

MANAGEMENTUL PORTOFOLIULUI INDIVIDUAL AL INVESTITORULUI ÎN CONDIȚIILE SPECIFICE PIEȚELOR ROMÂNEȘTI

Dorin Alexandru Badea*

Academia de Studii Economice, București, România

Rezumat

Prezenta opinie prezintă câteva dintre analizele evoluției și gestiunii piețelor financiare (acțiuni și obligațiuni) pentru a oferi un cadru decizional pentru „investitorul inteligent”, începând de la contextul portofoliului până la deciziile individuale de investiție. Aceasta se constituie ca argument pentru o cercetare românească care să expună cu claritate rezultatele obținute de investitorul mediu în contextul specific românesc. De asemenea, este nevoie să se analizeze măsura în care investitorii au beneficiat de pe urma activelor deținute, să ilustreze rezultatele pe care un „investitor inteligent” le-ar fi putut obține și să elaboreze un cadru decizional accesibil, coerent, pentru fundamentarea investițiilor în contextul local.

Din perspectivă pragmatică, este necesară identificarea profilului „investitorului român inteligent”, respectiv, acel set decizional privind portofoliul optim care ar fi adus cele mai bune rezultate investitorului individual. Toate aceste demersuri de cercetare pot conduce sau chiar necesită dezvoltarea unui instrument web/digital care să faciliteze simulări privind rezultatele obținute în varii scenarii de portofolii investiționale. O alocare inteligentă, rațională a capitalului aduce pe termen lung beneficii atât investitorului individual, cât și economiei în ansamblul său și societății în sens larg.

Cuvinte cheie: portofoliul investițional; investitorul inteligent; factor investing, behavioural finance

Clasificare JEL: G11, G17, G41

* Autor de contact, **Dorin Alexandru Badea:** d.a.badea@gmail.com

Introducere

În anul 1949 Benjamin Graham, investitor, economist și profesor american, cunoscut ca părintele *value investing* și recunoscut adesea ca mentor al lui Warren Buffet, publică lucrarea „The Intelligent Investor”. Reeditat de autor de patru ori până în prima jumătate a anilor `70, studiul analizează evoluția piețelor financiare (acțiuni și obligațiuni) americane, și oferă un cadru decizional pentru „investitorul inteligent”, începând de la contextul portofoliului până la deciziile individuale de investiție.

Pe lângă identificarea acestui aspect, Graham (2003) aduce și dovezi cantitative privind măsura în care piețele au asigurat prosperitate și au avut un efect de înavușire pentru investitori. Acest rezultat a fost reluat, analizat din mai multe perspective uneori concurente – teoria portofoliului, factor investing, behavioural finance – de alte studii de-a lungul anilor dintre care amintim: „The Cross- Section of Expected Stock Returns” (1992) și „Common risk factors în the returns on stocks and bonds” (1993) de Fama E.F., French K. R.; „Characteristics, Covariances, and Average Returns: 1929-1997” de Davis J., Fama E.F., French K. R., (2000); „Value Investing” de Montier J.. (2009).

Mai multe studii privind piața de capital din Romania au urmărit identificarea evoluției prețurilor activelor, acțiunilor, și, de asemenea, corelațiile acestora cu indicatori macroeconomici sau piețe externe, de exemplu „Price Ratios and the Cross-section of Common Stock Returns on Bucharest Stock Exchange: Empirical Evidence” (2009) și „Active Portfolio Management on the Romanian Stock Market” (2012) de Cristiana Tudor.

În cercetarea românească nu se află însă un studiu similar celui al lui Benjamin Graham, care să expună cu claritate rezultatele obținute de investitorul mediu în contextul specific românesc, să analizeze măsura în care investitorii au beneficiat de pe urma activelor deținute, să ilustreze rezultatele pe care un „investitor inteligent” le-ar fi putut obține și să elaboreze un cadru decizional accesibil, coerent, pentru fundamentarea investițiilor în contextul local.

Vidul este explicabil. Seriile de date disponibile sunt adesea fragmentate și pe deasupra greu de interpretat atunci când sunt privite laolaltă cu contextul din care au izvorât – instrumente uneori indisponibile sau cu acces limitat, ori lichiditate foarte redusă și volatilă a piețelor. Portofoliul tipic investitorului mediu este o sintagmă cu conținut discutabil, portofoliul fiind în mică măsură aliniat conceptului întâlnit în sens larg în practica și teoria financiară consacrate, prea puțini români deținând active financiare tradiționale, mare parte din averi (mici sau mari) și lichidități fiind deținute în proprietăți imobiliare și depozite bancare, două clase de active prezente marginal în portofoliile diversificate descrise sau prescrise în literatura de specialitate consacrată.

Pe de altă parte însă acest vid este regretabil, deoarece „cei ce nu-și pot aminti trecutul sunt condamnați să-l repete” așa cum însuși Ben Graham scria, citându-l pe George Santayana. Considerăm că este foarte util să cunoaștem trecutul, cu particularitățile, dificultățile și neajunsurile sale, să construim o metodologie aplicată pentru a monitoriza, în continuare, istoricul piețelor locale și să oferim bazele unei

decizii inteligente de alcătuire a portofoliilor investiționale în România în același sens oferit de Graham în contextul piețelor americane de acum jumătate de secol.

Obiectivele cercetării comportamentului investitorului român și considerente practice

Principalul obiectiv urmărit este identificarea rezultatelor obținute de investitorul mediu român de pe urma deținerii variilor clase de active investiționale – cele aferente pieței de capital, cele asimilate instrumentelor cu venit fix sau cu dobânzi (obligațiuni, depozite bancare) și cele ce țin de active imobiliare. Rezultatele ce vor fi identificate, coroborate cu realitățile prezentului vor jalona demersurile pentru viitor în sensul determinării unui cadru decizional pentru construirea portofoliului.

Cu privire la clasele de active menționăm o serie de atipii ale realității românești în raport cu literatura de specialitate și cu profilul altor economii ale lumii – în primul rând relevanța covârșitoare a pieței imobiliare, România fiind țara cu gradul cel mai ridicat de deținere în proprietate individuală a locuinței din Uniunea Europeană, o mare parte a averii românilor fiind concentrată în această clasa de active; apoi lichiditatea scăzută a piețelor de capital; apariție relativ târzie a instrumentelor de economisire-investire pe termen lung (obligațiuni), instrumentul exclusiv pentru economisire fiind de mult timp depozitul bancar; inflația ridicată și volatilă; în fine, restricțiile aplicabile tranzacțiilor de capital pe piețe externe. Un aspect interesant în context este nevoia de analiză a eventualului efect de îmbogățire datorat aprecierii valorii proprietăților.

Din perspectivă pragmatică, este necesară identificarea profilului „Investitorului român inteligent”, respectiv, acel set decizional privind portofoliul investițional care ar fi adus cele mai bune rezultate investitorului individual. Pentru aceasta este necesară consolidarea bazei de date disponibile privind evoluția piețelor românești în perioada de după 1989. Sunt evidente o serie de deficiente majore în raport cu seriile de date existente pentru alte piețe, inclusiv emergente:

- analiza aspectelor specifice evoluției în România a fiecărei piețe de active urmărite,
- contextualizarea aferentă în diferite perioade istorice (de exemplu, în perioada de inflație ridicată, sau în contextul dolarizării economiei);
- urmărirea interdependentelor și aspectelor relevante ale evoluțiilor din perspectiva de portofoliu.

În sfârșit, este necesară o comparație cu portofoliile internaționale sau diversificate internațional, dat fiind contextul actual cu fluxuri de capital liberalizate. Toate aceste demersuri de cercetare pot conduce sau chiar necesită dezvoltarea unui instrument web/digital care să faciliteze simulări privind rezultatele obținute în varii scenarii de portofolii investiționale.

Ținând cont de analiza aspectelor specifice, atipice ale piețelor românești, cercetarea comportamentului investitorului român va urmări identificarea datelor istorice relevante și prelucrarea acestora prin folosirea metodelor statistice și matematice utilizate în domeniu. Având în vedere seriile de date incomplete, prezente pentru anumite piețe, o atenție aparte va trebui acordată construirii unor serii de date consistente.

Søren Kierkegaard (1813 – 1855) spunea că „viața poate fi înțeleasă nu numai privind înapoi, trebuie trăită privind și înainte”, iar investițiile, deciziile de capital, sunt o parte esențială a vieții economice în societatea capitalistă redescoperită a României după 1989. Astfel, odată sintetizate evoluțiile pe termen lung ale variilor clase de active, particularitățile acestora și ale portofoliilor pe care le alcătuiesc, vom urmări să estimăm randamente pe termen lung așteptate pentru clasele de active și să construim un cadru decizional pentru investitorul local. O alocare inteligentă, rațională a capitalului aduce pe termen lung beneficii atât investitorului individual, cât și economiei în ansamblul său și societății în sens larg.

Totodată, în baza rezultatelor obținute și prin comparație cu standardele identificate în plan global, putem atinge un obiectiv suplimentar constând în identificarea de soluții și recomandări pentru dezvoltarea ofertei de produse disponibile în piețele financiare românești – de exemplu permițând expunere cu lichiditate mai ridicată la piața imobiliară rezidențială – precum și pentru îmbunătățirea cadrului de reglementare.

Concluzii

În urma identificării rezultatelor istorice obținute de investitorul român mediu, în contextul specific piețelor și al portofoliilor locale vom putea trage concluzii importante privind clasele de active existente în România. În continuare, vom urmări dezvoltarea unui cadru de analiză și estimare privind randamentele pe termen lung așteptate pentru clasele de active. Pe aceste fundamente vom putea construi măsuri de îmbunătățire a cadrului decizional pentru investitorii români, inclusiv prin dezvoltarea unui instrument online pentru facilitarea simulării rezultatelor și riscurilor investiționale.

Evidențiind elemente atipice, oportunități sau deficiențe în cadrul investițional existent vom putea contribui și la identificarea de noi produse necesare în piețele financiare românești, precum și de măsuri constructive pentru cadrul de reglementare.

Bibliografie

- [1] Blitz, D, Van Vliet, P (2008), *Global Tactical Cross-Asset Allocation: Applying Value and Momentum Across Asset Classes*, The Journal of Portfolio Management, Vol. 35, No. 1 (2008), pp. 23-38
- [2] Campbell, J, Shiller, R (1988), *Stock Prices, Earnings and Expected Dividends*, The Journal of Finance, Vol. 43, No. 3, pp. 661-676
- [3] Davis J., Fama, E. F., French, K. R. (2000), *Characteristics, Covariances, and Average Returns: 1929-1997*, The Journal of Finance, Vol 55, Issue 2, February 2000, pp. 389 – 406.
- [4] Fama, E. F., French, K. R. (1992), *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, The Journal of Finance, Vol XLVII, No.2, June 1992

- [5] Fama, E. F., French, K. R. (1993), *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, Journal of Financial Economics 33 (1993), pp. 3 – 56.
- [6] Graham Ben. G., (2003), *The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing. A Book of Practical Counsel*, HarperCollins Publishers Inc., USA, 2003
- [7] Hagani, V, Dewey, R (2016), *A Case Study for Using Value and Momentum at the Asset Class Level* The Journal of Portfolio Management, 42(3), pp.101-113
- [8] Montier J. (2009), *Value Investing: Tools and Techniques for Intelligent Investment*, John Wiley Ltd., UK, 2009
- [9] Picerno, J (2010), *Dynamic Asset Allocation: Modern Portfolio Theory Updated for the Smart Investor*, Bloomberg Press, 2010
- [10] Tudor, C. (2009), Price Ratios and the Cross-section of Common Stock Returns on Bucharest Stock Exchange: Empirical Evidence, Romanian journal of economic forecasting 6(2), January 2009, pp. 132-146
- [11] Tudor, C. (2012), *Active Portfolio Management on the Romanian Stock Market*, Elsevier, Procedia - Social and Behavioral Sciences, Volume 58, 12 October 2012, Pages 543 – 551.