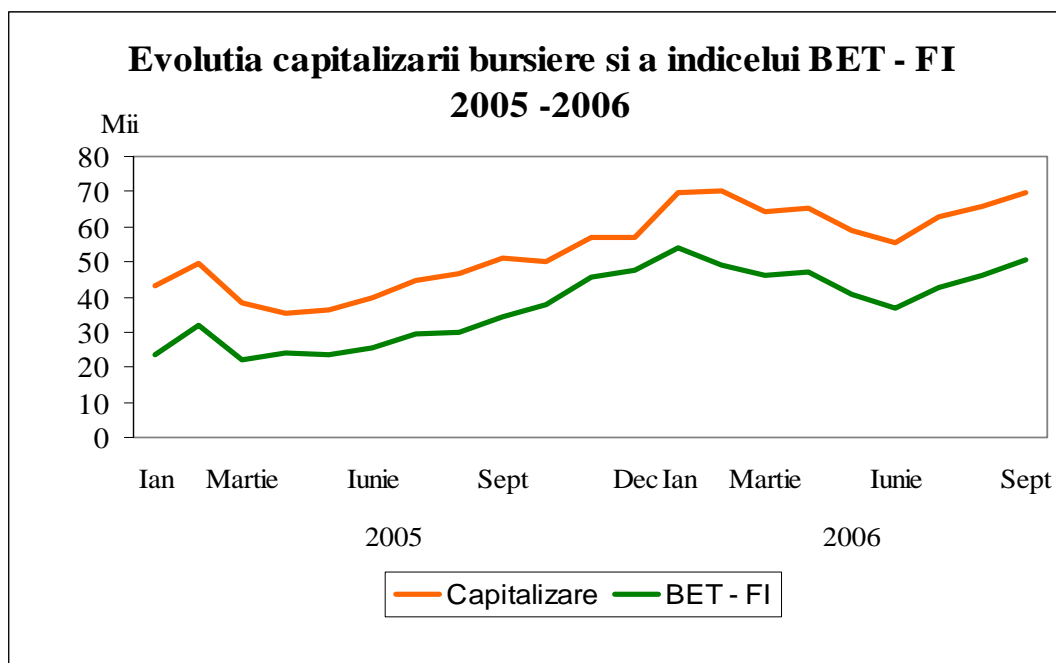


Piața de capital - realizări și perspective -

În primele nouă luni ale anului 2006 piața românească de capital a avut o evoluție în general pozitivă, însă sub nivelul așteptărilor generale sau a estimărilor formulate la finele anului trecut. Acest fapt a impus adâncirea analizelor, pentru o mai bună fundamentare a prognozelor și determinarea interdependențelor dintre indicatorii macroeconomici și cei ai pieței de capital. Analizele Comisiei Naționale de Prognoză s-au efectuat pe o perioadă cuprinsă între 2002 și primele 9 luni ale anului curent, pentru care au fost disponibile date statistice pentru indicatorii macroeconomici.

Deși începutul de an a fost unul promițător, în această perioadă au avut loc o serie de evenimente care au temperat ritmul de creștere:

- Expansiunea indicatorilor bursieri de anul trecut s-a bazat, în primul rând, pe sectorul financiar. Creșterea de peste 50% a indicelui BET-FI a început odată cu aprobarea modificării pragului de deținere de la 0,1% la 1% și cu mediatizata privatizare a BCR (la care SIF-urile dețin câte 6% din acțiuni). În 2006, limitarea pragului de deținere de 1% din capitalul social al acestor Societăți de Investiții Financiare a fost extinsă de la nivel individual la deținerile concertate prin intermediul unor grupuri de persoane și firme, iar trendul pozitiv s-a oprit. Față de luna februarie când s-a înregistrat maximul, în luna iunie (când a apărut legea prin care se limita deținerea de acțiuni) indicele BET-FI s-a depreciat cu 25,1%. Abia în finalul lunii septembrie, indicele BET-FI a reușit să câștige 2,1% față de luna februarie. Societățile de Investiții Financiare sunt foarte atractive pentru investitorii de pe piața românească, datorită profitului pe care îl înregistrează și a procentelor importante pe care le dețin la societăți nelistate la bursă. Totodată ele au și o valoare de piață foarte ridicată, ponderea capitalizării lor în capitalizarea totală fiind acum de aproape 10%, aceasta fiind explicația similitudinii, foarte evidentă pentru anul 2006, dintre evoluția indicelui BET-FI și cea a capitalizării.



- De la 1 ianuarie 2006 au intrat în vigoare noile prevederi ale codului fiscal prin care crește la 16% cota de impozitare a veniturilor realizate din investiții și din transferul proprietăților imobiliare înstrăinate într-o perioadă mai mică de un an de la data dobândirii. Pentru proprietățile imobiliare înstrăinate într-o perioadă mai mare de un an se menține cota de impozitare de 1%. Această prevedere a contribuit și ea la descurajarea într-o oarecare măsură a investitorilor, în special a celor care doresc să obțină câștiguri mari în perioade scurte de timp.
- Al doilea pilon important al pieței de capital este sectorul energetic. Cele 2 mari companii, Petrom și Rompetrol Rafinare Constanța, dețin împreună aproape 48% din capitalizarea totală. Problemele cu justiția ale conducerii Rompetrol și cele legate de vânzarea pachetului reprezentând până la 8% din acțiunile Petrom deținute de Ministerul Economiei și Comerțului către salariați au influențat randamentul bursier al celor două. Mai afectate au fost acțiunile Rompetrol Rafinare Constanța, care au cunoscut cea mai mare cădere, similar SIF-urilor, în luna iunie (și anume -38%). Această situație este ilustrată elocvent prin ponderea tranzacțiilor cu acțiuni ale societăților petroliere, foarte volatilă în această perioadă, diminuându-se de la 20,1% în luna ianuarie până la 15,5% în septembrie, trecând printr-un un minim de 14,1% în luna mai și un maxim de 21,4% în august.

În ciuda acestor probleme, în această perioadă au avut loc și evenimente importante pentru BVB. Este vorba de listarea de către statul român a primei companii de interes strategic național, Compania Națională de Transport al Energiei Electrice Transelectrica S.A. Această ofertă era așteptată de mult timp, faptul că listarea a fost benefică fiind demonstrat atât de prețul de închidere pentru acțiunile Transelectrica la finele lunii septembrie, cât și de ponderea pe care a deținut-o în valoarea totală a tranzacțiilor după numai două luni în care a fost prezentă la Bursă (9%), care le depășește pe cele ale sectoarelor produselor farmaceutice, echipamente, IT, servicii, bunuri de larg consum, materii prime și materiale. De reținut că în cadrul capitalizării bursiere Transelectrica deține o pondere de 3,2%.

Un alt eveniment important îl reprezintă emisiunea de obligațiuni a Băncii Internaționale pentru Reconstrucție și Dezvoltare. Această ofertă reprezintă o premieră pentru piața de capital românească, fiind prima prezență de acest gen a unei instituții financiare internaționale în România.

Fiind una dintre cele mai sigure instituții din lume, riscul acestor obligațiuni este mai mic decât al oricăror plasamente bancare. Deși dobânzile bancare au scăzut foarte mult în ultimii ani, populația preferă să-și păstreze economiile în bănci, percepute ca fiind instituții sigure. Piața de capital este, în continuare, evitată, datorită nivelului său de risc. Un depozit bancar este prin natura lui mai puțin riscant decât un plasament pe piața de capital, deși în ultimii ani Bursa a realizat creșteri importante. Cu toate acestea, se pare că această ofertă publică de obligațiuni a avut un succes aparte și o influență deosebită asupra evoluției bursei.

Realizări

Trendul urmat de principalii indicatori bursieri în primele nouă luni ale anului curent a fost relativ similar celui din aceeași perioadă a anului 2005, atingând valori maxime în primele două luni ale anului și diminuându-se în perioada următoare. Spre deosebire de anul trecut, deși corecțiile care au afectat indicatorii au avut o amploare mai redusă, perioada în care acestea au fost resimțite s-a extins până în luna septembrie.

În primele nouă luni ale anului, valoarea tranzacționată totală (acțiuni, obligațiuni și drepturi de preferință) a fost de 6959,7 milioane lei, în creștere cu 35,6% **față de primele 9 luni ale anului 2005**.

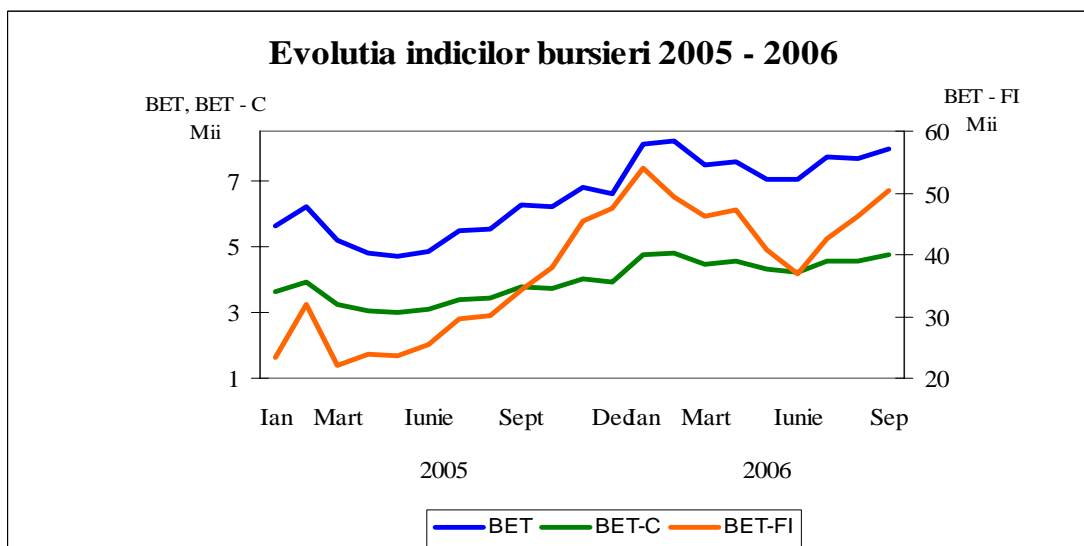
În primele trei trimestre ale anului, valoarea tranzacționată a societăților listate a fost de 6372,5 milioane lei, fiind în creștere cu 27,6% comparativ cu perioada similară a anului 2005. Ponderea acesteia în valoarea tranzacționată totală a fost de 91,6%.

Valoarea tranzacționată a societăților nelistate s-a menținut la cote ne semnificative (14 milioane lei), fiind în scădere față de perioada similară a anului precedent cu 27,8%.

În această perioadă, deși numărul tranzacțiilor a crescut cu 29,3%, volumul total al titlurilor tranzacționate a fost de 10,7 miliarde, înregistrând o scădere de 12,3% față de perioada corespunzătoare a anului anterior.

În luna septembrie, față de sfârșitul anului trecut, indicii bursieri au înregistrat creșteri semnificative, cu excepția indicelui BET-FI:

- BET a atins 7952,84 puncte reprezentând o creștere de 20,8%;
- BET-C a atins 4763,26 puncte crescând cu 21,8%;
- BET-FI a atins 50371,82 puncte, în creștere cu 5,8%;
- ROTX a atins 17371,28 puncte, crescând cu 22,0%.



Capitalizarea bursieră a atins nivelul de 69679,8 milioane lei, superior cu 22,4% celui atins la sfârșitul anului 2005. Expansiunea capitalizării a fost rezultatul, în special, al creșterii cotațiilor la majoritatea acțiunilor, dar în această perioadă au fost listate noi societăți și au avut loc majorări ale capitalului social la unele din companiile prezente pe bursă. Aportul de capital, realizat prin absorbție de pe piața bursieră, s-a ridicat la circa 356 milioane lei în primele nouă luni ale anului 2006. Dintre societățile care au utilizat această modalitate de finanțare menționăm: Banca Transilvania (156,1 milioane), Petrom București (64,4 milioane), Flamingo Internațional București (25,7 milioane), SSIF Broker Cluj (22,9 milioane), Impact București (20,3 milioane), Mechel Târgoviște (16,4 milioane), Banca Comercială Carpatica Sibiu (12,5 milioane), Biofarm București (11,0 milioane), Vrancart Adjud (10,6 milioane).

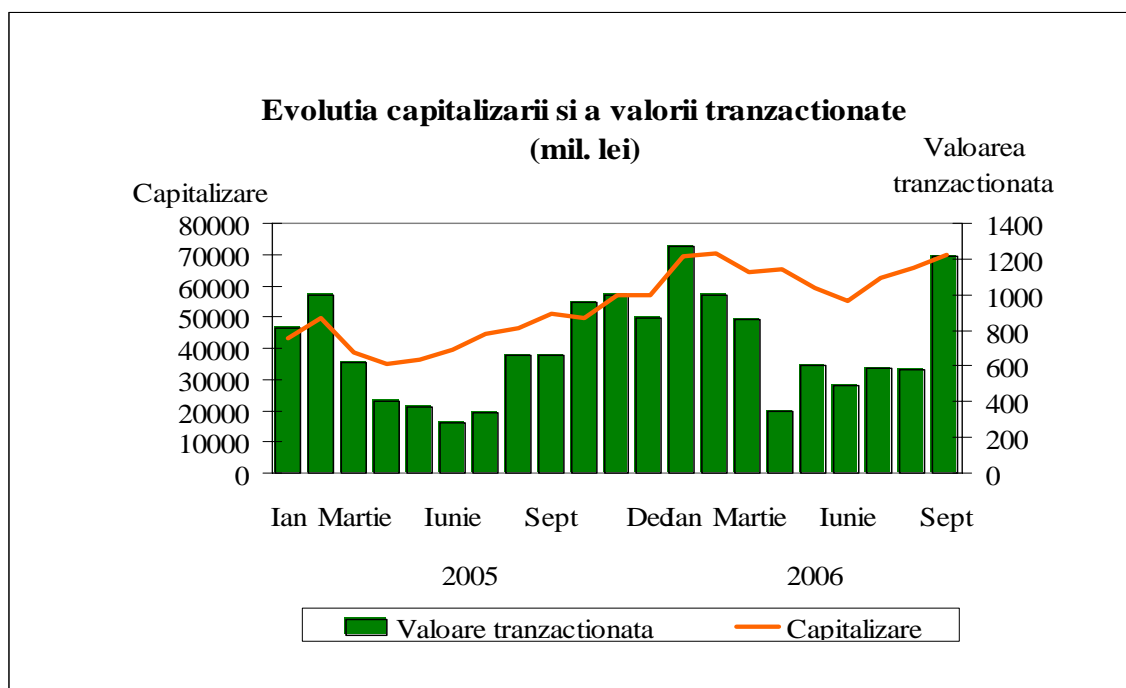
În luna septembrie, ponderea capitalizării bursiere în PIB-ul realizat la 9 luni a fost 30,4%, față de 19,8% în decembrie 2005. Se remarcă, începând din luna iulie, un reviriment sensibil care a urmat perioadei de corecții din primăvara acestui an și care s-a accentuat în luna septembrie. Estimăm că trendul pozitiv va continua și în lunile următoare, ceea ce va face ca ponderea capitalizării totale în PIB la sfârșitul anului să depășească 20%.

Anul	PIB (mil. lei)	Capitalizarea bursieră (mil. lei)	Ponderea capitalizării în PIB (%)
2000	80377,31	1101,9	1,4
2001	116768,7	3875,7	3,3
2002	151475,1	9158,0	6,0
2003	197564,8	12186,6	6,2
2004	246371,7	34147,4	13,9
2005	287186,3	56917,1	19,8
2006*	337900	74000,0	21,9

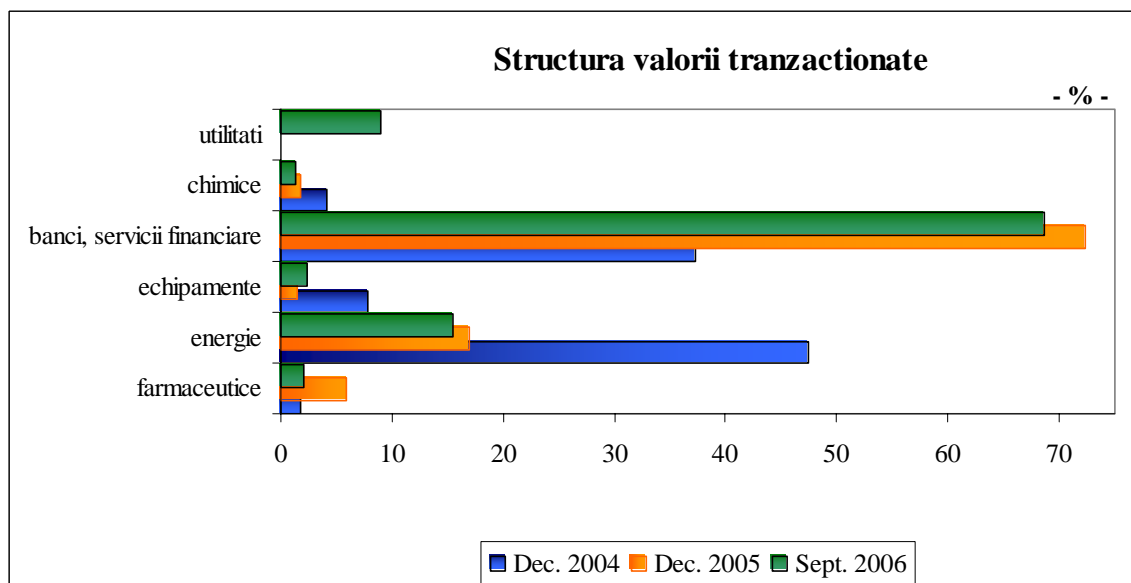
* estimare CNP

Din punct de vedere al lichidității, trendul ascendent din 2005 nu s-a confirmat în 2006, din cauza volumelor tranzacționate, modeste mai ales în perioada de scădere. Rata lichidității, calculată ca raport între valoarea tranzacționată și capitalizare, a fost 10,6% la finele lunii septembrie, față de 19,6% la sfârșitul anului trecut.

Prin comparație cu sfârșitul anului 2005, când indicele PER indica faptul că acțiunile cotate la bursă sunt puternic supraevaluate (24,4), în luna septembrie acesta a coborât până la valoarea de 16,7, reflectând apropierea de o evaluare mai rezonabilă a pieței.



În ultimii ani, interesul investitorilor a fost afectat de realizările sau problemele companiilor ale căror acțiuni le tranzacționează și adesea, într-o măsură mai mare, de modificările de legislație. Se constată, astfel, că ponderea tranzacțiilor în sectorul financiar aproape s-a dublat în cursul anului 2005, diminuându-se ușor în 2006, datorită evoluției SIF-urilor. Analizând evoluția pieței în anul anterior și în cele 9 luni ale anului 2006, putem afirma din nou că în 2005 SIF-urile au ridicat nivelul bursei până la valori maxime istorice ale indicatorilor și tot ele au stat la originea corecțiilor din acest an.



În primele nouă luni ale anului curent, plasamentele investitorilor străini în acțiuni și obligațiuni ale companiilor românești au urmat tendința de creștere din anul anterior, situându-se la un nivel apropiat celui înregistrat la sfârșitul anului 2005.

Anul	Investitori	Cumpărări acțiuni (mil. lei)			Vânzări acțiuni (mil. lei)		
		Valoare	Total	Pondere în total	Valoare	Total	Pondere în total
2004	Rezidenți	1611,8	2415,2	66,7	1911,7	2415,2	79,2
	Nerezidenți	803,4		33,3	503,5		20,8
2005	Rezidenți	5625,1	7809,2	72,0	6092,7	7809,2	78,0
	Nerezidenți	2184,1		28,0	1716,4		22,0
2006*	Rezidenți	4579,6	6509,5	70,4	4845,7	6509,5	74,4
	Nerezidenți	1929,9		29,6	1663,8		25,6

* 9 luni 2006

Sursa: BVB, date prelucrate

În ceea ce privește **Piața RASDAQ**, aceasta își continuă evoluția modestă. Astfel, la sfârșitul lunii septembrie capitalizarea a ajuns la 9,5 miliarde lei, fiind în creștere față de luna decembrie a anului trecut cu 16%. Valoarea tranzacțiilor totale din primele 9 luni ale anului curent a ajuns la 531,7 milioane lei, fiind în scădere cu 34,9% față de aceeași perioadă a anului trecut.

Indicii Pieței RASDAQ au avut evoluții contradictorii comparativ cu finele anului anterior:

- RASDAQ-C a atins 2095,89 puncte, fiind în creștere cu 19,2% față de decembrie 2005;
- RAQ-I a atins 2386,09 puncte, crescând cu 54,0 procente;
- RAQ-II a atins 3756,81 puncte, în scădere cu 8,9%.

Piața bursieră românească în contextul macroeconomic

Evoluția pieței bursiere este importantă pentru aprecierea conjuncturii interne și a posibilității de creștere economică pe termen scurt (trimestrial și anual), chiar dacă o relație directă între indicatori este dificil de stabilit.

De altfel, și alte organisme internaționale de prognoză utilizează informațiile de pe piața de capital în aprecierea tendințelor macroeconomice fără a face, însă, evaluări cantitative asupra interdependenței dintre acestea.

În cazul pieței bursiere românești, dificultatea ține, în special, de structura neomogenă a acesteia. În principal, factorii care constituie un impediment în realizarea acestui demers sunt următorii:

- Structura sectorială a bursei - referindu-ne aici la societățile listate, ca fiind actorii cei mai importanți la bursă - nu reflectă modul de formare a produsului intern brut. În primele 9 luni ale anului curent, se observă că din totalul de 87,8% care revine economiei, circa 26% din valoarea PIB-ului se datorează industriei și 49,1% serviciilor (în care doar 2% este aportul serviciilor financiar bancare). Sectorul construcțiilor a asigurat 5,8% din valoarea totală a PIB.

- % -

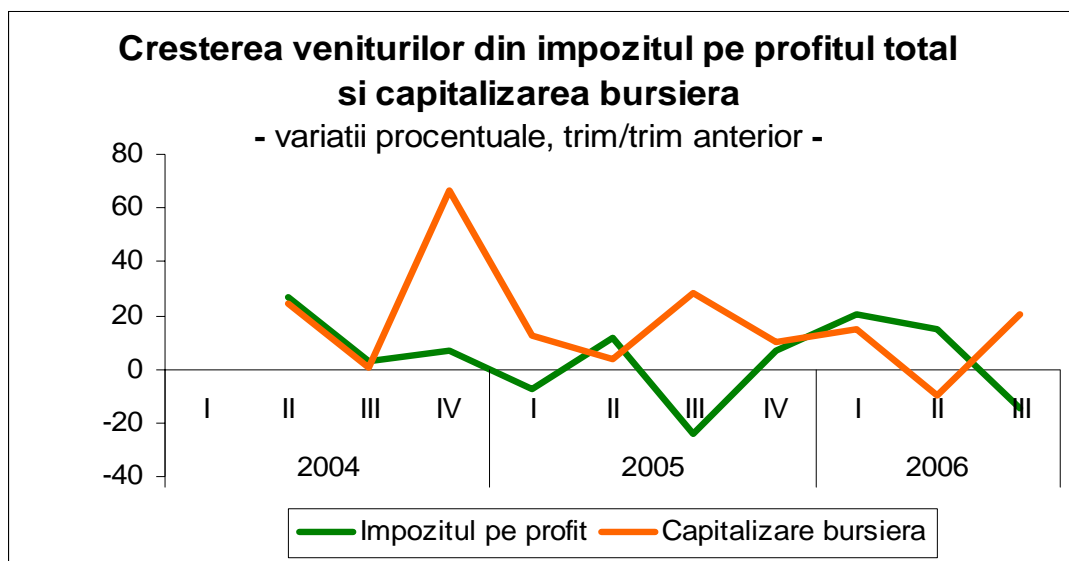
	Structura PIB pe ramuri		Structura capitalizării pe sectoare	
	Anul 2005	9 luni 2006	Anul 2005	9 luni 2006
Agricultură	8,9	7,0	-	-
Industrie	24,4	25,8	63,9	62,7
Construcții	6,5	5,8	0,6	0,7
Servicii	48,3	49,1	35,5	36,6
Total economie	88,1	87,8	100,0	100,0

Sursa: CNP, BVB (date agregate de CNP)

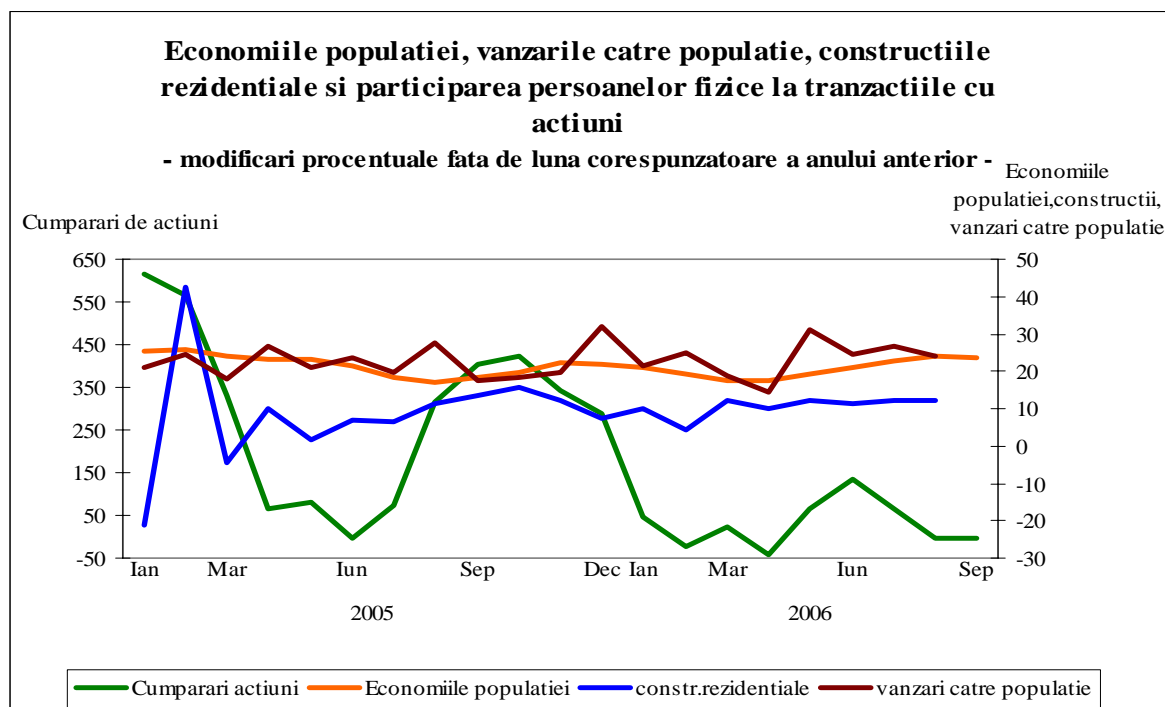
- În schimb, capitalizarea bursieră este concentrată pe două sectoare: industrial și servicii. Sectorul industrial este, în proporție de 47,1%, bazat pe companii petroliere, clasificate în domeniul bursier în sectorul energetic și doar 15,6 procente sunt deținute de celelalte societăți din industrie, fapt care reflectă dependența bursei de companiile petroliere și modul insuficient de reprezentare a industriei pe bursă.
- Capitalizarea în sectorul serviciilor este pusă pe seama serviciilor financiar-bancare (36,2%), iar sectorul construcțiilor este aproape inexistent (0,7%).
- Structura sectoarelor de activitate la bursă (energie, materii prime și materiale, echipamente, bunuri de larg consum, IT, servicii, bănci și servicii financiare, produse chimice, produse farmaceutice și utilități) este axată doar pe un număr restrâns de companii (66 societăți listate), care nu sunt reprezentative pentru economie ca întreg.
 - Analiza simultană a veniturilor din impozitul pe profitul total pe economie (ca indicație pentru profitul total) și a capitalizării bursiere, a relevat faptul că profitul pare doar fundalul pe care se formează preferințele pentru anumite acțiuni, prețurile acestora și valoarea

capitalizării fiind rezultatul mai degrabă al altor influențe. Deși investitorii își selectează companiile preferate pe baza rezultatelor financiare, comportamentul lor, cel puțin în ultimii doi ani, indică faptul că ei își mențin în portofoliu acțiuni ale unor firme care pentru moment nu sunt la înălțimea realizărilor anterioare, urmărind profit pe termen lung, prin dividende și, totodată, reflectă încrederea acestora în viitorul sectorului respectiv.

Pentru anul 2006 alura celor 2 curbe din graficul de mai jos ilustrează mai degrabă influența modificărilor legislative aferente pieței de capital asupra capitalizării decât a profitului. Acest fapt coincide cu declinul capitalizării din trimestrul al doilea al anului (prin aprobarea legii prin care se limita deținerea de acțiuni la SIF-uri în luna iunie) și cu situația Petrom și Rompetrol din aceeași perioadă.



- Încercarea de a corela indicatorii bursieri cu economiile populației nu este pe deplin satisfăcătoare, însă ea ar putea constitui, totuși, un indiciu, în sensul că în anul 2006 perioada de scădere a interesului persoanelor fizice pentru acțiuni s-a suprapus peste creșterea mai ușoară a economiilor și a vânzărilor către populație, dar a sporirii investițiilor în locuințe, într-un ritm care s-a menținut la nivelul celui din anul anterior. Această situație poate fi explicată prin evoluția descendentă a bursei din prima parte a anului, din motivele deja amintite.



Estimări

În ciuda realizărilor, în primele 9 luni ale anului 2006 Bursa de Valori nu s-a ridicat la nivelul estimărilor bazate pe expansiunea de anul trecut, în special datorită unor factori externi bursei, menționați mai sus. Lipsa unei strategii pe termen lung, care să includă popularizarea și mai intensă a acestei modalități de finanțare, educarea populației în această direcție (carență manifestată în special în discuțiile legate de Fondul Proprietatea), atingerea unui consens cu privire la importanța unei piețe de capital în dezvoltarea economiei, listarea unor companii mari care ar putea fi un potențial interes și pentru investitori nerezidenți (exemplul Transelectrica este foarte elocvent), ca și a Fondului Proprietatea (amânată din nou pentru anul 2007) sunt câteva probleme semnalate în decursul timpului de către specialiștii în domeniu, dar care nu au fost încă soluționate.

Necesitatea apariției pe piața bursieră a unor companii mari sau de referință (care să reflecte situația din economia reală) sau a unor instrumente noi, ca și dezvoltarea celor deja existente, este mai mult decât evidentă. Acest fapt a fost demonstrat cu precădere odată cu listarea Transelectrica și cu lansarea pe piață a obligațiunilor Băncii Internaționale pentru Reconstrucție și Dezvoltare. Aceste cerințe nu pot fi îndeplinite pentru că, în mare parte, populația, agenții economici nu cunosc acest mijloc de finanțare și, ca atare, nu-l folosesc sau nu sunt interesați de o eventuală listare pe bursa românească.

Cu toate acestea, există potențial și sunt speranțe pentru o dezvoltare a pieței românești de capital. În următorii doi ani, având în vedere aderarea la Uniunea Europeană și în eventualitatea listării unor companii mari, reprezentative la bursă, anticipăm că potențialul bursei românești s-ar putea concretiza într-o evoluție ascendentă a indicatorilor săi principali. Totodată, sub aspect legislativ, situația pare să se fi stabilizat, iar certificarea aderării României la Uniunea Europeană poate fi un prilej de atragere a investitorilor străini.

Din aceste considerente și luând în calcul și ultimele cifre publicate de BVB pentru luna noiembrie, este posibil ca valoarea anuală a tranzacțiilor să atingă o valoare de circa 10700 milioane lei. Pe fondul ultimelor evoluții, estimăm o creștere a indicelui BET de circa 20% față de decembrie anul trecut, în timp ce ponderea capitalizării bursiere în PIB va fi în jur de 22%.

	2005	2006	2007	2008
Capitalizare (mil. lei)	56917,1	74000	90000	105000
Creștere an/an anterior (%)	66,7	30,0	21,6	16,7
Ponderea capitalizării în PIB (%)	19,8	21,9	23,4	24,5
Valoare tranzacționată (mil. lei)	7088,1	10700	15000	22500
Creștere an/an anterior (%)	162,0	51,0	40,2	50,0
Indicele BET (puncte)	6586,1	8000	9700	11750
Creștere an/an anterior (%)	42,1	21,5	21,3	21,1

În sprijinul activității de prognoză, CNP a încercat pentru prima dată și o evaluare cantitativă a interdependențelor dintre indicatorii macroeconomici și cei bursieri, din care a rezultat că cea mai probabilă relație este între formarea brută de capital fix și capitalizare.

Totodată, evoluția capitalizării sectorului industrial în anul 2005 a constituit o sursă informativă importantă în aprecierea faptului că dinamica producției industriale din anul trecut a fost una conjuncturală și că în acest an evoluția producției industriale se va revigora, înregistrând dinamici superioare.