

СПЕКУЛИРАНЕТО НА ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ

Доц. д-р Стефан Симеонов
Катедра “Финанси”
Стопанска Академия “Д. А. Ценов” - Свищов

Abstract: Speculating on financial markets is as legal as any other market approach (like the wish for capital profit, arbitrage gain or hedging purposes). There are two decisive terms for defining an investment activity as speculation: *Primary condition* consists of the sense of speculative activity - the specific investment motion; *The Second term* reflects the formal side - reflecting in contract specifications. The final one includes three main features: Short term hold position; standard contracts and uncovered positions. The speculations on financial market provide a permanent vaccine from jerky diversion and crash, to the whole market and the system in general.

The term for high liquidity leads up to exchanges - as the most appropriate environment for speculations. Respectively the speculators usually are exchange members. Most of investment instruments, usually called speculative, especially are not essentially such. Despite all that, there is a large number of specific financial instruments expressly created for speculative purposes. Among them outlines the gropes of futures and exotic options.

JEL classification: G1, G2

Keywords: спот цена, срочна цена, цена на упражняване, инвестиционен мотив, инвестиционно поведение, оценка на пазарната конюнктура, инвестиционна стратегия, инвестиционна позиция, откриване на позиция, закриване на позиция, източник на дохода, срочна сделка, срочен инструмент, деривативен инструмент, условна сделка, условен деривативен инструмент

Спекулативната игра привлича голяма част от обществото на борсовите играчи. Спекулирането на финансовите пазари е популярен начин за постигането на бързи доходи, ако инвеститорът е готов да поеме риска от загубите. Определено можем да кажем, че то е противоположен подход на консервативното инвестиране. Всичко това обаче не означава, че спекулирането представлява случайна хазартна дейност. Съществува богато разнообразие от добре развити техники специално за спекулиране. Последните ярко се отличават от рисковото хазартно поведение. В действителност повечето спекулативни техники изискват едновременно висока компетентност и отдаденост на финансовия пазар. Така че, ако искаме да бъдем част от модерното финансово общество, то ние трябва да бъдем добре запознати с атрактивните възможности на спекулативните техники. Не можем да пропуснем обаче и факта, че още има икономисти, мислещи че спекулирането е негативна дейност с отрицателно въздействие върху пазара.

Имайки предвид, че компетентната читателска аудитория има определено разбиране в тази сфера, този коментар има за цел изясняването на следните три главни въпроса:

- ◆ спекулирането във финансите - за и против;
- ◆ характера на спекулативната дейност;
- ◆ същността и разнообразието от спекулативни инструменти.

1. Спекулирането във финансите - ЗА и ПРОТИВ

Впечатлява мисълта за спекулирането на Уошингтън Ървин, изказана още преди столетие и половина¹:

“Спекулирането е романсът на търговията и то отхвърля цялата трезва реалност. То превръща търговеца с акции в магьосник, а борсата в място на вълшебства.”

“Финансови спекуланти” ли са спекулантите на финансовите пазари?

Разбира се тук дискутираме официалното инвестиционно поведение и свързаните с него операции, които отговарят на всички закони и пазарни правила. Така че, спекулирането на финансовите пазари е законно също толкова, колкото всеки друг от четирите фундаментални инвестиционни подхода (извличане на капиталов доход, арбитражиране и хеджиране).

Какво е необходимо за да определим една инвестиция на финансовите пазари като спекулация? Съществуват две задължителни условия, които не следва да бъдат пропускани:

- ◆ *Първото условие* се заключава в смисъла на самото спекулиране - специфичният инвестиционен мотив;
- ◆ *Второто условие* отразява формалната страна - спецификацията на контрактите.

А/ Смисълът на спекулирането е определен от специфичния инвестиционен мотив, който се изразява в търсенето на бърза печалба, извлечена от променливостта в курсовете на пазарните инструменти. На практика спекулантите трескаво “дебнат” за инструменти с голяма пазарна вариация и се опитват да отгатнат посоката на тяхното отклонение. Не трябва да забравяме, че вероятността за точно прогнозиране на финансовите пазари е малка, но заедно с това и наличието на спекулативни стратегии за чието реализиране това не е необходимо. Пазарните играчи не само не забравят рисковата страна на монетата, нещо повече - всяко инвестиционно решение се състои от съпоставката между риска и очакваната доходност. Особеното при спекулирането обаче се съдържа, както в големите стойности на риска, съпроводени с висока доходност, така и с значителния ливъридж ефект (спрямо инвестирания капитал).

Б/ Имайки предвид тези фундаментални мотиви за спекулирането, по-конкретно принципите за спекулирането се изразяват в откриването на непокрити позиции, които лесно могат да бъдат закрити. В изпълнение на това могат да бъдат открити три атрибутивни характеристики, определящи формалната страна на спекулативните сделки.

¹ WASHINGTON IRVING, Wolfert's Roost, 1855.

- а) **Краткосрочно задържане на позицията** - реализирането на спекулативните цели предполага бърза доходност, краткосрочна възвръщаемост. Фактическото придобиване на спекулативния доход изисква бърза промяна на пазарните курсове, след която откритата позиция, може да бъде закрыта;
- б) **Стандартност на контрактите** - контрактите използвани за спекулиране трябва да бъдат търгуеми във всеки момент. Отнесено към финансовите показатели това намира израз във високата ликвидност на контрактите. Гореспоменатото условие, необходимо за закриване на позицията, всъщност представлява обратна сделка, която може да бъде както покупка, така и продажба.
- в) **Непокрити позиции** - чистите спекулативни сделки не включват доставката на базов актив. Повечето от срочните кон-тракти се закриват преди падежа, а други са конструирани специално за реализиране, чрез системата кеш сетълмънт.

На тази основа можем да различаваме ясно спекулативните сделки, знаейки че те са не само официални, но и много популярни.

Имайки предвид казаното до тук, като актуален възниква въпросът: *Какво влияние оказва спекулирането върху финансовите пазари - позитивно или негативно?* В това отношение все още се срещат противоречиви разбирания. И ако някой намира този въпрос за излишен, нека помислим: колко години са били необходими докато средновековното общество приеме факта, че Земята е кръгла и не е център на вселената ..., а колко време ще е необходимо за формирането на представително общество от финансови инвеститори у нас, които да познават финансовите деривати достатъчно добре - за да умеят да ги използват, а не да ги отхвърлят с репликата, че "такова нещо в България няма и скоро няма да има". Дори по отношение на фундаменталния въпрос свързан с тази дискусия, за съжаление, още се намират икономисти защитаващи позицията, че спекулирането на капиталовите пазари влияе негативно върху системата и пазара като цяло. И до колкото тук остава необходимост от изразяването на позиция по този първи въпрос, то отговорът който предлагам е: спекулиращите инвеститори, спекулативната дейност и спекулативните техники имат позитивно влияние за финансовия пазар. Нещо повече, **спекулациите на финансовите пазари осигуряват перманентна ваксина против резки отклонения и кризи за целия пазар и системата като цяло.** Как може да се докаже това "еретично" твърдение? В стремежа си за извличане на печалба от всяко пазарно колебание спекулантите осигуряват по-голямо пазарно търсене, тогава когато текущото е по-ниско от предлагането (спрямо конкретен инструмент), и обратно - допълнително предлагане, когато текущото е по-ниско от търсенето. Резултатът е умерена променливост и осреднени екстремуми. Разбира се, този механизъм не функционира неограничено, но е доста ефективен докато не се проявят очевидни или трайни фундаментални фактори. Така можем да заключим, че спекулирането повишава пазарната ефективност.

2. Кой са спекулантите на финансовите пазари?

Разглеждайки въпроса "Кой са спекулантите на финансовите пазари?" през призмата на инвестиционните мотиви можем да изведем следните главни характеристики:

- ♦ *първо* - спекулантите са хора, имащи достатъчно пари, които могат да бъдат заложени при висок риск;
- ♦ *второ* - те са инвеститори, имащи чувството за бърза печалба;
- ♦ *трето*, но не и на последно място - играчи, познаващи много добре финансовия пазар.

За характеристиката на спекулантите е съществено и определянето на техния статут при участието на финансовите пазари. Като логическо следствие от казаното по-горе се явява фактът, че спекулантите са предимно практикуващи търговци. Същото предполага и възможността им да сключват сделки за собствена сметка. Частта от играчите, спекулиращи не директно - чрез брокери, е изключително малка (тук е и яркият пример с Джордж Сорос). В допълнение и подкрепа на това, директната търговия дава на спекулантите:

- ♦ възможността за незабавна реакция;
- ♦ няма допълнителни транзакционни разходи за брокерски комисиони;
- ♦ способността за усещане реакциите на другите търговци.

Последната характеристика съдържа и причината за продължаващото прилагане на присъствената системата, открито договаряне "open outcry", вместо електронната. В последните години на големите световни деривативни борси е имало не един неуспешен опит в посока на тази естествена еволюция.²

Като резултат от изричната необходимост за висока ликвидност се е наложило и обстоятелството, че най-подходящата среда за провеждането на спекулативните сделки е борсовата организация. Имайки предвид последните два аргумента, е лесно да обясним факта, **че мнозинството от спекулантите имат статута на борсови посредници.**³

Сега можем да погледнем и върху броя на посредниците, разполагащи с описаната възможност. В действителност местата за борсовите посредници са ограничени, като се конкретизира и максималния брой за всяка от техните категории.⁴ В контекста на спекулативните сделки е показателен примерът с членските места на Европейската Опционна Борса - Амстердам⁵ (най-активната и елитна борса за търговия с опции и фючърси на континента), таблица 2.1.

Таблица 2.1

² Това ще бъде коментирано в трети параграф, където фокусът е поставен върху спекулативните инструменти.

³ Тук следва да бъдат ясно разграничени понятията "борсов посредник" - лице опериращо на борсата и "борсов член" - институция, инвестиционен посредник, закупил поне едно място на борсата.

⁴ Всяка от утвърдените световни борси определя лимит за членските си места. Инвеститорите на тези пазари (независимо институционални или индивидуални) имат по-голямо търсене на директно участие в търговията, отколкото са местата на съответните борси. За разлика от тази обичайна ситуация начинаещите борси, като българската, такова ограничение не се налага за сега - нещо повече, съвсем на скоро (края на 2000 г.) БФБ - София въведе изискване за инвестиционните посредници да имат поне едно място.

⁵ REFERENCE BOOK: Contract specification, transaction fees, trading facilities; *Amsterdam - Options & Futures Exchange, June 1996*;

INFORMATION BROCHURE FOR PROSPECTIVE MEMBERS, *Amsterdam - Options & Futures Exchange, 1996*.

| Регистрирани членове на опционната търговия ЕВРОПЕЙСКА ОПЦИОННА БОРСА - АМСТЕРДАМ | | |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|------------------|
| | 31:12 '95 | 31:12 '94 |
| Клиринг членове | 14 | 14 |
| Обикновени брокери | 78 | 81 |
| Обикновени брокери - кореспонденти | 34 | 34 |
| Брокери на пода | 66 | 69 |
| Брокери на пода - специалисти | 2 | 2 |
| Търговци извън пода | 8 | 6 |
| Маркетмейкъри | 242 | 211 |
| Локални посредници | -- | -- |
| всичко | 444 | 417 |

Данните демонстрират ясно доминиращия брой на маркетмейкърите, чиито аналог на фючърсните секции има наименованието "locals". Добре известно е, че тази категория посредници търгуват предимно за собствена сметка. Не е ли това ярко доказателство за толерирането на спекулациите от официалните пазарни (борсови) мениджъри? И това не следва да ни изненадва. Освен това тук отново се потвърждава и стремежът за осигуряване на максимално ликвиден пазар - чрез поддържането едновременно на покупна цена и продажна цена по инструментите, с които търгуват маркетмейкърите.

Тук интерес биха представлявали и доходите на спекулантите. Годишните резултати, декларирани от търговците, имат обичайно следното разпределение:

- 15 % - много успешно;
- 45 % - успешно;
- 10 % - неутрално;
- 30 % - загуба.

Като пример за печалбите на частта от успешите търговци нека се позволим на официалната информация за опционния пазар в САЩ. Данните показани на табл. 2.2 са конкретно за търгуващите с опции върху акции.⁶

Таблица 2.2.

| ПРОЦЕНТ ОТ ТЪРГОВЦИТЕ | ДЕКЛАРИРАНИ ДОХОДИ |
|----------------------------------|---------------------------|
| 9 | до \$25.000 |
| 32 | от \$25.000 до \$49.999 |
| 39 | от \$50.000 до \$99.999 |
| 13 | от \$100.000 до \$199.999 |
| 7 | над \$200.000 |

⁶ Chance D. "OPTIONS & FUTURES" 1991 2nd ed. by The Dryden Press, Virginia Polytechnic Institute and State University.

Цифрите говорят сами, но все пак прави впечатление, че по-голямата част от търговците имат годишен доход над средния, а около една четвърт реализират резултат завиден и за американските стандарти.

Тук нямаме за цел да правим изчерпателна класификация на участниците в търговията според всички възможни признаци, но в контекста на спекулативното поведение интерес би представлявала квалификацията основана на търговския стил. Според последния спекулантите могат да бъдат поставени в три групи, както следва: скалпери, дневни търговци, позиционни търговци.⁷

- ◆ скалпери “scalpers”, буквално купуващи евтино - разчитат на печалбата от най-краткосрочните (до няколко минути) колебания в курсовете и бид-аск спреда;
- ◆ дневни търговци “day traders” - задържат позицията максимум до края на търговския ден. Въпреки по-високата им рискова поносимост (спрямо скалперите), но те не поемат риска от промените през нощта и уикенда.
- ◆ позиционни търговци “position traders” - залагат на способността си да предскажат съществените пазарни тенденции и да извлекат по-голяма печалба, макар и това да изисква седмици, както и вероятността прогнозата да не се реализира.

Следва да се отбележи и това, че трите спекулативни стила не са взаимно изключващи се и един търговец би могъл да приложи едновременно всеки от тях, към различни инструменти.

3. Какви и кои са спекулативните инструменти?

За да дадем отговор на този въпрос, на първо място следва да очертаем разликата и връзката между *финансовите инструменти* и *финансовите техники*. Често могат да се срещнат и двете понятия, употребени без да се прави разлика, но в специализирания език такава съществува. Накратко, **финансовите инструменти** обичайно представляват ценни книжа, финансови активи - налични или не, даващи специфични права, като: право за получаване на дивидент, кулон, лихвено плащане; право за покупка или продажба; собственост; участие в управлението. В противовес на това **финансовите техники** по същество са специфична финансова (обичайно инвестиционна) активност - сделки на капиталовите пазари или комбинации от конкретни инструменти.

Класическата логика на спекулирането се заключава в покупката по ниска цена и продажбата по висока. При това няма значение коя от двете сделки е първа. Обичайният спекулативен подход често включва продажбата на актив който не притежаваме и/или покупката на такъв, който нямаме намерение реално да придобиваме. Това представлява типична спекулативна техника с инструменти, които не са изрично спекулативни. В практиката спекулативните техники са по-популярни, въпреки че разнообразието от спекулативни инструменти е далеч по-голямо.

На второ място следва да бъдат диференцирани специалните спекулативни инструменти от традиционните инвестиционни инструменти (нерядко) ползвани със спекулативна цел. Като отбелязахме в началото, успешната спекулация се приключва за кратък период, реализирането на което изисква изборът на

⁷ Същият източник, стр. 251.

инструмент с голяма променливост. Най популярните инструменти използвани за това са акциите и по-конкретно борсово търгуваните, въпреки че целта за тяхното издаване (формиране, увеличаване на фирмения капитал) не кореспондира със спекулативните мотиви. Заедно с това финансистите често примат дериватите (опции, фючърси, суапи, права и варианти) за спекулативни инструменти. Сериозно основание за това не съвсем коректно разбиране е обстоятелството, че дериватите не носят капиталов доход (което е класическата инвестиционна цел) и напълно се отличават от базовите⁸ - капиталови инструменти. На практика над 95% от опционните и близо 100% от фючърсните сделки се сключват със спекулативна цел. Длъжни сме обаче да подчертаем, че всека от петте категории деривативни инструменти може да се използва за арбитражиране и хеджиране със същия успех, както и за спекулиране. Следователно като цяло дериватите също не са изрично спекулативни инструменти.

През последните три десетилетия на финансовите пазари бяха въведени множество **инструменти, конструирани изрично за реализирането на спекулативни мотиви**. Тук визираме категорията "екзотични опции", като разбира се и фючърсната търговия има изрично спекулативна организация. Още основните елементи от организацията на фючърсната търговия съответстват на изискванията за спекулативните инструменти - стандартизирани контракти имащи организирана вторична борсова търговия. В добавка към това идва и клиринговата система прилагана към тяхната търговия - системата "cash settlement". Същността на последната се изразява в ежедневно изравняване на комулираните печалби и загуби по всички позиции фючърсни позиции. Същото плащане би възникнало ако съответните (всички открити) фючърсни позиции имат падеж всеки ден, спрямо спот курса на затваряне на борсата на базовия инструмент. Единствената разлика е, че тези плащани не са окончателни, а определят размера на поддържащия маржин за всяка конкретна позиция. В резултат от това инвеститорите поддържат ежедневно по сметките си в клиринговата фирма сумата на потенциалната си загуба, както и могат да изтеглят превишението над необходимия размер и да ползват потенциалната печалба като кредит. Всичко това обаче е въпрос на търговска организация, а носителят на тези права и задължения - фючърсният контракт е просто един стандартен безусловен⁹ срочен договор. Така или иначе, търговската организация представлява неразделна част от характеристиките на всеки инструмент.

Логически следва въпросът - има ли и ако да, то кои са спекулативните инструменти, чиито контракти са изградени изрично с такава цел? Отговорът е да, и тук уверено можем да отнесем категорията екзотични опции.

Разглеждайки типовете¹⁰ опции обаче не следва да пренебрегваме спекулативния потенциал на индексните и лихвените опции, при които реална доставка е невъзможна и упражняването винаги е в парична форма. Причината е в базата която както се вижда не представлява актив, а остойностен финансов инструмент, измерител. Следвайки дедуктивната логика, чак тук идват

⁸ Базови - по отношение на дериватите.

⁹ Безусловен - на падежа задължението за изпълнение има еднаква сила за двете страни, за разлика от условните например опциите - при които държателят на дълга позиция има правото на избор относно изпълнението, съответно късата позиция е носител на потенциално задължение.

¹⁰ Категорията "тип" опция има конкретно значение - определя видът на базовия инструмент на опцията (напр. валутна, акционна, стокова и т.н.).

екзотичните опции¹¹, които представляват модифициране на стандартните клаузи в контрактите на традиционните типове опции. В опционната индустрия през последните две десетилетия се развива именно в мултиизмерните направления за модифициране на опционните договори. Някои от тези видове са познати на българските инвеститори и са били частично коментирани в други публикации, тук ще си позволим само част от тяхната систематика и главни принципи на конструиране.¹² Съществуват три главни направления в конструирането на екзотичните опционни договори, към всеки от които се отнасят съответните разновидности, както следва:

- ◆ модифициране на стандартните клаузи, за паричните потоци - в това число: изборни, форуърд-старт, бермудски, двоични, за замяна, условни, отложени;
- ◆ опции зависими от спот курса на базовия актив за целия период на опцията (барьер, ретроспективни, азиатски, на повикване, стъпаловидни, затворени);
- ◆ опции зависими от два или повече актива (квантови, спредопции, опции-кошници, опции по дъгата).

В заключение можем да формулираме два основни извода:

1. Спекулирането представлява официална инвестиционна активност, която има позитивен ефект върху финансовия пазар.
2. Повечето от инвестиционните инструменти, обичайно определяни като спекулативни по същество не са само такива, а са носители на спекулативен потенциал. Независимо от тях съществува богата палитра от инструменти конструирани изрично за спекулативни цели.

¹¹ Понятието "екзотични опции" - се налага в началото на осемдесетте години с две последователни публикации на Mark Rubinstain във финансовото списание "Risk".

¹² За подробната класификация и коментар на екзотичните опции виж Стефан Симеонов, Опциите - договори, пазари, оценяване и стратегии. АБАГАР - В. Търново, 1999.

СПЕЦИАЛИЗИРАНИ ПОНЯТИЯ¹³

1. **Арбитраж** “arbitrage” - инвестиционен подход извличащ напълно безрисков доход от моментните разлики в курсовете на свързани пазарни инструменти или на различни пазари.
2. **Бид-аск спред** “bid-ask spread” – разликата между курс “купува” и курс “продава”, определени от маркетмейкърите.
3. **Дневни търговци** “day traders” - задържат позицията “максимум до края на търговския ден. Въпреки по-високата им рискова поносимост спрямо скалперите, те не поемат риска от промените през нощта и уикенда.
4. **Кол опция** “call option” (опция за покупка) - условен дериват, даващ право на притежателя да закупи определен базов актив до или на определена дата по определена цена.
5. **Позиционни търговци** “position traders” – спекуланти, които залагат на способността си да предскажат съществените пазарни тенденции и да извлекат по-голяма печалба, макар и това да изисква седмици, което съдържа по-висок риск прогнозата да не се реализира.
6. **Пут опция** “put option” (опция за продажба) - условен дериват, даващ право на притежателя да продаде определен базов актив до или на определена дата по определена цена.
7. **Скалпери** “scalpers”, буквално купуващи евтино – спекуланти, които разчитат на печалбата от най-краткосрочните (до няколко минути) колебания в курсовете и бид-аск спреда.
8. **Спекулиране** “speculating” - извличане на доход от краткосрочните промени в пазарните курсове.
9. **Суап** “swap” – деривативен инструмент, включващ права и задължения за неколкостепенни насрещни плащания основани на промените в лихвените проценти и/или валутните курсове.
10. **Фючърс** “futures” - срочен деривативен безусловен инструмент, носител на право и задължение за покупка или продажба на базов актив на определена дата по определена цена.
11. **Хеджиране** “hedging” - защита от финансов риск, чрез прехвърлянето на инструмента от един пазарен агент на друг, извършва се най-често чрез срочни сделки и инструменти.

¹³ За повече подробности виж С. Симеонов, “Опциите - контракти, пазари, оценяване и стратегии”, АБАГАР, В. Търново, 1999. Речник на специализираните понятия стр. 331-348.