

Features of the market of derivative instruments in Bulgaria

Особености на пазара на деривативни инструменти в България

Освен основните финансови инструменти (акции и облигации) на капиталовите пазари съществува голямо разнообразие от техни деривати. Това са сравнително нови инструменти, изградени на базата на основните инструменти или на други деривати. Към тази група се включват фючърсите, опциите, форуърд, валетни контракти, бинарни опции и др. Широкото им използване е свързано с търсенето на начини за намаляване на инвестиционните рискове (т.нар. хеджиране). Водещите световни финансови регулатори водят политика на затягане на изискванията за търговията с деривативни инструменти. През последните няколко години производните финансови инструменти преживяват бум, но липсата на прозрачност в този вид търговия предизвиква страхове от потенциално ново финансово бедствие.

Капиталовите пазари – инструмент за управление на финансовия риск

През последните почти 30 години станахме свидетели на удивителни промени както във финансовия, така и в технологичния свят, като "...тенденциите, които се наблюдават в борсовата търговия на ценни книжа, до голяма степен отразяват процесите, протичащи както в чисто икономически, така и в политически план"¹. Това особено важи за интернет технологиите. Едни от най-мощните инструменти, на които разчитат съвременните пазари, са разпространението на ценовата информация по цял свят, на технологичното удобство за непрекъснатата комуникация между търговците, на съществуването на мощни сървърни системи и облачни услуги, на модерния и подобряван непрекъснато софтуер за анализи, както и на отлично подготвените, познаващи и боравещи много добре с възможностите на тези инструменти брокери.

Спорен е въпросът на какво се дължат финансовите нововъведения. Един от факторите за тези нововъведения безспорно е държавната политика, която налага появата на нови форми на финансови инструменти, като например т. нар. "социално отговорни инвестиции", които водят до редица нови регулации от страна на държавите².

Така или иначе те са факт и някой едва ли се съмнява, че те ще продължат да се усъвършенстват и подобряват, и то с бързи темпове. Едни експерти изказват мнение, че финансовите нововъведения са станали възможни само в резултат на технологичния прогрес. Но дали е така? През седемдесетте години на миналия век се направи скок от фиксирани към плаващи валутни курсове в следствие на драстичните разлики в темповете на икономически растеж между страните, но най-вече между тези на САЩ и тогавашната Федерална република Германия. Но плаващите валутни курсове щяха да се появят така или иначе.

¹ Желязкова, В. Кръгова икономика. Финансови аспекти. Издателство "Св. Григорий Богослов", 2017 г., стр. 83.

² Zhelyazkova, V. Sustainable investing trends. Can they help the transition to circular economy? *Economy & Business*, Volume 12, 2018, pp. 88-94.

Една от теориите за преминаването към плаващи валутни курсове е, че търговците получават с висока скорост информацията, която им е нужна и изключително бързо реагират на нея.

В крайна сметка, независимо как се е развила настоящата реалност, два факта са категорично верни.

На първо място, имайки предвид че пазарните темпове са в една висока волатилност, те са именно в основата на непрекъснато търсене на подходящи финансови инструменти, с чиято помощ е относително възможно финансовият риск да бъде подложен в някаква определена степен на контрол. Това се налага особено след като последната финансова криза показва, че дори смятаните за "безрискови държавни ценни книжа всъщност не са такива"³.

Вторият факт, който сме длъжни да отразим е, че съвременните финансови институции благодарение на развитите технологии могат да създадат и сигурни инструменти за намаляване на риска до степен на неутрализиране. Всеки инвеститор се интересува от степента на риска, който поема⁴.

Основавайки се на този фундамент, възниква една нова структура в икономиката, наречена финансов инженеринг.

Финансовият инженеринг представлява създаването, развитието и прилагането на иновативни инструменти и процеси, както и формулирането на оригинални решения за проблеми в областта на финансите и управлението на финансовия риск. Освен обаче първоначалния им замисъл за неутрализиране на риска, тези инструменти са и средство за търговия сами по себе си. Те могат да бъдат използвани както в стандартната им налична форма, но така също могат да бъдат и комбинирани във варианти подходящи за желаните цели на инвеститорите.

Разбира се, с помощта на финансовия инженеринг може да се постигнат отлични резултати, но в крайна сметка не и невъзможни. Все пак финансовият инженеринг може да доведе до смайващи позитивни резултати.

Финансовият инженеринг предлага най-различни алтернативи, дори и когато няма опасност от неуспех. Най-ясно обаче силата на финансовия инженеринг се разкрива, когато има наличие на риск. Дефинициите за риск в литературата са многобройни, но като цяло икономическата общност се е спряла на това, че рискът всъщност означава възможност за повече от един изход за дадено събитие. Тук трябва да се отбележи задължително, че възможните изходи не са само положителни, те включват и негативните изходи. Нека разгледаме следната ситуация. Инвеститор е закупил американски долар при курс 1,70 лв. за долар, а на следващия ден курсът ще се е променил много или малко с голяма доза вероятност. Но инвеститора е поел риск с два изхода - или курсът ще се покачи (положителен изход) и той ще спечели, или курсът ще се понижи (отрицателен изход) и той ще загуби. Да, но от друга страна банката, дилърът или брокерът, който е продал американския долар, е поел същия риск. Т.е. тук за едно и също събитие, курсът се покачва или курсът се понижава, се поражда риск. Единствено в случаи, че изходът е ясен и напълно предопределен, риск няма. Възможни ли си обаче - най-малкото разнообразие от изходи, риск съществува.

³ Kitanov, Y. Are Risk-free Government Bonds Risk Free Indeed? *Economy & Business*, Volume 9, 2015, pp. 523-530.

⁴ Kitanov, Y. Portfolio investment risks: typology and mitigation. *Economy & Business*. Volume 10, 2016, pp. 332-338.

Финансовият инженеринг обикновено се използва от институционалните инвеститори. Причините за това са няколко. На първо място дериватите и стратегиите, свързани с тях, са изключително сложни за изчисления. Инвеститор-физическо лице, който не е математик, трудно може да се справи с тях. Следователно му е необходим аналитичен софтуер. Софтуер обаче, който е скъп. Това е втората причина, поради която инвеститор-физическо лице трудно може да се възползва от възможностите, които дава финансовият инженеринг. Разбира се, с помощта на съвременните електронни таблици, като програмният продукт на Microsoft office "Excel", човек сам би могъл да проектира една или друга стратегия.

Тук вече може да се постави и въпросът: как да се измери степента на риска. Един такъв математически метод е изразяването на риска чрез дисперсията. Дисперсията най-общо е мярка за разпределението на дадена случайна величина или с други думи - отклонението от математическото очакване. Корен квадратен от дисперсията е стандартното отклонение. Това е статистическата мярка за разсейването на стойностите на една случайна величина около нейната средна аритметична или очаквана стойност. Когато имаме ниска стойност на стандартното отклонение, тогава приемаме, че рискът е нисък. Ако обаче стойностите на стандартното отклонение са високи, то тогава рискът се счита за голям. Стандартното отклонение се измерва в същите единици, както и самата случайна величина, т.е. ако доходността е в лева, то и стандартното отклонение (рискът) ще се измерва в лева. Ако доходността е в проценти, то и стандартното отклонение ще е в проценти.

Съществуват две възможности, чрез които рискът може да се намали.

Първата е хеджирането - инвестиране в един актив със структура на доходите, която компенсират излагането на конкретен източник на риск⁵.

Като пример за хеджиране най-очевидният инструмент е застраховката, но за инвестиционни цели тя няма как да се прилага. При портфейлните инвестиции има сходна възможност, макар и не така пряка. Ако инвестирате едновременно във фирма, произвеждаща бански костюми, и във фирма, произвеждаща зимни и планинска екипировка, очевидно сте хеджирали риска, свързан с туристическия сезон в България. Когато дойде лятото фирмата, произвеждаща бански костюми, ще се справя блестящо, защото обикновено хората прекарват отпуска си на море. През това време обаче фирмата, произвеждаща зимна и планинска екипировка, ще се представя не толкова добре, защото търсенето на такива облекла през лятото е по-малко, но пък се засилва с идването на есента, когато очевидно много по-малко хора биха се интересували от бански костюми.

Втората възможност е диверсификацията - инвестирането в много различни видове активи, така че да се ограничи излагането на риск от всеки отделен актив⁶. Диверсификацията заема много важно място в портфейлната теория - добавянето на един актив в общия портфейл намалява общия риск на портфейла и той може да стане по-нисък от риска на всеки един отделен актив. Задължително обаче трябва да уточним, че там корелацията е от съществено значение.

Има един принцип на пазарната икономика, познат на всички и гласящ, че за балансиране на търсенето и предлагането служат цените. Вероятно в повечето случаи пазарите са балансирани, но често и не успяват да постигнат

⁵ Боди, Зви, Алекс Кейнс, Алън Маркърс. Инвестиции, София, Натурела, 2001, с. 132.

⁶ Пак там, с. 501.

този баланс. Ако някоя швейцарска банка изведнъж съобщи на международните пазари, че голям неин клиент не си погасява кредитните задължения, това веднага ще понижи цените на акциите на фирмата-длъжник и фондът, който е инвестирал в тези акции, ще претърпи силни загуби. Такова рязко движение на цените се нарича летливо или волатилно. За неспециалистите тези движения на цените вероятно изглеждат твърде непредсказуеми и напълно случайни. Разбира се, отделни движения на цените са наистина случайни. Обаче с времето среднопретеглената волатилност може да получи цифрово изражение, вероятността за движение на цените може да се прогнозира, а инвеститорите могат да определят на каква цена са готови да съдействат за понижаване на стойностите на фактора летливост, който засяга тяхната дейност.

Всичко това се извършва на пазара на дериватите. Както показва тяхното наименование, те са производни ценни книжа, т.е. цените им се определят от цените на други, базови по отношение на тях, ценни книжа или други активи. Понятието “деривати” обхваща голям брой финансови инструменти, чиято стойност се основава пряко или косвено на цените на ценните книжа, стоките, паричните средства или други външни променливи. Такива са форуърдните сделки, опциите, суапите сделки, фючърси, кредитните деривати, варантите. Тъй като казахме вече, че доходността на дериватите зависи от цените на други активи, то те се наричат още и условни бъдещи права или претенции. Поради факта, че стойността им зависи от стойността на други инструменти, дериватите могат да бъдат използвани като мощни средства както за хеджиране, така и за спекулации⁷.

Ролята на деривативните инструменти за овладяване на финансовия риск на капиталовите пазари

Важна причина, поради която деривативните инструменти добиват популярност и бурно развитие по отношение на обемите за търговия, е че рискът при производните инструменти е значително по-малък, отколкото при основните средства за кредитиране, банките обикновено отделят много по-малко количество капитал за обезпечаване. В случай, че притежаваме опция за закупуване на 1 млн. евро срещу швейцарски франкове, това ще ни даде възможност да спечелим или загубим еднакво с този, който е закупил същото количество валута при незабавно плащане срещу швейцарския франк. При фалит обаче на институцията, продала ни опцията, загубата ще бъде единствено заплатената от нас цена на опцията - нито повече, нито по-малко. Загубата обаче за инвеститора, закупил 1 млн. евро на паричния пазар, ще бъде цялата сума. При употребата на деривативен инструмент ние имаме сравнително предимство пред инвеститори, неизползващи този вид инструменти. Със сигурност може да се твърди, че развитието на производните инструменти и пазари, само по себе си, доведе до създаване на по-ефикасни начини за контролиране на риска.

Немаловажно за деривативните инструменти са изискванията за наличие на капитал. Задължението за капиталово обезпечение е част от общите изисквания за който и да е от еквивалентните продукти на балансовия отчет и това е една от причините за предпочитанието на банките към производните като към по-привлекателни средства за контролиране както на риска за самите тях, така и на риска, заплашващ техните клиенти. Друга причина е тяхната гъвкавост и многоликост. В никакъв случай не бива да сме учудени, че производните продукти са се превърнали във водещи инструменти на финансовия инженеринг.

⁷ Пак там, с. 502.

Дериватите са и в помощ на институционализирането на криптовалутите. Така например за най-известната криптовалута “Биткойн” от 10 декември 2017 година започнаха да се търгуват фючърси върху нея на една от най-големите борси за деривати - Chicago Board Options Exchange. Това означава, че ако до този момент инвеститори в нея са били само физически лица, без чисто финансови инвеститори, сега вече ще има и такива. Това ще намали нейната волатилност, ще се изгради едно относително доверие към валутата, и на практика тя ще бъде институционализирана. Ще бъде урегулирана и ще ѝ се придаде легитимно признание за съществуването ѝ. Доколкото това начинание ще бъде успешно, ще покаже само времето.

Деривативните инструменти се развиват особено в контекста на срочната търговия с валути и стоки. По същността си, най-общо казано, тази търговия представлява съвкупност от сделки за покупка или продажба на валути или стоки с дата на изпълнение или вальор в бъдещето. Нейните корени могат да се търсят във времето преди Първата световна война, когато сделките са се сключвали с условие на доставка в средата или в края на календарния месец⁸.

Особено силен тласък срочната търговия получава от началото на 70-те години на XX век насам. Това може да се обясни с действието на два основни фактора. Първо, разпадането на Бретън-Уудската система, което води до преминаването на всички държави по света към различни вариации на плаващи валутнокурсни режими. Вторият фактор е постепенното развитие на информационните технологии, което в синхрон с действието на първия фактор допринася за създаването на практически безбройни възможности за различни варианти на срочни деривативни сделки. Отпадането на златния стандарт и въвеждането на плаващи валутнокурсни режими неизбежно и логично води до появата на волатилност на международните валутни пазари, невиджана дотогава. Тази волатилност се пренася и върху стоковите пазари - спот и срочен, тъй като всички основни суровини в света се търгуват в световни валути, на първо място в щатски долари. Динамиката на цените им се засилва неимоверно поради липсата на реална обезпеченост както на долара, така и на останалите валути. Несигурността на тези пазари също нараства неимоверно и това се отразява в повишената волатилност на всички цени, които се проследяват на тях. В допълнение към гореказаното трябва да се отчете и още един значим фактор, който внася допълнителна несигурност на пазарите - валутни и стокови. Този фактор е мащабната структурна промяна, която настъпва през 70-те години в геополитически план и която има отношение предимно към политическата и икономическа самостоятелност на държавите от Близкия Изток и Северна Африка (Магреб). Тези държави притежават основната част от залежите на суров петрол в света и, обединявайки се в Организацията на страните-износители на петрол (ОПЕК), започват да диктуват ценовото равнище на тази структуроопределяща суровина за всяка една икономика. В резултат на това в началото на 70-те години на XX век световната икономика претърпява първия петролен шок, когато цената на тази суровина се увеличава няколко пъти в рамките на изключително кратко време. Оттогава волатилността на цената на петрола постепенно бива овладяна, но все пак динамиката в дългосрочен план си остава значима.

Сътресенията на пазара на суров петрол имат многопластови отражения върху икономиките както на страните-вносители, така и на страните-износители

⁸ Стоименов, М., Тодорова, В. Финанси на международната търговия, Издателски комплекс-УНСС, 2013, с. 69.

на суровината. Тъй като тя е структуроопределяща за цели ключови отрасли, нейната динамика се транслира в динамика на множество стоки и услуги и в крайна сметка води до появата на инфлация и свързаното с нея обезценяване на отделните валути. Налага се държавите да изработват цялостни политики, насочени към овладяването на петролните шокове, за да минимизират появата на крайно неблагоприятните ефекти върху икономиките си.

Отделно фирмите, като самостоятелни икономически субекти, започват активно да търсят начини да хеджират множеството рискове - валутни, стокови, ликвидни, лихвени, кредитни, които следват от засилената динамика на стоковите и на валутните пазари. Тези усилия дават тласък на появата на разнообразни срочни инструменти, целящи извършване на арбитражни операции и бързото разрастване на оборотите в тях.

Участниците на пазара бързо осъзнават, че волатилността носи със себе си не само увеличен риск, но и увеличени възможности за реализиране на печалба. Така постепенно се формират и двата основни типа участници от гледна точка на мотивите им за присъствие на пазара и тяхното поведение - рисковоизбягващите и спекулантите.

Първата категория извършват деривативни сделки с цел да управляват риска, асоцииран с различните видове други сделки, които сключват, като например външнотърговските. При външнотърговските сделки значението на управлението на риска е подчертано многоаспектно. Рискът се проявява на всички равнища и вероятността да се материализира е относително висока поради динамиката както на валутните курсове, така и на цените на стоките. Така например, при всяка една външнотърговска сделка поне за една от страните по нея валутният риск е важен фактор. За покриването му се прилагат най-различни техники, но една от водещите е свързана със сключването на деривативни сделки, като по този начин страната, която встъпва в тях да се подсигури срещу негативно за нея движение на курса на съответната валута. Отделно във външнотърговските сделки силно се проявява ценовият риск или рискът цената на актива, обект на сделката, рязко да се промени, докато настъпи времето за доставката. С цел този риск да бъде минимизиран се сключват деривативни сделки, чиято основа е цената на съответната стока или суровина с цел тази цена да бъде "заклучена" за промени. По този начин се постига висока степен на предвидимост на паричните потоци за фирмите, които сключват подобни сделки. Това улеснява планирането и управлението на свободните средства от тяхна страна.

Преди да се спрем на характеристиките на основните типове деривати следва да се разгледат особеностите на функционирането на международните финансови пазари, тъй като именно те обуславят и допринасят за развитието на търговията с деривати.

Международните финансови пазари биха могли да се разделят на две основни групи - валутни пазари и пазари на финансови инструменти. В международните финансови отношения търговията с валута и различните видове валутни инструменти заема централно място, тъй като практически за всяка международна операция се налага един или друг вид валутна размяна. Затова по-долу се спираме първо по-подробно на същността и механизмите на функционирането на валутния пазар.

Валутният пазар по своята същност е глобален и децентрализиран. Това е така, тъй като от една страна всички видове икономически субекти от всички точки на земното кълбо имат достъп до него, а от друга - той самият

представлява съвкупност от многобройни самостоятелни центрове на търговия. Тези отделни центрове на търговия функционират независимо един от друг. Не съществува глобален орган, който да ги регулира и контролира⁹.

Друга характерна особеност на валутния пазар е, че той е пазарът с най-големи обороти в света. Статистика за обемите на сделките, сключвани на този пазар, се поддържа от Банката за международни разплащания в Базел, Швейцария.

При осъществяване на валутни сделки участниците във валутния пазар постоянно формират валутна позиция (currency position). Валутната позиция изразява съотношението между извършените покупки и продажби в една и съща валута за един ден. Ако вземанията и задълженията по отношение на конкретна валута са равни, такава валутна позиция е закрыта (затворена), а в случай на несъвпадение на техните суми тя е открита (отворена).

Открытата валутна позиция може да бъде къса и дълга. При открытата къса позиция пасивите и задълженията в чужда валута на даден участник във валутния пазар превишават активите и вземанията му в същата валута. И обратно, той е в открыта дълга позиция, при положение, че сумата на неговите активи и вземания в съответната валута е по-голяма от пасивите и задълженията му в същата валута.

Нетната (чистата) открыта валутна позиция се формира като краен резултат от всички дълги и къси позиции по отношение на валутите, с които оперира даден пазарен субект. Когато е в дълга позиция, той е изложен на риск от понижаване курса на съответната валута, а при положение че е в къса позиция - на риск от покачване на валутния курс¹⁰].

От гледна точка на това коя от двете валути е базова и коя – обменна, котирането бива два вида – пряко и косвено. Пряката котировка обозначава колко единици от местната валута са необходими за закупуването на една единица от чуждата валута. Прякото котиране най-често се използва на местните пазари и това е обяснимо, тъй като то е по-разбираемо и удобно за местните икономически субекти. При косвеното котиране се посочва колко единици от чуждата валута могат да бъдат закупени с една единица от местната валута.

Котировките освен това се делят на „курс купува“ и „курс продава“. Когато не е посочено кой от двата курса се визира, е прието да се има предвид, че това е „курс продава“.

Разликата между „курс купува“ и „курс продава“ формира т.нар. спред (по-рядко като синоним на спред може да се срещне и терминът „марж“). Размерът на спреда е един от много важните показатели за състоянието на търговията с дадена валута. По правило колкото по-наситен е пазарът на дадена валутна двойка с участници и колкото по-големи са обемите на търговия, толкова по-тесен е спредът. Освен това, в зависимост от обема на дадената единична сделка, спредът също може да варира. За колкото по-голям обем е сделката, толкова по-малък е спредът по нея. Следователно най-големите участници на валутния пазар – мощните международни банкови групи, които стоят на върха на пирамидата а валутната търговия, се възползват от най-тънките спредове. Размерът им се разширява по-надолу по веригата, като най-голям размер на спреда плащат на практика лицата, които търгуват с малки обеми.

Тъй като немалка част от валутите по обясними причини нямат пряка котировка една спрямо друга, за целите на получаването на курсовете се

⁹ Масларов, Св. Международни финанси, НБУ, 2010 г., с. 98.

¹⁰ Стоименов, М. Международни финанси, 2013 г.

прилагат т. нар. крос курсове. Крос курсът представлява курсът на една валута спрямо друга валута, изразен чрез трета валута. Ролята на тази „трета“ валута се играе от световните валути – на първо място щатският долар, последван от еврото. Това не е видно от самите котировки, но на практика, за да съществуват те, се минава през крос курс. Например, курсът на българския лев към индийската рупия не съществува самостоятелно, а е резултат именно на крос курс през щатския долар. Това е така, тъй като щатският долар, поради своята водеща роля на обменна валута в света, присъства във всяка държава, което по естествен път води и до формирането на курс на валутата на тази държава към долара. По този начин става възможно котирането на всяка една валута спрямо всяка друга.

Основни участници на валутния пазар са водещите международни банкови групи в света, разпрострели клоновете си мрежи на различни континенти. Те са основните източници на търсене и предлагане на различните видове валутни сделки. Отделно на валутния пазар участват и централните банки на всички държави по света. Те са особен тип субекти, които поради това, че извършват операциите тайно, внасят значителна волатилност на валутния пазар. Освен това те, за разлика от всички останали участници, не са на пазара с цел просто реализиране на икономическа изгода, а за прокарване на държавната политика на страните, в които са по линия на равнището на валутните курсове на местните валути. Действията на някои участници на пазар обаче могат да повлияят върху ефектите от действията на централните банки. Такива са хедж фондовете, някои от които работят със значими по своята парична стойност портфейли от различни ценни книжа, включително и деривати. Поради това и разполагат с възможност дори да атакуват равнището на валутните курсове на определени държави с цел реализиране на печалба от спекулацията. “Спекулацията е рисково поведение на пазар, чиято цел е реализиране на печалба“, като обикновено се има предвид, че сделките, които се сключват, нямат зад себе си реална нужда от валута (или съответната суровина или друга стока), а просто печалба от ценовите движения в една или друга посока. Затова се смята, че хедж фондовете, наред с положителната роля, която играят на пазара, в немалко случаи са източник на силна волатилност, оттам и на трудно прогнозируеми рискове на валутния пазар¹¹.

На следващо място по значимост са по-малките регионални и ограничени в рамките на пазарите на отделни държави търговски банки. До валутния пазар имат достъп и други институционални инвеститори като хедж фондове, инвестиционни посредници и др. На последно място, но не и по важност, са индивидуалните инвеститори - отделни лица, които са на пазара с цел реализиране на печалба от осъществяването на арбитражни сделки.

Основното разделение на участниците на валутния, а и на финансовия пазар, е на клиенти и посредници. Клиенти могат да бъдат на практика всички гореизборени видове участници - както индивидуалните инвеститори, така и институциите, така и държавите чрез централните си банки. Посредниците биват дилъри и брокери. Дилърите са лица, които купуват и продават валута и финансови инструменти за своя сметка. Те носят изцяло риска от неблагоприятно развитие на цените самостоятелно. Целта им е да реализират печалба в резултат от арбитража, възможен поради различията в цените във времето и на различни места. Брокерите свързват купувачите и продавачите. Така те улесняват търговията на международните пазари и техните действия

¹¹ Масларов, Св. Международни финанси, НБУ, 2010 г., с. 120.

водят до увеличаване на оборотите както на валутните, така и на пазарите на финансови инструменти. Брокерите не носят риск върху себе си от негативно стечение на обстоятелствата на пазар - спад или ръст в цените на активите, чиято търговия опосредстват. Рискът се носи от субектите, които те свързват, а печалбата им е под формата на комисионна за сключените сделки. Третият вид участници на пазарите са маркетмейкърите. Това са лица, които се ангажират да купят или продадат активи по предварително обявени цени (котировки). В ролята на маркетмейкър влизат основно търговските банки и класически пример за този тип тяхна дейност е предлагането на валути по котировки, огласени на валутните табла в техните локации. Всъщност търговските банки са вид участници, които влизат във всички възможни роли на международните финансови пазари. Те са както маркетмейкър, така и брокери и дилъри. Затова и ролята им на пазарите е централна¹².

Глобалният финансов пазар функционира непрекъснато, но на практика децентрализирано – всеки център на търговия има своите правила и участниците трябва да ги следват.

Както стана ясно, възможността за извършването на арбитраж, е в основата на мотивите за участие на международните финансови пазари. Арбитражът представлява съвкупност от действия, чиято цел е реализирането на безрискова печалба от разликата, която се наблюдава в цената на еднородни активи на различни места и/или по различно време.

Международните финансови пазари са децентрализирани и на отделните центрове на търговия се наблюдават например различни котировки на една и съща валутна двойка. Тези разлики обикновено са много малки, но имат огромно значение, когато става дума за огромни обеми. Големите участници на финансовите пазари в лицето на търговски банки, хедж фондовете и останалите институционални инвеститори на практика могат сериозно да повлияят върху стабилността на определени пазари и/или курсове на валути. Поради тази причина държавите се стремят да регулират възможностите за свободно извършване на арбитраж. Това на практика става посредством налагането на съвкупност от различни видове ограничения, които могат да се разграничат на два основни вида - икономически и административни. Икономическите ограничения са свързани, освен с действията на правителствата, и с обективните икономически реалности. Така например, прехвърлянето на банков път на големи суми пари предполага и плащането на такси за преводите. Съхранението на парите също изисква определени условия – наличието на изградени скъпи съоръжения за целта – трезори и специални каси, осигуряване на инкасо и охрана, а това е дейност, съпътствана с немалки разходи. Тези разходи намаляват печалбата от физическата търговия с валути. Административните ограничения пред арбитража се налагат от държавата, за да се контролира и ограничава тази дейност. Административните ограничения могат да бъдат най-разнообразни. Въвеждането на т. нар. капиталови контроли, което се наблюдаваше в съседна Гърция през 2015 г. във връзка с финансовата криза в тази страна, са пример за това – физическите и юридическите лица в страната нямаха възможност да разполагат изцяло със средствата си по банковите си сметки, така че дейности като например изтеглянето на евро и обръщането му в други валути бяха ограничени.

¹² Асенова, М., За статута и образованието на инвестиционните и борсовите посредници в България, сп. Икономика и управление, год. VIII, №1, 2012, с. 41-47.

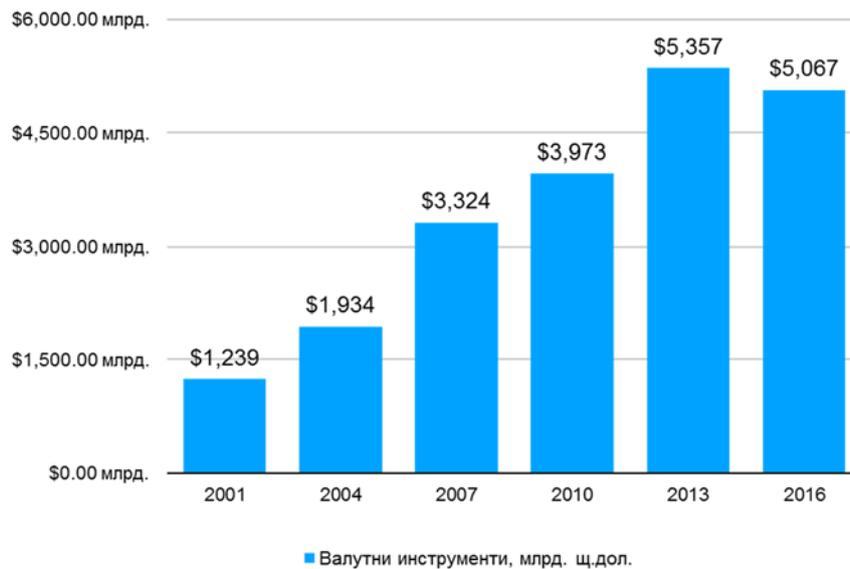
Когато деривативни сделки се сключват с цел избягване на риска от ценови, курсови или лихвени промени на два пазара, се говори за покрит арбитраж. Тази техника е предпочитана от икономическите субекти, които избягват риска.

Както стана дума, на пазара участват и друга категория лица – спекулантите, и тяхна основна цел е да реализират печалба от излагането на въздействието на риска. Тези субекти по правило търсят волатилността в цените, равнището на лихвените проценти и валутните курсове с надеждата, че ще спечелят именно от нея. За техните действия е характерно непокриването на различните сделки, които сключват, или извършването на непокрит арбитраж в неговите най-ранообразни форми - валутен, лихвен, стоков и пр.

Непокритият арбитраж представлява сключването на срочна сделка, например, откриването на депозит в банка в чужбина във валута, различна от националната за дадения субект и непокриването му с фючърсна или форуърдна продажба на олихвения депозит на срочния пазар с очакването, че равнището на спот курса на съответната валута към националната в деня на изтичането на депозита ще е по-висок от форуърдния курс, наличен към момента на откриването на депозита. Вероятността това да се случи обаче не е стопроцентова и следователно шансът спекулантът да реализира загуба в резултат на противоположно на очакванията му движение на валутния курс е налице.

Това обаче дали даден субект би имал предимно спекулативно или рисковозбягащо поведение на пазара зависи и от неговите индивидуални особености, включително такива от чисто психологически характер. На пазара на срочни инструменти и двата типа участници имат своето място, роля и влияние върху ценовите динамикки. Може да се каже, че като цяло дейността на спекулантите води до по-висока степен на непредвидимост на ценовата динамика. Това се дължи на факта, че тяхното поведение и избор на деривативни инструменти не се мотивира от решения, свързани с изпълнението на сделки по реални доставки на валути или стоки, а от стремежа към реализиране на рискова печалба. А какво движи този стремеж? Очакванията за печалбата, които се свързват неизменно с динамиката на цените и валутните курсове.

В контекста на гореказаното би било коректно да се твърди, че развитието на пазара на деривативни инструменти се дължи в немалка степен именно да активността на спекулантите. Като положителен ефект от тяхното участие на пазара може да се посочи не само разширяването му откъм видове деривативни инструменти, но и от гледна точка на насищането му с ликвидност, което в някои случаи може да го прави относително по-стабилен на ценови колебания. Огромните възможности за реализиране на печалба - повече или по-малко рискова, обуславят и ежегодното нарастване на оборотите на пазара на деривативни инструменти, видно от статистиката на Банката за международни разплащания в Базел (Bank of International Settlements, BIS), Швейцария. Данни от последния тригодишен отчет са представени на фиг. 1.



Фиг. 1. Обороти на пазара на деривати

На всеки три години Банката за международни разплащания (БМР), Базел, Швейцария провежда международно проучване на пазара на валута и деривати. В резултат на проучването се събира обхватна и международно съпоставима информация за размера и структурата на тези пазари. БМР определя обхвата на данните и методологията за тяхното събиране. На национално равнище проучването се осъществява от националните банки на отделните страни.

Проучване на пазара на валути и деривати в България

Българската народна банка (БНБ) редовно участие взема в т.нар. тригодишно проучване на пазара на валута и деривати. Координирането на изследването на българския финансов пазар се извършва от отдел „Анализи“ към Дирекция „Ковчезничество“ на БНБ. В него участват 12 търговски банки¹³ (т.нар. отчетни дилъри) като за целта предоставят информация за оборотите от търговия с валута и деривати и разбивка на данните по инструменти, контрагенти, валутни двойки и падежна структура през месец април 2016 г. Макар и за конкретен период, преди две години, получените данни дават ясна представа за състоянието и тенденциите на пазара с деривати у нас. По отношение на валутния пазар данните свидетелстват за увеличение с 9.5% през 2016 г. в сравнение с 2013 г.¹⁴.

Най-висок дял във валутната търговия заемат спот трансакциите. Те са 64% от всички трансакции (спрямо 75% през април 2013 г.). Техният дял в сравнение с 2013 г. е намалял с 6.9%.

¹³ Банка ДСК, Банка Пиреос България, БНП Париба С.А. - клон София, Обединена българска банка, Първа инвестиционна банка, Райфайзенбанк (България), СИБАНК, УниКредит Булбанк, Юробанк България, Сосиете женерал Експресбанк, Ситибанк Европа – клон България, Инг банк Н.В. – клон София

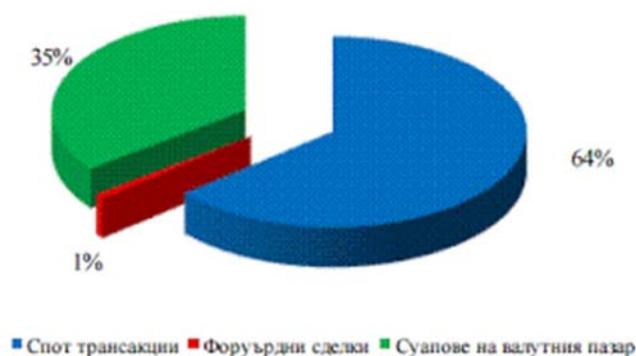
¹⁴ Данните са от изследване „Проучване на пазара на валута и деривати“. http://www.economistbg.com/2016/09/blog-post_2.html (последно видяно на 19.06.2018).



Фиг. 2. Оборот на валутния пазар (2007-2016)

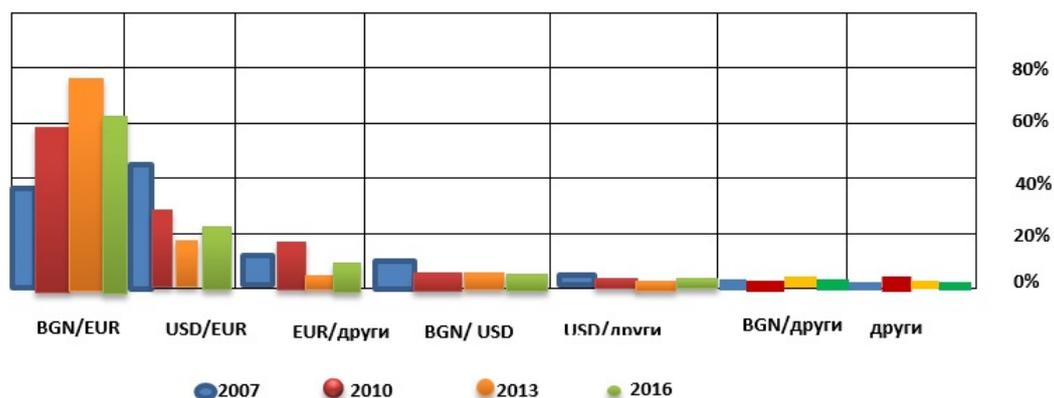
Суаповете на валутния пазар и форуърдните сделки представляват съответно 35% (наблюдава увеличение със 72.6%) от общия оборот, а при вторите - 1% от общия оборот (намаление с 60.1% спрямо 2013 г.) (фиг. 3).

Оборот на валутния пазар по инструменти
(април 2016 г.)



Фиг. 3. Оборот на валутния пазар по инструменти (към април 2016 г.)

Най-активно търгуваните валути са лев, щатски долар и евро (фиг. 4). Трансакциите, включващи лев от едната си страна, намаляват в абсолютна стойност и относителен дял до съответно 1 181.2 млн. щ.д. и 66.9% (спрямо съответно 1 278.1 млн. и 79.2% през април 2013 г.). Трансакциите, включващи щатски долар от едната си страна (с изключение на лев/щатски долар), нарастват в абсолютна стойност до 410.1 млн. щ.д. (спрямо 273.6 млн. през април 2013 г.), а в относителен дял се увеличават до 23.2% (спрямо 17% през април 2013 г.). Най-често търгуваната валутна двойка е лев/евро, като тя формира 66% от общия оборот (спрямо 78% през април 2013 г.), следвана от щатски долар/евро с дял от 23% (спрямо 16% през април 2013 г.). Търговията на други валутни двойки, различни от евро, щатски долар и лев, е незначителна по обем.



Фиг. 4. Най-активно търгувани валути (2007-2016)

Нарастването на оборота на валутния пазар през месец април 2016 г. се дължи в най-голяма степен на увеличаване на трансакциите между отчетните дилъри, които нарастват с 53.1% до 667.8 млн. щ.д. (фиг. 5). Техният относителен дял достига 38% от среднодневния обем (спрямо 27% през април 2013 г.). Трансакциите с други финансови институции намаляват с 14.7% до 918.7 млн. щ.д., но относителният им дял остава най-висок (52% спрямо 66.8% през април 2013 г.). Трансакциите с нефинансови клиенти нарастват със 79.2% до 179 млн. щ.д.



Фиг. 5. Оборот на валутния пазар по контрагенти

При трансакциите между отчетните дилъри и други финансови институции най-много сделки са осъществени с финансови институции от официалния сектор (в т.ч. централни банки и международни финансови институции от публичния сектор), които представляват 91% от всички трансакции между отчетните дилъри и други финансови институции.

В географско отношение 61% от всички трансакции на валутния пазар през месец април 2016 г. са осъществени с местни контрагенти (спрямо 73% през

април 2013 г.). Останалите трансакции представляват сделки с контрагенти от чужбина.

Извънборсов пазар на деривати върху лихвени проценти

Среднодневният оборот на извънборсовия пазар на деривати върху лихвени проценти (форуърдни сделки, суапове и опции) през месец април 2016 г. възлиза на 0.1 млн. щ.д. За сравнение, през същия период на 2013 г. той възлиза на 4.7 млн. щ.д.

Суаповете върху лихвени проценти са единственият инструмент, използван от отчетните дилъри през месец април 2016 г. (също както и през април 2013 г.), като този вид трансакции бележат намаление с 97.6% спрямо същия период на 2013 г.



Фиг. 6. Оборот на извънборсовия пазар на лихвени деривати (април 2016) (в млн щ.д.)

Заклучение

През последните години все повече нарасна значимостта на финансовия инженеринг чрез суапи за дългово неизпълнение. CDS представляват най-активно търгуваните финансови деривати, които бързо откриват своето място на световните финансови пазари, а впоследствие отразяват насоката на развитие на националната икономика и степента на негативните ефекти от кризата. Те представляват и неизменна част от глобалната финансова система, а не случайно явление, „зародило“ се като ефект от Глобалната финансова криза 2007-2008 г. Основното им приложение е да осигурят техники и разработят стратегии за защита от риск в случаите, когато други такива са неефективни в специфичната пазарна конюнктура.

В съответствие със „Стратегията за развитие на българския капиталов пазар“ особено внимание трябва да се отдели на развитието на пазара на деривативни финансови инструменти, тъй като те позволяват да се ограничат рисковете при извършване на сделките с различни активи на финансовите пазари. Българският опит за осъществяване на борсови сделки с използване на деривативи е относително малък. Макар и бавно, на пазара се появяват нови, по-сложни инструменти, разширява се съставът на участниците на пазара, в това число за сметка на активизиране на компаниите от реалния сектор.

Източници

1. Асенова, М., За статута и образованието на инвестиционните и борсовите посредници в България, сп. Икономика и управление, год. VIII, №1, 2012, с. 41-47.
2. Банка ДСК, Банка Пиреос България, БНП Париба С.А. - клон София, Обединена българска банка, Първа инвестиционна банка, Райфайзенбанк (България), СИБАНК, УниКредит Булбанк, Юробанк България, Сосиете женерал Експресбанк, Ситибанк Европа – клон България, Инг банк Н.В. – клон София.
3. Боди, Зви, Алекс Кейнс, Алън Маркъс. Инвестиции, София, Натурела, 2001.
4. Желязкова, В. Кръгова икономика. Финансови аспекти. Издателство "Св. Григорий Богослов", 2017 г.
5. Масларов, Св. Международни финанси, НБУ, 2010 г.
6. Масларов, Св. Международни финанси, НБУ, 2010 г.
7. Проучване на пазара на валута и деривати: http://www.economistbg.com/2016/09/blog-post_2.html (последно видяно на 19.06.2018).
8. Стоименов, М. Международни финанси, 2013 г.
9. Стоименов, М., Тодорова, В. Финанси на международната търговия, Издателски комплекс-УНСС, 2013 г.
10. Kitanov, Y. Are Risk-free Government Bonds Risk Free Indeed? *Economy & Business*, Volume 9, 2015, pp. 523-530.
11. Kitanov, Y. Portfolio investment risks: typology and mitigation. *Economy & Business*, Volume 10, 2016, pp. 332-338.
12. Zhelyazkova, V. Sustainable investing trends. Can they help the transition to circular economy? *Economy & Business*, ISSN 1314-7242, Volume 12, 2018, pp. 88-94.