

Интеграция на капиталовите пазари на страните - кандидатки за ЕС в Югоизточна Европа - проблеми и предизвикателства

Гл. ас. д-р Юлия Стефанова,
Институт за икономически изследвания при БАН
Калина Димитрова,
Софийски университет „Св. Климент Охридски“

Увод

Целта на доклада е да се анализира текущото състояние и основните ограничения пред интеграцията на капиталовите пазари в страните - кандидатки за членство в ЕС от Югоизточна Европа (ЮИЕ), чрез сравнителен анализ със страни от Централна и Източна Европа (ЦИЕ) и България. В хода на сравнителния анализ се извеждат основни проблематични аспекти и предизвикателства, които тези страни следва да преодолеят с оглед на бъдещото им интегриране в капиталовите пазари на ЕС.

1. Състояние на капиталовите пазари в страните - кандидатки за членство в ЕС от Югоизточна Европа, и на България

Стремехът на ЕС за насърчаване на стабилност и демокрация чрез интеграция в Югоизточна Европа е свързан с редица предизвикателства. Приоритетно място в процеса на сближаване към ЕС имат структурните реформи в региона, утвърждаване на принципите на действащата пазарна икономика, демокрацията и правовия ред. Очаква се страните - кандидатки за ЕС,

да осъществяват процеса за подготовка по присъединяване чрез разработване на макроикономически програми за действие, структурни реформи и конкурентоспособност. ЕС отчита, че по отношение на региона на ЮИЕ е необходимо да бъде създадена цялостна стратегия и политика на процеса на разширяване, тъй като фрагментираните инициативи няма да доведат до стабилен икономически растеж. Акцент в стратегията по разширяването се поставя върху необходимостта от развитието на регионалното сътрудничество, което се определя като основен индикатор за готовността на страните за присъединяване към ЕС. Това от своя страна налага необходимостта от изследване на процеса на регионално сближаване на капиталовите пазари на страните - кандидатки за ЕС в ЮИЕ, и открояване на проблемите, ограниченията и предизвикателствата пред процеса на тяхната интеграция в ЕС чрез сравнителен анализ със страни от ЦИЕ.

През последните 20 години **Белградската фондова борса** се развива по сходен начин с борсите на останалите страни от ЮИЕ. Наследник на бившия югославски капиталов пазар, Белградската борса първоначално търгува само дългови инструменти и държавни облигации и чак през 2000 г. акции от предшестващата приватизация са включени за вторично предлагане. Първите акции на публични дружества в Сърбия са листвани през 2010 г. Борсата е пълноправен член на Федерацията на евро-азиатските фондови борси и има сключени споразумения за сътрудничество с фондовите борси на Любляна, Загреб, Баня Лука, Сараево, Черна гора и Скопие.

Пазарната капитализация на Белградската фондова борса е 6,778 млрд. евро. Членовете ѝ са 42, а участието на чуждестранни инвеститори в цялостния оборот през последната година, макар и с големи флукутации, показва тенденции на растеж. През март 2013 г. нараства с 65 % на годишна база. След огромния спад на борсовите индекси, предизвикан от развитието на световната финансова криза през 2008 г. и последвалото ѝ повторение от 2011 г., основните индекси на разглеждания пазар - BELEX15 и BELEXline се повишават през 2012 г., а през 2013 г. - дори повече¹. Това може да се счита за потвърждение, че Белградската фондова борса следва правилна посока на развитие - към отвореност и по-голяма рентабилност.

Извършен емпиричен анализ установява силна корелационна връзка между фондовата борса на Белград и Виенската фондова борса (корелационен коефициент от 0,91), като 1 % нарастване в Австрийския борсов индекс ATX води до ръст в BELEX15 с 0,565 %, а около 82 % от измененията в него могат да бъдат обяснени с промени в ATX.

¹ The official website of Belgrade Stock Exchange - <http://www.belex.rs/eng/>.

Македонската фондова борса съществува от 1995 г. Само година по-късно тя става член на Федерацията на евро-азиатските фондови борси (FEAS), благодарение на което македонските борсови индекси се включват при изготвянето на Dow Jones FEAS Benchmark Composite Index и Dow Jones FEAS South East Europe Index. През 2006 г. борсата въвежда своя интернет система (Bourse Electronic System of Trading, Bestnet) за информация и анализи на текущото състояние на македонския пазар в реално време. Има действащи споразумения за сътрудничество с фондовите борси на Любляна, Атина, Белград, Загреб, София, Виена и Истанбул.

Основните показатели на Македонската фондова борса за 2013 г. бележат спад, като цялостният оборот намалява с 42,24 %, а индексът на десетте най-ликвидни компании - MBI10, губи 12,34 % от пазарната си оценка². Пазарната капитализация спада с 9,11 % спрямо 2012 г., а към момента възлиза на 2,875 млрд. евро. Значителен ръст се забелязва в броя на листваните компании - от 32 през 2012 г. те достигат до 116 бр. през 2013 г., което е предпоставка за бъдещо увеличение на ефективността и ликвидността на пазара. Във връзка с прехода към пазарна икономика, хармонизирана с европейските пазари, се извършва поетапно раздържавяване на местни компании чрез емитиране на държавни облигации. Отделните емисии формират отделен индекс - OMB. Свободно търгувания обем на акции на официалния пазар е между 15-20 %, а за 2013 г. няма нито едно първично публично предлагане главно поради високите бюрократични изисквания и документация в този процес.

При извършен регресионен анализ на индексите на фондовия пазар на Македония (MBI10) и на фондовия пазар на Сърбия (BELEX15) за период от 2005 г. до 2013 г. се установява следното: за всяко увеличение на фондовия индекс BELEX15 с 1 % може да се очаква увеличение на MBI10 с 0.356 %. Коефициентът на корелация между двата фондови индекса е 0,122, а този на детерминация е 0,0149. Следователно между фондовите борси на Македония и на Сърбия съществува слаба корелационна зависимост и само до 2 % от измененията в MBI10 могат да бъдат обяснени с изменение в BELEX15. От друга страна, корелационният анализ между индекса MBI10 и този на виенската фондова борса ATX за същия период отчита, че за всяко нарастване с 1 % в стойността на ATX може да се очаква намаляване в стойността на MBI10 с 0.210 %. Между индексите на фондовите борси на Македония и Австрия съществува отрицателна корелация (коефициент на корелация от -0,1160) и само около 1 % от измененията в MBI10 се дължат на промени в ATX (коефициент на детерминация от 0,0134).

² Macedonian Stock Exchange (2014), Annual Statistical Bulletin 2013.

Фондовата борса на Черна гора се основава през 1993 г., но двете ѝ най-значими структурни промени се случват през 2010 г. и 2013 г. През първата година борсата се слива с междувременно създадената Нова борса за ценни книжа на Черна гора, която вече е въвела електронна система за търговия. Това сливане се осъществява поради невъзможността две борси да оперират конкурентно на един слаборазвит пазар (с 11 членове към днешна дата) и е пореден пример за това, че интеграцията е ключ към ефективното функциониране на фондовите борси в региона. В края на 2013 г. Истанбулската фондова борса придобива 24 % от черногорската, което е още една стъпка в тази посока. Фондовата борса на Черна гора е член на Световната федерация на фондовите борси от 2008 г. и има действащи споразумения за сътрудничество с фондовите борси във Виена, Атина и с всички фондови борси от страните на бивша Югославия.

През 2013 г. цялостният оборот на фондовата борса на Черна гора възлиза на 30,77 млн. евро, което означава спад от 5,81 % спрямо 2012 г. Намаление се отчита и при среднодневния брой на транзакциите: 26 през 2013 г., като за предходните три години този показател е съответно 29,55 и 80 броя. Пазарната ѝ капитализация бележи относително постоянни стойности през 2013 г. и 2014 г., като актуалните данни са за 2,887 млрд. евро³. Основни играчи на черногорския фондов пазар с най-голям оборот и брой търгувания са „Crnogorski Telekom“ JSC и „Crnogorski Elektroprenosni sistem“, а финансовите институции формират и самостоятелен индекс – MONEX PIF.

При извършен регресионен анализ на основния индекс на фондовата борса на Черна гора (MONEX20) и на Австрия (ATX) за периода 2005 - 2013 г. се установява, че 1 % увеличение на фондовия индекс ATX води до увеличение в MONEX20 с 5,66 %. Коефициентът на корелация между двата индекса е 0,727, а коефициентът на детерминация е 0,53. Това потвърждава висока корелационна зависимост на капиталовия пазар на Черна гора от фондовия пазар на Австрия и около 53 % от вариацията на фондовия пазар в Черна гора може да се обясни с флукутации на водещия пазар в ЦИЕ. От друга страна, емпиричният анализ на индекса MONEX20 и на водещия сръбски индекс BELEX15 за същия осемгодишен период също потвърждава силна корелационна зависимост, като 1 % увеличение на BELEX15 води до увеличение на MONEX20 с 11,27% при корелационен коефициент от 0,90, като 81 % от измененията в MONEX20 се обясняват с промени в BELEX15 (коефициент на детерминация от 0,81). Слаба

³ Montenegro Stock Exchange (2014), Annual Report 2013.

корелационна зависимост в региона съществува единствено с капиталовия пазар на Македония (коефициент на корелацията от 0,10).

Седем години след членството на България в ЕС **българският капиталов пазар** остава ограничен по своя размер и недостатъчно развит спрямо страните от ЦИЕ и еврозоната. След началото на световната финансова криза пазарната капитализация като дял от БВП продължава да пада и към 2013 г. достига до 12,54 % (като сумата е в размер на 5,1 млрд. евро) при 12,67 % за 2012 г.⁴). На годишна база оборотът е 1,5 млрд. лева, което е ръст с около 28 % спрямо 2012 г. Най-голям относителен дял има нарастването на оборота с акции и дялове на колективни инвестиционни схеми (256,94 % ръст⁵). Независимо от високата степен на хармонизация на законодателната рамка и пазарните практики на равнище ЕС, в страната продължават да действат редица ограничения пред ефективното функциониране на капиталовия пазар.

На микроравнище се открояват малка капитализация на публичните компании, ниска ликвидност и висока ценова волатилност, както и малък обем свободно търгувани акции. От друга страна, на институционално равнище липсва изградена клирингова инфраструктура, без която е невъзможно развитието на деривативен пазар в България, като се установява и отсъствие на политическа воля за реформи на капиталовия пазар. Перспективата пред българския фондов пазар е да следва органично еволюционно развитие чрез поетапна тенденция на продуктова диверсификация, изграждане на подходяща структура за клиринг и задълбочаване на регионалните връзки в ЮИЕ и ЦИЕ чрез споразумения за сътрудничество на фондовата борса и централния депозитар с оглед на повишаване на степента на хармонизация в процесите и интерфейсите.

Емпиричният анализ на интеграционните връзки на капиталовия пазар на България с тези в региона на ЮИЕ показва силни корелационни връзки с капиталовите пазари на Сърбия (корелационен коефициент 0,993), Черна гора (корелационен коефициент от 0,966) и с Австрия (корелационен коефициент 0,915). Установява се че 12 % от измененията в SOFIX се дължат на флукутации в BELEX15 (Сърбия), като около 16 % от промените на българския фондов индекс се обясняват с промени във водещия индекс на Черногорската фондова борса MONEX20 и в този на Виенската фондова борса - ATX. Македонският капиталов пазар е единственият в региона, при който се потвърждават слаби корелационни зависимости с българския, сръбския и

⁴ БФБ София АД (2014), Отчет за дейността на БФБ София АД за 2013 г.

⁵ КФН (2013), Обзор на небанковия сектор в България, кн.2, 2013 г.

черногорския капиталов пазар, а при сравнение с фондовия пазар на Австрия зависимостта е отрицателна.

2. Интеграционни инициативи на капиталовите пазари в страни от Централна и Източна Европа

Консолидационните процеси в ЕС се осъществяват предимно между фондови борси чрез сливане на регионално равнище и между паричния и деривативния пазар. Конкретни примери в това направление са еволюцията на Euronext, сливанията в Скандинавско-Балтийския регион и между London Stock Exchange и Borsa Italiana. Сливанията позволяват на борсите да обединяват усилия и ресурси в използване на единни платформи за търговия, с което значително намаляват технологичните си разходи. Ползите за икономическата активност, възникващи при интеграцията, са положителни⁶. Обемите на търговията нарастват и с това намаляват спредовете между котировките „купува“ и „продава“. Засилващите се консолидационни процеси между участниците на капиталовите пазари в ЕС се обяснява с фактори като повишено търсене на инвестиционни възможности, в рамките на европейското финансово пространство⁷.

Интеграцията на капиталовите пазари в четири страни от Централна и Източна Европа (ЦИЕ), а именно Република Чехия, Унгария, Словения и Австрия, се осъществява чрез хоризонтална форма на консолидация между фондовите им борси и изграждане на холдингова структура - **Група на фондовите борси в Централна и Източна Европа АД (CEESEG AG)** и четири регионални дъщерни дружества с независим мениджмънт и постигане на висока степен на хармонизация в инфраструктурите за търговия, клиринг и сетълмент. Основна стратегическа цел на CEESEG AG като холдинг е консолидиране на регионалните пазари на фондовите борси на Будапеща, Любляна, Прага и Виена и насърчаване по-нататъшното им развитие и повишаване на ликвидността им. Чрез внедрената единна платформа за търговия XETRA на четирите фондови борси се цели постигане на хармонизация в пазарните сегменти, утвърждаване на процес на кръстосано членство между тях и разширяване на продуктовата група от финансови инструменти.

⁶ London School of Economics (2002), Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets.

⁷ Христова - Балканска, И. (2002), Новият финансов ред и формирането на европейското икономическо пространство, В: Икономически изследвания, XI, кн. 1, Икономически институт на БАН.

В международен план CEESEG AG предприема съвместни инициативи за повишаване на видимостта на четирите регионални фондови пазари и предоставяне на услуги чрез споразумения за разпространение на информация за борсовата търговия, лицензи за котиране на индекси и др. Групата изчислява и разпространява информация за над 90 борсови индекса на национално, регионално и секторно равнище в Австрия, ЦИЕ и Общността на независимите държави. Към 2013 г. групата има действащи споразумения за индексно сътрудничество с над 17 страни от така посочените региони (вкл. и с Китай), което подпомага повишаването на общия ликвиден фонд и обемите на търговия⁸. За улесняване на кръстосаните листвания при търговията на регионалните фондови борси и потенциала им за видимост в останалите пазари на Европа, групата поддържа директна връзка с Франкфуртската фондова борса. Към 2013 г. общата пазарна капитализация на групата достига 127 млрд. евро, а общият оборот е в размер на 68,5 млрд. евро⁹. В рамките на групата се изчисляват два групови индекса - CEETEX и CEESEG Composite Index. В първия се включват 25 от най-активно търгуваните акции с най-голяма пазарна капитализация на четирите фондови борси, а другият се състои от четирите водещи индекса на фондовите борси в групата (ATX, BUX, PX и SBITOP) и служи като бенчмарк.

През 2008 г. **фондовата борса на Виена** придобива мажоритарен дял от 81 % в Люблянската фондова борса (който през 2013 г. е увеличен до 100 %) и 92,7 % от фондовата борса на Прага. Съвместно с Oesterreichische Kontroll Bank фондовата борса на Виена притежава 86,3 % от фондовата борса на Будапеща. През 2010 г. след придобиване на мажоритарен дял в трите съседни борси, фондовата борса на Виена основава холдинговата компания CEESEG AG с единствен акционер Wiener Boerse AG и равностойни дъщерни компании - фондовите борси на Виена, Будапеща, Любляна и Прага. Холдинговата компания носи отговорност за стратегическото управление и администрирането на дъщерните компании. Тя координира също съвместните дейности за повишаване на видимостта на четирите пазара, както и клиринга и сетълмента на операциите.

През 2013 г. основният борсов индекс на Виенската фондова борса ATX бележи ръст от 6,05 %¹⁰, като обемите на търговията се покачват с до 30 % спрямо 2012 г. Пазарната капитализация достига до 85,40 млрд. евро, което представлява ръст с около 6,18 % спрямо 2012 г. Чуждестранни инвеститори от САЩ (22,8 %) и Великобритания (13,7 %) увеличават инвестициите

⁸ CEESEG (2013), The Year 2013 at the Central and Eastern Europe Stock Exchange Group.

⁹ CEESEG (2013), The CEE Stock Exchange and its Capital Markets 2012/2013.

¹⁰ CEESEG AG (2013), The Year 2013 at the Vienna Stock Exchange.

си във финансови инструменти на Виенската фондова борса, следвани от инвеститори от Франция, Германия и Норвегия. Така 71,3 % от общия обем на търговията на борсата се осъществява от международни членове (които на брой достигат до 57 от общо 91 членове на фондовата борса)¹¹.

Основните промени на *фондовата борса на Будапеща* след консолидацията в групата са свързани с увеличаване на броя на международните членове на борсата, които осъществяват под 50 % от общия обем на търговията и са особено активни на паричния пазар на борсата¹². От 2011 г. на фондовата борса на Будапеща действа обособен пазар („BETa Market) за най-ликвидни чуждестранни акции на европейски компании, деноминирани в унгарски форинти. Друга важна промяна през 2013 г. е внедряване на нова пазарна сегментация на пазара на акции, с което вече пазарите на акции на четирите фондови борси са хармонизирани и се подразделят на Prime Market и Standard Market. През 2013 г. пазарната капитализация на борсата бележи спад с около 10 % спрямо 2012 г. и е в размер на 14,4 млрд. евро, а водещият борсов индекс BUX регистрира слаб ръст с около 7,06 %.

В резултат на интеграцията на *фондовата борса на Любляна* с CEESEG AG се повишава международната видимост на капиталовия пазар на Словения и се насърчава регионалната търговия с продукти, индекси и борсови данни. Внедрената единна платформа за търговия XETRA стимулира достъп на отдалечени членове до борсата и привличане на международни портфейлни инвеститори. Внедряването на нови финансови инструменти като деривати е все още в началото и ще изисква по-нататъшно развитие на пазарната инфраструктура в рамките на групата, включително чрез въвеждане на единна система за клиринг и сетълмент. Над 55 % от общия оборот на борсата се осъществява от местни институционални инвеститори, а сред международните инвеститори преобладават тези от САЩ (21,8 %) за 2013 г.¹³. Пазарната капитализация на борсата бележи ръст с около 5 % спрямо 2012 г. и достига до 5,2 млрд. евро¹⁴.

През 2013 г. на *фондовата борса на Прага* чуждестранните институционални инвеститори преобладават пред местните, като осъществяват над 97 % от общия оборот на борсата. Водещо място заемат тези от САЩ (53,5 %), следвани от инвеститори от Великобритания (17,5 %). Пазарната капитализация на борсата отбелязва значителен спад с около 28 % спрямо 2012 г. и е в размер на 22 млрд. евро.

¹¹ CEESEG (2013), Institutional Investors and Austrian Stocks in 2013.

¹² CEESEG (2014), CEE Stock Exchange Group: Budapest - Ljubljana - Prague - Vienna. Key Figures.

¹³ CEESEG (2014), CEE Stock Exchange Group: Budapest - Ljubljana - Prague - Vienna. Key Figures.

¹⁴ Ljubljana Stock Exchange (2012), Institutional Investors and Slovene Stocks.

В резултат на засилените интеграционни процеси между анализираните четири фондови борси в ЦИЕ се достига до отваряне на капиталовите им пазари за чуждестранни инвеститори, повишаване на хармонизацията в пазарните практики, процеси и поддържаща инфраструктура, привличане на чуждестранни членове и повишаване на видимостта на пазарите за институционални инвеститори. Важна бъдеща стъпка в процеса на интеграция ще бъде внедряването на единна система за клиринг и сетълмент на транзакциите с ценни книжа на четирите фондови борси, с което ще се постигне по-нататъшно намаляване на разходите за инвеститорите на тези пазари и ще се осигури ефективно управление на рисковете.

3. Основни изводи и заключение

Интеграцията на капиталовите пазари на страните - кандидатки за членство в ЕС от ЮИЕ, се оказва бавен и труден процес. Напредък има в хармонизацията на законодателствата съобразно изискванията на ЕС. Въведени са само местни електронни системи за търговия, докато на европейско ниво тече обединение на множество фондови борси чрез използване на единната система XETRA. Няма развитие на търговията с деривативни инструменти, а първичните публични предлагания са изключение. Такива проблеми се откриват в процеса на интеграция. Същевременно, икономическата функция на фондовите борси е да оценяват очакваната рентабилност на голям брой листвани компании и да остойностяват днес целия поток на бъдещи печалби от собствеността върху капитали.¹⁵ Оттук следва да заключим, че трите анализирани борси са все още далеч от същинско изпълнение на макроикономическата си функция.

Проблематични фактори на сръбския капиталов пазар остават ограниченият кръг от финансови инструменти и значителните флуктуации в цените на търгуваните финансови инструменти. В процес на разработване са нови финансови инструменти като варанти и деривативи, но този процес ще се окаже дълъг предвид на липсата на изградена клирингова инфраструктура за тази цел. Перспективите пред Белградската фондова борса са с началото на преговорите за членство на страната в ЕС да се започне цялостен процес на приспособяване на капиталовия пазар на Сърбия към европейската регулативна рамка. Независимо от значителните проблеми пред този пазар, Белградската фондова борса остава водеща по пазарна капитализация пред анализираните по-горе фондови борси в ЮИЕ. Освен

¹⁵ Burda, M., Wyplosz, C. (2013), *Macroeconomics, A European Text* (6th ed.). Oxford University Press.

това по степен на регионализация Белградската фондова борса отчита силни корелационни зависимости с фондовите борси в ЦИЕ и ЮИЕ.

Македонската фондова борса следва спадащия тренд на обороти и пазарна капитализация в региона на ЮИЕ. Основни предизвикателства пред нея са течащите приватизационни процеси, листване на акциите на бивши държавни дружества и подготовката за бъдещото членство в ЕС с произтичащата от това необходимост от хармонизация на регулативната и институционална рамка. За разлика от останалите анализирани страни в ЮИЕ капиталовият пазар на Македония отчита ниски корелационни връзки с фондовите пазари на Сърбия, България и Черна гора и отрицателни зависимости с водещия борсов индекс на Австрия, което е показателно за ниската степен на интеграция на този пазар към ЦИЕ към настоящето.

Следва да се отчита, че и фондовият пазар на Черна гора също остава малък по своята капитализация и търгувани обеми в региона на ЮИЕ, но както и сръбският капиталов пазар регистрира силни интеграционни зависимости с пазарите в ЮИЕ и ЦИЕ.

Потенциалният модел за бъдещото развитие на капиталовите пазари в ЮИЕ е този, следван от четирите фондови борси в рамките на CEESEG AG чрез различни форми на регионална интеграция.

Библиография

1. БФБ София АД (2014), Отчет за дейността на БФБ София АД за 2013 г.
2. КФН (2013), Обзор на небанковия сектор в България, кн.2, 2013 г.
3. Burda, M., Wyplosz, C. (2013). Macroeconomics, A European Text (6th ed.). Oxford University Press
4. CEESEG (2013), Institutional Investors and Austrian Stocks in 2013.
5. CEESEG (2014), CEE Stock Exchange Group: Budapest - Ljubljana - Prague - Vienna. Key Figures.
6. CEESEG (2013), The Year 2013 at the Central and Eastern Europe Stock Exchange Group.
7. CEESEG (2013), The CEE Stock Exchange and its Capital Markets 2012/2013.
8. Ljubljana Stock Exchange (2012), Institutional Investors and Slovene Stocks.
9. Macedonian Stock Exchange (2014), Annual Statistical Bulletin 201
10. Montenegro Stock Exchange (2014), Annual Report 2013.
11. The official website of Belgrade Stock Exchange - <http://www.belex.rs/eng/>
12. Vienna Stock Exchange (2013), The Year 2013 at the Vienna Stock Exchange.