



Стопански  
факултет

# Социално- икономически анализи

Книга 2/2016 (10)

Павлета Колева  
Михаела Димитрова

## РАЗВИТИЕ НА ЕВРОПАЗАРИТЕ И УЧАСТИЕ НА РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ КАТО ЕМИТЕНТ НА ОБЛИГАЦИИ

### DEVELOPMENT OF THE EUROMARKETS AND PARTICIPATION OF THE REPUBLIC OF BULGARIA AS AN ISSUER OF BONDS

**Abstract:** The report examines the formation and development of individual components of the Euromarket. The emphasis is on the Eurobond market and peculiarities of eurobonds as a key tool in this market. On the base of the assessment of the role of the Euromarket for the development of the national economies, the report considers the place of the Republic of Bulgaria as an issuer of Eurobonds.

**Key words:** Euromarket, international financial market, eurobonds

#### Въведение

Възникването на европазарите представлява едно от най-важните явления в международния финансов живот след Втората световна война. Техните параметри изразяват глобалната финансова интеграция. На европазарите се извършват депозитни и кредитни операции от всички големи международни банки и институционални инвеститори. Те са източник на средства, който мобилизира всички финансови центрове в света.

#### 1. Генезис и особености на европазара

Според Милчо Стоименов „европазарът може да бъде дефиниран като банков пазар, функциониращ извън юрисдикцията на страната, чиято валута се използва за осъществяване на операциите. *Частни случаи на европазара* са евродоларовият, евроевровият, евростерлинговият и евройеновият пазар.”<sup>1</sup> Светослав Масларов отбелязва ключовата роля на „петродоларите” за развитието на евровалутния пазар.<sup>2</sup> Изучаването на европазара е от изключително значение, защото основните проявления на глобализацията на финансовите отношения са евровалутните пазари и преките чуждестранни инвестиции. Те водят до разбиране и познания относно структурата на евровалутния пазар, същността и инструментите на пазара.

От казаното дотук можем да приемем, че европазарът е глобален, многостранен и важен от гледна точка на неговото изучаване.

Валутата, в която се извършват операциите на европазара, се нарича евровалута (eurocurrency). Това наименование не трябва да се бърка с еврото – колективната валута на страните от Европейския паричен съюз. *Евровалутата се появява, когато средствата, получени от дадена банка под*

<sup>1</sup> Стоименов, М. Международни финанси. София: Тракия – М, 2011, с. 416.

<sup>2</sup> Масларов, Св. Международни финанси (избрани лекции). София: Изд. на ВУЗФ, 2010, с. 85 – 86.

**формата на влог, са във валута, различна от валутата на страната, в която се намира банката.** Банките, извършващи операции в евровалута, се наричат евробанки.

Европазарът се състои от три основни функционални части, които се появяват в различно време. Това са евровалутният (европаричният), еврокредитният и еврооблигационният пазар. Анализирайки тяхния генезис, можем да отбележим ключовите им характеристики:<sup>3</sup>

- Евровалутният пазар се появява спонтанно през 50-те години на миналия век. Той е краткосрочен пазар, на който евробанките извършват депозитно-кредитни операции със своите клиенти и си предоставят взаимно депозити.

- Еврокредитният пазар възниква в края на 60-те години. На него се съществяват операции по предоставяне на средносрочни и дългосрочни кредити.

- Еврооблигационният пазар се формира в началото на 60-те години като пазар на евроценни книжа – еврооблигации, евроноти, евротърговски книжа и др.

Трите части на европазара си взаимодействат, но същевременно се отличават със специфични особености. Те са обособени в самостоятелни структури и образуват групата на европазарите. Различията помежду им са главно в специфичните особености на някои от използваните инструменти и в начините на осъществяване на кредитните операции.

Евровалутният пазар се различава от другите по това, че е краткосрочен. На него се търгуват евровалутни депозитни инструменти и дългови инструменти. Част от първите са срочни евродепозити и евродепозитните сертификати, а от вторите – краткосрочни търговски евроменителници, евроноти, евротърговски книжа.

Еврокредитният пазар представлява относително самостоятелна функционална част на европазара, обект на търговия на която са разнообразни кредитни продукти. Специфичното за този пазар е, че на него се извършват *надежна и лихвена трансформация*.

*Еврооблигационният пазар представлява пазар на дългосрочни ценни книжа.* Той се появява в началото на 60-те години на миналия век. Конкретният повод за неговото възникване е въведената в САЩ през 1963 г. изравнителна такса върху лихвените доходи на американските резиденти, която има за цел да ограничи изтичането на капитали, породено от емисията на задгранични облигации на Нюйоркския фондов пазар.

Еврооблигационният пазар няма конкретно географско месторазположение. Осъществяването на еврооблигационен заем предполага появата на три различни субекта – емитент-резидент, нерезидент и инвеститор от трета страна.

Еврооблигацията е средносрочен или дългосрочен дългов инструмент, който се емитира в евровалута и се ползва с привилегиран фискален статут. Съществуват няколко вида еврооблигации. Такива например са: класически облигации; еврооблигации с променлив лихвен процент; конвертируеми еврооблигации; еврооблигации с варант; еврооблигации с двойна валута; еврооблигации с нулев купон; еврооблигации с удължен срок за закупуване и други.

Според специализирания сайт [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com), еврооблигациите са емитирани от международни институции, които ги категоризират в зависимост от валутата. Еврооблигациите са предпочитани инструменти за финансиране, тъй като те дават гъвкавост на емитента, за да избере страната, в която да се предложи емисията, съгласно регулаторните ѝ изисквания. Емитентите могат да обявят своите еврооблигации в предпочитаната от тях валута. Еврооблигациите са привлекателни за инвеститорите, тъй като те имат малки номинални стойности и висока ликвидност.

Европазарът допринася в значителна степен за финансовата интеграция между страните. Европазарът носи и не малко рискове, но това не спира инвеститорите да го използват. Липсата на правила за управление на евробанките често пъти става причина да се постави въпросът за установяване в някаква степен на контрол над европазара. Ако се наложат такива мерки в даден финансов

<sup>3</sup> **Масларов, Св.** Международни финанси (избрани лекции). София: Изд. на ВУЗФ, 2010, с. 85 – 86; **Стоименов, М.** Международни финанси. София: Тракия – М, 2011, с. 428 – 452.

център, например Лондон, това може да доведе единствено паричните потоци, минаващи през Лондон, да бъдат преместени в друг финансов център.

## 2. България и еврооблигационният пазар

България е активен участник на международния капиталов пазар като емитент на еврооблигации. Началото на българските еврооблигационните емисии е поставено с емисията на Столична голяма община през май 1999 г.<sup>4</sup> Това е първата поява на български дългови книжа на европейските капиталови пазари, като се изключи трансформираният дълг към банките-кредиторки от Лондонския клуб в брейди-облигации през 1994 г. Предпоставки за успешното пласиране и падежиране на общинските еврооблигации са мащабите на емитента като най-голямата българска община и относително високия ѝ кредитен рейтинг. Емисията на софийските еврооблигации е една от причините за последвалите успешно реализирани емисии на български държавни еврооблигации.

Участието на България като емитент на еврооблигационния пазар е обусловено от необходимостта за реструктуриране на външния дълг и преодоляване на негативния имидж, с който международните инвеститори свързват емитентите на брейди облигации. България емитира няколко пъти еврооблигации до началото на 2016 г. Параметрите на емисиите са представени в таблица 1.

Таблица 1. Показатели на емисиите еврооблигации в България

Година	2001 г.	2012 г.	2014 г.	2015 г.		
Номинална стойност	250 млн. евро	950 млн. евро	1493 млн. евро	1,25 млрд. евро	1 млрд. евро	850 млн. евро
Срок	5 год. и 3 месеца	5 години	10 години	7 години	12 години	20 години
Падеж	1.7.2007 г.	9.07.2017 г.	3.09.2024 г.	26.03.2022 г.	26.03.2027 г.	26.03.2035 г.
Доходност	7,250%	4,436%	3,055%	2,179%	2,732%	3,264%

Източник: Министерство на финансите

Преките ползи от емитирането на първата българска еврооблигационна емисия се изразяват не само в ефекта от увеличението на фискалния резерв, но и в установяването на критерий (*benchmark*) за бъдещо финансиране от международните пазари. С тази емисия е привлечено вниманието на широк кръг външни институционални инвеститори.

Чрез последвалата замяна на значителна част от своите брейди облигации, България се присъединява към наложилата се през последните години сред нововъзникващите пазари и особено сред по-напредналите икономики в преход тенденция към доброволна замяна на реструктуриран в брейди инструменти дълг срещу нови, глобални и евро облигации. По данни на международните финансови институции до края на 2001 г. в резултат на осъществените от много страни трансакции за подобно преоформяне на държавния дълг, обемът на редуцираните в глобален мащаб брейди емисии е почти 40 млрд. щатски долара.

От таблица 1 можем да направим извод, че с течение на времето нараства номиналната стойност на еврооблигациите и намалява тяхната доходност, което отразява както променената финансова пазарна конюнктура, така и подобрените позиции на България като емитент. Увеличението на стойността на емитирания дълг е под влияние и на регистрираните бюджетни дефицити през последните години, падежирането на стар дълг (в т.ч. секюритизиран в еврооблигации) и кризата в банковата система около фалита на Корпоративна търговска банка. Наблюдава се увеличение и в матуритетите на емитираните книжа. В резултат на реализираните емисии от еврооблигации, номинирани в евро, се наблюдава сериозно изменение в структурата на държавния дълг през последните

<sup>4</sup> Цонкова, В. Пазарът на общински облигации в България в процеса на присъединяване към Европейски съюз. Сборник научни трудове от международна научна конференция. Сибиу, Румъния, 2005, с. 19.

години и увеличаване относителния дял на заемите в евро. В таблица 2 се проследява делът, който еврооблигациите заемат в структурата на държавния дълг.

**Таблица 2.** Място на еврооблигациите във външния дълг на България

Година	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Външен дълг	8512,6	8215,7	7295,4	6583,7	5390,9	4688,7	4073,6	3270,2	3289,8	3373,5	3487,6	4444,5	4002,5	7081,7	7889,7
Млн. щ.д / евро	щ.д	щ.д	€	€	€	€	€	€	€	€	€	€	€	€	€
Дял на облигациите в структурата на външния дълг	2,36%	24,85%	24,10%	25,40%	31,60%	33,07%	29,78%	35,90%	32,60%	30,40%	27,90%	37,10%	43,42%	47,12%	48,16%

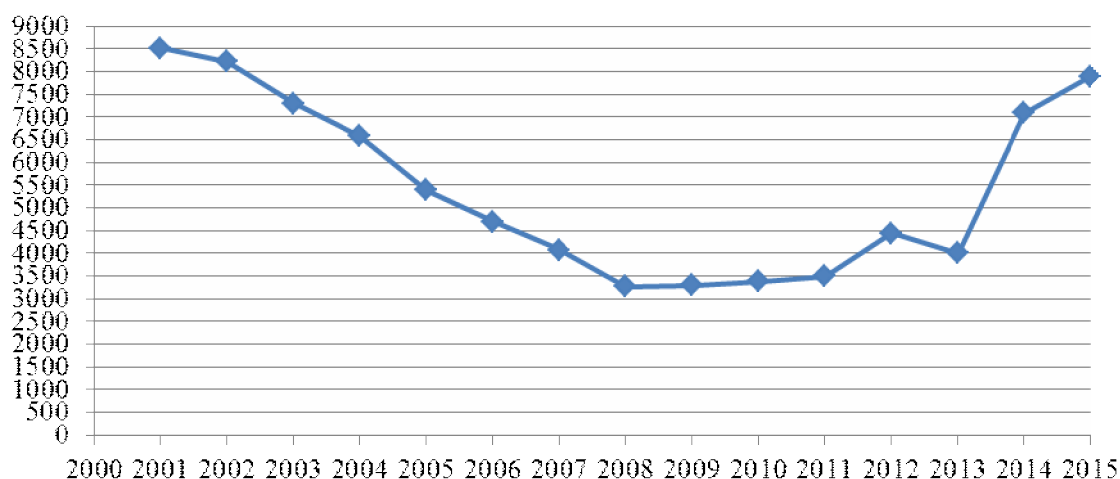
Източник: Министерство на финансите

От таблица 2 е построена графика 1, която онагледява изменението на външния дълг през периода от 2001 г. до 2015 г. От нея става видно, че делът на облигациите в структурата на външния дълг става все по-голям. В структурата на общия държавния дълг делът на държавните ценни книжа е по-голям от този на кредитите, което се дължи на изцяло секюритизирания вътрешен дълг и на статиите от външния дълг, представени от брейди облигациите, новите еврооблигационна и глобални емисии. Процентът на еврооблигациите в структурата на външния дълг от 2001 г. е едва 2,36% като през 2015 г. този дял се равнява на цели 48,16%. Това е малко по-малко от половината от структурата на дълга. Вероятно тенденцията ще се запази и съвсем скоро повече от половината дял ще бъде заеман от облигации.



**Графика 1.** Дял на еврооблигациите в структурата на външния дълг

От таблица 1 следва изводът, че с всяка изминала година външният дълг намалява до 2011 г., след което отново започва да се увеличава. Намалението за периода до 2011 г. е свързано със стремежа към постепенно намаляване на дълговото бреме и повишаването на фискалния резерв. Немалък ефект оказват и операциите по реструктуриране на външния дълг, довели до свиване на номиналния му размер. Динамиката на дълга за периода 2000 – 2015 г. е онагледена на графика 2.



Графика 2. Изменение на външния дълг (2000 – 2015 г.)

Емитирането на еврооблигации води след себе си ново разпределение на външния дълг на България. Преди емитирането на еврооблигации, голяма част от дълга е бил в щатски долари, което се отразява значително върху международните лихвени разплащания от страна на България. След емитирането на еврооблигации се наблюдава съществена разлика в отношението между дяловете в структурата на външния дълг.

В средата на март 2016 г. **Министерството на финансите успешно пласира** двоен транш 7- и 12-годишни облигации на обща стойност 1,994 млрд. евро, който е равностоен и на максимално допустимия размер на новоемитирания външен дълг през 2016 г. – 3,9 млрд. лв. Можем да направим извод, че еврооблигациите запазват своето значение до днес, и в бъдеще те ще осигуряват външното финансиране на България.

Според М. Стоименов „най-голямото постижение на европазара е може би това, че е политически неутрален. Страни, разполагащи с излишък в платежния баланс, могат да инвестират средства на този пазар, без да са изложени на риск от произвола на политиката на една или друга държава.”<sup>5</sup>

Европазарът, чрез ефективното международно финансово посредничество на евробанките, активно способства за разпределение и преразпределение на спестяванията в световен мащаб. От това печелят инвеститори и заемополучатели. Еврокредитите стимулират производството, растежа на БВП и заетостта в страните заемополучатели.

### Заклучение

Европазарът се отличава със специфични механизми на функциониране, със собствени правила на организация, с огромни мащаби и с уникална разнородност на неговите участници. Появил се за първи път в Европа, за кратък исторически отрязък от време той успява да обхване целия свят. Неговото географско разположение е във всички големи финансови центрове в света. България е активен участник на европазара. След емитирането на дълга от началото на 2016 г., транзакция броят на емитираните български облигации на международните капиталови пазари достигна седем.

### ЛИТЕРАТУРА

1. **Масларов, Св.** Международни финанси (избрани лекции). София: Изд. на ВУЗФ, 2010. // **Maslarov, Sv.** Mezhdunarodni finansi (izbrani lektzii). Sofiya: Izdatelstvo na VUZF, 2010.
2. **Стоименов, М.** Международни финанси. София: Тракия – М, 2011. // **Stoimenov, M.** Mezhdunarodni finansi. Sofiya: Trakiya – M, 2011.
3. **Цонкова, В.** Пазарът на общински облигации в България в процеса на присъединяване към Европейски съюз. Сборник научни трудове от международна научна конференция. Сибиу, Румъния, 2005. // **Tsonkova, V.** Pazarat na obshtinski obligatsii v Bulgariya v protsesa na prisaedinyavane kam Evropeyski sayuz. Sbornik nauchni trudove ot mezhdunarodna nauchna konferentsiya. Sibiu, Rumaniya, 2005.
4. Месечен бюлетин „Държавен дълг”, [www.minfin.bg](http://www.minfin.bg) // Mesechen byuletin “Darzhaven dalg”, [www.minfin.bg](http://www.minfin.bg)
5. Интернет източници: [www.investor.bg](http://www.investor.bg) и [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com) // Internet iztochnitsi: [www.investor.bg](http://www.investor.bg) и [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

<sup>5</sup> **Стоименов, М.** Международни финанси. София: Тракия – М, 2011, с. 453.