

Smjer **Finansije**
Portfolio menadžment

Lecturers Notes No.1

MEĐUNARODNA DIVERSIFIKACIJA

Dr Saša Popović

Pošto je cilj diversifikacije redukcija ukupne varijanse portfolija, uvodna diskusija baviće se pitanjem zašto bi strane hartije od vrijednosti mogle imati nižu kovarijansu sa domaćim portfoliom rizične aktive. Osnovna formula za procjenu dividende nudi okvir za ovakvu diskusiju:

$$P = \frac{D_1}{k - g}$$

Relevantne varijable su očekivana dividenda (D_1), potrebna stopa prinosa (k) i očekivana stopa rasta dividende (g). Opšte je poznata stvar da se ove varijable značajno razlikuju od zemlje do zemlje i među različitim hartijama od vrijednosti. Pošto su k i g najvažnije varijable, koncentrisaćemo se na njih.

Razlike u potrebnim stopama prinosa

Kao što je poznato k je funkcija realne bezrizične stope u privredi, očekivane stope inflacije i premije rizika za preuzetu neizvjesnost. Prisjetimo se da je *realna bezrizična stopa* određena realnom stopom rasta privrede i , u kratkom roku, stanjem na tržištu kapitala. Različite zemlje imale su različite stope rasta tokom poslednjih nekoliko decenija. Stvar je u tome što ove stope rasta u različitim zemljama nisu sinhronizovane. Štaviše, u različitim zemljama u svakom trenutku postoje razlike u stanju na tržištima kapitala. Zato se i očekuju razlike u *nivou* bezrizičnih stopa prinosa, a, takođe, anticipiraju nezavisne *promjene* u ovim stopama među različitim zemljama.

Razlike u stopama inflacije

Inflacija je vjerovatno najvažnija varijabla koja je uticala na vrijednost sredstava tokom poslednje decenije. Zato je suštinsko pitanje da li su nivoi inflacije i promjene njene stope među različitim zemljama korelisani. Ukoliko bi promjene u inflaciji bile visoko korelisane, potrebne stope prinosa bi se kretale sinhronizovano, a promjene u cijenama hartija od vrijednosti bi bile povezane, što bi umanjilo koristi od međunarodne diversifikacije. Ako su, međutim, promjene u stopama inflacije među pojedinim zemljama nekorelisane, tj. u svakoj pojedinačnoj zemlji njihovo kretanje je jedinstveno, tada ni prinosi na hartije od vrijednosti ne bi bili korelisani, pa bi međunarodna diversifikacija bila od koristi.

Da bi se stekla predstava o tome da li su stope inflacije povezane, neophodno je razmotriti faktore koji uzrokuju inflaciju. Inflacija se obično opisuje ili kao *inflacija izazvana tražnjom* ili kao *troškovna inflacija*. Bilo da je "inflacija generisana tražnjom" razbuktavana monetarnom ili fiskalnom politikom, dovoljno je shvatiti da su i monetarna i fiskalna politika neke zemlje generalno određene internim potrebama te zemlje, što znači da bi specifikacija i implementacija smjernica ekonomske politike morala biti relativno nezavisna od zemlje do zemlje. Dalje, uticaj promjena monetarne ili fiskalne politike će se razlikovati među zemljama u zavisnosti od aktuelnog stanja u privredi date zemlje. Slično, uticaj „inflacije generisane troškovima“ zavisice od stanja privrede i moći različitih ekonomskih subjekata kao što su sindikati slično. Mada osnovni uzroci inflacije mogu biti u dobroj mjeri univerzalni, mogli bi svakako očekivati razlike u nivoima inflacije i relativno *nezavisne promjene* u stopama inflacije kod različitih zemalja.

Razlike u premijama rizika

Iako bismo očekivali različite kovarijanse među različitim zemljama, važno pitanje je da li bi promjene u različitim varijablama fundamentalnog rizika bile nezavisne (npr. poslovni rizik i slično). Prisjetimo se da je *poslovni rizik* funkcija promjene prihoda od prodaje i poslovnog leveridža. Očekivali bismo da promjene u prihodima od prodaje (realizacija) za firme u različitim zemljama budu nezavisne, tako da promjene u novou i nestabilnosti prihoda od prodaje budu takođe relativno nezavisne. Slično, proizvodni miks se razlikuje od zemlje do zemlje, tako da *stepen poslovnog leveridža* za firme iz različitih zemalja ne bi trebalo da bude postojano povezan. Kako ove determinante poslovnog rizika nisu povezane, ni promjene u poslovnom riziku između različitih zemalja ne bi trebalo da budu povezane.

Finansijski rizik se obično mjeri koeficijentima iz bilansa stanja (npr. odnos zajmovnog i akcijskog kapitala) ili koeficijentima dobijenim na osnovu toka gotovine (npr. koeficijent pokrića kamate). Firme obično strukturu svog kapitala određuju na osnovu poreskih zakona u zemlji (što je veći porez na dobit korporacija, to je veća poreska prednost na strani akcijskog kapitala), stabilnosti zarada (sa većom stabilnošću zarada moguće je pribaviti više dugovnog kapitala) i očekivane stope inflacije (veća očekivana stopa inflacije bi natjerala više firmi da postanu neto dužnici). Pošto su ovi faktori i *promjene* u ovim faktorima jedinstveni među pojedinim zemljama, promjene u nivou finansijskog rizika za pojedine zemlje trebalo bi da budu relativno nezavisne.

Likvidnost nekog sredstva je funkcija broja investitora koji posjeduju dato sredstvo i trguju njime, na šta utiče opšta ekonomska klima u zemlji. Očekivana razlika u likvidnosti među zemljama izvodi se na osnovu razlika u obimima trgovanja na različitim nacionalnim berzama, kao što su Japan i USA u poređenju sa Britanijom, Njemačkom i Francuskom. Tako, pošto su promjene obima trgovanja jedinstvene, i promjene u riziku likvidnosti trebalo bi da budu nezavisne među zemljama.

Kursni rizik se razlikuje među zemljama na osnovu unutrašnje politike svake zemlje koja se odražava na njen rast i stopu inflacije. Valutni kurs će se razlikovati u zavisnosti od samostalnosti monetarnih i fiskalnih politika, a promjene u valutnim kursovima će varirati i odražavati se na trgovinski bilans među zemljama. Zbog ovih faktorski izazvanih razlika u domaćim stopama prinosa, ne samo da će premije rizika

varirati, već će i prilagođene stope prinosa na investicije, zbog ovih promjena u valutnim kursevima, takođe varirati.

Da se zaključiti da analiza faktora koji određuju potrebnu stopu prinosa ukazuje da su promjene u ovim varijablama za različite zemlje generalno uzrokovane internim faktorima koji su nezavisni za svaku zemlju. Zato, promjene u potrebnim stopama prinosa za različite hartije od vrijednosti će u različitim zemljama biti relativno nezavisne, a stope prinosa na domaće i strane hartije od vrijednosti imale bi male kovarijanske ili korelacije.

Stepen kovarijanse između dvije zemlje zavisice od odnosa između posmatranih privreda. Kao primjer, može se očekivati dosta visoka korelacija između američkih i kanadskih hartija od vrijednosti, jer su te dvije privrede visoko povezane. Nasuprot tome, američka privreda ima veoma slabu vezu sa nekim privredama trećeg svijeta, tako da se može očekivati slaba korelacija između prinosa na akcije.

Nezavisne promjene u stopi rasta

Može se takođe potvrditi da su glavni faktori koji određuju stopu rasta (g) uopšteno govoreći nezavisni među zemljama. Prisjetite se da je *stopa rasta* funkcija retencione stope i prinosa na akcijski kapital. Retencionna stopa firmi u alternativnim zemljama može varirati u zavisnosti od razlika u poreskoj strukturi date zemlje, investicionim mogućnostima i raspoloživosti eksternog kapitala. Zato što se ovi faktori razlikuju među zemljama i mijenjaju se nezavisno, promjene u retencionim stopama među različitim zemljama takođe mogu biti jedinstvene. *Prinos na akcijski kapital* (ROE) je određen obrtom akcijskog kapitala i maržom profita. Obrt akcijskog kapitala, zauzvrat, određen je porastom realizacije, retencionom politikom i promjenama u odnosu (finansijskom koeficijentu) zajmovni-vlasnički kapital, a ovi faktori se razlikuju od zemlje do zemlje. Marža profita zavisi od kapaciteta proizvodnje, troškova po jedinici rada, inflacije, izvoza i uvoza. Pošto su dva glavna faktora (kapacitet proizvodnje i trošak po jedinici rada) stvar interne ekonomije, promjene u ovim varijablama među različitim nacijama trebalo bi da budu nezavisne.

Prema tome, skoro sve determinante rasta su jedinstvene za datu privredu. Štaviše, *promjene* u ovim varijablama su uglavnom određene internim privrednim uslovima, a ovi ekonomski uslovi su su nezavisni. Prema tome, promjene u cijenama koje rezultiraju iz promjena u ovim varijablama rasta trebalo bi takođe da budu relativno nezavisne. Slično promjenama u k , stepen nezavisnosti u ovim faktorima rasta će varirati u zavisnosti od ekonomskih veza između zemalja.

Možemo zaključiti da bi promjene u k i g trebalo da budu nezavisne među pojedinim zemljama. Zato, kovarijanse između prinosa na hartije od vrijednosti u različitim zemljama trebalo bi da budu mnogo manje nego kovarijanse između prinosa na hartije od vrijednosti *unutar* zemlje.

Empirijska istraživanja međunarodne diversifikacije

Implementacija međunarodne diversifikacije

Ovdje su navedeni neki načini za sticanje koristi po osnovu međunarodne diversifikacije:

1. Kupovina akcija stranih firmi iz različitih zemalja,
2. Kupovina akcija multinacionalnih kompanija,
3. Kupovina akcija neke kompanije ili fonda koji investira na međunarodnom nivou ili globalno.

Prepreke međunarodnoj diversifikaciji

Kada su već navedene jasne prednosti međunarodne diversifikacije, zašto domaće individue ili institucije ne investiraju više u strane hartije od vrijednosti? Osnovna prepreka je u tome što su, u poređenju sa razvijenim tržištima (npr. američko ili japansko), međunarodna tržišta kapitala manje perfektna. Osnovna karakteristika perfektnih tržišta je potpuna i besplatna informacija, nulti transakcioni troškovi i potpuna likvidnost.

Raspoloživost informacija

Rasploživost informacija se odnosi na *skup* informacionih prepreka investiranju u inostranstvu. Prvo, to se odnosi na raspoloživost informacija o pojedinim kompanijama, privrednim granama i privredi. U visoko razvijenim zemljama investitori smatraju da su nagrađeni time što imaju ogroman broj podataka koji nisu raspoloživi investitorima u mnogim drugim, posebno manje razvijenim zemljama. Na primjer, izvori brojnih ekonomskih podataka u USA odnose se na organizacije kao što su Federalne rezerve, Ministarstvo trgovine, koji jednostavno ne postoje u mnogim drugim zemljama. Dalje, u USA postoji zančajan broj privatnih izvora podataka koje publikuju kompanije kao što su *Standard&Poor's*, *Moody's*, *Value Line* i trgovinska udruženja koja ne postoje negdje drugdje. Konačno, analitičari u USA su svake godine pretrpani godišnjim i kvartalnim izvještajima, poreskim podacima i drugo. Za analitičare i portfolio menadžere koji su navikli na obilje informacija izuzetno je teško donositi odluke ukoliko nema takvih informacija.

Sljedeći problem vezan je za *interpretaciju prikupljenih podataka*, jer se standardi izvještavanja u mnogim zemljama razlikuju od onih recimo u USA. Investitori se obično žale na različite računovodstvene tehnike koje koriste američke firme, jer se one mogu ozbiljno odraziti na registrovani prihod. Ovakve razlike u američkoj računovodstvenoj praksi, međutim, su manje u poređenju sa onima koji su u upotrebi u mnogim drugim zemljama.

Konačno, postoje problemi „tajminga“ zbog *kašnjenja u izvještavanju*, tj. ovaj problem je vezan za to koliko vremena je potrebno da rezultati poslovanja postanu javno dostupni. U mnogim slučajevima izvještajna docnja je značajna. Dalje, jednom kada strani podaci postanu dostupni javnosti u toj zemlji, moguće je da postoji i dodatno kašnjenje dok ti rezultati ne postanu dostupni stranim investitorima. Jednostavno, ovo kašnjenje mi moglo biti veoma važno u procesu prilagođavanja cijena.

Likvidnost

Likvidnost je sposobnost da se neko sredstvo brzo kupi ili proda bez značajnije promjene cijene u odnosu na njenu vrijednost u ranijoj transakciji, pod pretpostavkom da nema novih informacija na tržištu. Likvidnost je važna za svaku investiciju, a ona je posebno značajna za velike institucionalne investitore koji žele da uspostave vodeću poziciju na nekoj investiciji. Kao što je navedeno, ovaj zahtjev za likvidnošću doveo je do povezanog tržišta (*tiered market*) u USA koje će vjerovatno nastaviti da postoji. Nažalost, likvidnost većine stranih akcija je značajno ispod one koju ima većina američkih akcija koje se kotiraju na nekoj berzi. Mada neke od neameričkih akcija bilježe dobre obime trgovanja i likvidnost, mnoge strane akcije bilježe ograničenu trgovinu i značanu cjenovnu nestabilnost. Zato, dok se mnoge strane akcije mogu obezbijediti od strane pojedinaca, samo ograničen broj njih ima likvidnost potrebnu institucionalnim investitorima.

Transakcioni troškovi

Moraju se, svakako, razmotriti i iznad prosječni transakcioni troškovi koji prate međunarodnu trgovinu. Ovo podrazumijeva troškove provizije (koji će vjerovatno biti iznad prosjeka), porez na promet i svi ostali troškovi uključeni u davanje naloga i pribavljanje akcija.

Da se primijetiti da postoji velika promjena u stavu američkih penzionih fondova prema globalnom investiranju. Uprkos tome što oni uglavnom prepoznaju probleme koji postoje u ovom vidu investiranja, oni vjeruju da su potencijalne zarade u pogledu većih prinosa i nižeg rizika kroz diversifikaciju vrijedni truda.

Alternative direktnom investiranju

Za individualnog investitora očigledno rješenje problema koje podrazumijeva međunarodno investiranje bilo bi kupovina akcija u investicionoj kompaniji koja se specijalizovala za strane hartije od vrijednosti. Ova strategija rješava problem nedostatka informacija zato što su profesionalci koji su uključeni u ovaj posao upoznati i specijalizuju se za određene zemlje i njihova tržišta. Iako investicioni fondovi obavezno ne ostvaruju bolje performanse od nekog indeksa u datoj zemlji, oni bi mogli ostvariti prosjek u pogledu stopa prinosa, a da investitor još uvijek dobija koristi od diversifikacije. Ovaj pristup bi takođe umanjio problem likvidnosti, jer su mnogi međunarodni fondovi formirani kao otvoreni fondovi, kod kojih je moguće od fonda otkupiti akcije po njihovoj neto vrijednosti. Alternativno, zatvoreni globalni fondovi trebaju relativno aktivna berzanska tržišta.