

## ТЕНДЕНЦИИ НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР В ГЪРЦИЯ ПРЕДИ И СЛЕД КРИЗАТА С ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ

*Направен е кратък обзор на институционалната инфраструктура (техническа и нормативна) на капиталовия пазар в Гърция. Разгледани са тенденциите в цените на активите в сравнение с развитите и развиващите се пазари, като е показана степента на влияние на международните и на вътрешните фактори върху динамиката на гръцкия пазар. Посочени са тенденциите в обемите на търговията и капитализацията на пазара и са анализирани възможностите му да акумулира финансов ресурс за фирмите.*

*JEL: G01; G15; G23*

### Въведение

Излизането на гръцката икономика от състоянието на рецесия и преминаването ѝ към устойчив икономически растеж предполага освен всичко друго и пълноценно и ефективно функциониране на капиталовия пазар. Без да е на лице това не може да се осигури достатъчно финансиране на гръцките фирми и да се стимулират спестяванията и инвестициите.

В състояние ли е обаче сега гръцкият капиталов пазар да изпълни такава задача? Какви са тенденциите, които се развиват в него през последните години след проявленията на международната финасова криза и особено след настъпването на дълговата криза в страната? Как могат да се впишат тези тенденции в усилията за възстановяване на гръцката икономика? За да се даде отговор на тези въпроси, в изследването са анализирани множество данни, описващи както институционалното развитие на капиталовия пазар, така и неговата търговска динамика – цени, обеми на търговия, капитализация, набиране на капитал, за периода 1991-2014 г. Анализът показва, че след разразяването на кризата на държавния дълг пазарът губи характеристиките на развит пазар и е с нарушена функционалност – той не предоставя сериозна алтернатива за спестяване и инвестиране, както и възможности за набиране на капитал. Всичко това пречи на финансирането на фирмите, съответно на инвестициите, както и на възстановяването на потреблението и на икономиката

---

<sup>1</sup> Василики Баздекиду е докторант в Института за икономически изследвания при БАН, e-mail: villy\_sms@yahoo.gr.

## **1. Институционална инфраструктура**

Атинската фондова борса (ASE) е създадена през септември 1876 г. като саморегулираща се обществена институция. През 1995 г. борсата е преобразувана в акционерно дружество Athens Stock Exchange SA. През март 2000 г. е основано холдинговото дружество Hellenic Exchanges Holding SA (HELEX) като дружество-майка на Athens Stock Exchange SA, което на 21 август 2000 г. е регистрирано за търговия на Основния пазар (Main Market) на Атинската борса. През 2002 г. ASE и ADEX (Атинската борса за деривативни инструменти) се сливат и формират ATHEX.

Оттогава насам HELEX се стреми да разширява непрестанно географски предлаганите услуги и да подобрява технически дейността си. Групата е подписала меморандуми за разбирателство с няколко сходни институции – борсите в Черна гора, Ню-Йорк, Кипър, Македония и Белград. Взаимното предоставяне на ноу-хау им за цел атинският капиталов пазар да остане конкурентоспособен на фона на бързо развиващата се глобална индустрия, задвижвана от сливания и технологични иновации.

ATHEX е активен член на Световната федерация на борсите (WFE), на Федерацията на Европейските фондови борси (FESE), на европейския институт за капиталови пазари (ECMI), на Асоциацията на международните пазари за опции (IOMA) и на Европейския комитет на борсите за опции и фючърси. (ECOFEX). Атинската борса е асоцииран член и на Международната организация на комисиите по ценни книжа (IOSCO). Чрез тези институции Атинската борса следи развитието на съответното законодателство на ЕС и участва в инициативи, насочени към интегриране на капиталовите пазари.

Търговията на Атинската борса е с дематериализирани финасови инструменти, като процесът на дематериализация е завършен в края на 1999 г. Клирингът и сетълментът на транзакциите се извършват от Централен депозитар на финасовите инструменти (ЦДФИ). От 2006 г. тази институция е дъщерна в холдинга HELEX и единствено тя е отговорна за сетълмент и клиринг на операциите, както и за подържането на регистрите с дематериализирани финасови инструменти. За да може да търгува, всеки инвеститор трябва да открие дематериализирана сметка в Системата за дематериализирани финасови инструменти (SAT) чрез един или няколко членове на борсата или чрез банки-попечители, които са членове на Системата и са оторизирани да работят с нея.

Процедурата на клиринг има четири фази:

- нотификация на ЦДФИ от страна на Борсата за сключени сделки по време на съответната сесия;
- нотификация от страна на оператора на SAT за вида и броя на финансовите инструменти, които ще бъдат дебитирани от и кредитирани по сметката съответно на продавача и купувача;
- блокиране на съответните инструменти;

- прехвърляне на финансовите инструменти от сметката на продавача в сметката на купувача по системата “доставка срещу плащане” на многостранна основа.<sup>2</sup> Сетълментът и клирингът завършват на третия ден, след като сделката е сключена – т.нар. сетълмент на (t+3).<sup>3</sup>

Според гръцкия закон инвеститорите не могат да продават финансови инструменти, които не притежават, т.е. за които имат сключена сделка, но са още в процес на сетълмент. Единствено изключение може да се направи, ако се следват правилата за къси продажби.

Пасивите на инвестиционните посредници, които произлизат от търговската им дейност на Атинската борса, са защитени в размер до 30,000 EUR от гаранционен фонд (Athens Exchange Member Guarantee Fund), който се попълва от всички членове на борсата и се управлява като самостоятелно юридическо лице. Друг фонд (Supplementary Clearing Fund) покрива пасиви на инвестиционните посредници, прехвърлили нареждания за търговия в резултат от закъснял клиринг поради недоставени или неплатени финансови инструменти. Този фонд се управлява и попечителства от HELEX.

Инфраструктурата на капиталовия пазар се допълва от Гръцката комисия за капиталовия пазар (Hellenic Capital Market Commission, HСМС), която е компетентният орган, регулиращ капиталовия пазар в съответствие с приетите закони на местно и европейско ниво. Тя е на самостоятелен бюджет, който се финансира от поднадзорните лица – инвестиционни фирми, управляващи дружества, дружества, инвестиращи в недвижима собственост, инвестиционни посредници, емитенти на финансови инструменти.

До 2000 г. в Гърция няма закони, които да регулират корпоративното управление в контекста на капиталовия пазар. От 1999 г. има доброволен Кодекс за корпоративно управление, а от 2000 г. HСМС въвежда задължителен Кодекс на поведението на компаниите, регистрирани на Атинската фондова борса. Впоследствие през 2003 г. се приема и закон, регулиращ корпоративното управление, в който се въвеждат сакции за неспазване на регулациите в тази сфера.

Направеният преглед показва, че са налице всички необходими елементи на пазарната инфраструктура, характеризиращи съвременните тенденции и изисквания – високоорганизиран пазар, концентрация на търговията, дематериализация на финансовите инструменти, депозитарна институция, гаранционни фондове, регулаторни органи, хармонизирано с ЕС законодателство, изисквания относно корпоративното управление. Тези факти дават основание да се заключи, че гръцкият капиталов пазар е във висока степен завършен организационно и технологично. Това обаче е само едната страна на нещата. Другата страна е функционалността на пазара, т.е. доколко той може да изпълнява предназначението си по отношение на мобилизирането на капитал за фирмите, по отношение на спестяванията и инвестициите. За тази цел е необходимо да се разгледат тенденциите в цените,

---

<sup>2</sup> Допуска се и сетълмент на двустранна основа при блокови сделки.

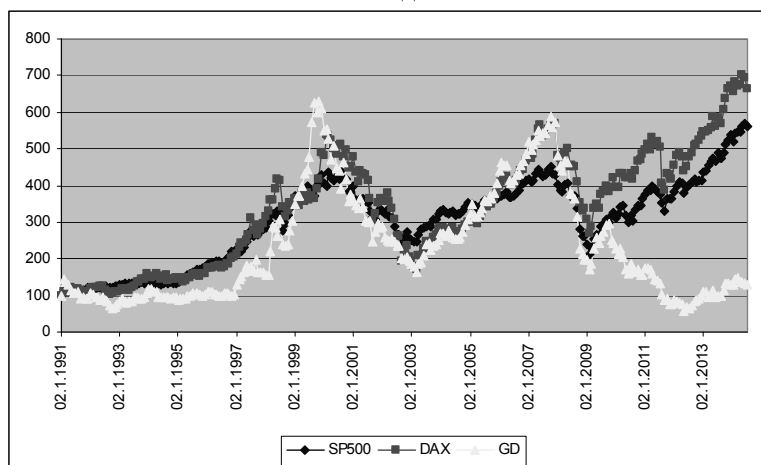
<sup>3</sup> При блоковите сделки периодът на сетълмент може и да е по-кратък.

търговията, първичното предлагане на емисии от акции и размера на набирания чрез борсата капитал.

## 2. Ценови тенденции – Гърция на фона на развитите пазари

На фиг. 1 е изобразена графика на борсовия индекс GD<sup>4</sup> през периода 01.1990 – 06.2014 г., за който има относително дълга поредица от данни и който се смята за репрезентативен за тенденциите на пазара.<sup>5</sup> За целите на сравнението са представени също и графиките на борсовите индекси SP500 (репрезентативен за Ню-Йоркската фондова борса) и DAX (репрезентативен за Франкфуртската фондова борса). Тъй като към началото на 1990 г. индексите имат различни стойности, те са съответно нормирани към 100, за да има сравнимост на реализираните възвръщаемости в рамките на разглеждания период.

Фигура 1  
Динамика на борсовите индекси SP500, DAX, GD за периода 01.1990 – 06.2014, месечни данни\*



\* Нормирани към началото месечни данни, стойност при затваряне, коригирана за дивиденди и сплитове.

Източник: NYSE, FWB, ASE.

Проследяването на динамиката на представените индекси води до определени изводи. Преди всичко цените на борсата в Атина имат много ясно изразен циклически характер – оформени са следните периоди:

<sup>4</sup> Точното наименование на индекса е Athex Composite Share Price Index (Атински композитен индекс на цените на акциите).

<sup>5</sup> Индексът стартира на 31.12.1980 г. при база 100 и отразява измененията в цените на акциите на компании, които имат голяма капитализация. Включва 60 емисии.

- от началото на 1990 до края на 1997 г.;
- от началото на 1998 до края на 1999 г.;
- от началото на 2000 до първото тримесечие на 2003 г.;
- от второто тримесечие на 2003 до края на 2007 г.;
- от началото 2008 до средата на 2012 г.;
- от средата на 2012 г. досега.

Освен това се вижда, че в определени периоди цените на Атинската борса имат сходно поведение с тези на международните борси, но това невинаги е така. Какви са движещите сили, които стоят зад показаните тенденции на цените?

В началото на 90-те години на миналия век по отношение на Атинската борса се наблюдава застой – цените флукуират и не оформят възходяща тенденция, изставайки от динамиката на развитите международни капиталови пазари. В края на този период обаче следва бурно покачване на цените – индексът нараства почти шест пъти до края на 2000 г. и не само достига, но и задминава индексите на развитите пазари. Това е естествено, защото гръцкият капиталов пазар по онова време е развиващ се, а от такива пазари се очаква да имат по-големи флукуации, да показват по-резки изменения в цените, съответно да са по-рискови и в някои случаи да имат по-голяма възвръщаемост.

90-те години, особено втората им половина, са период на растеж на международната икономика, на отваряне на бившите социалистически икономики към международното стопанство и същевременно период на навлизане на “новата икономика” чрез интернет-технологиите и телекомуникациите. Всичко това води до много оптимистични очаквания на инвеститорите за икономическото развитие, което се отразява позитивно на капиталовите пазари. В края на периода обаче свръх очакванията за технологичните компании водят до тяхното надценяване и оформят т.нар. балон.

Посочените фактори имат своето значение за гръцкия пазар, но същевременно техният ефект на местна почва се допълва и от вътрешни фактори. В края на 90-те години растежът на гръцкия пазар е захранван от благоприятната международно среда, но и от цикли на прекалено оптимистични вътрешни очаквания и спекулативни настроения, които стимулират много фирми да се възползват от благоприятните условия за набиране на капитал. Водени от тази вълна, на пазара масово навлизат нови индивидуални и институционални инвеститори, основно чрез първични емисии на малки и средни предприятия, което повишава цените и ликвидността на пазара. Тази динамика обяснява по-силния растеж на гръцкия пазар през този период в сравнение с развитите пазари и големия разрыв между пазарните цени и фундаменталната стойност на акциите, обоснована от активите и бизнеса на компаниите.

През 2000 г. започва масов спад на капиталовите пазари – и на международните, и на гръцкия. При международните пазари това се дължи основно на “спукването на

балона” на технологичните акции и покачването на цената на петрола, докато спадът на гръцкия пазар е предизвикан както от общите негативни настроения на международната среда, така и от вътрешни фактори. Политическата нестабилност в година на избори, преминаването на националната валута от драхмата към еврото, отслабването на еврото спрямо долара са факторите, които засилват негативните тенденции от международните пазари и водят до понижаване на борсовия индекс с 38.8%, което е най-голямото намаление за последните 20 години.

През 2001 г. силно въздействие върху международните капиталови пазари оказват две събития. Първо, през септември е извършена най-голямата терористична атака в историята – разрушени са сградите на Световния търговски център в Ню Йорк и на Пентагона във Вашингтон. При нападението има хиляди жертви и извън политическите си последици в икономически план то води до създаване на атмосфера на несигурност, повишаване на риска и песимистични очаквания. В резултат инвеститорите реагират с бягство към по-безрискови активи.

Макар и важно, това събитие има повече или по-малко еднократен, преходен ефект. По-съществено и по-трайно влияние върху капиталовите пазари оказва т.нар. афера Енрон, която изважда на повърхността съществени проблеми на корпоративното управление на американския капиталов пазар като липса на прозрачност и заблуждаване на инвеститорите. Тя довежда до банкрут “Enron Corporation” и до разформироването поради пълна загуба на клиенти на свързаната с нея “Arthur Andersen” – една от петте големи одиторски компании в света. Скоро след това подобни практики са разкрити и в други публични компании и следват фалитите на “WorldCom” и “Tyco International”. Тези събития се превръщат в символ на съвременните корпоративни престъпления и предизвикват вълна от недоверие към капиталовите пазари, влошаване на инвестиционния им климат и оттегляне на инвеститори. От това последва значителен и продължителен спад на цените на акциите както на развитите, така и на нововъзникващите (развиващи се) пазари. Тази негативна тенденция продължава до средата на 2003 г. и е преодоляна чак след предприемането на значителни регулативни мерки за повишаване на достоверността на финансовите отчети на публичните компании (Ayala, Iburguen, 2006). Най-напред това се случва с приемането на закона Sarbanes-Oxley, с който се въвеждат сериозни наказания при унищожаване, фалшифициране и фабрикуване на отчети, както и при опити за измама на инвеститорите. Повишава се и отговорността за одиторските фирми, които трябва да са независими от техните клиенти (Cohen, Aiyasha and Lys, 2005, p. 5). Впоследствие сходни мерки са предприети и на всички основни международни капиталови пазари.

В крайна сметка през периода 2000-2002 г. инвеститорите губят интерес към риска, пренасочват се към нискорискови и безрискови активи, както и към хеджиращи стратегии, което води до свиване на капиталовите потоци към развиващите се пазари. Натрупва се кумулативна загуба, която е най-голямата от времето на Великата депресия.

От средата на 2003 г. започва възстановяване на пазарите – както на гръцкия, така и на международните (развити и развиващи се). Нестабилността, свързана с кратката война в Ирак, е преодоляна, нови регулации адресират проблемите на

корпоративното управление, а инвеститорите подновяват интереса си към рисковите активи, стимулирани от политиката на ЕЦБ за стабилизация и постепенно намаляване на лихвите.

Специално за гръцкия пазар през 2003-2004 г. допълнително стимулиращо влияние оказва и провеждането на Олимпийските игри, свързано с бум на строителството, транспорта и туризма. Много компании, търгувани на борсата, регистрират високи печалби, ликвидността се повишава, обемите на търговия също. В резултат от това нарастват цените на акциите и пазарната капитализация.

До края на 2007 г. и на международните, и на гръцкия пазар се наблюдава повишаване на инвестиционната активност, формиране на позитивен климат, оптимистична нагласа на инвеститорите (т.нар. бичи настроения), водещи до понататъшна растяща динамика на пазарните индекси.

През последните месеци на 2007 г. в международен план започва да се чувства влиянието на влошаващите се условия на американския пазар на секюритизирани ипотечни кредити. След фалита на четвъртата по големина инвестиционна банка "Лиийман Бродърс" се формират очаквания за големи загуби на глобалните инвестиционни банки, а оттам и за спадане на цените на финансовите активи. Следва рязко понижаване на доверието и междубанковите пазари на практика изпадат в застой.

Началото на 2008 г. става и начало на глобална финансова криза, довела до промяна на поведението на инвеститорите, до замразяване на кредитирането и до фалити на много финансови институции. Постепенно кризата се пренася и в реалния сектор поради слабостта на банките и прекъсването на кредитните потоци.

Събитията на международните пазари се отразяват и върху гръцкия капиталов пазар. Последниците са рязко намаление на цените, намалени обеми на търговия, никакви нови емисии за първично публично предлагане. Финансовите резултати на компаниите, търгувани на Атинската борса (и особено на банките), се влошават, а пазарният индекс бележи спад от 65.5%!

През 2009 г. международните и гръцкият пазар се възстановяват частично след шокиращата криза от 2008 г. След масовите интервенции на правителствата паричните и облигационните пазари постепенно се стабилизират. Това предизвиква известно възстановяване на интереса към пазарите на акции и съответно покачване на пазарните индекси.

До този момент гръцкият капиталов пазар проявява тенденцията да следва международните. Видимо е, че съществува висока степен на корелация между тях. И макар че вътрешни събития и условия безспорно оказват влияние върху развитието на гръцкия пазар, все пак динамиката му се определя основно от тази на международните пазари.

След началото на 2010 г. обаче тази тенденция е прекъсната. Международните пазари продължават да се възстановяват от кризата, докато гръцкият започва да потъва. От една страна, реалният сектор на гръцката икономика се оказва

недостатъчно конкурентоспособен и не е в състояние да преодолее кризата, която се пренася от банковата система (Dalakoglou, 2012). Дори най-важните сектори за гръцката икономика – туризмът и морският транспорт, изпадат в рецесия. От друга страна, започват да се проявяват проблемите на суверенния дълг на страната. Това е общ проблем за “периферията на ЕС”, но в Гърция той е особено остър.

По същество кризата на държавния дълг в страната е следствие от структурни проблеми на икономиката, дълго натрупвани бюджетни дефицити и високо съотношение публичен дълг/БВП, изискващо големи лихвени плащания (Higgins, Klitgaard, 2011). Капиталовият пазар само реагира на новата криза и показва отношението на инвеститорите.

Още в края на 2009 г. опасенията за криза на суверенния дълг се осъществяват, след като стават публично известни реалните данни за нивото на държавния дълг. В резултат от това у инвеститорите се формират съмнения за възможността на Гърция да погасява държавния си дълг и съответно се поражда криза на доверието, резултирала в разширяването на спредовете между доходността на гръцките облигации в сравнение с тези на други страни в Еврорезоната (Matlock, 2010). Същото се вижда и от покачването на цените на рисковите застраховки, т.нар. суапове на кредитен риск.

В началото на 2010 г. Министерството на финансите идентифицира петте основни причини, поради които икономическите резултати за 2009 г. са много под очакваните (Greek Ministry of Finance, January 2010):

- ниски темпове на икономически растеж поради слаба конкурентоспособност и голяма бюрокрация;
- голям фискален дисбаланс между приходи и разходи (за периода 2004-2009 г. БВП в номинално изражение се повишава с 40%, докато държавните разходи се увеличават с 87%);
- неустойчиво високи нива на държавния дълг;
- слаба система на фискален контрол върху частния и върху държавния сектор;
- недостоверност на статистическите данни.

През април 2010 г. става известно, че на базата на тримесечните данни страната е изпаднала в рецесия, което заедно с неизвестните доскоро преди това данни за голям бюджетен дефицит и високо дългово съотношение<sup>6</sup> (146% от БВП) дават основание на агенциите за кредитен рейтинг да свалят рейтинга на гръцките държавни облигации до категория, която е извън инвестиционния клас. Съответно гръцките облигации стават толкова рискови за инвеститорите, че на практика частните капиталови пазари се затварят като източник на финансиране за страната и така от гледна точка на капиталовия пазар започва дълговата криза.

---

<sup>6</sup> Допреди това за широката публика, вкл. и за инвеститорите, действителните данни за гръцкия дълг са били завоалирани чрез сложна схема, използваща деривативни финансови инструменти.



През май 2010 г. Екофин<sup>7</sup> одобрява пакет от 750 млрд. EUR за EFSF с цел стабилизиране на държавите от Еврозоната, а за Гърция европейската комисия, европейската централна банка и Международният валутен фонд (т.нар. тройка) одобряват финансова помощ от 110 млрд. EUR и отписване на част от държавния дълг срещу въвеждане на строги фискални мерки.<sup>8</sup> Загубите на банките от държавни облигации, спирането на кредитирането и намаляването на държавните разходи пораждаят очаквания за дълбока и продължителна рецесия, което се отразява върху капиталовия пазар чрез намалена активност и съществен спад на индекса от 35.6% в годишно изражение.

През 2010 г. развитите международни пазари продължават да се възстановяват в резултат от усилията на много правителства за преодоляване на кризата, както и заради силно намалените лихви. В същото време рецесията в Гърция продължава да се задълбочава, което води и до засилване на негативните тенденции на капиталовия пазар – индексът намалява с нови 51.9% за годината.

Отрицателният тренд на гръцкия пазар е преустановен едва в средата на 2012 г., когато пазарът отбелязва дъно. До средата на 2014 г. тенденцията е към нарастване, макар и да е относително слаба на фона на развитите пазари и да е съпроводена с определени колебания. Обръщането на тренда е в резултат от предприетите структурни мерки на икономическата политика, постепенната стабилизация на икономиката и продължаващата подкрепа на международните институции – ЕС, ЕЦБ, МФВ. Тройката съставя и приема втора спасителна програма (по същество продължение на първата), чрез която гръцката държава получава периодични трансове до края на 2014 г. на обща стойност 240 млрд. EUR. Извън това, през 2015 и 2016 г. МВФ ще отпусне допълнителни заеми за 8.2 млрд. EUR. След тази подкрепа и след реструктурирането и рекапитализацията на банките постепенно се формират очаквания, че Гърция ще преодолее кризата на суверенния дълг и реалният сектор ще успее да се възстанови. Постигнатите структурен бюджетен излишък и реален ръст на БВП през 2014 г., както и подобрените прогнози за намаляване на безработицата през 2015 г. дават възможност на правителството през 2014 г. да излезе отново на частните капиталови пазари и да пласира първата след кризата емисия от облигации, за да попълни допълнителните нужди от финасиране на бюджета (European Commission, 2014).

Разглеждайки целия период се вижда, че развитите пазари преодоляват както кризата на корпоративното управление и на технологичните “дот ком” компании, така и голямата финансовата криза от 2008 г. Пазарите се възстановяват и днес са надраснали пиковите си стойности от преди тези две кризи. Положението на гръцкия капиталов пазар обаче е коренно различно. При него след 2010 г. вътрешните фактори започват да доминират над международните. Определящи са вътрешната криза на държавния дълг, слабостите на финансовия сектор и недостатъчната конкурентоспособност на реалния сектор. Макар след 2012 г. да се наблюдава слабо възстановяване,

---

<sup>7</sup> Съвет на министрите на икономиката и финансите на страните от ЕС.

<sup>8</sup> Относно противоречивите аспекти на това споразумение вж. Janssen, 2010.

стойностите на пазарния индекс към средата на 2014 г. са далеч под тези от преди кризата с гръцкия дълг и възстановяването е все още твърде крехко.<sup>9</sup>

Общият индекс на капиталовия пазар представлява осреднените тенденции за пазара като цяло. Реакцията на пазара за отделните сектори може да бъде проследена чрез изменението на различните секторни индекси. Показателни в това отношение са графиките от Приложение 1, които изобразяват измененията на пазарните индекси на основни сектори на гръцката икономика през периода от началото на 2006 г. до средата на 2014 г. и дават добра представа за реакцията на пазарите на двете кризи. От тях се вижда, че макар основните тенденции, описвани от общия индекс, да се очертават и на секторно ниво, все пак има и някои специфики в отделните отрасли.

Отрасъл “Телекомуникации” се развива подобно на средната тенденция за пазара до 2012 г., но след това неговото възстановяване е значително по-бързо от средното за пазара. През 2014 г. той достига стойността си от преди кризата с държавния дълг, т.е. явно инвеститорите имат значително по-големи очаквания за този сектор и виждат в него по-добри перспективи в сравнение с другите сектори на гръцката икономика.

Отрасъл “Петрол и газ” показва по-малки флукуации от средното за пазара – неговите повишения са по-скромни, а спадовете са по-плитки в сравнение с общия индекс. Възстановяването му след дълговата криза е малко по-добро от средното за пазара, т.е. през разглеждания период секторът е бил по-малко рисков за инвеститорите и не е пострадал в такава степен от кризата с гръцкия дълг, както останалите сектори.

Най-малко засегнат от кризата с държавния дълг е отрасъл “Храни и напитки”. Докато стойността на активите в другите отрасли спада значително, при него, макар и с известни флукуации, цените се задържат. През 2013 и 2014 г. индексът на този отрасъл е напълно възстановен от кризата с дълга и стойността му превишава тази, която е имал преди кризата.

Съвсем естествено в най-неблагоприятно положение е банковият сектор – стойността на банковите акции системно спада през почти целия период. Той понася най-големи удари най-напред от международната финасова криза, а след това и от кризата с държавния дълг. След първата криза има възстановяване, подобно на цялата икономика, но след втората положението става неспасяемо. Банките понасят огромни загуби от редуцията на държавния дълг и от лоши кредити в условията на рецесия (Pasiouras, 2012). В резултат от януари 2006 г. до юни 2014 г. банковият индекс спада с цели 97.6% и няма каквото и да било възстановяване.

Данните за секторния индекс “Застраховане” показват, че инвеститорите там реагират по-силно при първата криза – от 2008 г. Спадът на цените на акциите в този сектор започва изпреварващо в сравнение с икономиката като цяло. Докато общият индекс започва да спада от началото на 2008 г., намалението в сектор “Застраховане”

---

<sup>9</sup> За повече подробности за състоянието на гръцката икономика след кризата вж. Dalakoglou, 2014.

е още от началото на 2007 г. Явно инвеститорите в акции на небанкови финансови институции са имали вече негативни очаквания, формирани още в началото на 2007 г. Спадът на този сектор бележи дъно в началото на 2009 г. и след това се задържа на относително ниско равнище, като флукутира, без да очертава определен тренд. Погледнато по-дългосрочно, за целия период спадът на сектора е подобен на средния за останалите сектори на пазара.

### 3. Ценови тенденции – Гърция на фона на развиващите се пазари

Направеният тук анализ показва рязко разкачване на гръцкия капиталов пазар от развитите международни пазари по време и след кризата с гръцкия дълг. Развитите пазари бързо преодоляват дълговата криза и тя не оказва голямо отражение върху тях, което показва, че доверието в развитите икономики, които не са засегнати от кризата, по това време остава относително голямо. Дълговата криза обаче засяга не само Гърция, а и други страни от периферията на ЕС. Затова е важно да се види каква е реакцията на по-малките и развиващите се пазари, както и на тези, които подобно на Гърция изпитват в по-голяма или по-малка степен дългова криза на суверенния си дълг.

На фиг. 2 е представен борсовият индекс на Атинската борса (GD), сравнен с един<sup>10</sup> от глобалните индекси на развиващите се пазари (MSCI Emerging Markets Index<sup>11</sup>) и с индекса на Българската фондова борса – София (SOFIX).

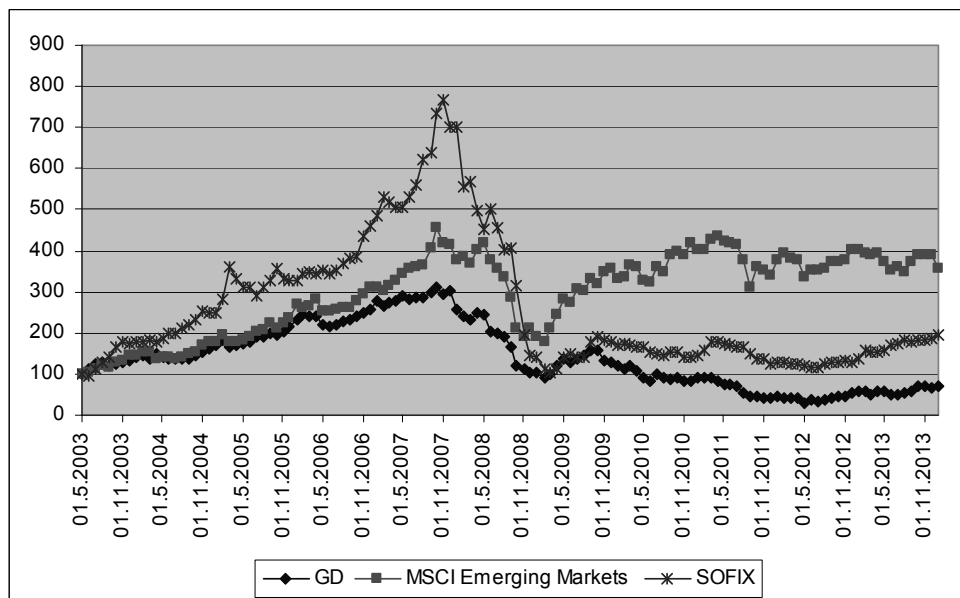
Показана е реакцията на пазарите на финансовата криза, започнала от развитите пазари в края на 2007 г. Също както тях, развиващите се пазари, а и този в България, изпитват сътресения, породени от формираните негативни настроения и изтеглянето на международните инвеститори. Спадът е дълбок и повсеместен, като за българския пазар той е особено драматичен, което може да се обясни с относително по-малкия му размер (и съответно възможности за по-големи и по-резки флукутации), както и с относително по-слабата база от институционални и индивидуални инвеститори.

---

<sup>10</sup> Има три основни индекса, които предоставят данни за развиващите се пазари. Това са MSCI Emerging Markets Index, ING-Bearings Emerging Markets Indexes (BEMI) и индексът на международната финансова корпорация (IFC). Bekaert, Erb, Harvey, Viskanta (1997) представят детайлизиран анализ на тези индекси и стигат да заключението, че с някои малки изключения те са много сходни. Средната корелация между MSCI и IFC е 95%, а корелацията на индексите BEMI с MSCI и IFC е съответно 96 и 95%.

<sup>11</sup> Този индекс е създаден от “Морган Стенли кепитъл интернешънъл” с цел да следи ценовите тенденции на развиващите се пазари в глобален план. Той е коригиран за количеството на акции в свободно обръщение и се състои от подиндекси на 24 развиващи се икономики, репрезентативни за тази група страни – Бразилия, Чили, Китай, Колумбия, Чехия, Египет, Унгария, Индия, Индонезия, Корея, Малайзия, Мексико, Мароко, Перу, Филипините, Полша, Русия, Южна Африка, Тайван, Тайланд, Турция, Гърция, Катар, ОАЕ.

Фигура 2  
Динамика на борсовите индекси GD, MSCI, SOFIX за периода 05.2003 – 12.2013 г.,  
месечни данни\*



\* Нормирани към началото месечни данни, стойност при затваряне, коригирана за дивиденди и сплитове.

Източник: ASE, MSCI, БФБ.

Вижда се също и периодът на преодоляване на кризата – през 2009 г. пазарите започват възстановяване и индексите нарастват. Докато при развиващите се пазари обаче възстановяването продължава и след 2010 г., гръцкият пазар попада в дълговата криза. Тази втора криза не повлиява върху развиващите се пазари, но срива напълно гръцкия. През 2011 г. развиващите се пазари се възстановяват изцяло и достигат нивата от преди финансовата криза от 2007-2008 г., които се задържат с малки флуктуации до края на 2013 г. В същото време до средата на 2012 г. гръцкият пазар продължава да потъва, когато започват първите признаци на съживяване, но в края на 2013 г. все още остава много далеч под предкризисните си нива.

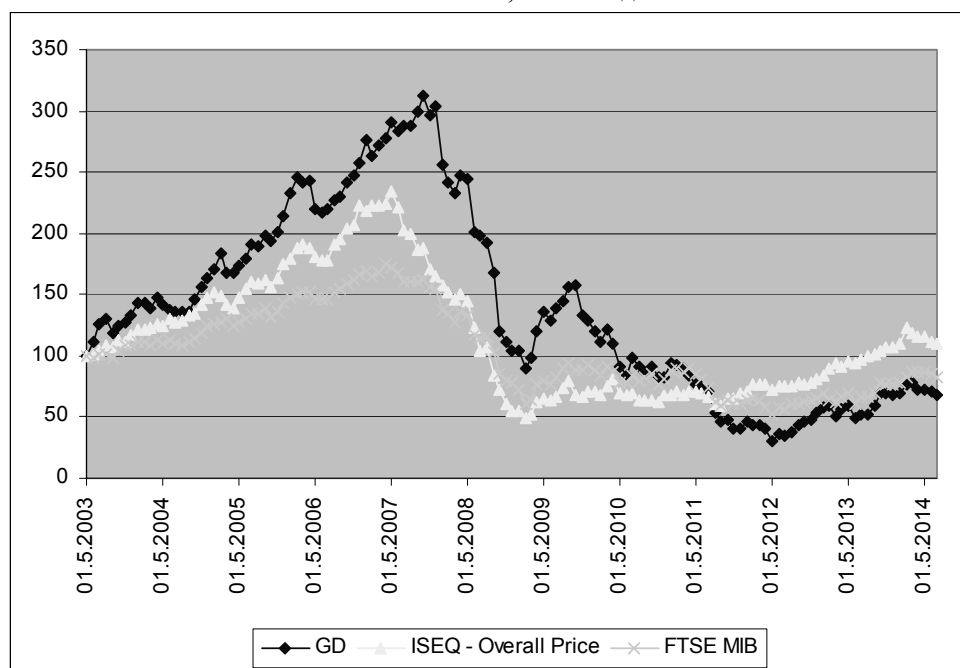
Интересно е сравнението с българския пазар, който не е засегнат директно от вътрешна дългова криза, както гръцкия. Вижда се, че профилите на динамиката и на двата пазара са много сходни. Българският пазар също спада по време на дълговата криза и също започва трайното си възстановяване в средата на 2012 г. Той обаче се възстановява малко по-добре от гръцкия, като в края на 2013 г. SOFIX се връща към стойностите, които е имал преди дълговата криза. Въпреки това обаче динамиката му е подобна на тази на гръцкия пазар, което означава, че за инвестиционните среди двата пазара се разглеждат като сходни представители на един регион. Може да се обобщи също, че дълговата криза, макар да не засяга пряко България, има косвено

отражение чрез очакваната рецесия в Гърция и в други европейски страни и чрез намаленото общо доверие на инвеститорите.

На фиг. 3 е показан индексът на Атинската борса (GD) в сравнение с индексите на Ирландската и Миланската борси (съответно ISEQ-Overall Price и FTSE MIB).

Фигура 3

Динамика на борсовите индекси GD, ISEQ-Overall Price, FTSE MIB за периода 05.2003 – 05.2014 г., месечни данни\*



\* Нормирани към началото месечни данни, стойност при затваряне, коригирана за дивиденди и сплитове.

Източник: ASE, ISE, MIB.

Всички разгледани пазари са повлияни негативно от финансовата криза, разризила се в края на 2007 г. – спадът е дълбок и повсеместен. Вижда се обаче и ранната реакция на Ирландската и на Миланската борса – техният спад започва изпреварващо, още през май 2007 г., вероятно поради по-големия дял на банковия сектор на тези пазари. Явно още в средата на 2007 г. там вече са се формирали очаквания за предстоящи проблеми в банковия сектор. Борсата в Атина реагира по-късно – в края на годината, когато фалитът на “Лииман брадърс” вече се е състоял и кризата е обхванала развитите пазари.

Дъното на разглежданите пазари е до първите месеци на 2009 г., след което те преодоляват спада и започват да се възстановяват. Следва нов спад, породен от дълговата криза. Въпреки че и трите страни са засегнати от нея, реакцията на

пазарите е различна. Спадът при гръцкият пазар е най-дълбок, което е естествено, защото там кризата е най-голяма. Макар че от втората половина на 2012 г. се наблюдава тенденция към съживяване, стойността на индекса в средата на 2014 г. остава много под нивото си отпреди дълговата криза.

Ирландският и италианският пазари реагират по различен начин. Италианският пазар, също както гръцкия, изпитва проблемите на дълговата криза и преживява спад през 2011 г., макар и не толкова голям. Следва възстановяване след втората половина на 2012 г., но до средата на 2014 г. индексът също остава под стойностите отпреди дълговата криза. На ирландския пазар дълговата криза не се проявява съществено. Той е сравнително малък, и страната, също като Гърция, изпада в криза на държавния дълг и ползва помощ от Европа (макар по различни от Гърция причини). Въпреки това капиталовият пазар не отбелязва съществен спад по време и след дълговата криза, а по-скоро само изпитва известни колебания. Показателно е, че в средата на 2014 г. основният ирландски индекс ISEQ-Overall Price е възстановил и надминал стойностите си отпреди дълговата криза.

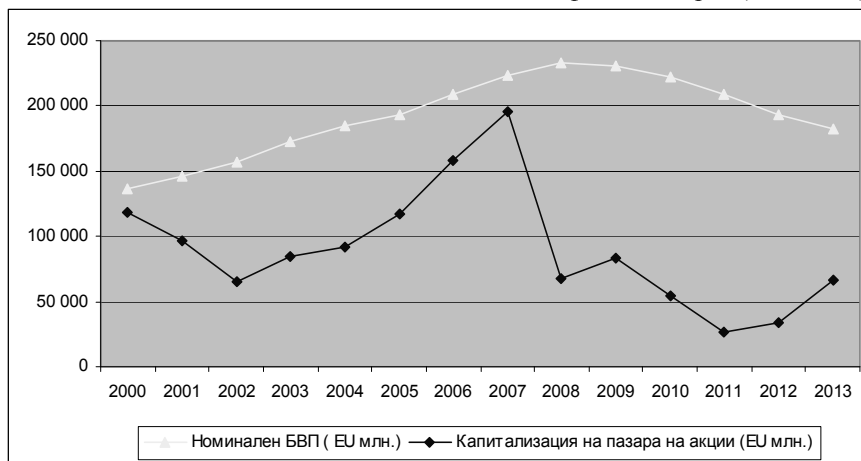
#### 4. Оборот и капитализация на пазара

Освен с ценовите тенденции капиталовите пазари се характеризират и с тенденциите в оборота и пазарната си капитализация. Оборотите определят обемите на търговия, които са показателни за ликвидността на пазарите, а капитализацията отразява размера на пазара към даден момент.

На фиг. 4 е представена капитализацията на пазара на акции на Атинската борса, сравнена с номиналния брутен продукт (за числовите данни вж. Приложение 2, табл. 1).

Фигура 4

Номинален БВП и капитализация на Атинската фондова борса (млн. EUR)



Данни: ASE.

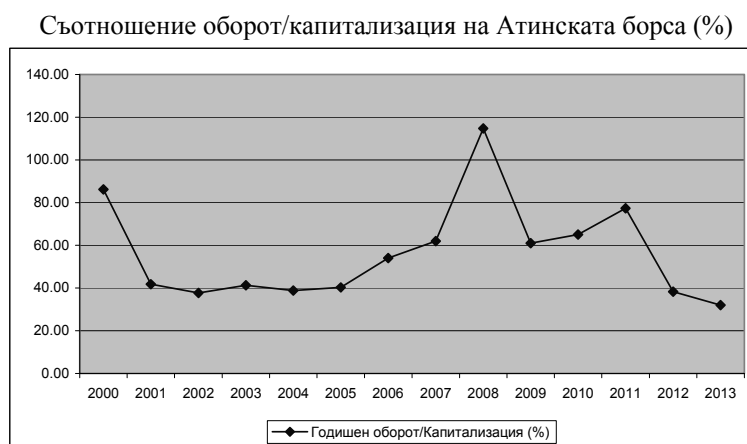
Вижда се, че динамиката на капитализацията е много сходна с тази на общия пазарен индекс – възход в периода преди международната финасова криза (2002-2007г.), след това рязък спад, кратко възстановяване през 2009 г. и нов спад след кризата с държавния дълг, а в края 2013 г. отново се отчита постепенно възстановяване.

Такава динамика не е изненадваща, доколкото капитализацията зависи от цените на акциите. В случая по-голямо внимание заслужава сравнението с номиналния БВП. Той също започва да намалява след световната финасова криза, но след това нито през 2009 г., нито след 2012 г. се възстановява, както капитализацията. С други думи, обемът на капиталовия пазар може да бъде много волатилен, той реагира на съответните събития и размерът му се свива до 29% от БВП след световната финасова криза от 2007-2008 г. След това намалява допълнително до нищожните 11-12% по време на кризата с държавния дълг и едва през 2012-2013 г., макар БВП да продължава да намалява, капитализацията нараства и в абсолютно изражение, и като относителен дял до 36%, т.е. размерът и съответно значението на пазара се повишава.

На фиг. 5 е изобразена графиката на съотношението между оборота и капитализацията на Атинската фондова борса, което е показател за ликвидността на пазара (за числовите данни вж. Приложение 2, табл. 2).

Данните показват, че първоначално и в периода на спад на пазара (2001-2002 г.), и в последвалия го период на възстановяване (2003-2005 г.) ликвидността на пазара е почти постоянна – около 40%, и не се влияе от ценовите тенденции. След това има период на увеличаване на ликвидността до около 60%, дължащо се на повишаващите се цени и на нарастване на обемите на търговия. През 2008 г., когато пазарът отразява международната финасова криза, ликвидността е 114%, но това се дължи, от една страна, на рязко спадналата капитализация, а от друга, на масовите разпродажби на рискови активи и съответно бягството на инвеститорите към по-нискорискови финансови инструменти. Преди кризата с държавния дълг има слабо възстановяване на ликвидността, но след нея тенденцията е отново към понижаване и ликвидността спада до много ниски нива – 32%.

Фигура 5



Източник: ASE.

## 5. Мобилизиране на капитал

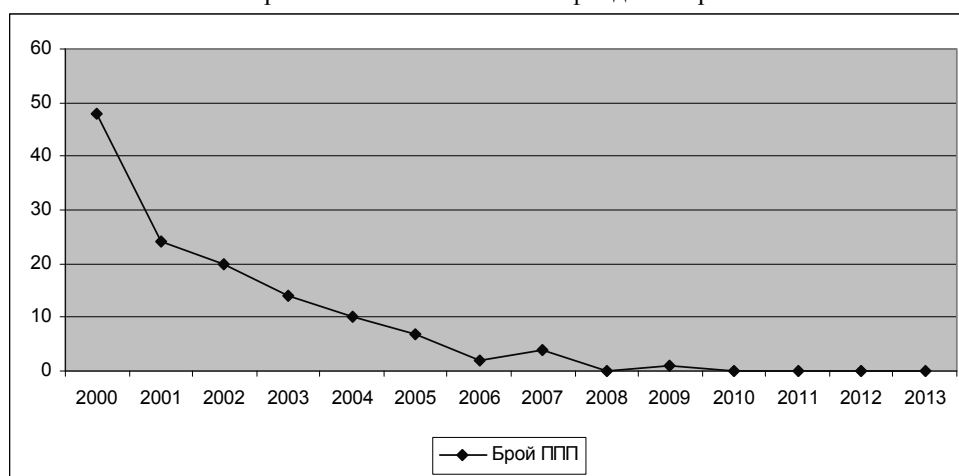
Една от най-важните функции на капиталовия пазар (ако не и най-важната) е да мобилизира финансов ресурс за инвестициите, свързани с проектите на частния сектор. Как изглежда от тази гледна точка гръцкият капиталов пазар?

На фиг. 6 е представен броят на първичните публични предлагания, осъществени на Атинската фондова борса през съответните години (за числовите данни вж. Приложение 2, табл. 3).

Докато през пиковата за пазара 2000 г. са реализирани 50 първични публични предлагания, то след това картината рязко се променя и тенденцията е постоянно негативна. Преди 2000 г., когато цените се покачват, много компании се възползват от възможността да набират дялов капитал от пазара. Това е логично поведение, дължащо се на пазарната еуфория през периода 1997-2000 г. Високите цени на акциите дават възможност на компаниите да набират по-големи обеми от капитал срещу определена емисия, интересът на инвеститорите се повишава, като по този начин достъпът до финансиране по този начин е бил улеснен и стимулиран от динамиката на пазара.

Фигура 6

Брой на ППП на Атинската фондова борса



Източник: ASE.

През периода на ценови спад (2001-2003 г.) новите емисии намаляват и стигат до 14 за 2003 г. Неочакваното обаче е, че противно на логиката, след като ценовите тенденции се обръщат и пазарът започва да расте до 2007 г., броят на първичните публични предлагания продължава да спада. Независимо че пазарът в крайна сметка се възстановява в ценово отношение, непосредствено преди международната финансова криза първичните публични предлагания стигат до само 2-3 годишно. След това независимо от съживяването на пазара през 2009 г. и след средата на 2012 г.



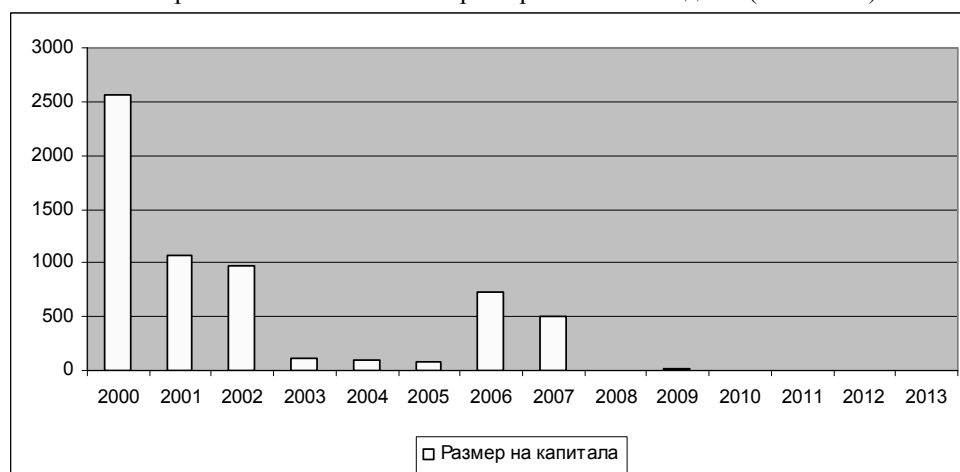
първичните предлагания са нулеви, т.е. фирмите не могат да разчитат на небанковото пазарно финансиране. Този важен канал за достъп до капитали на практика престава да съществува след 2008 г.

Очерталата се картина се потвърждава и от данните за размера на капитала, който е мобилизиран чрез първични публични предлагания (вж. фиг. 7; за числовите данни вж. Приложение 2, табл. П2.3).

През 2000 г. компаниите успяват да получат рекордно ново дялово финансиране от капиталовия пазар за над 2.5 млрд. EUR. Следващите две години финансирането е по-малко, но въпреки спадащите цени то е в рамките на около 1 млрд. EUR, което за малък пазар като гръцкия и за относително малките размери на гръцките компании все пак е съществен обем. Въпреки това и въпреки възстановяването на пазара до 2007 г., малкото на брой първични публични предлагания успяват да привлекат малко капитал – за петте години от периода 2003-2007 г. общият набран капитал е едва 1.5 млрд. След международната финансов криза от 2008 г. независимо от започналото крехко възстановяване на пазара той не може да генерира свеж финансов ресурс.

Фигура 7

Размер на капитала мобилизиран чрез ППП по години (млн. EUR)



Източник: ASE.

По време на рецесията на гръцката икономика много фирми изпитват сериозни пазарни затруднения с реализацията на своята продукция. Вътрешните пазари се свиват, а конкурентоспособността на гръцкото производство на международните пазари е ниска. В резултат от това фирмите показват лоши финансови резултати, което, допълнително допринася за намаляване на цените и за влошаване на функционирането на капиталовия пазар. При тази обстановка съществуващите компании не могат да получат достъп до небанково финансиране, а не се наблюдават и нови фирми, които да желаят да придобият статут на публични компании. В същото

време фирми, чиито акции вече се търгуват публично, се отписват от пазара, тъй като не виждат перспектива за набиране на капитал (вж. фиг. 8; за числовите данни вж. Приложение 2, табл. 3).

Както се вижда от данните, Атинската борса преживява първото си голямо дъно през 2002 г., без да загуби търгувани компании – през целия период 2000-2005 г. броят на фирмите, чиито акции се търгуват, е на практика постоянен – около 350-360. След това обаче настъпва негативна тенденция, която не прекъсва и продължава до края на 2013 г., когато търгуваните компании вече са 251, т.е. за 8 години нетното намаление е със 110 компании, или с около една трета.

Фигура 8



Източник: ASE.

## 6. Изводи

Приведените факти и направеният анализ позволяват да се направят няколко основни извода за функционирането на капиталовия пазар в Гърция преди, по време и след двете кризи, които страната преживява през новото хилядолетие – международната финансовата криза 2007-2008 г. и дълговата криза през 2010 г.

Преди всичко трябва да се отбележи, че непосредствено преди 2007 г. гръцкият капиталов пазар има всички характеристики на развит пазар. В ценово отношение той следва международните пазари (развити и развиващи се) и неговата динамика има висока степен на корелация с тях. Движенията и ценовите му тенденции се определят основно от динамиката на международните пазари, от международната среда в рамките на глобализиращия се финансов сектор.

Наред с това по отношение на техническата и търговската инфраструктура пазарът е напълно съвременен и отговаря на високи стандарти за обслужване на търговията,

сигурността и необратимостта на транзакциите. Още от началото на 90-те години на миналия век са предприети стъпки за модернизирането и либерализирането на Атинската фондова борса с цел да се повиши нейната ефективност и да се подобри достъпът на международни инвеститори. Този процес е напълно завършен в началото на новото хилядолетие с приемането на страната в Евророната и на еврото като национална валута. Така през този период гръцкият капиталов пазар е високоорганизиран, работещ с дематериализирани финансовите инструменти чрез депозитарна институция, при наличието на съответните гаранционни фондове. Палитрата от финансови инструменти също е сравнително богата – освен обичайните облигации и обикновени акции се търгуват още и варианти, деривативи, търговски ценни книжа. Това е важно от гледна точка на удовлетворяване на по-широк кръг от нужди както на емитентите, така и на инвеститорите.

Регулаторната рамка също е достатъчно добре развита. Нормативната база е хармонизирана с европейското законодателство, в страната действа и подходящо структуриран регулаторен орган (Гръцка комисия за капиталовия пазар), има изисквания и регламенти относно корпоративното управление.

И във функционално отношение пазарът изпълнява своите задачи. Той е достатъчно добра алтернатива на банките от гледна точка на спестителите и индивидуалните инвеститори. И най-важното – той е място, където фирмите имат достъп до финансиране и могат да се възползват реално от него. Поради интереса и доверието на инвеститорите множество фирми – и по-големи, и по-малки, имат възможност да станат публични компании и по този начин да мобилизират капитал чрез борсата. Това е изключително позитивно за икономическия растеж.

След началото на 2010 г. обаче статутът на гръцкия пазар като развит започва да се разрушава. Международните пазари продължават да се възстановяват от финансовата криза, докато гръцкият започва да потъва. От една страна, реалният сектор на гръцката икономика се оказва недостатъчно конкурентоспособен и не е в състояние да преодолее кризата, която се пренася от банковата система към реалния сектор. Дори и най-важните сектори за гръцката икономика – туризмът и морският транспорт, изпадат в рецесия подобно на ЕС и другите развити икономики. От друга страна, започват да се проявяват проблемите на суверенния дълг на страната. Това е общ проблем за “периферията на ЕС”, но в Гърция той е особено остър и в крайна сметка това “откача” гръцкия капиталов пазар от групата на развитите пазари.

Въпреки че в края на 2012 и през 2013 г. капиталовият пазар в Гърция отбелязва известен ръст, това възстановяване е твърде крехко. Ценовите нива са далеч под тези преди дълговата криза, за разлика от състоянието на развитите, развиващите се и други пазари, също изпитали дългова криза. Ликвидността на пазара е ниска, търговията е слаба и не привлича сериозен инвестиционен интерес, още по-малко международен. Голяма част от търгуваните компании са се регистрирали от борсата, няма нови първични публични предлагания и борсата не може да мобилизира капитал за фирмите.

Цялостната картина на разгледаните основни тенденции дава основание да се направи изводът, че функционалността на капиталовия пазар в Гърция в годините

след дълговата криза е нарушена. Пазарът съществува организационно, но на този етап не може да изпълнява функциите, които по принцип му се възлагат. Капиталовият пазар има съществена роля в системата от пазари и той трябва да предоставя алтернативи за спестителите, ликвидност и диверсификация за инвеститорите и възможност за фирмите да мобилизират капитал по пазарен път.

От гледна точка на инвеститорите гръцкият пазар е загубил много стойност и все още е много далеч от евентуално възстановяване, т.е. индивидуалните и институционалните инвеститори са понесли големи загуби, които вероятно няма да се възстановят в обозримо бъдеще. В резултат на това потреблението остава на ниско ниво заради т.нар. ефект на богатството. Доверието във възможностите на капиталовия пазар е загубено и сега той не предлага сериозна алтернатива за спестяванията чрез търгуеми финансови инструменти. Търговията на пазара е слаба, което затруднява ликвидността и диверсификацията. Същевременно публичните компании са намалели значително, което влошава прозрачността и системата на корпоративно управление в страната. Фирмите, особено средните и по-малките, нямат достатъчен достъп до капиталово финансиране, като за тях ситуацията допълнително се утежнява и заради недоброто състояние на търговските банки. Ограниченият достъп до финансиране, намалените заради това инвестиции и свитото потребление, дължащо се на загубената стойност на активите, слабата функционалност на капиталовия пазар, значително намалява възможностите за икономическа активност, правят възстановяването на реалния сектор от рецесията много трудно.

### **Използвана литература**

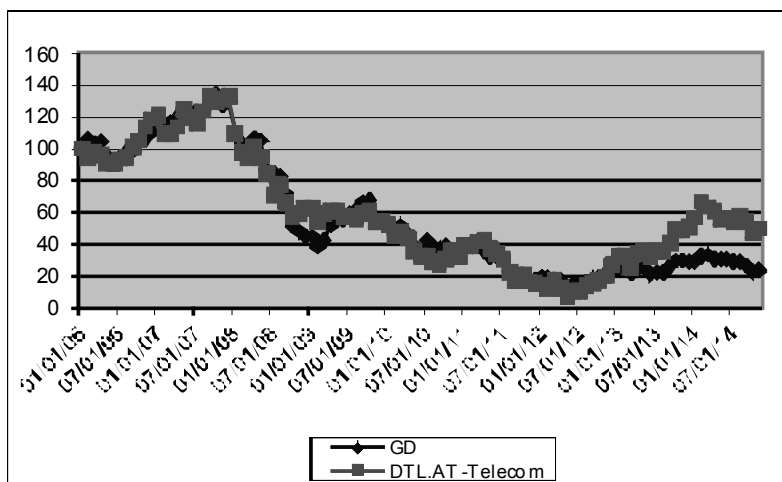
- Ayala, A., Ibárgüen, Snr. G. (March 2006). A Market Proposal for Auditing the Financial Statements of Public Companies. – *Journal of Management of Value* (Universidad Francisco Marroquín).
- Bekaert, G., Erb, C., Harvey, C., Viskanta, T. (1997). The Behavior of Emerging Markets Returns. – In: Alman, E., May, J. (eds.). *The Future of Emerging Markets Capital Flows*. Kluwer.
- Cohen, D. A., Aiyasha D. and Lys, T. Z. (February 2005). Trends in Earnings Management and Informativeness of Earnings Announcements in the Pre- and Post-Sarbanes Oxley Periods. Evanston, Illinois: Kellogg School of Management.
- Dalakoglou, D. (2012). The crisis before the crisis. – *Social Justice* 39 (1), p. 24-42.
- Dalakoglou, D. (2014). *Crisis-scapes: Athens and Beyond*. Athens, Brighton: ESRC.
- European Commission. (June 2014). *Occasional Papers 192: The Second Economic Adjustment Programme for Greece. Fourth Review*, April 2014.
- Greek Ministry of Finance, European Commission. (January 2010). *Update of the Hellenic Stability and Growth Programme*.
- Higgins, M., Klitgaard, T. (2011). Saving Imbalances and the Euro Area Sovereign Debt Crisis. – *Current Issues in Economics and Finance* (Federal Reserve Bank of New York) 17 (5). Retrieved 11 November 2013.
- Janssen, R. (July 2010). *Greece and the IMF: Who Exactly is Being Saved?*. Washington, DC: CEPR.
- Matlock, G. (2010). *Peripheral euro zone government bond spreads widen*. Reuters.
- Pasiouras, F. (2012). *Greek Banking: From the Pre-Euro Reforms to the Financial Crisis and Beyond*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Приложение 1

Динамика на избрани индекси на Атинската фондова борса

Фигура 1

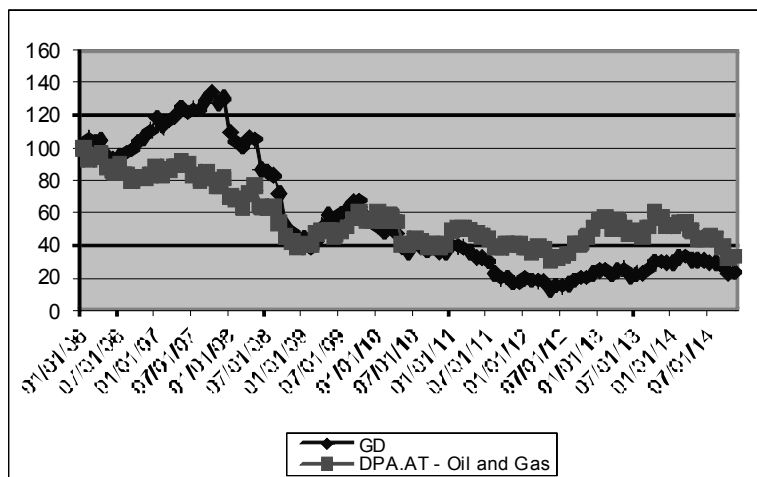
Стойности на общия пазарен индекс (GD) и на индекса на сектор „Телекомуникации” (DTL) през периода 2006-Н12014 г.



Данни: нормирани към 100 в началото на периода месечни данни, стойност при затваряне, коригирана за дивиденди и сплитове.  
Източник: ASE.

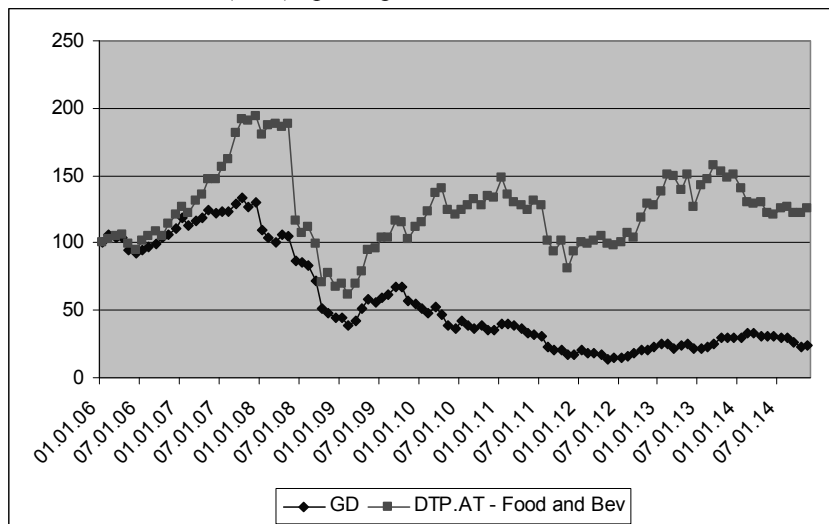
Фигура 2

Стойности на общия пазарен индекс (GD) и на индекса на сектор “Нефт и газ” (DPA) през периода 2006-Н12014 г.



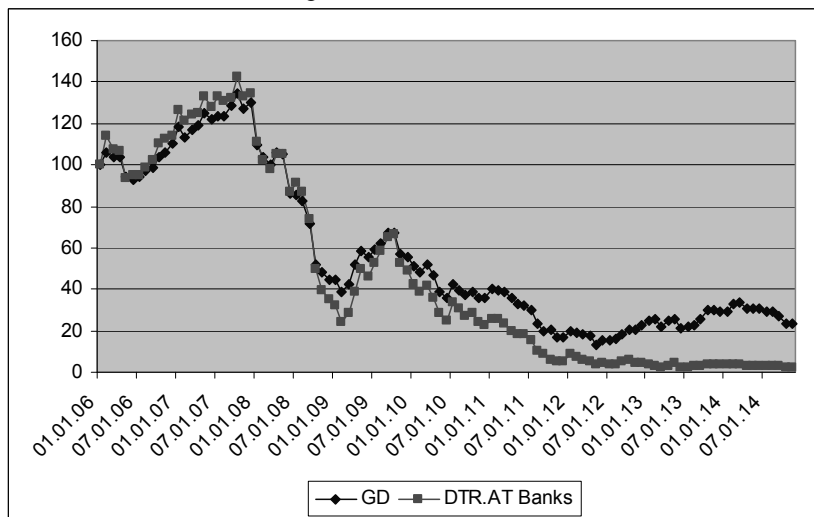
Данни: нормирани към 100 в началото на периода месечни данни, стойност при затваряне, коригирана за дивиденди и сплитове.  
Източник: ASE.

Фигура 3  
Стойности на общия пазарен индекс (GD) и на индекса на сектор “Храни и напитки” (DTP) през периода 2006-Н12014 г.



Данни: нормирани към 100 в началото на периода месечни данни, стойност при затваряне, коригирана за дивиденди и сплитове.  
Източник: ASE.

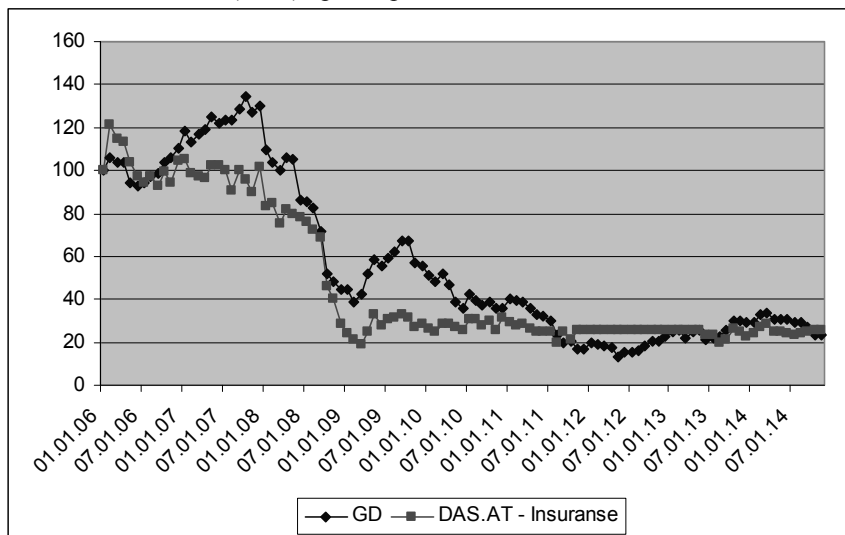
Фигура 4  
Стойности на общия пазарен индекс (GD) и на индекса на сектор “Банки” (DTR) през периода 2006-Н12014 г.



Данни: нормирани към 100 в началото на периода месечни данни, стойност при затваряне, коригирана за дивиденди и сплитове.  
Източник: ASE.

Фигура 5

Стойности на общия пазарен индекс (GD) и на индекса на сектор “Застраховане” (DAS) през периода 2006-Н12014 г.



Данни: нормирани към 100 в началото на периода месечни данни, стойност при затваряне, коригирана за дивиденди и сплитове.

Източник: ASE.

Приложение 2

Характеристики на търговията на Атинската фондова борса

Таблица 1

Капитализация на пазара на акции

Година	Номинален БВП (EUR млн.)	Капитализация на пазара на акции (EUR млн.)	Капитализация/БВП (%)
2000	136 281	117956.30	86.55
2001	146 428	96949.50	66.21
2002	156 615	65759.69	41.99
2003	172 431	84547.10	49.03
2004	185 266	92137.90	49.73
2005	193 050	116693.20	60.45
2006	208 622	157928.71	75.70
2007	223 160	195502.47	87.61
2008	233 198	68121.25	29.21
2009	231 081	83447.43	36.11
2010	222 151	53958.39	24.29
2011	208 532	26783.43	12.84
2012	193 347	33766.01	17.46
2013	182 054	66514.89	36.54

Източник: ASE.

Таблица 2

Оборот на пазара на акции

Година	Годишен оборот на пазара на акции (EUR млн.)	Годишен оборот/ Капитализация (%)	Стойност на общия пазарен индекс GD	Годишна възвръщаемост на GD
2000	101657.70	86.18	3388.90	-38.77
2001	40529.80	41.81	2591.60	-23.53
2002	24771.03	37.67	1748.42	-32.54
2003	34936.13	41.32	2263.58	29.46
2004	35736.40	38.79	2786.20	23.09
2005	47054.20	40.32	3663.90	31.50
2006	85339.70	54.04	4394.13	19.93
2007	121279.89	62.03	5178.83	17.86
2008	78174.41	114.76	1786.51	-65.50
2009	50886.82	60.98	2196.16	22.93
2010	35131.16	65.11	1413.94	-35.62
2011	20699.77	77.29	680.42	-51.88
2012	12924.01	38.28	907.90	33.43
2013	21307.92	32.03	1162.68	28.06

Източник: ASE.

Таблица 3

Брой ППП, размер на мобилизирания капитал и брой на търгуваните компании

Година	Брой ППП	Размер на капитала (млн. EUR)	Брой търгувани компании
2000	48	2557.8	342
2001	24	1075.6	357
2002	20	966.0	344
2003	14	118.4	356
2004	10	95.4	360
2005	7	81.9	360
2006	2	725.25	303
2007	4	500.73	295
2008	0	0	280
2009	1	10	270
2010	0	0	258
2011	0	0	242
2012	0	0	265
2013	0	0	251

Източник: ASE.