

Брой 4/2013

## ФИНАНСОВ СЕКТОР: ОЦЕНКИ И ОЧАКВАНИЯ



**РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ**  
Министерство на финансите

Дирекция „Икономическа и финансова политика“  
Министерство на финансите

*Изданието „Финансов сектор: оценки и очаквания“ на Министерството на финансите включва 4 тримесечни обзора, които представят очакванията на широк кръг финансови посредници по отношение на основни макроикономически показатели и фактори, които се отнасят до извършваната от тях дейност. Целта на изданието е да оцени\* средата, в която функционират финансовите посредници и да определи факторите, които оказват значимо влияние върху тяхното поведение.*

*Изследването е осъществено на базата на анкети, като събраните отговори се обобщават така, че отговорите на отделните участници в анкетата остават анонимни и не се оповестяват публично. Търговските банки са отговаряли само на анкетата, предназначена за търговски банки, независимо че някои от тях изпълняват и дейност на инвестиционни посредници.*

---

\* Тези оценки и очаквания може да не съвпадат с анализите и прогнозите на Министерството на финансите. Изследването не трябва да се възприема като препоръка за инвестиране или вземане на решение за ползване на услугите на финансовите посредници. МФ не поема отговорност за понесени загуби от трети лица, вследствие използването на информация, публикувана в изследването.

### — ОСНОВНИ АКЦЕНТИ В ИЗДАНИЕТО

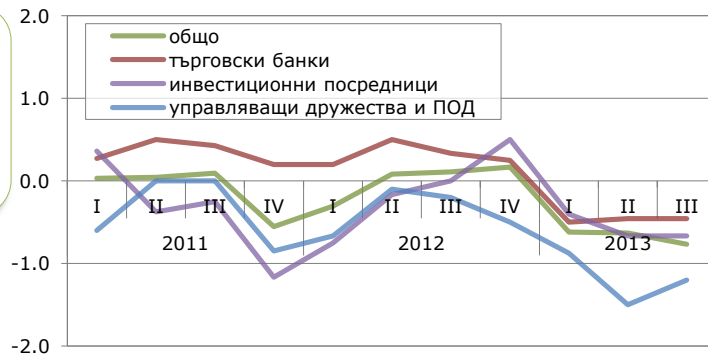
- Очакванията на българските финансови посредници за икономическия растеж се подобряват за второ поредно издание.
- Дългосрочното решение на проблемите в пенсионната система, според най-голям дял от отговорите, е в постепенното прехвърляне на тежестта от задължително пенсионно осигуряване към индивидуални форми на спестяване под формата на дългосрочни финансови продукти.
- Очакванията за инфлацията сочат минимално ускоряване на темпа през последното тримесечие на 2013 г.
- Понижението на лихвените проценти по депозити ще продължи до края на годината, а лихвените проценти по кредити по-скоро ще запазят нивата си.
- Оптимизмът на финансовите посредници за индексите на БФБ се повишава по отношение на последното тримесечие на 2013 г.

## — ИКОНОМИЧЕСКА СИТУАЦИЯ

### 1. Текуща икономическа ситуация и икономически растеж

Консолидираната оценка на финансовите посредници за текущата икономическа ситуация през третото тримесечие на 2013 г. се влоши минимално в сравнение с резултата от предходното издание. Преобладаващият отговор – "незадоволително", бе посочен от 73.3% от участниците и запазва дела си от второто тримесечие, когато същото мнение имаха 73.7% от посредниците. По-ниският резултат се дължи на увеличение на дела на силно негативно настроените участници за сметка на тези с позитивна оценка. Групата на управляващите и пенсионно-осигурителните дружества остава най-негативно настроена, след като 80% от тях са дали преобладаващия отговор, а положителни оценки липсват. Нито една банка не е застъпила силно отрицателното мнение, докато 27.3% от тях одобряват текущата ситуация.

Граф. 1: Текуща икономическа ситуация

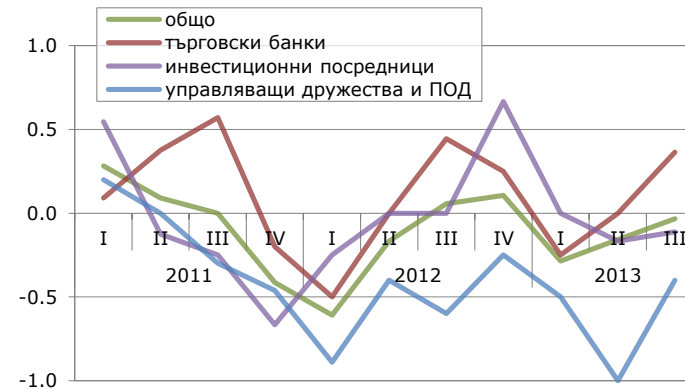


Заб.: Оценките на финансовите посредници за текущата икономическа ситуация са представени чрез претеглен показател. Когато той е близък до 2, това означава, че текущата икономическа ситуация се оценява много положително. Съответно, когато показателят е близък до -2, то текущата икономическа ситуация се оценява много отрицателно.

Как оценяват текущата икономическа ситуация в страната?

Две трети от инвестиционните посредници подкрепят преобладаващото мнение, а 22.2% са определили ситуацията като "задоволителна".

Граф. 2: Очаквания за икономически растеж



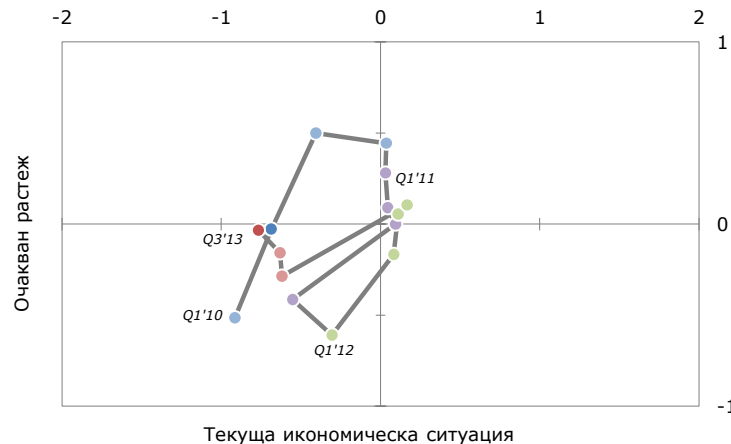
Заб.: Очакванията за икономическия растеж са представени чрез претеглен показател. Когато той е близък до 1, това означава, че финансовите посредници очакват ускоряване на икономическия растеж. Съответно, когато показателят е близък до -1, то съществуват очаквания за неговото забавяне.

Очакванията за растежа на икономиката през третото тримесечие на 2013 г. се подобряват в сравнение с тези за преходното тримесечие. Отново преобладават отговорите за запазване темповете на растеж, но в това издание делът им се понижава до 50% изцяло за сметка на оптимистично настроените участници, докато делът на песимистите остава без промяна. Най-високо очакване имат банките, 45.5% от които прогнозираят ускоряване на икономическия растеж и също толкова смятат, че той ще се запази. Половината от УД и ПОД са негативно настроени, а 40% имат неутрално очакване. Последното е най-ярко изразено при инвестиционните посредници, къ-

Какви са очакванията Ви относно годишния темп на икономически растеж през третото тримесечие на 2013 г.?

дето е подкрепено от две трети от анкетиранияте, като сред останалите мнения леко преобладават песимистичните.

Граф. 3: Оценка за настояща и бъдеща икономическа ситуация



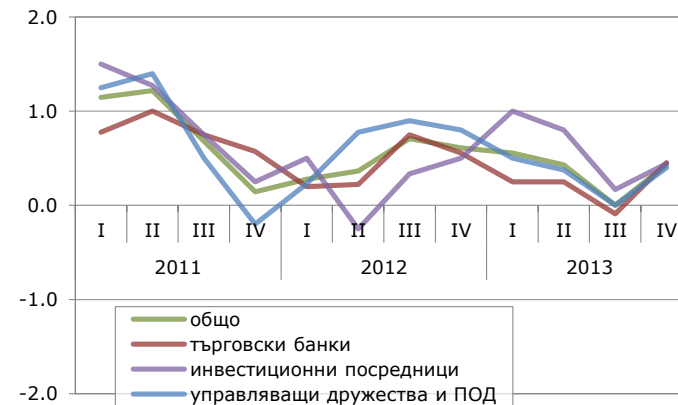
Заб.: Оценката за настоящата и бъдеща икономическа ситуация комбинира обобщените очаквания на финансовите посредници за двете величини.

Съвкупната оценка на текущата икономическа ситуация и растежа на икономиката остава в отрицателната част на координатната система, като мнението за растежа на икономиката се подобрява за второ поредно издание. Все още неблагоприятната оценка на текущата среда може да се свърже с леките понижения на индикатора за бизнес климата през третото тримесечие. Същевременно по-позитивните очаквания за растежа се оправдаха като посока, след като според публикуваните данни растежът на БВП за тримесечието се оказа доста над очакванията.

## 2. Инфлация

Анкетиранияте повишават леко очакванията си за годишния темп на инфлацията през последното тримесечие на 2013 г. и според тях той минимално ще се ускори. Консолидираното мнение подкрепят 43.3% от посредниците, 36.7% са с неутрално очакване, а останалите са разделени между слабо забавяне и в по-малка степен силно ускоряване на темпа на инфлация. Най-категорични са банките, при които общият резултат се поддържа от 63.6%. Другите две групи посредници имат доста сходно разпределение на мненията. При тях преобладават отговорите за запазване темпа на инфлация (44.4% при ИП и 50% при УД и ПОД), а съответно една трета и 30% смятат, че той леко ще се ускори.

Граф. 4: Инфлационни очаквания



Заб.: Инфлационните очаквания на финансовите посредници са представени чрез претеглен показател. Когато той е близък до 2, това означава, че финансовите посредници очакват значително ускоряване на инфлацията. Съответно, когато показателят е близък до -2, то съществуват очаквания за значително забавяне на инфлацията.

Какви са очакванията Ви за годишния темп на инфлацията през четвъртото тримесечие на 2013 г.?

Инфлационните очаквания на анкетираните вероятно са базирани на прогнозите им за по-висок икономически растеж в страната.

### 3. Валутен курс

Очакванията за курса на лева спрямо щатския долар през четвъртото тримесечие на 2013 г. обърнаха посоката си от предходни издания и сочат запазване на нивата от края на третото тримесечие с евентуално минимално поевтиняване на щатската валута. Това се подкрепя от 50% от участниците, една трета от тях са на противоположното мнение, а останалите са с неутрално очакване. В настоящата анкета липсват отговори, прогнозиращи силно поскъпване или поевтиняване. Най-силно в полза на лева клонят инвестиционните посредници, където консолидираният резултат е посочен от 55.6% от анкетираните и по 22.2% съответно не очакват промяна на валутния курс или смятат, че доларът ще повиши стойността си. Подобно разпределение е налице и при банките, но там срещу щатската валута са настроени 45.5%. Управляващите дружества и пенсионно-осигурителните дружества имат неутрално общо очакване и са поравно разделени между двата умерени отговора.

Прогнозите на финансовите посредници за леко поевтиняване на долара спрямо лева най-вероятно няма да се реализират, предвид последните развития на факторите, влияещи в най-голяма степен на валутните пазари. Поскъпването на еврото спрямо долара притесни ЕЦБ по линия на перспективите пред износа и респективно икономическото възстановяване на европейските икономики. За това говори и понижението до безпрецедентно ниско ниво на референтния лихвен процент в еврозоната, което по принцип влияе в посока поевтиняване

на единната валута. Същевременно последните новини за икономиката на САЩ са по-скоро позитивни и въпреки че от Федералния резерв декларираха, че няма да изтеглят ликвидност поне до началото на следващата година, едва ли може да се очаква поевтиняване на щатската валута.

Граф. 5: Очаквания за движението на номиналния валутен курс на лева към щатския долар



Заб.: Очакванията на финансовите посредници за движението на номиналния валутен курс на лева към щатския долар са представени чрез претеглен показател. Когато той е близък до 2, това означава, че финансовите посредници очакват силно поскъпване на лева спрямо щатския долар. Съответно, когато показателят е близък до -2, то съществуват очаквания за силно поевтиняване на лева.

Какви са очакванията Ви за движението на номиналния курс на лева към щатския долар през четвъртото тримесечие на 2013 г. спрямо предходното?

### 4. Основен лихвен процент

Общата оценка на анкетираните сочи минимално повишение на основния лихвен процент през последното тримесечие на 2013 г. спрямо третото. Все пак преобладава мнението, че нивото му ще се запази, което се подкрепя от 76.7%. Останалите 23.3% прогнозируют леко увеличение на ОЛП. В предходната анкета също основната част от участниците бе с неутрално очакване (89.5%), но останалите имаха очакване за намаление. Отчетената динамика на ОЛП съвпадна с водещо-

то мнение, след като стойността му за декември се оказа без промяна спрямо тази от месец септември и продължава да отразява свръх-ликвидността на банките и ниския кредитен ръст.

Граф. 6: Очаквана динамика на ОЛП



Какви са очакванията Ви за динамиката на основния лихвен процент през четвъртото тримесечие на 2013 г. спрямо предходното?

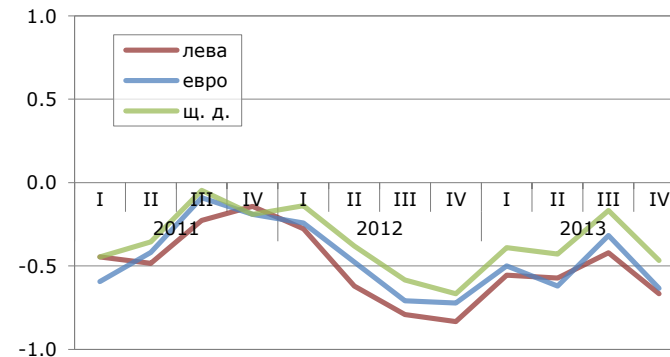
Заб.: Очаквания на финансовите посредници за динамиката на основния лихвен процент са представени чрез претеглен показател. Когато той е близък до 1, това означава, че финансовите посредници очакват нарастване на основния лихвен процент. Съответно, когато показателят е близък до -1, то съществуват очаквания за неговото намаление.

### 5. Лихвени проценти по депозити и кредити

Финансовите посредници засилиха очакванията си за понижаване на лихвените проценти по депозити през последното тримесечие на 2013 г. спрямо третото. Наблюдава се нарастване на дела на подкрепящите това мнение за сметка на посочилите запазване на нивата им и на прогнозираните нарастване на номиналната възвръщаемост на депозитите. Най-категорично низходящо очакване има по отношение на депозитите в лева (две трети от анкетираните), 63.3% от всички участници залагат на понижаване на лихвите в евро, а по отношение на доларовите депозити така смятат половината посредници. По групи

посредници, най-хомогенни са отговорите на управляващите дружества и пенсионно-осигурителните дружества, при които очакват понижаване на лихвените проценти в лева, евро и долари са съответно 80%, 70% и 60%. В тази група единствено присъства и отговор за повишение, който се отнася само за доларовите депозити. Инвестиционните посредници са най-нееднозначни в мненията си, и за разлика от другите две групи посредници при тях преобладават прогнозите за запазване нивата на възвръщаемост на депозитите. Така смятат съответно по 55.6% от тях за влоговете в лева и евро и две трети по отношение на тези в долари.

Граф. 7: Очаквания за динамиката на лихвените проценти по депозитите в лева, евро и щатски долари



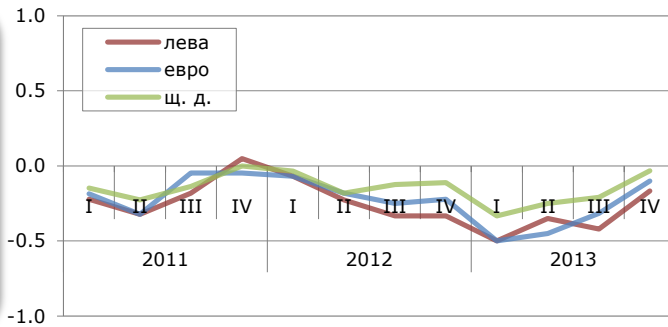
Какви са очакванията Ви за лихвените проценти по депозитите през четвъртото тримесечие на 2013 г. спрямо предходното?

Заб.: Очаквания на финансовите посредници за динамиката на лихвените проценти по депозитите в лева, евро и щатски долар са представени чрез претеглен показател. Когато той е близък до 1, това означава, че финансовите посредници очакват нарастване на лихвените проценти по депозитите. Съответно, когато показателят е близък до -1, то съществуват очаквания за тяхното намаление.

Засилването на низходящите очаквания спрямо лихвените проценти по депозити могат да се свържат с новото ускоряване на годишния темп на растеж на депозитите в банковата система, което започна през месец август. Същевременно нараст-

ването на кредитите за същия период е на исторически ниско ниво и заедно с динамиката на депозитите може да доведе до натиск върху реализирания от банките нетен лихвен доход.

Граф. 8: Очаквания за динамиката на лихвените проценти по кредитите в лева, евро и щатски долари



Какви са очакванията Ви за лихвените проценти по кредитите през четвъртото тримесечие на 2013 г. спрямо предходното?

Заб.: Очаквания на финансовите посредници за динамиката на лихвените проценти по кредитите в лева, евро и щатски долар са представени чрез претеглен показател. Когато той е близък до 1, това означава, че финансовите посредници очакват нарастване на лихвените проценти по кредитите. Съответно, когато показателят е близък до -1, то съществуват очаквания за тяхното намаление.

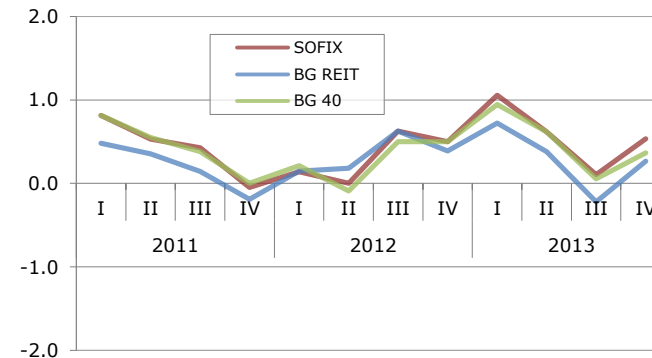
Участниците в анкетата продължават да доближават прогнозите си за динамиката на лихвените проценти по кредити до неутралното очакване, след като в предходните тримесечия те клоняха към леки понижения. Запазването на лихвите се поддържа от по 70% от запитаните по отношение на кредитите в лева и евро и от 76.7% спрямо кредитите в долари. При групите посредници прави впечатление, че сред банките и инвестиционните посредници се появяват очаквания за повишение на процентите. Леката промяна в очакванията е логична, след като самите лихвени проценти са на нива по-ниски от предкризисните, а същото се отнася и за лихвения спред. Като се има предвид и обвързаността на тези лихви с процентите на междубанковите пазари, които са рекордно

ниски вече доста време, би било неоправдано очакванията за последващи понижения да продължат.

## 6. Борсови индекси

Анкетираните финансови посредници повишават леко очакванията си за динамиката на индексите на Българската фондова борса до края на календарната година. Умереният оптимизъм заменя умерения песимизъм в това издание и преобладаващото мнение по отношение и на трите индекса е за повишение, докато в предходното издание най-силно застъпено бе неутралното очакване. Най-висок резултат е налице спрямо основния борсов индекс SOFIX, след като две трети от всички участници са позитивно настроени към бъдещото му изменение. Основен принос за това имат отговорите на инвестиционните посредници, които единодушно са прогнозирали повишение.

Граф. 9: Очаквания за динамиката на борсовите индекси



Какви са очакванията ви за борсовите индекси през четвъртото тримесечие на 2013 г. спрямо предходното?

Заб.: Очакванията на финансовите посредници за посоката на движение на борсовите индекси са представени чрез претеглен показател. Когато той е близък до 2, това означава, че финансовите посредници очакват значително нарастване на борсовите индекси. Съответно, когато показателят е близък до -2, то съществуват очаквания за тяхното намаление.

Традиционно индексът, покриващ дружествата със специална инвестиционна цел (BG REIT), е получил най-малка подкрепа. Оптимистични очаквания за него имат 43.3% от посредниците, а 40% смятат, че нивото му ще се запази. Положително за широкообхватния BG 40 са гласували 53.3% от анкетираниите, с най-категорична подкрепа от страна на инвестиционните посредници. Като цяло при този индекс мненията са най-фрагментирани.

Очакванията на финансовите посредници за борсовите индекси са на път да се сбъднат в много голяма степен. След неочаквано слабата търговия през октомври, която се дължеше на предпазливостта на местните инвеститори и предимно спекулативните им настроения, през ноември и изминалата част от декември пазарът се активизира и цените на акциите тръгнаха стабилно във възходяща посока. Вероятно освен традиционно по-активната търговия в края на годината влияние са оказали и позитивното развитие на финансовите пазари както в регионален, така и в световен план и, не на последно място, по-високият от очакваното растеж на местната икономика през третото тримесечие. ▼



## — ФАКТОРИ ЗА РАЗВИТИЕТО НА ФИНАНСОВИТЕ ПОСРЕДНИЦИ

### 1. Търговски банки

Основните фактори, оказали влияние върху политиката на банките за отпускане на кредити през третото тримесечие на 2013 г. остават без промяна както спрямо второто, така и спрямо съответното тримесечие на предходната година. Макроикономическата среда води убедително в подреждането. Факторът обяснява в по-голяма степен с корпоративните кредити, които забавиха темповете си на растеж през третото тримесечие. От гледна точка на банките, липсват достатъчно кредитоспособни клиенти. Доходите на домакинствата са следващият по значение фактор в това издание: през третото тримесечие се наблюдаваше минимален спад на заетостта на годишна база и забавяне на темпа на растеж на средната работна заплата, което предполага, че влиянието на фактора е било по-скоро в негативна посока. Това е дало сигнал на банките да бъдат по-предпазливи, което може да се проследи чрез по-високите среднопретеглени лихвени проценти през периода и съответно по-ниския обем новоотпуснати кредити спрямо предходното тримесечие. Ликвидността и конкуренцията на местните банки отново са посочени сред важните фактори, но степента им на значимост е сравнително ниска. Причината за по-малкото значение на ликвидността традиционно е голямото превишение на приетите депозити над отпуснатите кредити, което поддържа банките свръхликвидни. Същевременно ограниченото влияние на вътрешната конкуренция може да се обясни с това, че на този етап банките вероятно разчитат най-вече на свои утвърдени платежоспособни клиенти и борбата за печелене на пазарен дял не е на преден план. Последният фактор с по-забележимо значение е делът на необслужваните кредити. След като се задържа на

близки нива през няколко поредни тримесечия, може да се допусне, че нивото на лошите кредити е преминало върхната си точка. Фактор, който понижава забележимо значимостта си спрямо година по-рано е финансирането от чуждестранни финансови институции. Това е логично, след като вече всички местни банки се ориентираха към модел на финансиране от резиденти.

Граф. 10: Фактори, оказващи влияние върху отпускането на банкови кредити



Заб.: Факторите, най-близко до центъра, са най-значими, а по-отдалечените са относително по-маловажни. (вж. [методологичните бележки](#)).

Двата най-значими фактора за предлагането на кредити – макросредата и доходите на домакинствата, са били определящи и при търсенето на заемни ресурси през третото тримесечие. Реализираният през периода по-висок от очаквания икономически растеж в много голяма степен се дължеше на износа. Това предполага, че фирмите от търгуемия сектор са като цяло в по-добро състояние от тези в нетъргуемия и съответно с по-добра кредитоспособност. Много изследвания, обаче, показват, че обикновено предприятията в търгуемия сектор разчитат в относително по-малка степен на заемно финансиране и предпочитат да използват собствени средства. В същото време, слабото вътрешно търсене поставя нетъргуемия сектор в по-неизгодно положение. Това има негативно отражение върху кредитоспособността им и респективно върху достъпа им до кредити. В крайна сметка търсенето на кредити от местните фирми остава много ниско и възстановяването му най-вероятно ще следва възстановяването на вътрешното търсене. Динамиката на пазара на труда запазва ролята си на ограничаващ фактор за растежа на кредитите за домакинства. Със същата степен на значимост участниците са посочили нуждата от оборотни средства. Очевидно на известна част от фирмите все пак се налага да покриват текущи ликвидни нужди със заемни средства, особено като се има предвид все още високата междуфирмена задлъжнялост. Фактор, който вероятно е повлиял в положителна посока и последен от значимите за търсенето на кредити е по-изгодните условия по кредитите. В момента лихвените проценти (с изключение на тези по потребителски кредити) са на много ниски равнища поради свръхликвидността на банките и това вероятно допринася за привличането на платежоспособни клиенти. За поредно тримесечие предлагането на нови продукти и нуждата от финансиране на значителни инвестиции се оказват маловажни фактори, като за тях са валидни обясне-

нията за общото търсене на кредити. Динамиката на потребителските цени и алтернативата за корпоративно финансиране чрез капиталовия пазар не са оказали влияние върху търсенето на банкови кредити през разглеждания период.

Граф. 11: Фактори, оказващи влияние върху търсенето на банкови кредити



Заб.: Факторите, най-близко до центъра, са най-значими, а по-отдалечените са относително по-маловажни. (вж. [методологичните бележки](#)).

Граф. 12: Фактори, оказващи влияние при влагането на свободни финансови ресурси на банков депозит

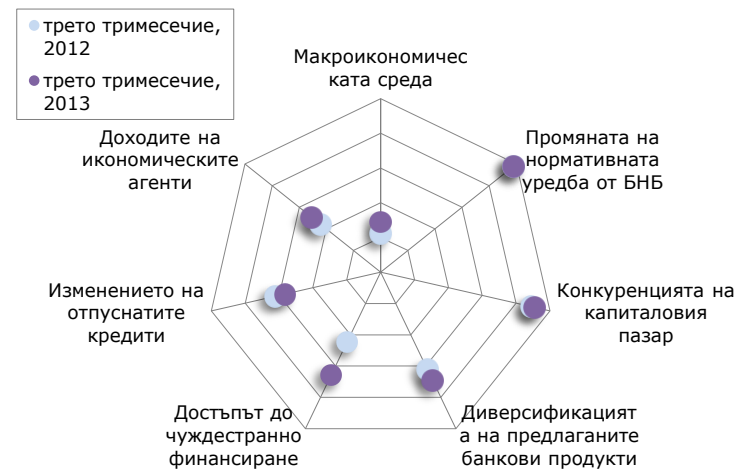


Заб.: Факторите, най-близо до центъра, са най-значими, а по-отдалечените са относително по-маловажни. (вж. [методологичните бележки](#)).

Анкетираните банки са определили доходите на икономическите агенти и макроикономическата среда като първостепенни фактори, повлияли при влагането на средства на депозит през третото тримесечие на 2013 г. Домакинствата продължават да залагат на предпазните спестявания, въпреки някои умерено позитивни сигнали за развитието на икономиката през третото тримесечие. Трудовият пазар не показва стабилно възстановяване и предвид по-бавната му реакция към промени в макросредата, домакинствата все още чувстват несигурност по отношение на заетостта и доходите си. По-изгодните условия и новите банкови продукти са следващите по важност фактори. И при двата се наблюдава леко нарастване на значимостта спрямо година по-рано, но въпреки това

тя остава относително ниска. Сравнително високото поддръжане на иновациите може да се свърже с разработването на нови депозитни продукти, избягващи облагането на лихвите по тях. От друга страна, психологическият ефект при домакинствата отшумява, което предполага и ниската значимост на фактора. По-изгодните условия по депозитите, предвид намаляващите лихвени проценти, може да се свърже с ниските темпове на инфлация, което прави реалните лихвени проценти атрактивни за домакинствата. В този смисъл е изненадващо слабото значение, което анкетираните са отдали на динамиката на потребителските цени. Според банките, по-рисковите алтернативи за влагане на свободни финансови ресурси, като недвижимост или капиталови инвестиции, не са били конкурентни на депозитите.

Граф. 13: Фактори, оказващи влияние върху привличането на свободни финансови ресурси на банков депозит



Заб.: Факторите, най-близо до центъра, са най-значими, а по-отдалечените са относително по-маловажни. (вж. [методологичните бележки](#)).

Макроикономическата среда и доходите на икономическите агенти са първостепенни фактори и по отношение на политиката на банките за привличане на свободните ресурси на домакинствата. Като се има предвид свръхликвидността на банките вследствие на стабилния ръст на депозити на резиденти, значението на двата фактора би следвало да се разглежда спрямо управлението на нетния лихвен доход. Значението на макросредата може да се свърже с много слабото търсене на заеми от кредитоспособни клиенти, което ограничава съответно и приходите от лихви. Същевременно тенденциите на пазара на труда все още насърчават заделянето на предпазни спестявания под формата на банкови депозити, което увеличава разходите за лихви. Доколкото разхлабването на кредитните стандарти не би било разумно решение за момента, единственият инструмент на разположение на банките остават лихвените проценти. Те се възползват от него, а предлаганата възвръщаемост по депозитите следва продължителна низходяща тенденция и вече е дори под предкризисните си нива. Третият фактор в подреждането е изменението на отпуснатите кредити и влиянието му вече бе отчетено в анализа. До голяма степен това се отнася и за достъпа до чуждестранно финансиране, който най-много понижава значимостта си в това издание. Докато година по-рано някои банки все още изплащаха задължения към чуждестранни институции, този процес вече може да се смята на практика за приключил. Диверсификацията на предлаганите продукти възроди значението си през първата половина на годината поради стремежа да бъде избегнато облагането на лихвите, получени от домакинствата. Важността на фактора след това започна да затихва, след като банките намериха алтернативни решения. Конкуренцията на капиталовия пазар е маловажна за анкетираните през разглеждания период.

Анкетираните търговски банки понижиха очакванията си по отношение на кредитната си активност през последното тримесечие на 2013 г. Това се отнася както за общия обем на отпуснати кредити, така и по-конкретно за дългосрочните кредити за фирми и в най-голяма степен за домакинствата. Участниците дори очакваха понижение на кредитите в евро за домакинствата, каквито най-вече са жилищните кредити.

Граф. 14: Очаквания на търговските банки за:



Заб.: За подробности вж. методологичните бележки на стр. 18.

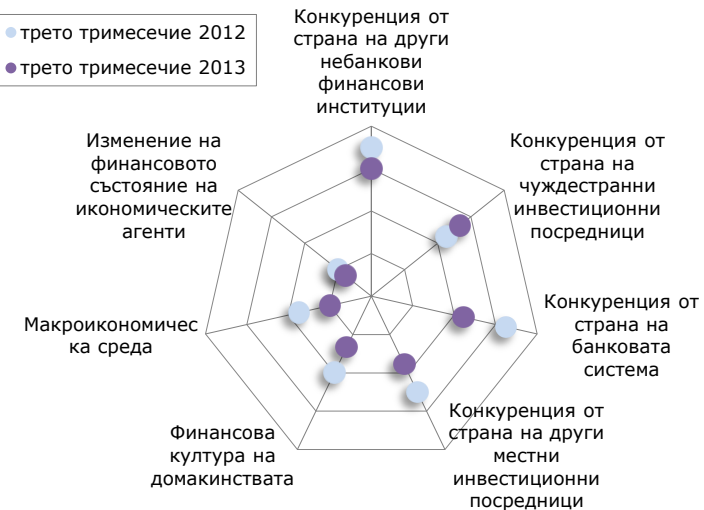
На този фон банките смятаха, че относително високият темп на растеж на депозитите ще се запази, а депозитите в евро на домакинствата дори ще ускорят нарастването си. Прогнозите

на участниците се сбъднаха изключително точно, както по отношение на динамиката на кредитите, така и по отношение на депозитите. Очакванията за леко понижение на задълженията на банките към чуждестранни финансови институции се запазиха и в това издание, и отчетните данни показват именно това. Анкетираният прогнозира по-забележимо нарастване на конкуренцията от други банки, докато нивото на конкуренцията при небанковите институции по-скоро ще се запази.

## 2. Инвестиционни посредници

Финансовото състояние заема водещо място сред факторите, повлияли развитието на инвестиционните посредници през третото тримесечие, следвано от макроикономическата среда. Основните характеристики в динамиката на капиталовия пазар през периода бяха ниска ликвидност и много слабо възходящо движение на индексите. Значението на водещия фактор може да се разглежда през призмата на активния туристически сезон, в който попада почти цялото тримесечие. Тогава доходите на домакинствата бяха насочени по-скоро към потребление на туристически услуги, а активността на пазара бе сезонно ниска. В същото време слабят, но все пак положителен тренд на пазара може да се обясни с по-високия от очакваното икономически растеж. Финансовата култура на домакинствата е посочена от участниците на трето място в подреждането. Следват факторите, свързани с конкуренцията между финансовите посредници. Най-предна позиция сред тях заема конкуренцията вътре в групата, което е обяснимо предвид ограничения брой клиенти, от една страна, и лекото повишение на цените на акциите, от друга. По-назад остават конкуренцията на банките, на чуждестранните посредници и на останалите небанкови институции.

Граф. 15: Осреднена оценка за степента на значимост на факторите, определящи развитието на инвестиционните посредници



Заб.: Факторите, най-близо до центъра, са най-значими, а по-отдалечените са относително по-маловажни (вж. [методологичните бележки](#)).

Ниската ликвидност на капиталовия пазар води в подреждането на факторите, оказали влияние върху компаниите при вземане на решение за листване на борсата. Сезонно слабата активност на пазарните участници през този период от годината изглежда основателна причина компаниите да предпочетат да се въздържат от емитиране. Това се подкрепя и от данните, според които през тримесечието има само 5 нови емисии на всички пазарни сегменти. Следващи по важност са склонността за разкриване на финансови резултати и наличието на атрактивни емисии на пазара. Също с висока степен на значимост са и финансовата култура на компаниите и постигнатите от тях финансови резултати. Резултатите на пуб-

личните компании за първото полугодие бяха смесени и по този начин сравнително малко книга можеха да се определят като атрактивни. Предвид минималния брой нови емисии, компаниите явно са се възползвали от опита си при вземането на решение за листване и са предпочели да изчакат по-подходящ период. С най-малко значение, според анкетираните, в настоящото издание са посочени достъпът до банково и до чуждестранно финансиране.

Граф. 16: Осреднена оценка за степента на значимост на факторите, определящи решението за листване на една компания на борсата

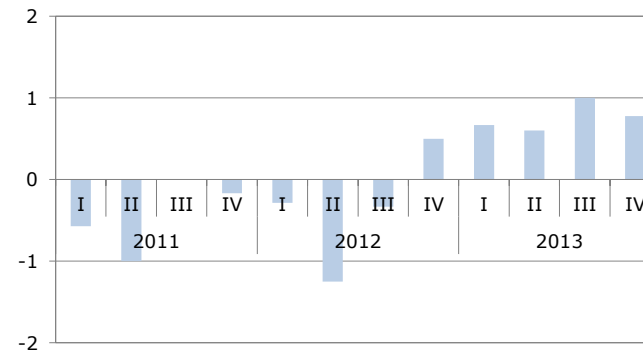


Заб.: Факторите, най-близо до центъра, са най-значими, а по-отдалечените са относително по-маловажни (вж. [методологичните бележки](#)).

### 3. Колективни инвестиционни схеми (КИС)

Очакванията на управляващите дружества за акумулираните активи в КИС през последното тримесечие на 2013 г. спрямо третото леко се понижиха, но останаха умерено положителни. Данните за периода юли-септември показаха нарастване, но със забавени темпове спрямо първите две тримесечия, което може да е и причината за по-ниските очаквания.

Граф. 17: Очаквания за акумулираните активи в колективните инвестиционни схеми

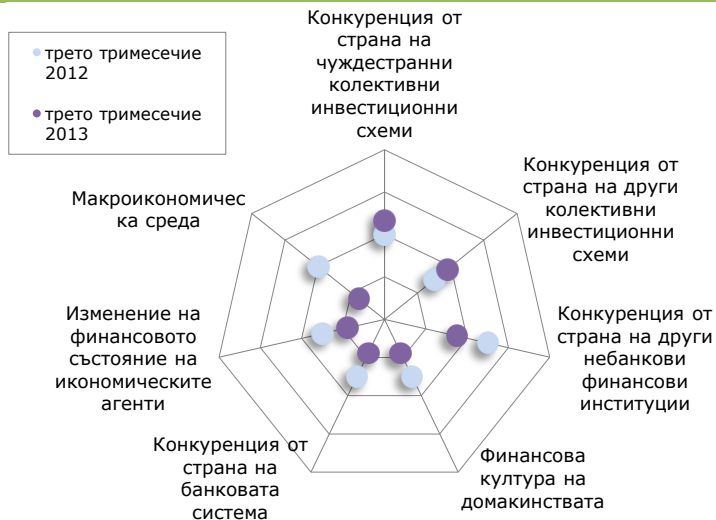


Заб.: Очаквания на управляващите дружества за акумулираните активи в колективните инвестиционни схеми са представени чрез претеглен показател. Когато той е близък до 2, това означава, че управляващите дружества очакват значително нарастване на акумулираните активи през текущото тримесечие. Съответно, когато показателят е близък до -2, то съществуват очаквания за значително намаление.

Макроикономическата среда е посочена като най-важният фактор за развитието на колективните инвестиционни схеми през третото тримесечие. Смесените резултати на публичните компании за полугодията не дадоха големи предпоставки за по-забележим възходящ тренд на капиталовия пазар и по този начин отнеха възможността на управляващите дружества да инвестират в по-доходоносни активи. Финансовото състоя-

ние на домакинствата, определено като следващ по значение фактор, също нямаше съществен положителен принос за нарастването на активите на КИС, както заради забавения темп на растеж на доходите, така и поради сезонни фактори. Ето защо не е изненадващо, че отчетеното увеличение на активите през тримесечието се изрази в огромна степен в нарастване на банковите депозити. Това вероятно е причината конкуренцията на банковата система да бъде сред първостепенните фактори, равнозначно с финансовото състояние. Отново същия резултат анкетираните са присъдили и на финансовата култура на домакинствата, което е допринесла

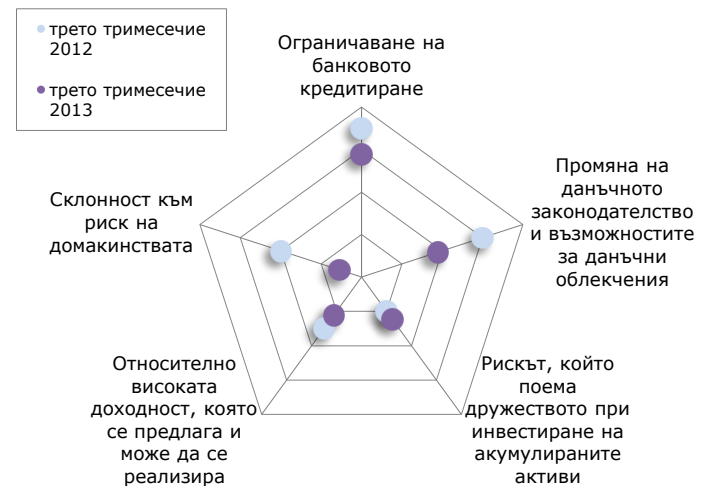
Граф. 18: Осреднена оценка за степента на значимост на факторите, определящи развитието на колективните инвестиционни схеми



Заб.: Факторите, най-близо до центъра, са най-значими, а по-отдалечените са относително по-маловажни (вж. [методологичните бележки](#)).

те да останат по-предпазливи към КИС като форма на спестяване. Конкуренцията на останалите типове небанкови посредници, включително тези от групата, е била относително по-маловажна през разглеждания период.

Граф. 19: Осреднена оценка за степента на значимост на факторите, определящи за вземането на решение от домакинствата за влагане на свободните финансови ресурси в колективни инвестиционни схеми



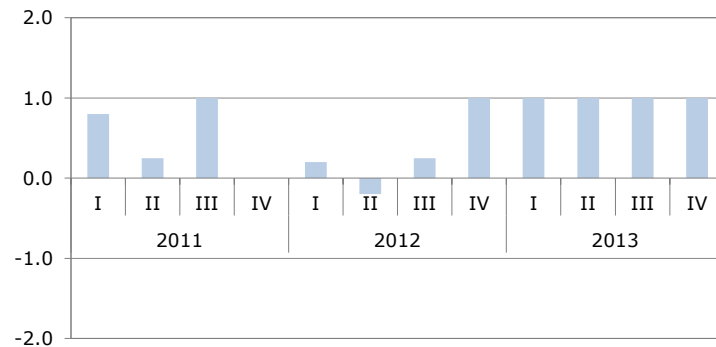
Заб.: Факторите, най-близо до центъра, са най-значими, а по-отдалечените са относително по-маловажни (вж. [методологичните бележки](#)).

Склонността към риск на домакинствата е определяла в най-голяма степен решенията им да вложат свободни ресурси в колективни инвестиционни схеми. Като се има предвид, че КИС са едни от най-високорисковите форми на спестяване, слабата активност на капиталовия пазар и понижаващите се лихвени проценти по депозитите не са позволили реализирането на доходност, която би оправдала поемането на риск.

Именно доходността, която може да се реализира, е следващият по степен на значимост фактор според получените отговори. Рискът, който поема дружеството при инвестиране е последният от по-значимите фактори. Управляващите дружества са изправени пред труден избор в това отношение. От една страна стои стремежът да се избягват прекомерни рискове, от друга стои натискът за постигане на достатъчно висока доходност, която би накарала домакинствата да предпочетат КИС пред банките и пенсионните фондове.

#### 4. Пенсионни фондове

Граф. 20: Очаквания за акумулираните активи в допълнителните задължителни пенсионни фондове



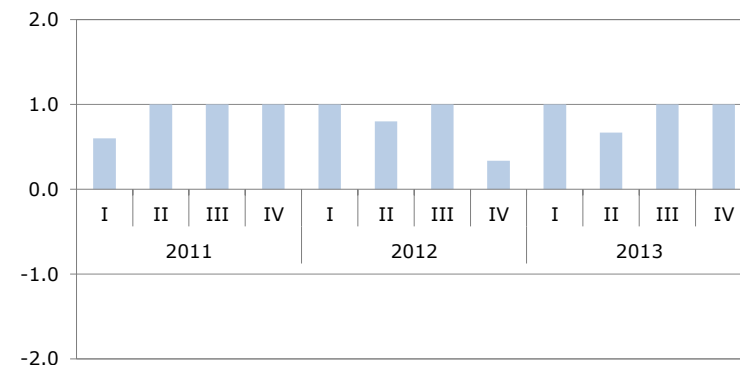
Заб.: Очаквания на ПОД за акумулираните активи в допълнителните задължителни пенсионни фондове са представени чрез претеглен показател. Когато той е близък до 2, това означава, че ПОД очакват значително нарастване на акумулираните активи през текущото тримесечие. Съответно, когато показателят е близък до -2, то съществуват очаквания за значително намаление.

Очакванията на анкетирани пенсионни фондове продължиха да бъдат оптимистични и останаха без промяна спрямо предходното издание, както по отношение на активите на допълнителните задължителни, така и по отношение на активи-

те на допълнителните доброволни пенсионни фондове през четвъртото тримесечие на 2013 г. Резултатите от дейността на задължителните фондове през третото тримесечие бяха положителни, докато при доброволните фондове се наблюдаваше колебливо и слабо нарастване на активите спрямо предходното тримесечие, но при намаление на броя на осигурените лица. Вероятно повод за оптимизъм е било почти двойното нарастване на постигнатата доходност на фондовете в сравнение с второто тримесечие, което може да привлече повече индивидуални спестявания предвид продължаващите понижения на лихвените проценти по банкови депозити.

Очакванията на анкетирани се сбъднаха по отношение на задължителните фондове. При доброволните бе налице минимално нарастване на активите, но то бе съпроводено с ново понижение на броя осигурени лица, както и на средната вноска от едно лице.

Граф. 21: Очаквания за акумулираните активи в допълнителните доброволни пенсионни фондове



Заб.: Очаквания на ПОД за акумулираните активи в допълнителните задължителни пенсионни фондове са представени чрез претеглен показател. Когато той е близък до 2, това означава, че ПОД очакват значително нарастване на акумулираните активи през текущото тримесечие. Съответно, когато показателят е близък до -2, то съществуват очаквания за значително намаление.



Макроикономическата среда и конкуренцията на други местни ПОД са получили единодушно най-високите възможни оценки по отношение на значимостта си за дейността на пенсионно-осигурителните дружества във второ поредно издание. Влиянието на макросредата, пречупено през пазара на труда (запазване нивото на заетост на годишна база и забавен темп на растеж на средната работна заплата), може да се обобщи в много слабо нарастване на активите и броя осигурени лица в пенсионните фондове. Това се отнася и за третия по значимост фактор в подреждането – изменението на финансовото състояние на икономическите агенти. Същевременно за засилената роля на конкуренцията в групата свидетелства понижението на пазарните дялове на най-големите пенсионно-осигурителни дружества за сметка на нарастване дяловете на някои от по-малките. Относително голямо значение за анкетираните през тримесечието е имала и конкуренцията на други небанкови посредници. Като по-маловажни фактори участниците са посочили финансовата култура на домакинствата и конкуренцията на банковата система. Последното може да се отдаде на промяната в полза на пенсионните фондове на разликата в доходността спрямо банковите депозити. ▼

Граф. 22: Осреднена оценка за степента на значимост на факторите, определящи развитието на пенсионните фондове



Заб.: Факторите, най-близо до центъра, са най-значими, а по-отдалечените са относително по-маловажни (вж. [методологичните бележки](#)).

## — СПЕЦИФИЧЕН ВЪПРОС

**Насока, в която трябва да се търси дългосрочно решение на проблемите в пенсионната система, предвид тенденцията на застаряване на населението.**

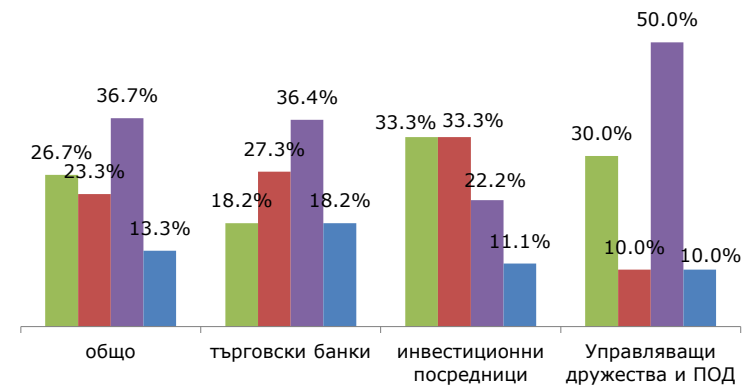
На дневен ред пред пенсионните системи на почти всички европейски държави стои застаряването на населението. Не трябва да се пренебрегва и социалния аспект при провеждането на реформа в системата. От една страна стои желанието размерът на пенсиите да бъде адекватен спрямо определен жизнен минимум, както и спрямо приноса на осигуреното лице в социално-осигурителната система. От друга, това поставя под натиск държавния бюджет, доходите на осигуряващите се или и двете едновременно. Ето защо, в това издание попитахме българските финансови посредници в каква насока може да се търси по-дългосрочно решение на проблемите в пенсионната система.

Нито един от предложените отговори не е посочен категорично. Все пак, най-голям брой от анкетиранияте смятат, че пътят към по-добро пенсионно осигуряване лежи извън традиционната стълбова система. За прехвърляне на тежестта от задължителни отчисления от доходите към индивидуални форми на спестяване като дългосрочни банкови и застрахователни продукти или инвестиционни фондове са гласували 36.7% от участниците. Най-висока подкрепа за този отговор (50%) се наблюдава при управляващите и пенсионно-осигурителните дружества. Делът от банките, които са на същото мнение, е 36.4%, а най-слаба подкрепа е налице при инвестиционните посредници, където е посочен от 22.2% от анкетиранияте. Подобно решение от една страна постепенно елиминира нуждата от фискална намеса и оставя разпределението на текущите доходи изцяло в ръцете на домакинствата. Трябва да се има предвид, обаче, че преходът към такъв тип самоосигуряване би

бил продължителен. Друг негатив на подобно решение е повишият риск при равни други условия, който е присъщ на повечето инструменти за дългосрочно спестяване в сравнение с регулираните за целта пенсионни фондове.

Граф. 23: Насока, в която трябва да се търси дългосрочно решение на проблемите в пенсионната система, предвид тенденцията на застаряване на населението

- Посредством административни реформи, насочени към I и II стълб (размер на вноските, пенсионна възраст и др.)
- Стимулиране на допълнителното доброволно пенсионно осигуряване и разширяване на финансовата култура на населението
- Прехвърляне на тежестта от задължителната пенсионна система към индивидуални форми на спестяване (дългосрочни банкови или застрахователни продукти, инвестиционни фондове и др.)
- Друго



В каква насока може да се търси дългосрочно решение на проблемите в пенсионната система?

На другата крайност, в подкрепа на чисто административно решение, са 26.7% от всички посредници. Точно една трета от инвестиционните посредници, 30% от УД и ПОД и 18.2% от

банките смятат този подход за най-разумен. По този начин съществуващата система ще се запази, като според участниците проблемът се състои в намирането на оптимално разпределение на тежестта между работниците, работодателите и държавния бюджет (когато това се наложи).

Според 23.3% от отговорите, бъдещето на пенсионното осигуряване в България е в третия (доброволен) стълб на системата. Мислещите по този начин съставляват 33.3% и 27.3% съответно от инвестиционните посредници и банките и едва 10% от УД и ПОД. Предимство на решението е по-високата степен на сигурност за спестителите при относително по-малка тежест за държавата. Сериозен недостатък, обаче, е твърде косвената връзка между евентуални мерки, които могат да се предприемат (допълнителни данъчни стимули, повишаване на финансовата култура и др.) и спестовните решения на домакинствата, така че в крайна сметка да се стигне до осъществяване на забележима промяна на пенсионната система.

13.3% от всички участници са предложили възможни решения извън предварително зададените отговори. Според няколко от предложенията, усилията на държавата следва да бъдат насочени към възстановяването на демографския баланс на населението. Други предложения касаят оптимизирането на социалните разходи в бюджета, а също и усъвършенстване на мерките за събиране на дължимите осигуровки. ▲

## — МЕТОДОЛОГИЧНИ БЕЛЕЖКИ

### ИКОНОМИЧЕСКА СИТУАЦИЯ

В общата част са анализирани агрегираните очаквания на финансовите посредници относно икономическия растеж, инфлацията, основния лихвен процент, валутния курс на лева спрямо щатския долар, лихвените проценти по кредити и депозити и борсовите индекси. Очакванията на отделните групи финансови посредници са представени чрез претеглен показател. На отделните положителни отговори (в някои случаи са два, а в някои случаи един) се дават стойности 1 и 2 (при наличието на два положителни отговора) и 1 (при наличието на един положителен отговор). Неутралният отговор получава стойност 0. Отделните отрицателни отговори (в някои случаи са два, а в някои случаи един) получават стойности -1 и -2 (при наличието на два отрицателни отговора) и -1 (при наличието на един отрицателен отговор). Процентът на участниците, посочили съответния отговор, се използва като тегла при изчисляването на претегления показател. Когато показателят е близък до 1 (в някои случаи близък до 2), това означава, че финансовите посредници очакват нарастване (респективно значително нарастване) на съответната икономическа променлива. Съответно, когато показателят е близък до -1 (в някои случаи близък до -2), това означава, че финансовите посредници очакват намаление (респективно значително намаление) на съответната икономическа променлива. Когато показателят получава стойност близо до 0, може да е сигнал или за силна разнородност в очакванията на финансовите посредници, или за очаквания за непроменливост на разглежданата икономическа променлива.

### ФАКТОРИ ЗА РАЗВИТИЕТО НА ФИНАНСОВИТЕ ПОСРЕДНИЦИ

#### Търговски банки

В специалната част на анкетата, която търговските банки трябваше да попълнят, присъстват два вида въпроси – такива за оценка на факторите, които са оказвали влияние през последното тримесечие и такива, свързани с очакванията на ТБ за основни икономически величини, касаещи тяхната специфична дейност.

В първата част присъстват въпроси, които изискват отговарящият да определи до 5 фактора, които според него оказват влияние върху дейността на търговската банка. Тези фактори трябва да се степенуват по важност, като им се даде тежест от 1 до 5, където 1 означава фактора с най-голяма тежест, а 5 – относително най-маловажния фактор. Факторите, които не са посочени от

банките, получават стойност 6. Така за всеки фактор се получава агрегиран резултат чрез осредняване на получените отговори.

Във втората част отговарящият трябва да определи очакваната динамика на съответния показател през следващото тримесечие, като е предоставена 5-степенна скала (значително увеличение, увеличение, без промяна, спад, значителен спад). Петте степени получават съответно тежест от 1 до 5, където 1 е значително увеличение, а 5 значителен спад. Резултатът за всеки показател се получава като средно аритметично от посочените тежести.

### Инвестиционни посредници, управляващи дружества и ПОД

В специалната част на анкетата, която трябваше да се попълни от управляващите дружества, се отговаря на въпроси, които изискват да се направи степенуване на редица фактори, които имат определена степен на значимост за дейността на анкетираните или за вземането на решение от икономическите агенти за ползване на предоставяните услуги и продукти от тези финансови посредници. Скалата за определяне на важността на тези фактори е от 1 до 5, като с 1 се означава най-високата степен на значимост на съответния фактор, а с 5 се означава най-ниската степен на значимост. Така за всеки фактор се получава агрегиран резултат чрез осредняване на получените отговори.

**СПЕЦИФИЧЕН ВЪПРОС:** В каква насока може да се търси дългосрочно решение на проблемите в пенсионната система?

Възможните отговори бяха три: Посредством административни реформи, насочени към I и II стълб; Стимулиране на допълнителното доброволно осигуряване и разширяване на финансовата култура на домакинствата; Прехвърляне на тежестта от задължителната пенсионна система към индивидуални форми на спестяване. На участниците бе дадена и възможност да добавят техен отговор. Резултатът е представен на графика, показваща процента от анкетираните финансови посредници, посочили съответния отговор, като са обособени и отделните групи финансови посредници.