

Caracteristicile investițiilor pe piețele emergente de capital

■

Adrian Zoicaș-Ienciu

Doctorand

Universitatea „Babeș-Bolyai”, Cluj-Napoca

Abstract. *The globalization improves the prospects for the emerging markets to attain an economic development level comparable with that of industrialized countries. Without ignoring the specific policies concerning the openness degree, globalization might increase capital and technology flows towards these markets, thus generating a higher income rate growth than would be possible in a less integrated world economy. An important role in this capital stream is played by the investments made in emerging markets, process which continues to sustain a high interest from the behalf of equity funds (private or not) around the world. The paper analyzes the main aspects related to this kind of investments such as: ways to recognize an emerging market, arguments and counterarguments for these investments, new trends, capital flow related problems, the role played by the privatization and, finally, instructions for building an emergent market portfolio.*

Key words: emerging markets; capital flows; privatization; portfolio selection.

■

Excluzându-se varianta de a rămâne în continuare cu statutul de economii „obosite”, piețele emergente definite de regulă ca economii în tranziție, de la forme agrare sau centralizate spre cele de piață industrializată liberă, s-au văzut în situația de a nu mai putea să-și permită cazuri în care să refuze, justificat sau nu, rambursarea împrumuturilor, să ridice și să coboare după bunul plac barierele fiscale și valutare sau să naționalizeze afacerile cu capital străin. În acest fel, aceste piețe emergente au trebuit să reacționeze în singurul mod rațional în care o puteau face, adică să se alăture pieței globale.

Multe dintre aceste țări emergente au suferit căderi dureroase în cadrul acestei faze de adaptare la noile reguli ale jocului. La fel de multe însă au început să-și reformeze economiile, să-și privatizeze marile companii aflate în proprietatea statului sau să se îndrepte către Fondul Monetar Internațional în vederea restructurării serviciului datoriei. În acest mod, s-a ajuns la situația în care aproape fiecare țară de pe glob are o economie cu orientare de piață și care se implică în competiția pentru capital. Dacă e să ne facem o imagine globală asupra acestor piețe emergente, vom remarca faptul că reprezintă 70% din suprafața, respectiv 85% din populația globului, piața lor de consum

fiind de departe cea mai mare în timp ce produsul lor intern brut reprezintă doar 20% din produsul global brut.

Există o serie de aspecte care caracterizează o piață emergentă aspecte ce le individualizează ca un produs investițional omogen, bine delimitat de celelalte grupe. Printre acestea cele mai importante sunt următoarele:

1. În premisa în care produsul național brut este o măsură definitorie pentru evaluarea statutului de țară emergentă se poate observa foarte ușor că aceste țări au un PNB semnificativ redus față de țările dezvoltate. Astfel, o țară emergentă medie are, conform definiției date de MSCI (Morgan Stanley Capital International), un PNB per capita de aproximativ 3.100 dolari SUA față de 20.535 dolari SUA cât au în medie grupul celor mai dezvoltate 21 de țări. Conform IFC, putem caracteriza ca fiind emergentă orice economie care are un PNB per capita inferior nivelului de 8.626 dolari SUA. Cu toate acestea, fiindcă măsoară doar produsul final, PNB nu reflectă diferitele costuri cu nivelul de trai de pe glob și prin urmare nu reflectă obiectiv puterea de cumpărare a unui cetățean; în plus, în unele țări ca SUA, Brazilia sau fostele state comuniste se înregistrează abateri semnificative de la medie.

2. În timp ce unele țări emergente sunt considerate economii de piață liberă, foarte puține dintre ele sunt comparabile cu țările dezvoltate atunci când vine vorba despre reglementări privind investițiile străine, asigurarea transparenței situațiilor financiare, circulația liberă a capitalurilor, maturitatea piețelor bursiere sau restricțiile privind repatrierea dividendelor sau a câștigurilor de capital.

3. De regulă, piețele emergente incumbă un risc de țară superior piețelor dezvoltate. Aceasta deoarece riscuri ce provin din sfera politicului, a fenomenului hiperinflaționist sau a neliniștilor sociale sunt relativ des întâlnite în rândul țărilor emergente, reprezentând factori care acompaniază în mod necesar procesul de tranziție.

4. Ținând cont astfel de riscurile aferente unei investiții pe această categorie de piețe, investitorii profesionali nu și le vor asuma decât atunci când este percepută posibilitatea obținerii unor rentabilități ridicate, corelată cu aceste riscuri. Prin urmare, se consideră că o rată anuală de creștere de 4%, înregistrată pe o perioadă de 5-10 ani, reprezintă o așteptare justificată.

În ultima perioadă, pe lângă conceptul de piață emergentă a apărut conceptul de „piață embrionară” sau „piață pionier”, desemnând o economie în care procesul de tranziție spre forme de piață liberă nu s-a declanșat integral și ireversibil, nivelurile de la care se presupune că vor avea loc creșteri fiind inferioare chiar și celor aferente piețelor emergente. În condițiile fluxurilor semnificative de capital care curg înspre țările emergente, investitorii agresivi caută noi destinații investiționale, care sunt adesea obscure și cu un accentuat grad de subdezvoltate. Dacă până la un moment dat era de ajuns investirea capitalului în cele mai promițătoare titluri ale unei piețe emergente, fluxurile masive de capital care inundau aceste piețe slab lichide conducând foarte accelerat la o creștere generalizată a cotațiilor, în ultima perioadă a devenit tot mai dificilă sarcina de a obține rentabilități anormale pozitive fără asumarea unor riscuri corelate, mai ridicate.

Așadar, investițiile tind să aibă un caracter de risc tot mai pronunțat, stabilindu-se drept ținte de multe ori economii ce nu sunt considerate destinații investiționale rezonabile din diverse motive (lipsa transparenței relativ la raportările financiare, lichiditate scăzută pe piață, regimuri politice care pot lua o poziție adversă față de investitori etc.). În astfel de condiții, asupra capitalurilor investite planează riscuri care nu au o legătură directă cu viabilitatea companiilor în care s-a investit.

În această categorie a piețelor embrionare pot fi amintite următoarele țări: Laos, Cambogia, Vietnam, Myanmar, Coreea de Nord, Mongolia, Croația, Bulgaria, Slovenia, Iordania, Egipt, Lituania, Oman, Liban, Arabia Saudită, Qatar, Kuweit, Maroc, Tunisia, Cuba, Papua Noua Guinee, Ghana, Bangladesh sau Paraguay.

În momentul în care se pune problema avantajelor care decurg din investițiile pe piețele emergente, se pot înainta cu ușurință o serie de argumente:

1. De cele mai multe ori, piețele emergente depășesc ca performanță țările consacrate, cu toate că nicio tendință de creștere nu evoluează în mod continuu fără să existe și perioade de corecții, cu precizarea că acestea sunt de regulă depășite într-o perioadă relativ scurtă, punându-se bazele unor noi aprecieri;

2. De regulă, corelațiile piețelor emergente cu piețele dezvoltate sunt reduse semnalând astfel faptul că mișcările de pe aceste piețe nu sunt direct legate de mișcările de pe piețele dezvoltate. Deși reprezintă un caz rar, se poate întâmpla ca acest coeficient de corelație să fie negativ, ceea ce înseamnă că direcția înregistrată pe o piață are un sens invers pe cealaltă. Astfel, fiindcă piețele emergente cresc urmându-și propria cale de dezvoltare, introducerea de titluri de pe aceste piețe în cadrul unor portofolii internaționale reprezintă o modalitate eficientă de reducere a riscului acestui portofoliu, dar și de creștere a rentabilității acestuia. Un studiu (Divecha ș.a., 1992) realizat în perioada 1986-1989 a arătat că un portofoliu cu 20% din capital investit pe piețele emergente reușea să obțină o rentabilitate anuală cu 2,1% mai mare decât un portofoliu format exclusiv din acțiuni cotate pe piețele mature, în condițiile în care riscul primului portofoliu era inferior.

3. Ratele de creștere înregistrate de țările emergente sunt superioare piețelor dezvoltate, Banca Mondială prognozând o rată medie de creștere a PIB în țările emergente de 4,9%, aproape dublă față de cea a țărilor dezvoltate. În acest sens este revelator exemplul PIB-ului statului Chile, care în perioada anilor '80-'90 a crescut în medie cu 10% pe an. Foarte important de urmărit în cazul acestor creșteri și structura lor, dacă pe lângă exporturile de produse și servicii cu un nivel redus al valorii adăugate creșterea conține și produse ce necesită o prelucrare superioară.

4. Datorită faptului că există o corelație puternică între procesul de creștere economică și rentabilitatea pieței bursiere, ratele de creștere puternice și datele fundamentale solide îndreptătesc așteptări optimiste cu privire la o evoluție bună a cotațiilor în cadrul piețelor emergente pe o perioadă de 5-10 ani.

5. Fondurile de investiții își sporesc în mod continuu participarea pe piețele emergente, estimându-se în acest sens că aproximativ un sfert din fondurile de pensii publice sau private la nivel mondial intenționează să crească ponderea aferentă investițiilor de pe piețele emergente

6. Marea majoritate a instituțiilor financiare investesc în acțiunile celor mai mari companii din cadrul piețelor emergente, o serie largă de companii cu potențial ridicat de creștere fiind excluse ca destinații investiționale pentru simplu motiv că nu sunt îndeajuns de mari încât să atragă atenția acestor investitori. Fără interesul acestora, aceste companii mici sunt adesea subevaluate, creând astfel oportunități bune de cumpărare pentru investitorii mai agresivi.

7. Accesibilitatea acțiunilor oferite pe piețele emergente este tot mai ridicată pe măsură ce aceste piețe sunt tot mai

deschise investitorilor, prin intermediul unei reglementări stricte în ceea ce privește securitatea tranzacțiilor sau gradul de atractivitate al piețelor.

De multe ori, unele experimente investiționale conduc la formarea unei serii de idei preconceptuate legate de titlurile financiare cotate pe piețele emergente. Astfel, mulți investitori consideră că investițiile pe piețele emergente sunt riscante datorită în special unui grad de incertitudine ridicat. Acest lucru este adevărat doar atunci când investiția se realizează integral pe astfel de piețe, deoarece în restul cazurilor un portofoliu care conține și o componentă de piețe emergente va conduce la o diminuare a riscului global prin intermediul corelațiilor reduse (chiar negative), fapt datorat unor factori independenți care imprimă această divergență.

De asemenea, se menționează faptul că, datorită fluxurilor masive de capital speculativ, cotațiile acțiunilor de pe piețele emergente au tendința de a ajunge la niveluri foarte ridicate, inducând astfel o supraevaluare accentuată. Acest lucru este adevărat doar parțial, deoarece niveluri aparent ridicate de evaluare sunt justificate în anumite cazuri de rate de creștere superioare înregistrate de emitenți, precum și de reduceri structurale ale nivelului ratei dobânzii în economie. În acest sens este foarte des adus ca și argument „modelul FED”, care subliniază corelația ce se manifestă între randamentul de câștig al pieței bursiere (earning yield) și randamentul dobânzii oferit de titlurile de stat cu scadențe medii-lungă (Zoicaș-Ienciu, 2006a).

Există o serie de analiști financiari care studiază dinamica fluxurilor de capital pe plan global pentru a depista țintele preferate pentru investiții la un moment dat. Este foarte adevărat că atunci când spre o anumită regiune se înregistrează un flux important de capitaluri se așteaptă ca și rentabilitatea oferită de piețele din regiune să crească, ca urmare a creșterii cererii de titluri. Astfel, puterea financiară a investitorilor poate înlocui ușor argumentul profiturilor emitenților, banii devenind astfel principalul factor de susținere a unui trend ascendent.

Pe de altă parte, este foarte important să se analizeze natura acestor fluxuri de capital, precum și destinația lor. Aceasta deoarece este posibil ca volume însemnate de capital să se îndrepte spre o regiune sau țară emergentă datorită unor conjuncturi temporare precum majorarea ratei dobânzii, și nu unor îmbunătățiri structurale în economia acelei țări. Când privește destinația acestor capitaluri, este de asemenea esențial modul lor de folosire, și anume dacă este folosit pentru plata datoriilor, pentru finanțarea investițiilor din economia reală, pentru importul de bunuri de consum etc. Este esențial ca autoritățile guvernamentale să ia măsuri pentru a asigura că aceste fluxuri de capital finanțează investiții pe termen mediu-lung pentru stimularea producției și nu duc la o apreciere artificială a monedei locale sau la propagarea inflației.

Așa cum un aflus important de capitaluri poate conduce la o apreciere de regulă accentuată a cotațiilor pe

pieță destinată, tot așa și ieșirea fondurilor de pe această pieță poate determina căderi masive ale cotațiilor bursiere. De regulă astfel de fluxuri strategice pot fi anticipate dacă se au în vedere factori macroeconomici ca: politici sau reforme economice și fiscale nesatisfăcătoare, modificări semnificative în ambele sensuri, precum și restructurarea datoriei externe, schimbări majore în nivelul real al ratei dobânzii, instabilitate legislativă în special în ceea ce privește proprietatea în cazul nerezidenților etc.

În vederea realizării condițiilor optime pentru atragerea investitorilor străini, bursele țărilor emergente trebuie să urmărească îndeplinirea mai multor criterii, criterii ce pot fi structurate după cum urmează:

- Definirea clară a sistemului financiar, a structurii de bază a acestuia prin evidențierea rolului băncilor, societăților de brokeraj, a celor de depozitare și decontare, precum și calificările agenților autorizați să presteze aceste servicii.
- Un lucru esențial pentru succesul unei piețe bursiere este câștigarea încrederii investitorilor, încredere care se obține prin asigurarea unor proceduri de tranzacționare corecte, precum și prin manifestarea unei transparențe ridicate în ceea ce privește situația economico-financiară a fiecărui emitent. De regulă, aceste deziderate se obțin odată cu înființarea unei comisii a valorilor mobiliare sprijinită de un cadru legislativ adecvat.
- Fiindcă principiile contabile și formatele de raportări financiare diferă de la o regiune la alta, se impune standardizarea acestora astfel încât situațiile financiare să permită o informare uniformă a investitorilor fără necesitatea efectuării de transformări bilanțiere complexe. Dealtfel tendința este ca situațiile financiare să fie prezentate de regulă sub forma sub care o cer investitorii majoritari prezenți pe o piață la un moment dat.
- Un mediu legal foarte strict care să garanteze respectarea contractelor încheiate între agenții economici, deoarece orice revenire asupra unui contract important poate afecta brutal rentabilitatea unor investiții derulate pe baza informațiilor bazate pe evoluția unor asemenea contracte. La acest aspect este necesar a se adăuga și un pachet legislativ bancar eficace, precum și operativitate în mecanismul judiciar.
- Ținând cont de faptul că impozitarea reprezintă un aspect neplăcut pentru investitori, este recomandată folosirea acelor combinații fiscale care să stimuleze investirea capitalului renunțându-se la practicile „patriotice”, care au ca scop o impozitare excesivă a nerezidenților dornici să desfășoare afaceri pe plan local.
- Foarte important pentru bursa unei țări emergente este oferta de titluri financiare sau instrumente derivate care să permită absorbirea în condiții normale a capitalului destinat investițiilor. În

această direcție este recomandată derularea unui proces amplu de noi listări la cota bursei în special a marilor companii aflate în proprietatea statului, companii care prin dimensiunile, stabilitatea și importanța lor strategică contribuie la maturizarea accelerată a pieței bursiere.

Legat de ultimul aspect menționat trebuie subliniat faptul că privatizarea companiilor strategice aflate în posesia statului reprezintă un pol de interese pe piața de capital atât pentru investitorii dornici să investească în acțiunile unor companii cu cote importante de piață, generatoare de venituri uriașe, cât și pentru intermediarii ofertelor publice inițiale, interesați de comisioanele substanțiale rezultate din astfel de operațiuni.

Istoria piețelor emergente arată că, de regulă, în urma derulării unei oferte publice inițiale pentru astfel de companii, prețul are tendința de creștere peste media pieței pe termen scurt datorită faptului că pe aceste piețe bursiere există un număr redus de societăți de mare capitalizare care să absoarbă capitaluri însemnate. În plus, astfel de companii strategice devin aproape obligatoriu componente ale portofoliilor instituțiilor financiare specializate, iar pentru fondurile de investiții care au o strategie pasivă achiziționarea unor astfel de titluri este esențială fiindcă ele vor trebui să replice indicii bursei, care vor conține în componența lor și aceste companii strategice. Un factor suplimentar care conduce la o apreciere a cotației nou listatei companii poate fi și faptul că prin procesul privatizării se urmărește transformarea unor giganti greoi în companii dinamice și flexibile prin instituirea unui management performant și recunoscut pe piață ca fiind

prestigios. De asemenea, investitorii locali vor investi cu precădere în societăți cunoscute, care prin istoria și importanța lor strategică conferă în primul rând siguranța obținerii de rezultate financiare constante în timp.

Atunci când se pune problema formării unui portofoliu de active financiare (în cazul nostru acțiuni) regulile clasice de selecție se mențin și în cazul piețelor emergente, cu precizarea că trebuie aduse anumite amendamente criteriilor consacrate pe piețe bursiere mature. Astfel, trebuie cunoscut faptul că piețele emergente sunt mai puțin eficiente din punct de vedere informațional sau cel puțin perioadele de eficiență informațională alternează cu cele ce manifestă autocorelații sau dependențe neliniare (Todea și Zoicaș-Ienciu, 2005) și ascund de multe ori oportunități neconștientizate din pricina unei transparențe insuficiente legate de situațiile financiare ale emitentului. Prin urmare, activitatea de cercetare în vederea depistării de subevaluări semnificative printre companiile listate poate conduce la rezultate care să justifice efortul depus.

Pe urmă volatilitatea titlurilor este mai ridicată pe piețele emergente decât pe cele consacrate, aspect care poate fi privit sub două unghiuri, unul pesimist, care subliniază un risc ridicat, și altul optimist, care vede în această volatilitate ridicată posibilitatea generării unui număr mai mare de semnale de vânzare-cumpărare.

Redăm în tabelul de mai jos (Zoicaș-Ienciu, 2004) o situație privind elementele clasice de rentabilitate ($E(R)$, media istorică a rentabilităților săptămânale) și risc ($\sigma(R)$, abaterea medie pătratică) în cazul indicilor mai multor țări, atât dezvoltate, cât și emergente, în perioada 19.09.1997-10.10.2004, precum și în cadrul a trei subperioade egale ale acestui interval pentru a sublinia evoluția celor doi parametri.

Evoluția caracteristicilor de risc și rentabilitate în perioada 19.09.1997-10.10.2004 (eșantion de indici)

Tabelul 1

	Marea Britanie	Austria	Canada	Cehia	China	Elveția	Franța	Germania	Hong Kong	India
$E(R)$	-0,31	6,72	3,39	7,13	2,54	0,23	4,45	1,01	3,63	5,77
$E_1(R)$	10,96	-6,47	12,02	8,43	9,39	10,46	34,45	30,57	22,17	16,91
$E_2(R)$	-9,70	6,95	-8,44	-14,45	4,29	-4,70	-18,12	-21,76	-17,71	-23,46
$E_3(R)$	-2,25	19,56	6,48	27,06	-5,97	-5,07	-3,09	-5,93	6,23	23,46
$\sigma(R)$	17,28	16,75	18,20	21,41	20,23	21,17	22,58	26,66	27,43	26,52
$\sigma_1(R)$	17,76	21,78	18,67	25,62	19,95	22,52	23,04	25,79	34,42	29,62
$\sigma_2(R)$	17,86	13,35	22,40	20,97	21,80	20,77	22,58	26,42	27,71	29,07
$\sigma_3(R)$	16,19	13,67	12,13	16,45	18,98	20,24	21,64	27,43	17,47	19,41
	Italia	Japonia	Rusia	Singapore	SUA	Taiwan	Turcia	Ungaria	România	Medie
$E(R)$	5,12	-5,08	31,36	2,36	2,76	-3,88	27,69	8,25	16,33	6,29
$E_1(R)$	32,41	9,12	32,26	10,31	15,54	6,81	73,49	15,71	-28,71	16,62
$E_2(R)$	-18,18	-21,69	40,58	-10,87	-11,37	-20,32	-19,33	-9,85	24,44	-8,09
$E_3(R)$	0,98	-2,83	21,40	7,50	3,99	1,70	28,52	18,66	53,02	10,18
$\sigma(R)$	22,86	21,93	55,94	26,97	18,60	29,02	49,63	30,38	33,96	26,71
$\sigma_1(R)$	24,03	22,21	82,23	36,40	18,44	28,05	54,14	43,14	42,52	31,07
$\sigma_2(R)$	27,07	23,05	42,34	24,03	21,05	33,52	55,40	24,00	32,73	26,64
$\sigma_3(R)$	15,65	20,42	29,82	17,01	15,99	25,03	36,87	18,42	23,11	20,31

Așa cum se observă din cadrul tabelului, rezultatele vin să confirme ceea ce se presupunea, anume că piețele țărilor emergente comparativ cu țările cu economie de piață dezvoltată oferă o rentabilitate superioară, datorată în principal nivelului de bază relativ modest asupra căruia acționează creșterea economică. Astfel, cele mai mari rentabilități, pe ansamblul perioadei, sunt oferite de Rusia, Turcia, România, Ungaria, Cehia și Austria. Este de asemenea relevant în ce măsură se menține această rentabilitate în cadrul subperioadelor. Astfel, în cadrul României se observă că rentabilitatea oferită a crescut în mod continuu de la -28% cât era în perioada 1997-2000, la 24%, respectiv 53% între 2002 și 2004. În această ultimă perioadă, România a oferit cea mai mare rentabilitate dintre toate țările incluse în studiu. Desigur, mărimea rentabilității poate fi rediscutată atunci când se consideră și influența inflației asupra creșterii cotațiilor (Zoicaș-Ienciu, 2006b).

Pornind de la criteriile clasice de selecție a titlurilor ce urmează a fi incluse în portofoliu și neadaptându-le la realitățile proprii piețelor emergente se creează posibilitatea apariției unor serii de erori care pot afecta un investitor atât prin prisma efectului (rentabilitatea obținută), cât mai ales prin dimensiunea efortului de cercetare depus în vederea obținerii acestui efect. În acest sens este cunoscută recomandarea specialiștilor de a nu filtra societățile cotate pe o piață emergentă în funcție de toate criteriile clasice (PER, PBR, Preț/Vânzări, Preț/Cash-flow), ci de a alege pe acela care descrie cel mai bine performanța și valoarea, ambele în accepțiunea locală.

O altă eroare des întâlnită este problema lichidității, care tinde să fie minimalizată prin însușirea necorespunzătoare a unor principii conform cărora lichiditatea se creează prin acțiunea fiecărui investitor. Acest lucru este adevărat, dar de regulă este nevoie de intervenția activă pe piață a unui număr mai mare de actori, lucru care e posibil să nu se realizeze întotdeauna. Chiar dacă are loc selecția celor mai bune titluri, acest lucru nu presupune în mod automat și formarea unui portofoliu optim, deoarece o concentrare excesivă a titlurilor într-un anumit sector al economiei sau chiar pe o singură piață

poate conduce la ratarea obiectivului esențial al formării de portofolii, acela de reducere a riscului.

Analizii care se confruntă cu sarcina evaluării acțiunilor companiilor cotate pe o piață emergentă se lovesc adesea de lipsa unui istoric în ceea ce privește caracteristicile economico-financiare ale evoluției activității companiilor. Automat are loc o îndepărtare față de instrumentele analizei fundamentale și o apropiere de tehnicile analizei grafice care, datorită unei lichidități adesea nesatisfăcătoare, poate inhiba în final, prin eșecuri repetate, aplecarea spre instrumente de analiză temeinică a pieței, analistul (investitorul) lasând de multe ori luarea deciziei pe seama instinctelor, intuiției sau a zvonisticii, lucru total nerecomandat.

În loc de concluzii

Pornind de la problematica complexă a orientării strategice a investițiilor la nivel mondial, în condițiile existenței unui exces de resurse de capital, în cadrul acestei lucrări am subliniat câteva aspecte referitoare la piețele emergente ca destinație predilectă a acestor capitaluri în ultimele două decenii. Facând o delimitare între conceptele de „piață emergentă” și „piață embrion”, am enumerat, de asemenea, și principalele caracteristici care conduc la depistarea acestor piețe speciale. În continuare, accentuând argumentele care recomandă investițiile pe piețele emergente, precum și ideile preconceptuate care le însoțesc adesea, am analizat evoluția acestor piețe și din prisma fluxurilor de capital privite atât ca mijloc de anticipare a noilor destinații investiționale, cât și ca pârghie macroeconomică în mâna guvernului local. Am considerat ca prezentând o importanță specială și acele caracteristici care conferă atractivitate unei piețe bursiere dezvoltând aspectul ofertei de titluri financiare (acțiuni) prin intermediul ofertelor publice inițiale cu ocazia privatizării marilor companii de stat. În final, s-a insistat asupra procesului de selecție a titlurilor respectiv de formare a portofoliilor atunci când aceste procese privesc și titluri cotate pe piețe emergente, fapt ce reclamă un proces de adaptare a criteriilor clasice la realitățile acestor piețe.

Bibliografie

- Divecha, A., Drach, J. and Stefeck, D. (1992). „Emerging Markets: A Quantitative Perspective”, *The Journal of Portfolio Management*
- Posner, M. (1998). „Profiting from Emerging Market Stocks”, *New York Institute of Finance*, SUA
- Punita, K. (1996). „Quantitative Models in Emerging Markets Stock Selection”, *Investments Research News, Batterymarch Financial Management Inc.*, 2/3, SUA
- Todea, A., Zoicaș-Ienciu, A. (2005). „Random and Nonrandom Walks in the Romanian Stock Market”, 10th International Conference on Finance and Banking, Karvina, October 19-20
- Zoicaș-Ienciu, A. (2006a), „Future Stock Returns – as a result of stock and bond market yield”, a 3-a Conferință Internațională „Economia și managementul transformării”, lucrare în curs de publicare
- Zoicaș-Ienciu, A. (2006b). „Investments in Emerging Markets – Vector of Globalization”, *International Conference: Strategic Leadership in the Context of Globalization and Regionalization*, Cluj-Napoca, 9-10 iunie 2006, lucrare în curs de publicare
- Zoicaș-Ienciu, A. (2004). „Metode de analiză a corelațiilor dintre piețele bursiere. Evoluția BVB în context regional și internațional”, *Sesiunea de comunicări științifice cu participare internațională: Lumea financiară – prezent și perspective*, Cluj-Napoca, 12-13 nov. 2004
- ING Barings Global Strategy (1995). „Cross Border Equity Flows: The Financial Silk Road“, publicat pe Internet