

BURSA DE VALORI BUCURESTI IN ANUL 2008

Anul 2008 a reprezentat pentru Bursa de Valori București și pentru toți participanții pe piața bursieră autohtonă una dintre cele mai complicate perioade din istoria modernă a pieței de capital din România. După aproape un deceniu în care principalii indicatori și indici ai BVB au descris o tendință ascendentă, accentuată și susținută în ultimii ani de efectele asociate procesului de aderare a României la Uniunea Europeană, 2008 a fost marcat de inversarea abruptă a trendului crescător al cotațiilor și de diminuarea sensibilă a lichidității generale a pieței bursiere.

Prin însuși modul lor de funcționare, piețele bursiere au fost dintotdeauna caracterizate de un grad ridicat de sensibilitate la schimbările care se produc la nivelul percepției investitorilor asupra evoluțiilor și perspectivelor economiei reale și sistemului financiar. În condițiile de astăzi, în care fenomenul de globalizare este deja o realitate a lumii moderne, investitorii sunt influențați în luarea deciziilor de plasament nu doar de performanțele economiei naționale, de realizările companiilor listate sau de climatul socio-politic intern, dar într-o măsură din ce în ce mai mare și de evoluțiile înregistrate la nivel internațional. Sensitivitatea pieței bursiere autohtone la factorii externi a crescut treptat în ultimii ani, odată cu deschiderea economiei românești și cu liberalizarea fluxurilor financiare asociate contului de capital. De aceea, chiar dacă și în plan intern pot fi identificați foarte mulți factori susceptibili să fi indus incertitudini la nivelul investitorilor – incertitudini care au derivat în principal din caracterul electoral al anului 2008 și din mișcările care s-au produs în cadrul piețelor valutare și monetare interbancare – elementele determinante ale evoluțiilor BVB din ultima perioadă au fost cele legate de contextul financiar internațional.

I. Criza financiară internațională

Datele statistice disponibile la finalul anului 2008 creionau pentru economia mondială un tablou total diferit față de cel existent în urmă cu doar un an. Cu economiile din zona euro și din Japonia aflate deja în recesiune (tehnică) și cu cea din S.U.A. aflată “de facto” în aceeași situație, economia mondială în ansamblul său pare a avea toate datele intrării într-o perioadă extrem de dificilă. Așa cum dealtfel s-a întâmplat de multe ori în istoria capitalismului, dificultățile economiei reale au fost anticipate și chiar induse de instaurarea unei situații de criză pe piețele financiare.

Primele semne evidente ale fenomenelor ce aveau să se transforme în criza financiară care a afectat piețele bursiere internaționale au apărut încă din prima parte a anului 2007, atunci când piața creditelor ipotecare subprime din S.U.A. a început să-și arate riscurile și slăbiciunile. Propagarea la nivelul întregului sistem financiar a problemelor din piața creditelor “subprime” s-a produs extrem de rapid și a fost posibilă din cauza schimbărilor semnificative pe care le-a cunoscut în ultimele două decenii activitatea de intermediere financiară. Modelul tradițional care a stat la baza finanțării instituțiilor bancare a suferit în ultimele decenii modificări semnificative odată cu “descoperirea” și utilizarea pe scară largă a securitizării - tehnică financiară prin care creditele acordate de o bancă puteau fi structurate în instrumente financiare complexe, în general de tipul obligațiunilor (modelul “originate and distribute”). Aceste instrumente financiare erau mai apoi tranzacționate liber pe piață cu implicarea diverselor instituții

financiare și astfel a devenit din ce în ce mai dificil să fie identificate și evaluate riscurile asociate, așa cum a fost cazul și cu obligațiunile care erau legate în final de ipoteci din categoria “subprime”. Localizarea acestor riscuri la nivelul uneia sau alteia dintre instituțiile bancare (mai ales în cazul băncilor de investiții) prezente pe piață și cuantificarea expunerii acestora față de instrumente financiare “toxice” erau practic imposibile în condițiile în care tranzacționarea se realiza preponderent în regim OTC, netransparent, ceea ce a contribuit la propagarea în sistem a unui sentiment general de neîncredere. Climatul de incertitudine a determinat creșterea aversiunii față de risc a investitorilor, care au încercat să-și reducă expunerea față de instrumentele financiare mai riscante sau care sunt tranzacționate pe piețe mai volatile (cum sunt percepute piețele emergente). La jumătatea anului 2008 scăderile severe care deja fuseseră înregistrate pe piețele de acțiuni au fost urmate de corecții semnificative ale cotațiilor mărfurilor, ceea ce sugerează că investitorii au început să fie convingși că efectele crizei financiare internaționale asupra economiei globale vor fi mult mai importante decât se apreciasse inițial. Iar datele statistice care au fost publicate la finalul anului 2008 privind performanțele celor mai importante economii ale lumii nu au făcut decât să confirme reacțiile destul de violente produse cu anticipație pe piețele bursiere mondiale, inclusiv cele europene.

EVOLUTIA PRINCIPALILOR INDICI BURSIERI EUROPENI IN ANUL 2008	INDICE BURSIER	VALOARE FINAL 2008 (puncte)	2008/2007 (%)
Athens Exchange	FTSE/ATHEX 20	932.50	-66.1
Borsa Italiana	S&P/MIB	19,460.00	-49.5
Budapest Stock Exchange	BUX Index	12,241.69	-53.3
Cyprus Stock Exchange	FTSE/CySE20	379.80	-77.0
Deutsche Börse	DAX - Performance Index	4,810.20	-40.4
Euronext	Euronext 100	544.92	-45.2
Euronext Amsterdam	AEX	245.94	-52.3
Euronext Brussels	BEL 20	1,908.64	-53.8
Euronext Lisbon	PSI 20	6,341.34	-51.3
Euronext Paris	CAC40	3,217.97	-42.7
Irish Stock Exchange	ISEQ@20 Index	357.30	-66.6
Ljubljana Stock Exchange	Slovene Blue-chip Index - SBI Top	854.26	-66.1
London Stock Exchange	FTSE 100	4,434.17	-31.3
OMX Nordic Exchange	OMX Nordic 40 (OMXN40)	625.80	-50.5
OMX Nordic Exchange Copenhagen	OMX Copenhagen 20 (OMXC20)	247.72	-46.6
OMX Nordic Exchange Helsinki	OMX Helsinki 25 (OMXH25)	1,515.65	-49.6
OMX Nordic Exchange Iceland	OMX Iceland 15 (OMXI15)	352.16	-94.4
OMX Nordic Exchange Stockholm	OMX Stockholm 30 (OMXS30)	662.33	-38.8
Oslo Børs	OBX	199.13	-52.8
Prague Stock Exchange	PX	858.20	-52.7
SIX Swiss Exchange	SMI	5,534.53	-34.8
Spanish Exchanges (BME)	IBEX - 35	9,195.80	-39.4
Warsaw Stock Exchange	WIG20 Index	1,789.73	-48.2
Wiener Börse	Austrian Traded Index (ATX)	1,750.83	-61.2

Toate aceste evoluții care s-au manifestat în cadrul piețelor internaționale au determinat reacții fără precedent din partea instituțiilor naționale și internaționale care au rolul de a asigura stabilitatea sistemelor financiare. Intervențiile acestora nu s-au mai limitat în 2008 doar la acțiunea concertată în derularea unor operațiuni de reducere a dobânzilor de politică monetară sau de a asigura necesarul de lichiditate din sistem: au fost

imaginate unor programe menite să sprijine instituțiile financiare aflate în dificultate, care au presupus (printre altele) implicarea de resurse publice în finanțarea de fuziuni și achizitii, extinderea tipurilor de titluri de valoare acceptate de autoritățile monetare ca și colateral, achiziția de instrumente financiare calificate drept “toxice” și chiar naționalizarea unor instituții financiare de anvergură. Salvarea de la faliment a Bear Stearns prin preluarea de către JP Morgan, naționalizarea băncii britanice Northern Rock, preluarea Merrill Lynch de către Bank of America, naționalizarea gigantilor ipotecari americani Fannie Mae și Freddie Mac, urmată de o decizie similară în cazul asiguratorului AIG, dar mai ales intrarea în faliment a băncii de investiții Lehman Brothers sunt doar câteva dintre cele mai spectaculoase evenimente care s-au produs în anul 2008 pe o piață financiară internațională extrem de agitată. Deși cele mai multe dintre aceste evenimente au avut ca principali actori instituții din SUA, efectele lor s-au resimțit puternic și la nivelul piețelor financiare europene.

EVOLUTIA CAPITALIZARII SI VALORII TRANZACTIILOR IN ANUL 2008	Capitalizarea bursiera (mil. EUR)			Valoarea tranzactiilor (mil. EUR)		
	2008	2007	2008/2007 (%)	2008	2007	2008/2007 (%)
Athens Exchange	65,271	181,233	-64	78,013	122,365	-36
Borsa Italiana	374,702	733,614	-49	1,029,127	1,680,200	-39
Bratislava Stock Exchange	3,907	4,555	-14	15	22	-29
Budapest Stock Exchange	13,326	31,528	-58	20,967	34,610	-39
Bulgarian Stock Exchange	6,371	14,821	-57	1,321	4,641	-72
Cyprus Stock Exchange	5,733	20,160	-72	1,501	4,019	-63
Deutsche Börse	797,063	1,439,955	-45	2,648,452	3,144,150	-16
Euronext	1,508,423	2,888,313	-48	3,027,587	4,086,811	-26
Irish Stock Exchange	35,519	98,431	-64	56,036	99,550	-44
Ljubljana Stock Exchange	8,468	19,740	-57	1,605	3,382	-53
London Stock Exchange	1,352,327	2,634,577	-49	4,362,198	7,544,970	-42
Malta Stock Exchange	2,567	3,854	-33	49	65	-24
OMX Nordic Exchange	404,137	849,923	-52	918,438	1,321,807	-31
Oslo Børs	101,982	241,683	-58	308,168	399,054	-23
Prague Stock Exchange	29,615	47,987	-38	34,179	36,581	-7
SIX Swiss Exchange	616,234	869,377	-29	70,898	126,748	-44
Spanish Exchanges (BME)	680,632	1,231,086	-45	1,654,558	2,160,321	-23
Warsaw Stock Exchange	65,178	144,323	-55	47,854	63,876	-25
Wiener Börse	54,752	161,731	-66	71,851	94,489	-24

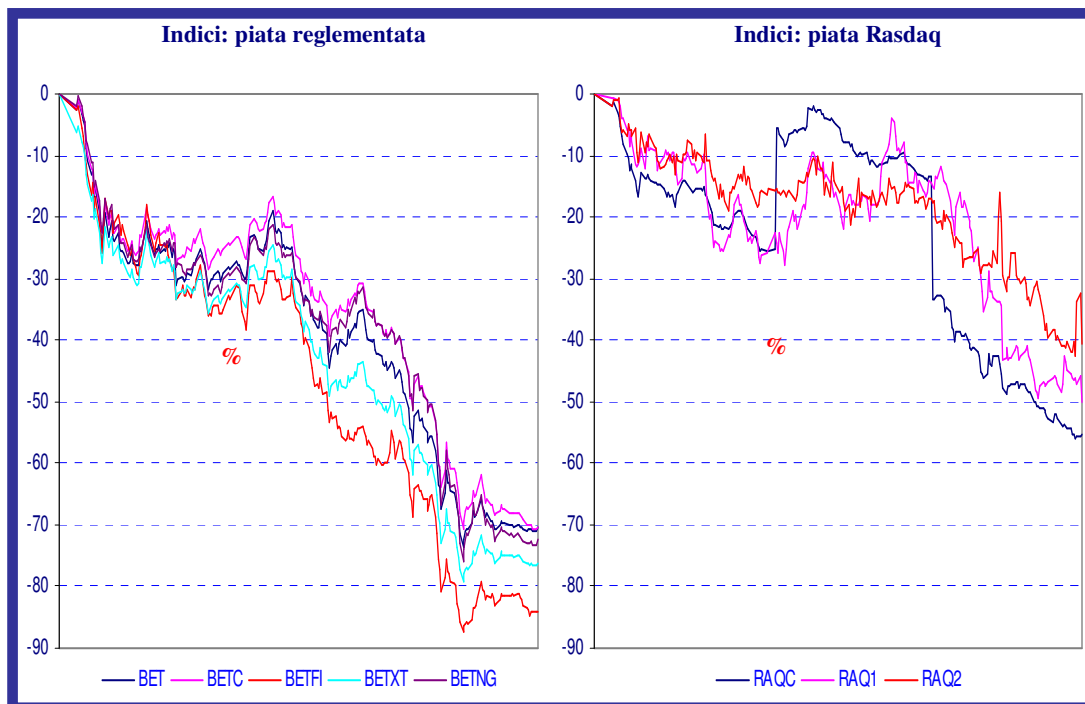
II. Evoluția Bursei de Valori București în anul 2008

Într-un astfel de context financiar internațional ostil era practic imposibil ca piețele emergente din Europa Centrală și de Est (inclusiv cea românească) să continue evoluțiile pozitive din anii precedenți. Astfel, încă de la debutul anului 2008 tradiționalul “efect al lunii ianuarie” a fost complet ignorat de investitori și de cotațiile majorității titlurilor listate și a devenit destul de evident ca 2008 va fi pentru Bursa de Valori București un an cu totul special. După scăderi cu aproape -30% ale indicilor bursieri din primele săptămâni de tranzacționare ale anului 2008 a urmat o perioadă de relativă acalmie, care a dat impresia că suntem într-un scenariu în care corecțiile negative ale prețurilor de tranzacționare pot fi considerate oarecum firești, după creșterile susținute și consistente marcate de indicii bursieri înainte și imediat după momentul aderării României la Uniunea Europeană. O astfel de explicație, mai degrabă de natură tehnică, părea a fi cu atât mai probabilă cu cât performanțele financiare raportate de către companiile listate la BVB erau în continuare pozitive, iar indicatorii macroeconomici își păstrau robustețea. Turbulențele care au marcat

Însă piețele financiare internaționale au lăsat până la urmă în plan secund datele fundamentale și treptat corelarea mișcărilor indicilor BET, BET-FI sau BET-XT cu cele ale indicilor bursieri internaționali a devenit factorul determinant în luarea deciziilor investiționale. Iar cea mai bună susținere a acestei afirmații vine din modul în care au reacționat investitorii pe piața bursieră autohtonă în ședințele de tranzacționare imediat următoare anunțării reducerii ratingurilor de țară de către S&P și Fitch: de fiecare dată indicii bursieri au înregistrat creșteri, în strânsă corelație cu mișcările piețelor bursiere internaționale din zilele respective.

II.1 Indicii bursieri

Pe fondul unei lichidități a pieței bursiere locale incomparabil mai mici decât în cazul marilor burse din S.U.A., Europa sau Asia fenomenul de contagiune în care s-au transformat la un moment dat corelațiile dintre indicii BVB și cei ai piețelor bursiere internaționale a cauzat un grad extrem de ridicat al volatilității generale a pieței. Această situație a făcut posibil ca pentru unele dintre cele mai importante titluri de la BVB, în câteva ședințe de tranzacționare din trimestrul III al anului 2008, să nu mai fie afișate ordine de cumpărare în intervalul de preț +/-15% impus pentru o ședință de tranzacționare. De aceea, în premieră în istoria BVB, în data de 8 octombrie 2008 a fost necesară suspendarea ședinței de tranzacționare, ca urmare a volatilității excesiv de ridicate. Chiar și în condițiile existenței unui tunel mai strâns de evoluție a prețurilor zilnice decât cel practicat de alte piețe bursiere, pierderile înregistrate în acest an la nivelul indicilor BVB au fost printre cele mai ridicate dintre piețele bursiere europene. Astfel, la finalul anului 2008 indicele BET era calculat pentru 2.901 puncte, cu 70% sub valoarea de start a lunii ianuarie. Dealtfel valorile maxime din 2008 ale tuturor indicilor bursieri au fost atinse în primele ședințe de tranzacționare ale anului.



II.2 Capitalizarea bursieră

Trendul pronunțat descendent pe care s-au înscris valorile indicilor bursieri și deprecierea prețurilor de referință pentru marea majoritate a acțiunilor admise la tranzacționare au afectat direct capitalizarea totală a celor două piețe administrate de către BVB, indicator care a coborât de la nivelul de aproape 30 miliarde euro la finalul anului

2007 la numai 11 miliarde euro¹. Revenirea valorii capitalizării bursiere la o pondere în PIB situată sensibil sub pragul de 10%, în condițiile în care nu au existat delistări semnificative, oferă la rândul său o imagine foarte sugestivă asupra dimensiunii corecțiilor înregistrate la nivelul prețurilor de referință ale cvasi-totalității acțiunilor tranzacționate pe piețele organizate de către BVB.

CAPITALIZAREA BURSIERA	2005		2006		2007		2008	
	mld. EUR	mld. RON	mld. EUR	mld. RON	mld. EUR	mld. RON	mld. EUR	mld. RON
Piata reglementata - BVB	15.3	56.1	21.4	73.3	24.6	86.0	11.6	45.7
Piata Rasdaq - BVB	2.2	8.2	3.1	10.7	7.0	24.4	3.1	12.1
Total	17.5	64.3	24.5	84.0	31.6	110.4	14.7	57.8

II.3 Valoarea tranzacțiilor

Modificarea prețurilor de referință pentru cvasi-totalitatea titlurilor tranzacționate la BVB a influențat negativ nu doar nivelul capitalizării bursiere totale, dar și lichiditatea generală a pieței – măsurată prin valoarea schimburilor de acțiuni realizate în cadrul sistemului de tranzacționare. Dacă în anul 2007 rulajul total realizat pe piețele administrate de către BVB a fost de 5,4 milioane euro, în anul 2008 acesta s-a redus cu aproape 50%

VALOAREA TRANZACȚIILOR CU ACTIUNI	2005		2006		2007		2008	
	mld. EUR	mld. RON	mld. EUR	mld. RON	mld. EUR	mld. RON	mld. EUR	mld. RON
Piata reglementata - BVB	2.2	7.8	2.8	9.9	4.2	13.8	1.9	6.9
Piata Rasdaq - BVB	0.3	1.1	0.2	0.8	1.3	4.3	0.4	1.6
Total	2.4	8.9	3.0	10.7	5.4	18.1	2.3	8.5

Un argument suplimentar în susținerea ideii că scăderea valorii totale de tranzacționare s-a datorat în primul rând evoluțiilor negative ale prețurilor transparențe și din faptul că numărul total de tranzacții și volumul de acțiuni care s-au schimbat între investitori s-au redus într-un ritm inferior celui înregistrat la nivelul valorii de tranzacționare.

VOLUM ACTIUNI TRANZACȚIONATE	2005	2006	2007	2008
Piata reglementata - BVB	16,934,865,957	13,677,505,261	14,234,962,355	12,847,992,164
Piata Rasdaq - BVB	1,752,975,093	1,149,821,483	4,311,518,744	1,991,117,731
Total	18,687,841,050	14,827,326,744	18,546,481,099	14,839,109,895

Incertitudinile care au marcat evoluțiile piețelor financiare din anul 2008 au determinat schimbări și în comportamentul investitorilor, care pe finalul de an au început să arate un interes în creștere pentru instrumentele financiare cu venit fix. Această reorientare a investitorilor a fost favorizată și de listarea pe piața bursieră a primelor serii de titluri de stat.

VALOAREA TRANZACȚIILOR CU OBLIGATIUNI	2005		2006		2007		2008	
	mil. EUR	mil. RON	mil. EUR	mil. RON	mil. EUR	mil. RON	mil. EUR	mil. RON
	35.3	127.4	281.7	985.5	233.5	794.3	62.3	231.92

Piața la termen organizată la Bursa de valori București și-a îmbunătățit semnificativ oferta, prin introducerea la tranzacționare a unui număr semnificativ de noi contracte futures, cum ar fi cele care au ca activ suport acțiuni admise la tranzacționare pe piața

¹ Valoarea capitalizării nu include Erste Group Bank AG (aproximativ 4,8 miliarde euro).

reglementată și cursurile de schimb valutar. Comparativ cu anul 2007 dinamica pieței la termen a fost una remarcabilă, deși se află încă departe de atingerea potențialului de dezvoltare pe care îl are segmentul instrumentelor financiare derivate.

PIATA FUTURES	Nr. sedinte de tranzactionare	Nr. tranzactii	Nr. contracte	Valoare (EUR)
2007	250	41	64	159.966,60
2008	250	922	18.018	5.261.760,65

II.4 Structura investitorilor

Schimbarea atitudinii față de risc la nivel internațional și restrângerea drastică a lichidității din cadrul piețelor financiare au influențat nu doar comportamentul investitorilor nerezidenți, ci și pe cel al investitorilor locali, care au orientat sume relativ mai mici decât în anul anterior pentru plasamente în acțiuni tranzacționate pe piața bursieră. Mai mult, dacă pe plan internațional autoritățile monetare au operat scăderi ale dobânzilor și au susținut astfel indirect activitatea din cadrul piețelor bursiere, în România banca centrală a ridicat succesiv rata dobânzii de politică monetară la peste 10% pe an și a crescut astfel atractivitatea plasamentelor în depozitele constituite la nivelul sistemului bancar. Totodată, odată cu eliminarea simultană a impozitelor pentru veniturile aferente câștigului de capital și a celor din dobanzi, regimul fiscal a devenit neutru. Toate aceste evoluții au avut rolul lor în diminuarea în termeni nominali a sumelor plasate de investitori pe piața bursieră și reducerea relativă a ponderii pe care investitorii străini au avut-o în economia generală a pieței pe parcursul anului 2008.

Structura investitorilor (piata reglementata)		Cumparari (RON)	Vanzari (RON)	Cumparari % din total	Vanzari % din total
2005	Conturi agregate	-	-	-	-
	Rezidenti	5.625.070.289,57	6.092.728.572,12	72,03	78,02
	Nerezidenti	2.184.097.310,21	1.716.439.027,66	27,97	21,98
2006	Conturi agregate	-	-	-	-
	Rezidenti	6.908.926.263,89	7.509.717.127,04	69,83	75,90
	Nerezidenti	2.985.377.355,92	2.384.586.492,67	30,17	24,10
2007	Conturi agregate	-	-	-	-
	Rezidenti	8.268.087.349,93	9.017.389.458,42	59,90	65,33
	Nerezidenti	5.534.589.457,88	4.785.287.349,32	40,10	34,67
2008	Conturi agregate	102.842.246,40	138.719.305,80	1,48	2,00
	Rezidenti	4.856.326.007,44	4.672.230.276,99	69,85	67,20
	Nerezidenti	1.993.586.346,75	2.141.805.017,80	28,67	30,81

II. Evoluția Bursei de Valori București în anul 2009: estimări

Deși datele statistice privind lichiditatea și evoluțiile total nefavorabile ale cotațiilor înregistrate pe parcursul anului 2008 au tendința firească de a fi poziționate în prim-planul oricărui demers de evaluare a pieței bursiere, ele nu ar trebui totuși să eclipseze în totalitate celelalte evenimente importante pentru piața de capital din România. Admiterea la tranzacționare pe piața reglementată administrată de către BVB a primelor acțiuni emise de o companie străină și listarea a peste 20 de serii de obligațiuni guvernamentale la Bursă pot fi considerate cele mai semnificative repere ale anului 2008, iar efectele lor se vor regăsi și își vor arăta cu adevărat beneficiile în perioada următoare.

De altfel, primele influențe s-au văzut încă din anul 2008, când acțiunile Erste Group au reușit prin valoarea tranzacțiilor să intre deja în topul celor mai importante titluri de la BVB, chiar dacă ponderea acestora în totalul tranzacțiilor realizate la nivel internațional cu acțiunile EBS este încă redusă. De asemenea, prezența la BVB a titlurilor de stat este de natură să pună într-o altă lumină întreaga piață a instrumentele financiare cu venit fix, în anul 2008 fiind deja înregistrat cel mai mare număr de tranzacții realizate pe piața secundară a obligațiunilor, de la debutul acestui segment de piață, în toamna anului 2001.

Chiar dacă în continuare contextul economico-financiar intern și internațional va rămâne și în anul 2009 unul complicat, ceea ce va influența în continuare activitatea din piața de capital din România, există totuși pârghii a căror acționare ar putea să contribuie la relansarea pieței bursiere. Poate cea mai importantă dintre acestea, în condițiile în care creditele bancare au devenit în ultima perioadă destul de dificil de accesat, este legată de promovarea împrumutului obligatar. Piața secundară a instrumentelor financiare cu venit fix organizată la BVB arată un interes în creștere al investitorilor pentru acest tip de instrumente financiare și este de așteptat un răspuns adecvat din partea ofertei. Pentru a susține această tendință, în esență favorabilă pieței de capital, ar trebui găsite modalitățile care să reducă semnificativ costurile asociate derulării ofertelor publice primare, astfel încât companiile locale să fie încurajate să lanseze emisiuni de obligațiuni.

Problema reducerii costurilor de operare pe piața de capital a fost deja adresată de către Bursa de Valori București, care a prevăzut pentru anul 2009 o nouă diminuare cu 10% a comisioanelor de tranzacționare, măsură care apropie și mai mult nivelurile costurile generale de operare pe piața bursieră autohtonă de cele practicate de alte piețe bursiere din regiune. Și sub impactul acestei decizii de reducere a comisioanelor de tranzacționare, dar mai ales în speranța că starea de acută incertitudine din cadrul piețelor financiare se va atenua, se poate estima că treptat volumul operațiunilor bursiere va crește pe parcursul anului 2009, în special începând cu cel de-al doilea trimestru al anului, astfel încât se va reuși să se obțină un rulaj mediu zilnic situat între 5 și 10 milioane de euro/zi.