

# Финансов навигатор

онлайн списание за студентски инициативи

година III, брой 3, ноември 2017

## Съдържание

### Изследвания

*Петър Петров*

Корелационна структура и динамика на  
отрасловите индекси Dow Jones U.S. за 2001-15 г. .... 2

*Надежда Николова*

Икономически ефекти на разходите за  
здравеопазване в България ..... 8

*Христиана Попова*

Влияние на програмите за количествени  
улеснения върху лихвените проценти ..... 14

### Мнение

*Ивайло Караиванов*

Роля и значение на АДСИЦ за капиталовите  
пазари на България ..... 19

### Проекти

Практическо обучение със

Societe Generale Експресбанк ..... 22

### Изяви

Национален конкурс за студентско есе ..... 24

Икономически  
университет  
Варна



Център за финансови  
изследвания и  
развитие



#### Издателски екип

*доц. д-р Стоян Киров*  
главен редактор и  
ръководител на ЦФИР

*докт. Иглика Славчева*  
технически сътрудник

#### Редакционен съвет

*проф. д-р Стефан Вачков*  
ръководител катедра „Финанси“  
на ИУ-Варна

*доц. д-р Любомир Георгиев*  
зам. ръководител катедра „Финанси“  
на ИУ-Варна

*доц. д-р Димитър Рафаилов*

*доц. д-р Светлана Герчева*

*гл. ас. д-р Атанас Камеларов*

*гл. ас. д-р Недялко Вълканов*

#### Адрес за контакти

Варна 9002  
Бул. „Княз Борис I“ 77  
Икономически университет - Варна  
Център за финансови  
Изследвания и развитие  
<http://www.ue-varna.bg>  
[fin\\_navigator@ue-varna.bg](mailto:fin_navigator@ue-varna.bg)

Списанието не изплаща хонорари, тъй като  
няма комерсиален характер.  
Всеки автор носи отговорност за отстоявани-  
те идеи, съдържанието и стилово оформ-  
ление.

година III, брой 3, май 2017

## Петър Петров

Корелационна структура и динамика на отрасловите индекси Dow Jones U.S. за периода 2001-2015 г.

*Петър Петров завършва средното си образование в ПГИ гр. Шумен, след което продължава обучението си в специалност „Финанси“ в ИУ-Варна. От ноември 2015 г. е член е на УС на клуб „Финанси“. През април 2016 г. с настоящата разработка печели първо място в секция „Финанси“ на прегледа на студентската научна дейност. Други негови постижения са: второ място по проект „Моята банка на бъдещето“ 4.0 на УниКредит Булбанк; второ място на конференцията "Still united? The European Union during crises, transformations, inequality, expansion" в ИУ-Варна и др. За контакт с автора: petarpetrov93@abv.bg.*

### Въведение

В разработката се анализира корелационната структура и динамиката на отрасловите индекси Dow Jones U.S. през разглеждания период. Корелационната структура на доходността на финансовите активи дава ключова информация за редица финансови дейности, а изчисляването на възвращаемостта, риска и корелацията между отрасловите индекси е част от ефективното управление на риска. Въз основа на собствени емпирични изследвания се оценява и съпоставя корелационната структура и динамиката на пазарния и отрасловите индекси и се определя каква част от изменението на цените на акциите се дължи на непазарни фактори.

### 1. Литературен преглед

Познаването на корелацията между отделните отрасли в дадена страна и влиянието, което оказва отрасловата принадлежност, са привлекли неотдавна вниманието на финансовите анализатори и практики. Според Б. Кинг цените на акции от едни и същи отрасли проявяват общо движение, което преминава отвъд пазарния ефект. Докато 50% от движението на цените може да бъде обяснено от движението на пазарния индекс, 20% от останалата вариация се образува от отрасловата принадлежност. В изследването си той анализира месечни данни за акции на шестдесет и три компании от шест отрасли в САЩ за периода 1927-1960 година, използвайки „метод на портфейлна селекция“ и „дизайн на индексни номера“.<sup>1</sup>

Неговите изводи се потвърждават по-късно от Ст. Майерс и М. Ливингстън. Първият използва шестдесет от компаниите на Кинг, добавя още толкова и продължава изчисленията до 1967 година. Той констатира, че Кинг е подценил процента на остатъчната вариация, обяснена от отрасловата принадлежност.<sup>2</sup> Ливингстън наблюдава петдесет компании в десет отрасли в периода 1966-1970 г. и също установява силно сходство в движението сред компаниите от един отрасъл считайки, че 18% от остатъчната вариация и до 26% от волатилността на акциите могат да се обяснят от отрасловите фактори.<sup>3</sup>

През 1973 г. Р. Шварц и Е. Алтман провеждат тестове на коефициента на конкордация на Кендъл, за да изучат корелацията на движенията във волатилността на цените на отрасловите индекси в САЩ. Резултатите

потвърждават, че някои отрасли имат по-висока волатилност от други и тази взаимозависимост се запазва стабилна във всички етапи.<sup>4</sup>

Няколко следващи проучвания се опитват да определят фактори, различни от пазарния индекс, които оказват влияние върху цените на ценните книжа. У. Шарп провежда наблюдение върху месечната възвращаемост на 2 197 компании за периода 1931-1979 година. Изчисленията показват, че коефициентът на детерминация на регресионния модел се подобрява значително при използването на дивидентната доходност, размера на компанията и коефициента  $\beta$  в допълнение към пазарния индекс.<sup>5</sup>

В проведен тест на теорията на арбитражното ценообразуване спрямо 2 090 компании през периода 1975-1980 година Р. Пари и Сон-Нан Чен разкриват, че фактори като общият пазарен индекс, волатилността на цените на енергийните източници и лихвеният риск оказват влияние върху цените на разглежданите акции. Те тестват модела за значимост на няколко фактора в обяснение на възвращаемостта на ценните книжа. Според получените резултати значимите фактори за обяснение на променливостта на възвращаемостта на ценните книжа са: спредът между дълготрайните и краткотрайните лихвени проценти; предвидената и непредвидената инфлация; отрасловото производство и спредът между възвращаемостта на облигациите от висок и нисък клас.<sup>6</sup>

През 2005 г. К. Кърни и В. Потти използват цените на индекси във Франция, Германия, Италия, Холандия и Испания, за да анализират корелацията им на европейските капиталови пазари с помощта на DCC-MVGARCH модел. Оказва се, че тя се представя асиметрично в случай на добри и лоши новини, което означава, че националните фактори нямат главен принос за волатилността на индексите.<sup>7</sup>

През 2008 година се провежда изследване на последните от движенията между отраслови индекси в САЩ, Великобритания, Германия, Франция и Япония върху диферсифициран портфейл по време на „бичи“ и „мечи“ пазар. То разкрива разлика между инвестирането в един отрасъл в различни страни и в инвестирането в различни отрасли в една страна.<sup>8</sup>

година III, брой 3, май 2017

**2. Общо представяне на отрасловите индекси Dow Jones U.S.**

Индексите Dow Jones U.S. Total Stock Market са проектирани да осигурят пълно покритие на капиталовите пазари в САЩ. Водещият индекс в семейството - The Dow Jones U.S. Market Index - е претеглен индекс, базиран на коригираната с фрий-флоута пазарна капитализация.<sup>9</sup> Той представлява общ пазарен индекс, обхващащ 95% от капиталовия пазар по пазарна капитализация.

Този индекс се разделя в съответствие с размера на компаниите, техния вид и отрасъл, за да се обособят

отделни под-индекси, които проследяват всеки по-голям сегмент от пазара. Всички индекси се създават и поддържат в съответствие с обективна и прозрачна методология, чиято основна цел е осигуряването на достоверна и точна информация за представянето на акциите в САЩ.

Отрасловите индекси са конструирани чрез категоризиране на съставните части на индекса Dow Jones U.S. Total Stock Market в 10 отрасли (вж.: табл. 1), 19 супер сектора, 41 сектора и 114 подсектора, които са дефинирани от класификационната система на S&P Dow Jones Indices.<sup>10</sup>

Таблица 1

Разглеждани отрасли индекси и техните абривиатури

Наименование на индекса	Абревиатура
Dow Jones U.S. Index	DJUS
Dow Jones U.S. Basic Materials Index	DJUSBM
Dow Jones U.S. Consumer Goods Index	DJUSNC
Dow Jones U.S. Consumer Services Index	DJUSCY
Dow Jones U.S. Financials Index	DJUSFN
Dow Jones U.S. Health Care Index	DJUSHC
Dow Jones U.S. Industrials Index	DJUSIN
Dow Jones U.S. Oil & Gas Index	DJUSEN
Dow Jones U.S. Technology Index	DJUSTC
Dow Jones U.S. Telecommunications Index	DJUSTL
Dow Jones U.S. Utilities Index	DJUSUT

Източник: <http://www.djindexes.com/>

**3. Данни и методи**

За целите на изследването са използвани статистически данни от уеб сайта на Dow Jones Indexes. Те са представени по тримесечия и обхващат периода от началото на 2001 г. до края на 2015 г., разделен за целите на изследването на два подпериода. Първият - 2001-2006 г. и 2010-2015 г., а вторият - 2007-2009 г. Динамичните редове обхващат 60 наблюдения.

Целта на разделянето на етапи е да се сравни представянето на капиталовия пазар и отрасловите индекси през първия етап, който се характеризира със сравнителна стабилност на пазарните цени, а през втория - с нестабилност на пазарните цени, породена от влиянието на финансовата криза на американските фондови пазари.

Използваните методи на анализ са: описателен метод, графичен метод, анализ на динамични редове, анализ на сходството, корелационен и регресионен анализ.

За трансформиране на данните и извършване на емпиричния анализ е използван статистическият и иконометричен софтуер "SPSS".

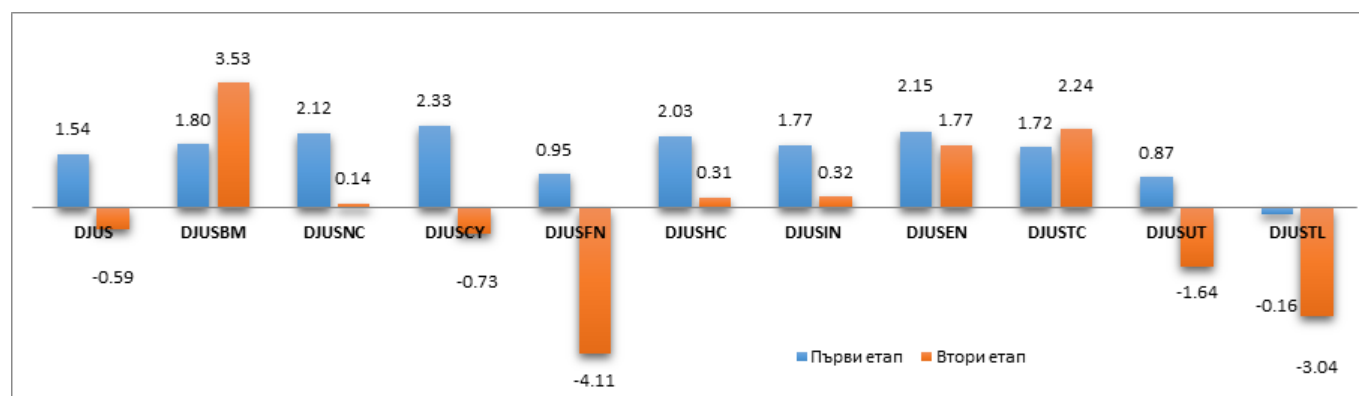
**4. Емпирични резултати**

През първия етап на наблюдението средната тримесечна възвръщаемост на пазарния индекс DJUS е 1,54%. Само три от индексите са реализирали по-ниска възвръщаемост от пазарната: DJUSFN, DJUSUT и DJUSTL, като последният е единственият с отрицателна стойност на показателя (фиг. 1).

През втория етап пазарната средна величина, представена от индекса DJUS, е отрицателна. През този период най-добре се представят индексите DJUSBM, DJUSTC и DJUSEN, а най-зле DJUSFN, DJUSTL и DJUSUT.

През първия етап се наблюдава сходство в посоката на движение на индексите, докато през втория има различия, поради което някои индекси реализират положителни, а други отрицателни стойности. Освен това, през втория етап дисперсията на възвращаемостта е значително по-голяма, от което може да се съди за неефективността на американските капиталови пазари през този период.

година III, брой 3, май 2017



Фиг. 1. Средна тримесечна възвръщаемост по етапи (в процент)

Скоростта на промяна на капиталовите пазари отразява промяната в цените на акциите, което прави нейното изследване полезно за инвеститорите при вземане на инвестиционни решения. Това до известна степен е ориентирано за регулаторните органи да разработят необходими политики и регулации. През двата етапа се наблюдава тенденция за концентрация на отрасловите минимума в

периодите на пазарния минимум, което е показателно за тяхната чувствителност към скоростта на негативните пазарни промени (вж.: табл. 2). При максимумите през втория етап се наблюдава подобна тенденция, докато през първия етап е налице силна чувствителност на отраслите към скоростта на положителните пазарни промени.

Таблица 2

Минимум и максимум и кореспондиращото им тримесечие по етапи

Индекс	Максимална стойност и съответстващото ѝ тримесечие				Минимална стойност и съответстващото ѝ тримесечие			
	Етап първи		Етап втори		Етап първи		Етап втори	
	Стойност	Тримесечие	Стойност	Тримесечие	Стойност	Тримесечие	Стойност	Тримесечие
DJUS	533.39	Q1 2015	374.62	Q2 2007	195.73	Q1 2003	180.05	Q1 2009
DJUSBM	355.42	Q3 2014	342.31	Q2 2008	125.68	Q1 2003	122.58	Q1 2009
DJUSNC	546.94	Q4 2015	326.76	Q4 2007	186.00	Q1 2003	195.87	Q1 2009
DJUSCY	748.88	Q4 2015	361.74	Q2 2007	204.08	Q1 2003	181.25	Q1 2009
DJUSFN	572.83	Q4 2006	608.77	Q2 2007	238.06	Q4 2011	144.15	Q1 2009
DJUSHC	800.94	Q2 2015	364.55	Q4 2007	236.63	Q1 2003	233.16	Q1 2009
DJUSIN	536.34	Q1 2015	357.07	Q2 2007	166.51	Q1 2003	144.46	Q1 2009
DJUSEN	823.04	Q3 2012	728.88	Q2 2008	198.76	Q1 2003	368.17	Q1 2009
DJUSTC	1143.47	Q4 2015	631.73	Q4 2007	325.85	Q3 2002	329.95	Q1 2009
DJUSUT	227.12	Q4 2014	203.86	Q4 2007	87.49	Q1 2003	118.00	Q1 2009
DJUSTL	218.17	Q1 2001	195.72	Q2 2007	97.88	Q1 2003	99.19	Q1 2009

Изчисления по данни на Dow Jones Indexes

Корелационният коефициент на Пирсън е най-популярната линейна корелация. С негова помощ може да се анализира взаимното влияние на възвръщаемостта между отраслите и пазара. Счита се, че по време на финансова криза финансовите активи проявяват силна корелация помежду си. През първия етап се наблюдават следните зависимости между пазара и отделните отрасли:

- значителна – DJUSEN и DJUSUT;

- силна – DJUSBM, DJUSNC, DJUSFN, DJUSHC, DJUSTC и DJUSTL;
- много силна – DJUSCY и DJUSIN.

При зависимостта между отделните двойки отрасли се наблюдава най-често значителна връзка. Единствената много силна връзка е между индексите DJUSCY и DJUSIN. Индексите DJUSTL и DJUSUT проявяват най-слаба корелация спрямо останалите индекси, като при всички двойки, в които участват, тя е по-ниска от тази с пазарния индекс (табл. 3).

Таблица 3

Корелационна матрица за първия етап

	DJUS	DJUSBM	DJUSNC	DJUSCY	DJUSFN	DJUSHC	DJUSIN	DJUSEN	DJUSTC	DJUSUT	DJUSTL
DJUS	1.00										
DJUSBM	0.76	1.00									
DJUSNC	0.77	0.71	1.00								
DJUSCY	0.91	0.71	0.72	1.00							
DJUSFN	0.84	0.49	0.59	0.70	1.00						
DJUSHC	0.75	0.52	0.68	0.68	0.48	1.00					
DJUSIN	0.94	0.79	0.71	0.91	0.76	0.65	1.00				
DJUSEN	0.69	0.74	0.58	0.53	0.50	0.45	0.66	1.00			
DJUSTC	0.79	0.65	0.50	0.78	0.43	0.69	0.75	0.45	1.00		
DJUSUT	0.65	0.40	0.65	0.53	0.61	0.46	0.55	0.54	0.31	1.00	
DJUSTL	0.72	0.41	0.44	0.61	0.66	0.53	0.62	0.41	0.56	0.59	1.00

Изчисления по данни на Dow Jones Indexes

През втория етап корелационната връзка между отраслите и пазара е много силна. Единственият отраслов индекс, чиято зависимост от пазара се оприличава като силна, е DJUSTL. Също така, той има най-слаба взаимозависимост с останалите отрасли, както при първия етап. Помежду си отраслите проявяват от силна до много силна корелационна връзка. Най-силна корелационна връзка

ка се наблюдава между двойката DJUSFN/DJUSIN (вж.: табл. 4).

Получените резултати за корелационната структура на пазарния и отрасловите индекси през двата етапа потвърждават теоретичния постулат, че по време на финансова криза отраслите на икономиката се характеризират с по-силна корелационна връзка помежду си.

Таблица 4

Корелационна матрица за втория етап

	DJUS	DJUSBM	DJUSNC	DJUSCY	DJUSFN	DJUSHC	DJUSIN	DJUSEN	DJUSTC	DJUSUT	DJUSTL
DJUS	1.00										
DJUSBM	0.97	1.00									
DJUSNC	0.97	0.93	1.00								
DJUSCY	0.98	0.96	0.94	1.00							
DJUSFN	0.96	0.92	0.94	0.94	1.00						
DJUSHC	0.91	0.85	0.92	0.91	0.83	1.00					
DJUSIN	0.97	0.95	0.96	0.93	0.98	0.82	1.00				
DJUSEN	0.92	0.94	0.88	0.87	0.82	0.78	0.90	1.00			
DJUSTC	0.98	0.94	0.93	0.98	0.93	0.89	0.93	0.87	1.00		
DJUSUT	0.91	0.86	0.91	0.85	0.81	0.87	0.84	0.86	0.88	1.00	
DJUSTL	0.81	0.71	0.77	0.75	0.73	0.67	0.77	0.80	0.80	0.86	1.00

Изчисления по данни на Dow Jones Indexes

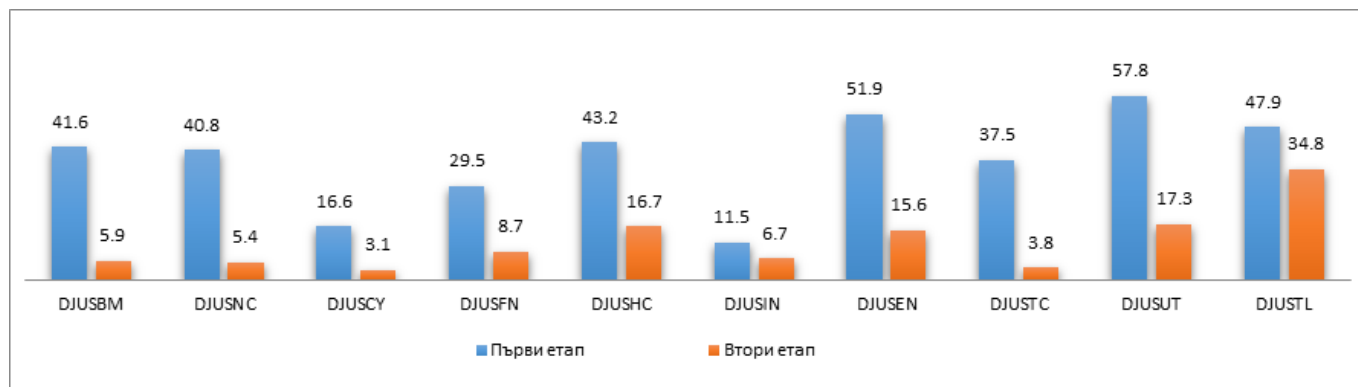
През първия етап средно 37,8% от изменението в цените на акциите, попадащи в обхвата на отрасловите индекси DJUS, се дължи на изменението на непазарни фактори. През втория етап влиянието на пазарните фактори върху отделните отраслови индекси е много по-силно и

едва 11,8% от изменението се дължи на различни от пазара фактори. През първия етап най-голяма част от изменението на възвръщаемостта, породено от непазарни фактори, се наблюдава при индексите DJUSEN, DJUSUT и DJUSHC, което потвърждава извършения по-напред

година III, брой 3, май 2017

анализ на чувствителността към скоростта на пазарните промени. През втория етап при шест от индексите едва

до 10% от изменението на цените може да се обясни с фактори, различни от пазарните (фиг. 2).



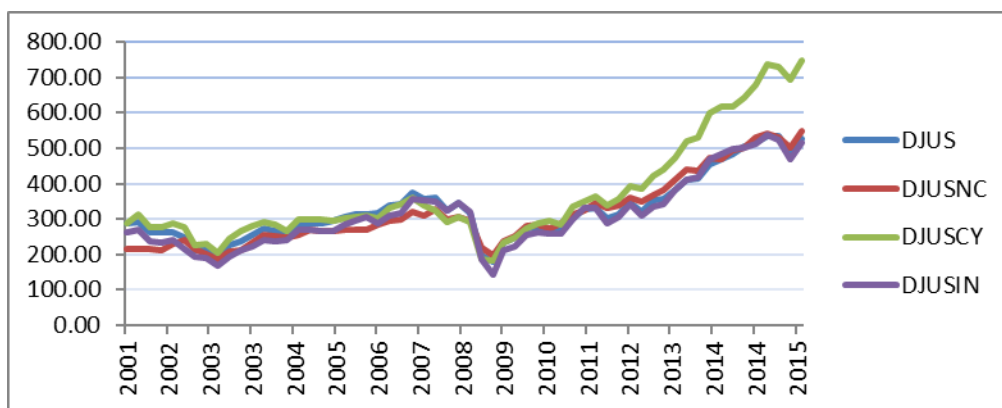
Фиг. 2. Коефициент на индетерминация по етапи (в процент)

Както е известно, анализът на сходството е един от методите за клъстерно извличане на данни. Сходството има обратнопропорционална връзка с разстоянието - колкото по-малко е разстоянието, толкова по-голямо е сходството. Когато разстоянието между две последователности е по-ниско от определена стойност, те се считат за сходни. В случаите като този, когато променливите са представени на интервална скала, най-подходящо е избирането на евклидовото разстояние за извършване на анализа.

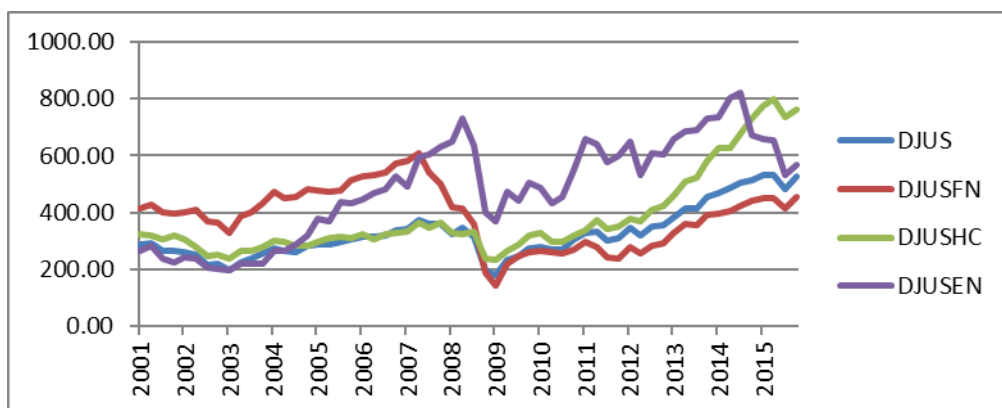
На база резултатите от извършения клъстерен анализ, индексите могат да бъдат разделени в три групи:

- DJUSNC, DJUSCY, DJUSIN: Те са на малко разстояние от DJUS и могат да се разглеждат като сходни с него. Сред тях индексите DJUSNC и DJUSIN са сходни с DJUS почти през целия период (фиг. 3.1).

- DJUSFN, DJUSHC, DJUSEN: Те се характеризират с умереното си разстояние от DJUS. Индексът DJUSHC се представя по-добре от останалите през втория етап и периода след него, а индексът DJUSFN - по-добре от останалите преди кризата и по-зле след нея. Последният индекс в групата (DJUSEN) се характеризира с големи колебания след 2008 година (фиг. 3.2).



Фиг. 3.1. Сходни с пазара индекси (2001-2015 г.)

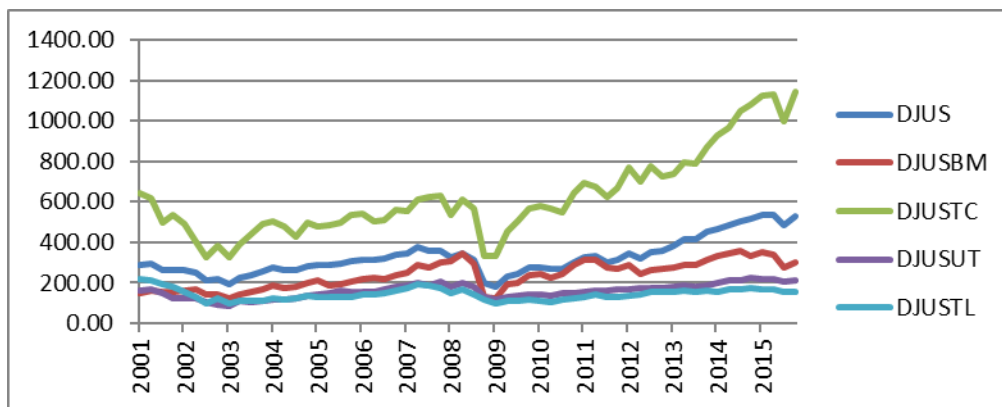


Фиг. 3.2. Умерено сходни с пазара индекси (2001-2015 г.)

година III, брой 3, май 2017

• DJUSBM, DJUSTC, DJUSUT, DJUSTL: Характеризират се с голямо разстояние от пазарния индекс и могат да се разглеждат като несходни с него. Индексите DJUSUT и DJUSTL се представят през целия период по-лошо от DJUS и другите отраслови индекси. Индексът DJUSBM през по-

голямата част от периода се представя по-зле от останалите индекси. DJUSTC е един от индексите с най-добро представяне след кризата, но преди нея резултатите му са колебливи (вж.: фиг. 3.3).



Фиг. 3.3. Несходни с пазара индекси (2001-2015 г.)

### 5. Заключение

Отрасловите индекси са по-чувствителни към скоростта на негативните пазарни промени, а нестабилността на пазарните цени засилва тяхната чувствителност към пазарните промени. През втория етап, когато пазарът изпитва шок, индексите проявяват тенденция да се движат заедно нагоре и надолу, което е следствие от много силната корелационна връзка помежду им. През първия етап се отразяват характеристиките на цикличността на реалния сектор на икономиката и се наблюдава по-слаба корелационна връзка между наблюдаваните индекси. Тогава значителна част от представянето на отрасловите индекси се дължи на непазарни фактори, докато през шоковия втори етап – предимно от посоката на пазарното движение.

<sup>1</sup> King, B., Market and Industry Factors in Stock Price Behavior, *The Journal of Business*, Vol. 39, No.1, Jan., 1966, pp. 139-190.

<sup>2</sup> Meyers, S., A Re-Examination of Market and Industry Factors in Stock Price Behavior, *The Journal of Finance*, Vol. 28, No. 3, Jun., 1973, pp. 695-705.

<sup>3</sup> Livingston, M., Industry Movements of Common Stocks, *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 3, Jun., 1977, pp. 861-874.

<sup>4</sup> Schwartz, R., Altman, E., Volatility Behavior of Industrial Stock Price Indices, *The Journal of Finance*, Vol. 28, No. 4, Sep., 1973, pp. 957-97

<sup>5</sup> Sharpe, W., Some Factors in New York Stock Exchange Security Returns, 1931—1979, Stanford University, Research Paper No. 640, 1982

<sup>6</sup> Pari, R., Chen, S., An Empirical Test of the Arbitrage Pricing Theory, *The Journal of Financial Research*, Vol. 7, No. 2, Summer 1984, pp. 121-130.

<sup>7</sup> Kearney, C., Poti, V., Correlation Dynamics in European Equity Markets, *Research in International Business and Finance*, Research Paper, May 2005.

<sup>8</sup> Meric, I., Ratner, M., Meric, G., The co-movements of sector index returns in the world's major stock markets during bull and bear markets: Portfolio diversification implications, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 17, No. 1, 2008, pp. 156-177.

<sup>9</sup> Компонентите в индекса са претеглени на база размера на пазарната им капитализация, която е коригирана спрямо размера на свободно търгуваните акции, при което не се отчита размера на „затворените“ акции. Такъв е и индексът S&P 500.

<sup>10</sup> Dow Jones Total Stock Market Indices Methodology, S&P Dow Jones Indices, September 2015, <http://www.djindexes.com/>

година III, брой 3, май 2017

**Надежда Николова**

**Икономически ефекти на разходите за здравеопазване в България**

*Надежда Николова е родена в град Варна. Завършва Трета природоматематическа гимназия „Академик Методий Попов“, гр. Варна. Завършва с отличие специалност „Финанси“ на ИУ-Варна, ОКС Бакалавър. Научните ѝ интереси са в областите здравеопазване, застраховане, управление и мотивация на персонала. За контакт с автора: nadejda\_nikolova93@abv.bg.*

**1. Мотиви за намесата на държавата в сферата на здравеопазването**

Опазването на здравето на населението е най-важната цел за всяка държава. Доброто равнище на здравно обслужване зависи от добрите икономически показатели, стандарта на живот, нивото на образование и култура. Така когато населението е жизнеспособно, то увеличава потенциала си за извършване на трудова дейност. Благодарение на крепкото здраве на нацията биха могли да се наблюдават положителни промени не само в демографската и възрастовата структура на населението, но и по отношение на икономическата активност в страната. Съвкупната грижа за населението обуславя запазването на традициите, от една страна, и осигурява градежа на силно бъдеще - от друга. В условията на демографска криза и висока заболяемост, които се наблюдават в нашата страна, актуалността и съвременността на грижата за населението и осигуряването на пълното му физическо, социално и душевно равновесие са несъмнени.

Сигурността на населението по отношение на здравето изисква разходването на средства за осигуряване на

здравните услуги. Тези разходи целят да подкрепят осъществяването на основните функции на здравеопазването – промотивно-превантивна (съхранение на общественото здраве и предотвратяване развитието на заболявания) и лечебна (възстановяване на индивидуалното здраве).

Държавните разходи в здравеопазването се обосновават с наличието на дефекти на два взаимосвързани пазара – на медицинска помощ и на здравни осигуровки. Те са взаимосвързани, защото получаването на медицинска помощ става по два начина: чрез непосредствено заплащане или чрез притежаване на здравна осигуровка.<sup>1</sup> Разходната намеса на държавата се дължи на наличието на смесени блага, външни ефекти и необходимостта от равен достъп на всички до медицинска помощ. Чрез задължителното здравно осигуряване държавата гарантира еднакъв предплатен достъп на всички граждани до медицинската помощ.

Намесата на държавата се обуславя и от различията, които открояват медицинския пазар от стандартните конкурентни пазари на стоки и услуги (виж табл. 1).

Таблица 1

Разлики между пазарите на медицински услуги и конкурентните пазари<sup>2</sup>

Стандартни конкурентни пазари	Пазари на медицински услуги
Много продавачи	Ограничен брой болници
Фирмите работят с цел максимизиране на печалбата	Повечето медицински заведения не работят с цел печалба
Хомогенни стоки	Хетерогенни стоки
Пряко заплащане от потребителя	Пациентите покриват само част от разходите
Добре информирани купувачи	Слабо информирани купувачи

**2. Характерни особености на финансирането на здравеопазването в България**

В България финансирането на здравеопазването се извършва по публичен и по частен път. Главен приходоизточник са здравноосигурителните вноски, плащани от осигурените лица, които постъпват в Националната здравноосигурителна каса. В България вноската е задължителна и възлиза на 8 % от дохода на лицето, като се внася от работодателя и от осигурения в определено съотношение. Освен осигурителните вноски, разходи за здравеопазване се извършват и чрез събраните такси, глоби, наказателни лихви, лихви от управление на имуществото на касата, дарения и завещания.

За финансиране на здравноосигурителната ни система се прилага моделът на договаряне, при който се сключват рамкови договори и индивидуални договори за

финансовите отношения с изпълнителите на такива услуги. Осигурените лица имат право на избор на здравни специалисти и заведения, но само в рамките на тези, които са сключили договор с НЗОК.

Вторият основен източник на финансиране на системата са приходите в държавния бюджет. Разходите за здравеопазване, които се покриват от набраните приходи в държавния бюджет, могат да се обобщят в следните няколко групи:

- плащане на здравните осигуровки на определени социални групи;
- плащане на субсидии на болничните заведения чрез Министерството на здравеопазването;
- плащане на разходите за определени групи лекарства чрез Министерството на здравеопазването;



година III, брой 3, май 2017

- плащане на издръжката на Министерството на здравеопазването.

Основна цел на финансирането е осигуряването на стабилност в системата на здравеопазването. Политиките, които българската държава следва при постигането на тази цел, са следните:

- 1) осигуряване на ефективен здравен контрол и ограничаване на заболяемостта от незаразни и заразни болести;
- 2) осигуряване на достъпна, равнопоставена и качествена медицинска помощ и услуги;
- 3) осигуряване на навременен достъп до лекарствени продукти и медицински изделия, отговарящи на стандартите за качество, безопасност и ефективност.<sup>2</sup>

Характерна особеност за българската практика е, че местните власти също извършват разходи за здравеопазване. Тези разходи са задължителни и се финансират от държавата. Делегират се на общините, понеже се счита, че тези разходи е по-добре да се осъществяват на местно равнище, защото общините сами знаят своите потребности и биха ги задоволили в по-пълна степен.

По своята същност публичните разходи за здравеопазване представляват изходящи парични потоци, които са свързани с необходимостта от създаване на условия за нормална работа на звената, включващи се в държавната здравна система. Елементите на държавната здравна система в България могат да се систематизират в следните групи:

- лечебни заведения за извънболнична помощ – амбулатории, лаборатории;
- лечебни заведения за болнична помощ – болници;
- други лечебни заведения – центрове, хосписи и др.

Освен за лечебните заведения на територията на страната, част от разходите са насочени за финансиране на превантивни акции, осведомителни публични кампании за защита и безплатни изследвания на определени заболявания.

Освен че по функционално направление паричните средства отиват за осигуряване и опазване на здравето на населението, разходите за здравеопазване са и:

- непряко (косвено) производителни – създават предпоставки за участие на работната сила в създаването на брутният вътрешен продукт, националният продукт и националното богатство;
- редовни разходи – само по изключение могат да се правят извънредни разходи в областта на здравеопазването;
- централизирани и децентрализирани – освен на национално ниво, част от разходите се делегират на общините според определени стандарти.

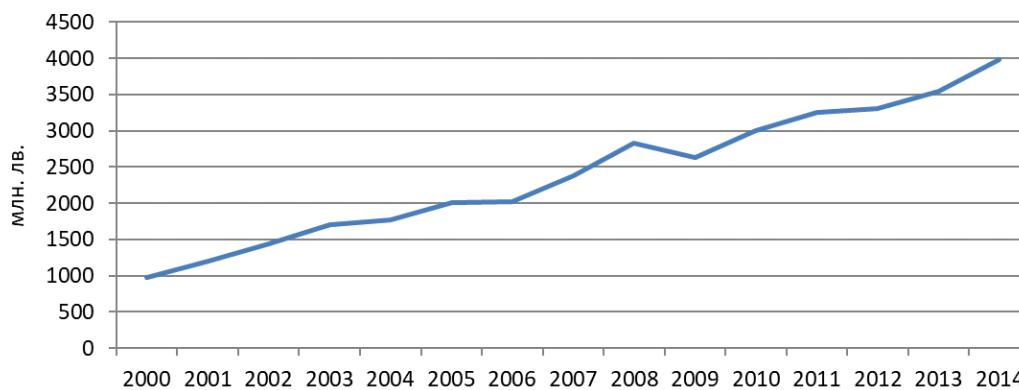
Размерът на разходите зависи от интензивността на заболяванията, броя на звената на здравната система, броя на медицинския персонал, мащабите на профилактиката и материална база на здравните заведения.

Частното финансиране се извършва по два основни начина. Първият от тях е, когато физическото лице само заплати пряко за получените здравни услуги на изпълнителите, оказващи медицинска или стоматологична помощ. Другият вариант е чрез доброволното здравно осигуряване (ДЗО), осъществяващо се от лицензирани акционерни дружества с предмет на дейност доброволно здравно осигуряване.

Сравнително скорошното навлизане на ДЗО в България и ниските доходи на голяма част от населението обуславят по-незначителното влияние на частното финансиране. Затова фокус на настоящия научен реферат са публичните разходи за здравеопазване.

### 3. Динамика на разходите за здравеопазване

Разходите за здравеопазване са важен индикатор на развитието на обществото на една държава, а тяхната динамика показва тенденцията, която се наблюдава при разходване на средствата от страна на държавата. В периода 2000-2014 г. разходите за здравеопазване нарастват над 4 пъти от 980 млн. лв. до малко по-малко от 4 млрд. лв. (виж фиг.1). В абсолютен размер растежът е 3 005 700 000 лв.



Фиг. 1. Динамика на разходите за здравеопазване в млн. лв. (2000-2014г.).<sup>3</sup>

На пръв поглед нарастването на разходените средства е чувствително, но този факт е илюзорен, тъй като за

същия период разходите за образование и за отбрана са се увеличили толкова пъти, а в почти същият размер са

година III, брой 3, май 2017

ръстовете на държавните разходи и БВП.

Институцията, която отговаря и управлява процесите в здравеопазването – НЗОК, извършва значителни разходи. Делът на бюджета на НЗОК в общите разходи за здравеопазване се увеличава от 60% през 2008 г. до над 80% през 2015 г. Приоритетна област на финансиране е болничната помощ, а съществена част от разходите на касата са предназначени за медицински изделия, използвани за домашно лечение. Останалите направления на финанси-

ране са с нисък дял на получаваните от НЗОК средства (виж фиг. 2). За сравнение през 2008г. текущите разходи на касата са 1 532 817 000 лв., а през 2015г. те възлизат на 2 763 277 000лв. Така ръстът в текущите разходи на институцията е почти двоен. Поради необосновано прехвърляне на дейности от Министерството на здравеопазването в НЗОК за периода 2008-2013 г. бюджетът на МЗ е намалял с 51% - от 698.9 млн. лв. на 359 млн. лв.<sup>4</sup>

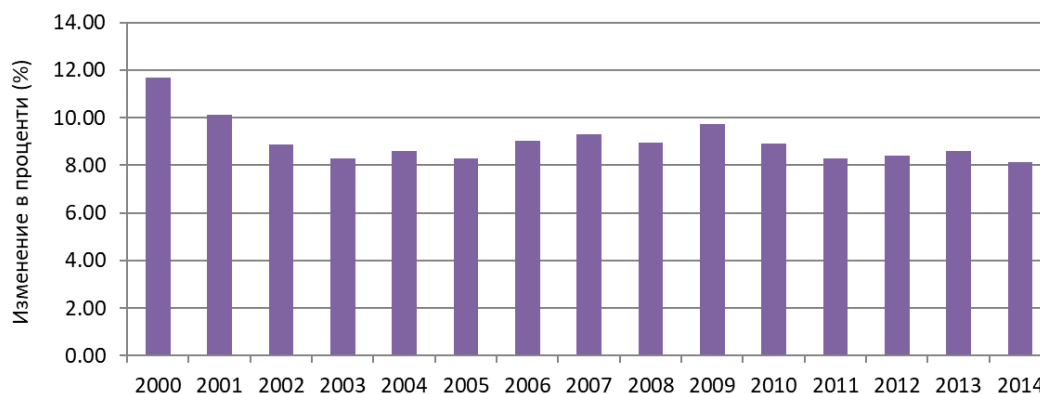


Фиг. 2. Здравноосигурителни плащания на НЗОК за 2015 г.<sup>5</sup>

За да бъде по-точно разкрито влиянието върху икономическото развитие на България, трябва да се има предвид относителният размер на разходите за здравеопазване в общите разходи, реализирани от държавата (виж фиг. 3).

Видима е разликата между получените резултати от абсолютните стойности и относителните. Още в началото на периода разходите за здравеопазване като част от общите публични разходи бележат спад, а след 2002 г.

различията са в рамките на 2% за отделните години. Въпреки че в периода държавните разходи отбелязват постоянен растеж, разходите за здравеопазване варират в границите на 8-12%. Впечатление прави, че в годините след глобалната икономическа криза 2009-2011 г. поради по-ниска събираемост на приходите в държавния бюджет, разходите за здравеопазване също бележат спад. След този период делът на средствата за здравеопазване остава относително постоянен.



Фиг. 3. Дял на разходите за здравеопазване в държавните разходи за периода 2000-2014 г.<sup>6</sup>

Разходите за здравеопазване не могат да бъдат анализирани сами по себе си. Тяхното нарастване влияе върху основните макроикономически показатели, като в най-

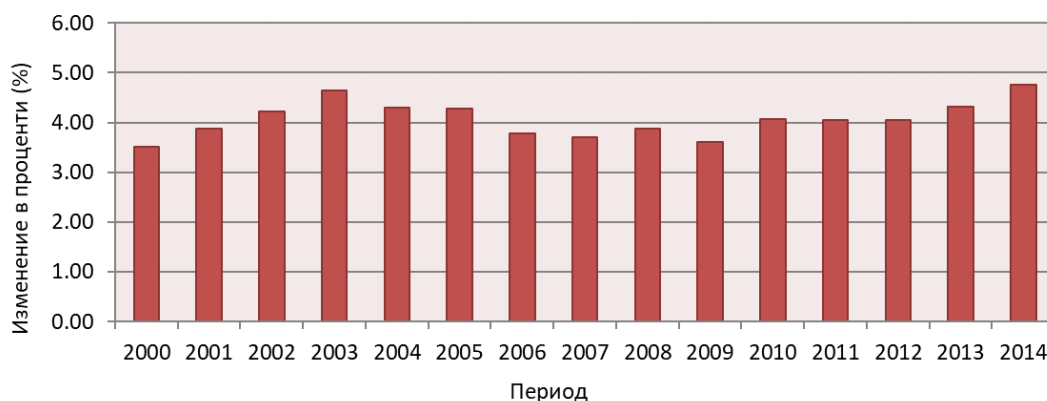
голяма степен влияят върху brutния вътрешен продукт. Причината да се търси зависимост тук е, за да се проследи ефектът на разходите върху цялостното представяне

година III, брой 3, май 2017

на икономиката на България. Връзката тук е по-скоро индиректна – чрез увеличението на разходите за здравеопазване би се повишило здравното състояние на населението, а с това и тяхната работоспособност. Вследствие на това може да се очаква и ръст в брутния вътрешен продукт. Валидно е и обратното проявление.

През изследвания период делът на разходите за здравеопазване в БВП варира от 3,50% до 4,77%. Акцент може

да се постави върху периода 2006-2009 г., когато въпреки нарастването и на двата параметъра по номинална стойност, се наблюдава намаление на частта на разходите за здравеопазване. Положителна тенденция се забелязва след 2010 г., когато делът на средствата за здравеопазване в БВП бележи бавен и постепенен растеж (виж фигура 4).



Фиг. 4. Дял на разходите за здравеопазване в БВП на България.<sup>7</sup>

**4. Изследване на ефектите на разходите за здравеопазване в България**

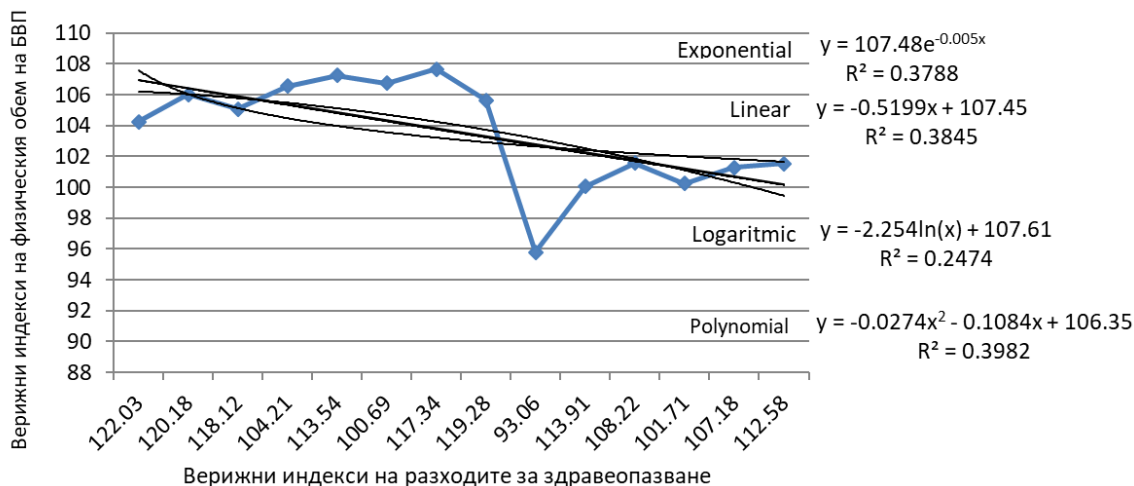
Връзката между разходите на държавата и макроикономическите показатели има своя съдържателна характеристика. Тя се отличава с това, че в по-голямата част от случаите се проявява по косвен (опосредстван) начин в дългосрочен план.

Анализът на икономическите ефекти на разходите за здравеопазване ще започне с установяването на връзката между тях и брутния вътрешен продукт. Изследването ще покаже какъв е ефектът на разходваните средства в тази сфера върху най-важния измерител на българската икономика. За постигане на коректни резултати са използвани данни за реалния брутен вътрешен продукт с цел избягване на влиянието на повишението на цените, което би се въплътило ако данните при изменението на номиналния БВП. По този начин ще се разкрие истинска-

та взаимнообвързаност между разходите за здравеопазване и БВП.

Разглежданият период обхваща 15 наблюдения на динамичните редове на двете величини за 2000-2014 г. Първата стъпка ще бъде изчисляването на корелационен коефициент, показващ силата на връзката между параметрите. Резултатът показва, че коефициентът е +0,54. Положителната му стойност е доказателство за права връзка - при увеличение на разходите за здравеопазване, брутният вътрешен продукт също би следвало да нарасне.

След изчислението на корелацията се прилага и регресионен анализ. За да се подбере най-подходящият модел, се построява линейна графика и чрез последователна проверка на различни модели се достига до извода, че най-достовърни резултати ще се получат при използване на полиномиален регресионен модел (виж фиг. 5).



Фиг. 5. Проверка за избор на най-подходящ модел на регресионен анализ.

година III, брой 3, май 2017

След неговото прилагане обаче, се получават стойности, които не са статистически значими. Така изводът от проведеното изследване гласи, че разходите за здравеопазване не влияят на реалния БВП.

Вторият по големина коефициент на детерминация бе получен при линейния модел на регресионния анализ. Той също ще бъде приложен, за се да се установи наличието или липсата на връзка между параметрите. Резултатите, които се получават са поместени в таблица 2.

Таблица 2

Регресионен анализ на разходите за здравеопазване и БВП

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	46,43911835	46,43912	4,910357	0,046779207
Residual	12	113,4885745	9,457381		
Total	13	159,9276929			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>
Intercept	79,23293065	11,00479845	7,199853	1,09E-05
Разходи за здравеопазване (x)	0,219354787	0,09898983	2,215933	0,046779

На първо място бе направена проверка на значимост на използвания модел. Изпълнено е условието Significance F да е по-малко от Alpha. Така моделът е значим и можем да продължим с по-нататъшния етап за оценяване на получените резултати от анализа. Второ, получените резултати са значими и с тях можем да построим уравнението на линейната регресия, което ще има следния вид:  $Y = 79,23 + 0,22X$

Изводът, който може да бъде направен на база на анализа, е, че с риск за грешка от 5% можем да твърдим, че при увеличение на разходите за здравеопазване с 1млн. лв (за периода 2000-2014г.) реалният брутен вътрешен продукт нараства с 0,22млн. лв. За проверка на достоверността на полученото уравнение се сумират величините на остатъчните компоненти. Тяхната сума е равна на 0,00 – това доказва, че изчисленията са извършени коректно.

Анализът на обвързаността на доходите на населението и разходите за здраве засяга периода 2000-2014 година. За анализ на връзката между средствата, отделени за здравеопазване, и доходите на домакинствата най-удачен за използване отново е полиномиалният модел. След прилагането на регресионния анализ се установи, че моделът и резултатите не са значими ( $\text{Alpha} < \text{Sig F}$ ). Това означава, че разходите за здравеопазване не са определящ фактор за увеличението на доходите в нашата страна и търсенето на зависимост между тях спира дотук.

Следва анализ на връзката между разходи за здравеопазване и заетост. Периодът на изследване обхваща 2003-2014г. За да се предотвратят неверни резултати поради наличието на автокорелация, отново се прилага регресионен анализ на верижните индекси на двата изследвани параметъра. Приложим в този случай отново е полиномиалният модел. След приложение на регресионния анализ получаваме, че моделът не е значим, също както и получените резултати. Така можем да заключим,

че в България разходите за здравеопазване не оказват влияние върху нивата на заетост в периода 2003-2014г.

При проследяване на зависимостта между разходите за здравеопазване и безработицата (2003-2014г.) най-подходящ модел е полиномиалният. Резултатите от проведения регресионен анализ отново не са значими, което показва, че разходите за здравеопазване не оказват съществено влияние върху безработицата в България през периода на изследването, понеже граничното равнище на значимост е по-голямо от възприетото равнище на значимост на модела ( $\text{Sig. F} = 0,6497$ ).

**5. Заключение**

Проведеното изследване на ефектите на разходите за здравеопазване върху българската икономика дадоха противоречиви резултати. При връзката на ръста на дадения вид разходи с изменението на реалния БВП се установи права връзка, която показва, че в периода 2000-2014 г. повишението на разходите за здравеопазване води до повишение и на реалния брутен вътрешен продукт. Регресионният множител показва, че brutният вътрешен продукт е зависим от средствата за здраве. От друга страна анализите на взаимовръзките на разходите за опазване на здравето на населението не оказват влияние върху други главни макроикономически показатели като заетост, безработица и доходи. Този факт показва, че дори повишеното разходване на средства в разглеждания период не водят до поощряване на заетостта или намаляване на безработицата в страната.

Причината за незадоволителните резултати може да се търси и в състоянието на здравната система у нас, която функционира неефективно и нерационално. В последните две десетилетия провежданите частични реформи в здравната система не са подчинени на обща концепция, която да обединява усилията на държавата, работодателите, населението и медицинското съсловие. В резултат на провежданата политика се натрупва структурни

година III, брой 3, май 2017

проблеми, които са в основата на критичното състояние на системата на здравеопазването.

Застаряването на населението би поставило пред изпитание системата на здравеопазване в България. Ако тенденцията да се отчита отрицателен естествен прираст продължи, то в бъдещите десетилетия числеността на трудоспособните ще намалява. В резултат по-малко трудещи се ще трябва да издържат повече лица в надтрудоспособна възраст. От една страна постъпленията от здравни осигуровки при равни други условия биха намалели значително, а от друга увеличаването на дела на населението в надтрудоспособна възраст, означава и повече използване на медицинска помощ и болнични грижи.

Именно влошените демографски характеристики в някои от основните критерии за оценка на здравето (демографски процеси, заболяемост, физическо развитие) са в основата на стартирането на здравната реформа в нашата страна. Обособяването и създаването на автономна институция за здравеопазване се считаше, че ще доведе до по-рационално управление на средствата, прозрачност и справедливост при тяхното разпределение. Така ефективността на системата бе поставена като постамент на системата на здравеопазването в България. Създадената през 2000г. НЗОК управлява значителен дял от финансирането в тази област. Именно затова контролът, свързан с функционирането на тази институция, е обект на обществен интерес.

През последните 15 години разходите за здравеопазване се увеличават. Въпреки това обаче, не се наблюдава съществено подобрене на условията в тази област, а напротив – голяма част от лекарското съсловие счита, че поставените задачи пред здравната реформа не са осъществени. При направени проверки неведнъж са констатирани многократни злоупотреби със средства на касата. От друга страна, обратно на очакванията, въпреки повечето отделени средства за здравеопазване, условията на труд се влошават. Доказателство за това е остарялата

материална база в лечебните заведения и проблемите с просрочено работното време.

Друг проблем в системата се състои във факта, че са установени противоправни, неморални действия от страна на болниците, за да получат финансиране от страна на НЗОК. В този процес биват уличени и медицински лица, които не извършват полагащите се на пациентите изследвания, но ги декларират за проведени. По този начин се получава финансиране без да е извършена дадена услуга. Така става ясно, че порочните практики се наблюдават не само на ниво система, но и на ниво медицински заведения и на ниво лекар.

Неефективността в системата на здравеопазването е причина, дори и повишени, разходите да не се усещат от обществото. Много хора остават недоволни от предоставящите им се услуги, а доверието в здравната ни система намалява. Голяма част от населението оценява качеството на здравеопазването като ниско.

Повишаването на контрола и мониторинга върху усвояването на разходваните средства е належащо, както и разработването на по-строги критерии за функционирането на НЗОК. Необходимо е и да се осигури прозрачност на дейността на здравната система. Важно е и адаптирането на условията на труд и мотивацията на здравния персонал, за да могат перспективните млади кадри в сферата на здравеопазването да останат в България.

<sup>1</sup> Коцев, Цв., Т. Владимирова, Вл. Владимиров и др. Публични финанси. Стено, Варна, 2008.

<sup>2</sup> Стиглиц, Дж. Икономика на държавния сектор. Стопанство, София, 1996.

<sup>3</sup> Източник: Министерство на финансите.

<sup>4</sup> Според бизнеса здравеопазването е в критично състояние. profit.bg, 31.03.2014 г.

<sup>5</sup> Закон за бюджета на НЗОК за 2015 г.

<sup>6</sup> Източник: Министерство на финансите.

<sup>7</sup> Изчислено по данни на Министерство на финансите и Национален статистически институт.

година III, брой 3, май 2017

## Христиана Попова

### Влияние на програмите за количествени улеснения върху лихвените проценти

*Христиана Попова завършва специалност „Финанси“, ОКС „Бакалавър“, в ИУ-Варна. Средното си образование получава от ПГИУ „Елиас Канети“, град Русе, където се дипломира в специалност „Маркетинг“. Специализации: придобито първо ниво CMT (Chartered Market Technician), MTA (Market Technicians Association). Получен сертификат за участие в CFA Research Challenge през 2016. Изследователските ѝ интереси са в областта на монетарната политика и финансовите пазари. За контакт с автора: popova9300@gmail.com.*

#### Въведение

Финансовите кризи от последния век дават основание на централните банки за проектиране на неконвенционална монетарна политика като опит за стимулиране на икономиката, а целта е да се постигне пълна заетост и стабилни цени. Този тип политика е все още в експериментален етап на развитие и, съответно, дава повод за съмнения и дебати относно ефективността ѝ и бъдещите отражения върху икономиката. Счита се, че Япония е страната, която първа прилага подобен тип политика през 2001 година. След 2008 година програми за количествени улеснения започват да се прилагат и в САЩ, Великобритания и Европа като опит за стимулиране на банковото кредитиране и потреблението.

Традиционният и най-използван инструмент на Европейската централна банка (ЕЦБ) за изпълнение на монетарната политика в Европа е корекция на основния лихвен процент, като този лихвен процент навлезе в така наречения „долен нулев коридор“, тоест приеме стойност между 0% и 0,25%.

С този свой ход ЕЦБ изчерпа възможностите си за последващо стимулиране на икономиката по традиционния метод и се обърна към по-необичайни мерки за постигане на поставените икономически цели, а именно прилагането на програми, наподобяващи характера на количествените улеснения, използвани в САЩ, а от 2015 година насам и същински количествени улеснения.

Тези сравнително нови програми за стимулиране на икономиката предизвикват противоречиви реакции и различни възгледи сред икономическите агенти. Тъй като главната им цел е да стимулират банковото кредитиране и потреблението, то от съществено значение е до колко са ефективни в тяхното влияние върху лихвените проценти, зададени от банките.

#### 1. Теоретичен фундамент, обосноваващ съществуването на корелация между програмите за количествени улеснения и лихвените проценти

На първо място ЕЦБ влияе върху пазарните лихвени проценти, сигнализирайки за бъдещите си намерения относно провеждането на монетарна политика. В последствие, посредством реалното изпълнение на програмите и поръчките на дългосрочни активи, ЕЦБ показва на пазарните участници, че се ангажира със съответната политика в дългосрочен план. Това от своя страна би понижило пазарните лихвени проценти, които до голяма степен се основават на очакванията на пазарните участници. Тук следва да се допусне също така и възможност-

та за влияние върху инфлационните очаквания, тъй като програмите за количествени улеснения са свързани и с увеличаване на паричната база, резултатът от което е потенциално инфлационен.<sup>1</sup>

От друга страна доходността на една облигация е обротнопропорционална на нейната цена, тоест когато цената на облигацията се покачва, нейната доходност до матуритет спада. Следователно, когато търсенето на облигации се повиши, тяхната цена се увеличава, а оттам доходността им спада. Изводът е, че големите по обем покупки на ДЦК понижават тяхната доходност, което ги прави непривлекателни за инвеститорите.

Покупките на ценни книжа, обезпечени с активи, следва също да окаже влияние върху равнището на лихвените проценти, тъй като тези ценни книжа представляват секюритизирани заеми и при увеличено търсене, тяхната доходност следва да се понижи. Изкупуването на подобни ценни книжа директно осигурява на банките свободни средства, които могат да бъдат използвани за отпускането на нови кредити.

Каналът на портфолио структурата допринася за разпространяване влиянието на изкупуването на активи върху цените на активи сред различни пазарни сегменти и страни (Bernanke, 2009). Това се осъществява посредством „изтласкване“ на инвеститорите от някои пазарни сегменти като резултат от поръчките на централните банки. Това води до изместване на инвестициите към заместващи активи с близки характеристики, което води до реструктуриране портфолиото на инвеститорите и влияние върху цените на други класове активи. По-точно, действията на ЕЦБ във връзка с неконвенционната монетарна политика и в частност чрез въздействието върху риск премиума и доходността на ключови бенчмарк активи (ДЦК) мотивират инвеститорите да реструктурират своето портфолио, което допълнително води до ценови ефекти върху широк обхват активи.<sup>2</sup>

На основата на горепосочената теория се извършват множество емпирични проучвания от различни автори. Установява се, че големите по обем поръчки на ЕЦБ са успешни в намаляването на доходността по ДЦК, емитирани от страни от еврозоната и повишаване цените на акции и облигации, емитирани от частния сектор, както и цените на банков ценни книжа (Fratzscher, 2014).

На основата на теорията за портфолио структурата и емпиричните проучвания, доказващи тази теория могат да бъдат изведени нови заключения и допускания. Тъй като ДЦК и банковите депозити под формата на депозитни сертификати са нискорискови активи, а доходността

година III, брой 3, май 2017

им е близка по размер, може да се смята, че при рязко спадане на доходността на ДЦК, консервативните инвеститори биха се насочили към депозитните сертификати като заместител на ниско рисковите инвестиции в тяхното портфолио. Това от своя страна би увеличило базата от ресурси на банките, което ще стимулира кредитирането и би допринесло за понижаването на лихвените проценти. Все пак следва да се отбележи, че този ефект може да бъде краткотраен или несъществуващ, ако допуснем, че инвеститорите са рационални и биха предвидили това развитие предварително, което съответно би отместило вниманието им от този продукт на пазара.

Второ допускане може да се направи от гледна точка на увеличението на цените на ценните книжа, емитирани от частния сектор. При дълготраен ефект в посока увеличение върху цените на корпоративните акции и облигации, то този начин се превръща в по-привлекателен за финансиране дейността на частния сектор. Това би довело до понижение в търсенето на кредитни продукти от търговските банки, които би следвало да реагират чрез понижаване на лихвените проценти по кредитите.

От съществено значение е и разширяването на паричното предлагане, което е пряко следствие от програмите за количествени улеснения на централните банки. В случая, ЕЦБ разширява паричната база с последните три програми, а именно: CBPP3, ABSPP и PSPP. Разширяване-

то на паричната база намира израз в увеличение на резервите на банките, а това от своя страна води до наличие на повече паричен ресурс, с който банките разполагат и който могат да използват, за да увеличат предлагането на кредитни продукти.

**2. Изследване влиянието на количествените улеснения върху лихвените проценти. Метод на изследване на събитията и анализ на динамични редове.**

В настоящата точка се изследва влиянието на нетрадиционните програми на ЕЦБ върху дългосрочните лихвени проценти в еврозоната. За целта на анализа се представя хронологично развитието на монетарната политика и предприетите действия по програмите за количествени улеснения за периода 2008-2015 г. (вж.: табл. 1). След това графично се представя равнището на лихвените проценти за същия период с референция към точния момент на анонсиране на съответната програма в опит да се оцени и изследва въздействието и неговите параметри. Чрез анализ на динамичните редове по полиномиалния метод се измерва точното отклонение в лихвените проценти след обявяването на съответната програма, като целта е да се открие трендът в изменението и да се оцени значимостта на програмите според тяхното влияние върху лихвените проценти.

Таблица 1

Събития, свързани с програмите за количествени улеснения на ЕЦБ.

Дата	Програма	Събитие	Параметри
07-05-09	CBPP	Обявяване решението на Управителния съвет за покупка на покрити облигации, деноминирани в евро	Директни покупки на покрити облигации от първичните и вторични пазари в размер на 60 млрд. евро
09-07-09	CBPP	Прилагане на програмата	Първа покупка на покрити облигации в размер на 23 млн. евро
10-05-10	SMP	Обявяване решението на Управителния съвет за покупка на дългови инструменти от частните и публични пазари	Покупки на дългови инструменти от частните и публичните пазари на територията на еврозоната. Програмата е насочена най - вече към ДЦК
11-05-10	SMP	Прилагане на програмата	Първа покупка на дългови инструменти
06-10-11	CBPP2	Обявяване решението на Управителния съвет за нова покупка на покрити облигации, деноминирани в евро	Директни покупки на покрити облигации от първичните и вторични пазари в размер на 40 млрд. евро
11-11-11	CBPP2	Прилагане на програмата	Първа покупка на покрити облигации в размер на 11 млн. евро
15-10-14	CBPP3	Обявяване решението на Управителния съвет за нова покупка на покрити облигации, деноминирани в евро	Директни покупки на покрити облигации от първичните и вторични пазари
24-10-14	CBPP3	Прилагане на програмата	Първа покупка на покрити облигации в размер на 1704 млн. евро
20-11-14	ABSPP	Обявяване решението на Управителния съвет за изкупуването на обезпечени с активи ценни книжа	Изкупуване на обезпечени ценни книжа от първичните и вторични пазари
28-11-14	ABSPP	Прилагане на програмата	Първа покупка на обезпечени ценни книжа в размер на 368 млн. евро

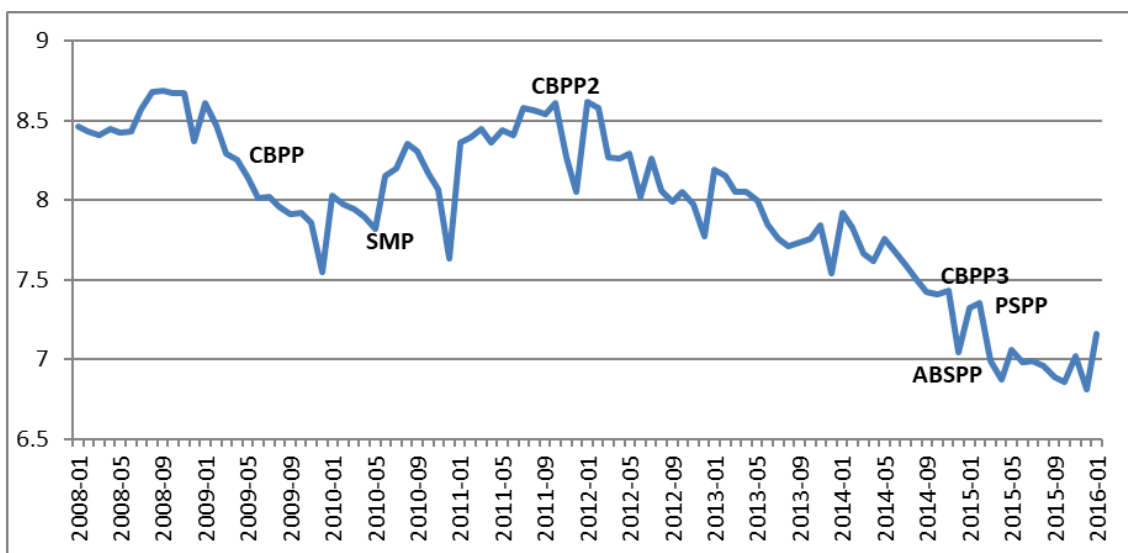
година III, брой 3, май 2017

22-01-15	PSPP	Обявяване решението на Управителния съвет за изкупуването на ДЦК	Изкупуване на ДЦК и дългови инструменти, емитирани от правителствени агенции от вторичните пазари (88% от ресурсите са насочени към изкупуване на ДЦК и 12% към ЦК, емитирани от правителствени агенции)
13-03-15	PSPP	Прилагане на програмата	Първа покупка на ДЦК в размер на 9758 млн. евро

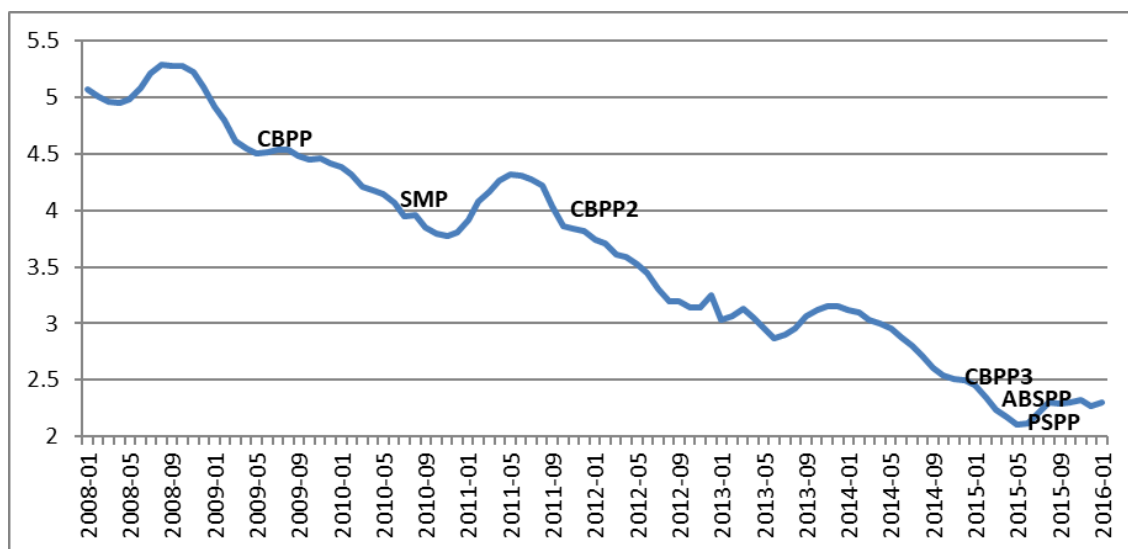
Източник: <https://www.ecb.europa.eu>

Според проведеня анализ (вж.: фиг. 2, фиг. 3) обявяването и изпълнението на всяка програма за количествени улеснения дава началото на резки отклонения в дългосрочните лихвените проценти. Тук обаче следва да се вземат предвид корекциите на основните лихвени проценти, които също оказват влияние върху нивото на лихвените проценти. Лихвеният процент по основните операции по рефинансиране е в долния нулев коридор от 2012 г., този по депозитните улеснения – от 2009 г., а този по кредитните улеснения – от 2013 г.<sup>3</sup> Би следвало

да се отбележи, че тези лихвени проценти оказват влияние главно върху краткосрочните лихвени проценти, определяни от търговските банки. Поради тази причина за целите на настоящия анализ се счита, че отклоненията в дългосрочните лихвени проценти в еврозоната се дължат на програмите за количествени улеснения, т.е. въздействието на базовите лихвени проценти е незначително и не представлява заплаха за валидността на това изследване.



Фиг. 1. Лихвено равнище по потребителски заеми с матуритет над 5 години в еврозоната (2008-2016 г.)<sup>4</sup>



Фиг. 2. Лихвено равнище по ипотечни заеми с матуритет между 5 и 10 години в еврозоната (2008-2016 г.)<sup>5</sup>



година III, брой 3, май 2017

За да се оцени изменението в лихвените проценти спрямо всяка програма на ЕЦБ е изчислен средният темп на прираст на верижна база за периода 2008-2015 г. (вж.:

табл. 2), като месечните данни са осреднени за всяка година посредством геометрична средна.

$$\left(\prod_{i=1}^n x_i\right)^{1/n} = \sqrt[n]{x_1 \times x_2 \times \dots \times x_n} \quad (1)$$

Таблица 2

Среден темп на прираст на лихвените проценти на верижна база в процент (2008-2015 г.).

Година	Среден темп на прираст на верижна база (в процент)	
	Ипотечни кредити	Потребителски кредити
2008	0.0358	-0.0972
2009	-1.1693	-0.8555
2010	-1.2300	0.0879
2011	0.0218	0.4475
2012	-1.3376	-0.2946
2013	-0.2601	-0.2501
2014	-1.9075	-0.5702
2015	-0.8010	-0.2764

Изчислено по данни на Европейската централна банка

Най-голямо е изменението при лихвеното равнище по ипотечните кредити в еврозоната. Годишните, следващи обявяването и провеждането на програми за количествени улеснения, се отличават с най-дълбок отрицателен прираст. През 2009 г. спадът в лихвените проценти се равнява на -1.16%, а през 2010 г. -1.23%, като този период съвпада с влизането в сила на програмите CBPP и SMP. Това отклонение е значително, сравнено с 2008 г., когато лихвените проценти отбелязват положителен прираст от 0.04%. През 2011 г. е налична корекция от 0.02%, докато в периода 2012-2015 г. се наблюдава спад, чийто дъно е през 2014 г. с отрицателен темп на прираст от -1.9%. Тази година съвпада с началото на по-агресивните действия на ЕЦБ за изпълнение на монетарната политика и въвеждането на три нови програми, насочени най-вече към изкупуването на ДЦК, а именно: CBPP3, ABSPP и PSPP.

По отношение на потребителските кредити с матуритет над 5 години в еврозоната се наблюдава постоянен от-

рицателен темп на прираст през изследвания период. Единственият период с корекция в посока повишение е 2010-2011 година с 0.09% и 0.45% респективно увеличение в равнището на лихвените проценти. Кулминацията, тоест най-дълбокият спад в лихвените проценти по потребителските кредити е отново през 2014 г. подобно на ипотечните кредити. Това се отдава на агресивната политика на ЕЦБ и целенасочените действия към понижаване на дългосрочните лихвени проценти, както и месечното изкупуване на ДЦК от страните в еврозоната.

На база полиномиалния метод за прогнозиране е разработена оптимистична и песимистична прогноза за следващите три периода (вж.: табл. 3), като според песимистичната прогноза лихвените проценти по ипотечните и потребителски кредити ще достигнат най-ниските си стойности за последните осем години. Това допускане е направено при запазване на текущата пазарна конюнктура и отсъствие на икономически шокове.

Таблица 3

Прогноза на лихвените проценти по ипотечните и потребителски кредити на територията на еврозоната (2008-2015 г.)

Период	Прогноза			
	Оптимистична		Песимистична	
	Ипотечни кредити	Потребителски кредити	Ипотечни кредити	Потребителски кредити
2016-02	2.4249	7.2682	1.7821	6.4333
2016-03	3.3985	7.2346	1.7469	6.3882
2016-04	2.3722	7.2005	1.7116	6.3425

Изчислено по данни на Европейската централна банка

година III, брой 3, май 2017

### Заклучение

С оглед проведените емпирични изследвания се установява, че програмите за количествени улеснения на ЕЦБ постигат умерена ефективност във въздействието си върху дългосрочните лихвени проценти по кредитите в еврозоната. Най-голям успех постигат програмите CBPP3, ABSPP и PSPP, като това заключение е направено на основата на проведен анализ на динамични редове чрез който се установява най-голям отрицателен прираст през периода на въвеждане на тези три програми. Вземайки предвид теоретичния фундамент, съществува логическо основание да се смята, че причината за това е специфичният характер на гореспоменатите програми и тяхното целево предназначение, тоест големите по обем покупки на ДЦК и конкретната насоченост към улесняване на банковото кредитиране.

Ако се приеме, че целите на Управителния съвет на ЕЦБ във връзка с монетарната политика са рационални и биха довели до икономически растеж, то тогава следва да се отбележи, че се наблюдава значително понижение на лихвените проценти по разглежданите кредитни инструменти. Лихвеният процент по ипотечните кредити отбелязва общ спад от 15.37% спрямо 2008 г., докато лихвеният процент по ипотечните кредити спада с 54.64% спрямо базовата година на изследването. Този резултат дава основание да се смята, че е поставена необходимата основа за кредитна експанзия. Въпреки това е необходимо щателно проучване на потенциалните рискове и заплахи за икономиката, които биха възникнали като следствие от подобна намеса в икономиката. Този тип нестандартна политика е в експериментален

етап, което обуславя необходимостта от изходна стратегия.

Текущият анализ е ограничен до емпиричното изследване единствено на програмите за количествени улеснения като теоретично се изключват базовите лихвени проценти и тяхното влияние върху дългосрочните лихвени проценти по кредитите. Това от своя страна би могло да доведе до неточности в анализа, ако се установи, че съществува силна корелация, поради което би било удачно да се проведе комплексно изследване на факторите, влияещи върху лихвените равнища в бъдещи проучвания. Така по-точно ще се установи колко силна е зависимостта именно между програмите за количествени улеснения и лихвените проценти. Би било логично да се оцени и ефектът върху икономиката чрез анализ на влиянието на текущата монетарна политика върху обменния курс на еврото, а оттам съответно и върху търговския баланс на страните от еврозоната.

<sup>1</sup> Hausken, K., M. Ncube. Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK, and Europe, Springer, 2013.

<sup>2</sup> Fratzscher, M., M. Lo Duca, R. Straub. ECB Unconventional Monetary Policy Actions: Market Impact, International Spillovers and Transmission Channels, IMF Working Paper, November 2014.

<sup>3</sup> European Central Bank, Statistics, Monetary Operations, Key ECB Interest Rates, < <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html> >.

<sup>4</sup> Euro Area Statistics, Bank Interest Rates – Loans, <<https://www.euro-area-statistics.org/bank-interest-rates-loans?cr=eur&lg=en&page=0>>.

<sup>5</sup> Пак там., с. 14r.

година II, брой 2, май 2016

### Ивайло Караиванов

#### Роля и значение на АДСИЦ за капиталовите пазари на България

*Ивайло Караиванов завършва средното си образование в ПГИ “д-р Иван Богоров” с профил застрахователно и осигурително дело. Получава бакалавърска степен по финанси в ИУ-Варна. Специализации: участник в лятно училище „модерно банкиране“, организиран от фондация Буров. Изследователските му интереси са в областта на капиталовите пазари. За контакт с автора: ivailo2012k@gmail.com.*

#### Въведение

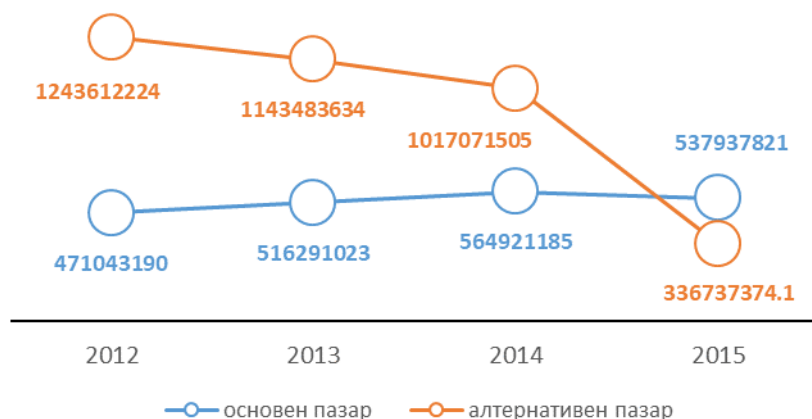
Дружествата със специална инвестиционна цел са сред най-атрактивните форми за колективно инвестиране на българските капиталови пазари. В своята същност АДСИЦ представляват публични акционерни дружества, които емитират ценни книжа и инвестират набраните парични средства в недвижими имоти или във вземания. Те са предпочитана инвестиционна алтернатива не само за индивидуалните, но и за институционалните инвеститори предвид високата ликвидност, комбинирана с нисък риск и атрактивна доходност. Така за инвеститорите се създава огромно предимство, тъй като, вместо да придобиват трудно прехвърляеми активи като недвижими имоти или вземания (например търговски център или ваканционен комплекс), те придобиват ценни книги, които са бързо ликвидни и се прехвърлят чрез каналите на фондовата борса.

Популярността на АДСИЦ неимоверно нарасна, като към края на 2014 г. техният брой достига до 66. Общата стойност на управляваните от тях активи възлиза на 1453,72 млн. лв. Една част от средствата на тези дружества са набрани от чуждестранни участници, за които българският пазар на недвижими имоти и вземания представлява изключително привлекателна инвестиционна

възможност. По данни от годишния отчет на КФН за 2013 г. става ясно, че инвеститорският интерес от страна на резидентите на ЕС и трети страни намалява, а в същото време нараства дялът на българските резиденти и резиденти на САЩ в акционерната структура на АДСИЦ.

Акциите и други ценни книжа, издадени от АДСИЦ, се търгуват на БФБ-София, като по този начин се създава вторична ликвидност за инвеститорите. Важно е да се отбележи, че през април 2012 г. БФБ-София се разделя на два пазара – основен и алтернативен, което засяга пряко АДСИЦ. Така на основния пазар остават за търговия само 14 дружества със специална инвестиционна цел.

Пазарната капитализация на дружествата със специална инвестиционна цел достига своя върхов момент в края на 2012 г., като надвишава 1,7 млрд. лева. След разделянето на борсата проследяването на този стойностен показател е по-добре да се илюстрира с две отделни графики. При АДСИЦ, търгуван на основния пазар, пазарната капитализация остава стабилна във времето, като за периода 2012-2015 г. отбелязва ръст от 14,21%. За разлика от основния, на алтернативния пазар, АДСИЦ претърпява значителни загуби като изгубва -72,93% от стойността си (вж.: фиг. 1).



Фиг. 1. Пазарна капитализация АДСИЦ, търгувани на основен и алтернативен пазар за периода 2012-2015 г. (в лева)

Причините за големият спад в капитализацията на АДСИЦ, търгуван на алтернативния пазар, са комплексни. Основната причина за низходящото движение е свързана с това, че пазарните участници на недвижими имоти правят постоянни ценови корекции на своите имоти, поради слабото търсене на недвижимо имущество, което засяга пряко дейността на АДСИЦ. Други фактори, които оказват отражение са липсата на прозрачност и недоста-

тъчно публикувана информация за дружествата, търгувани на алтернативните пазари. За разлика от тях, АДСИЦ, търгувани на основния пазар, подържат определена стабилност. Техният дял възлиза на 7,3% към общата капитализация на основния пазар и е в размер на 547,97 млн. лв. към края на 2015 г.

За 2015 г. общата стойност на търгувания оборот с акции на АДСИЦ на основния пазар е 37,77 млн. лв., с из-

година II, брой 2, май 2016

вършени 9023 сделки, а на алтернативния е 36,67 млн. лв. с изтъргувани 478 сделки. Тези данни показват, че на алтернативния пазар са извършени малко на брой сделки, с големи обороти, докато на основния пазар е налице противоположна тенденция.

Друг своеобразен факт, който трябва да се отбележи за 2015 г. е, че стойността на оборотите на извън регулирания пазар са повече, отколкото на регулирания. Като цяло за годината на този пазар са извършени крупни пакетни сделки, като тяхната стойност достига до 119,28 млн. лв. или 35,42% от капитализацията на сегмент АДСИЦ, алтернативен пазар.

От септември 2007 г. се въвежда секторният индекс BGREIT с базова стойност 100, който се състои от седем АДСИЦ, с предмет на дейност инвестиране в недвижими имоти. Този индекс отразява изменението на цените на

АДСИЦ като използва пазарната капитализация, коригиран с фрий-флоута. Важно е да се отбележи, че в индекса е възможно да се включат АДСИЦ, които се търгуват и на алтернативния пазар. Представянето на индекса през последните пет години е с положително развитие, като общата пазарна възвръщаемост за посочения период е 108,01%, като на месечна база средната възвръщаемост е 1,80%.

През първото тримесечие на 2016 г. BGREIT е единственият пазарен индекс на БФБ-София, който реализира положителна възвръщаемост в размер на 3,08%. Също така се забелязва, че за 2015 г. корекцията на BGREIT е най-малка в сравнение с другите индекси и е в размер на едва -1.74% (вж.: табл. 1). Това означава, че акциите на дружествата със специална инвестиционна цел са по-устойчиви по време на спадове на капиталовите пазари.

Таблица 1

Пазарно представяне на основните индекси на БФБ-София

Индекс	Стойност (31.03.2016 г.)	Изменение за 2015 г.	Изменение през първото тримесечие на 2016 г.
SOFIX	446,35	-11,72%	-3,60%
BGREIT	100,00	-1,74%	1,89%
BGTR30	372,97	-5,81%	-3,76%
BGBX40	89,38	-11,27%	-4,10%
BGBX40 TR	95,55	-5,15%	-4,10%

Източник: БФБ, Пазарна статистика.

От акциите, които влизат в индекса BGREIT, „Фонд за недвижими имоти АДСИЦ“ реализира най-голяма възвръщаемост през първото тримесечие на 2016 г. с 6,68%, а с най-голям спад са акциите на „Булленд инвестмънтс АДСИЦ“ с -4,01%. Като брой реализирани сделки лидер е

„Фонд за недвижими имоти България АДСИЦ“, а най-висока изтъргувана стойност на оборота е на „Болкан енд Сий Пропъртис АДСИЦ“. Трябва също да се отбележи, че за някои АДСИЦ липсва оферта „продава“ (вж.: табл. 2).

Таблица 2

Основни характеристики на акциите, които влизат в индекса BGREIT, през първото тримесечие на 2016 г.

АДСИЦ	Брой сделки	Оборот (в лв.)	Изменение	Наличие на оферта „продава“
Актив Пропъртис АДСИЦ	31	24 179	-0,24%	налична
Булленд инвестмънтс АДСИЦ	50	23 599	-4,01%	налична
Фонд за недвижими имоти България АДСИЦ	493	817 085	+6,68%	налична
Аванс Терафонд АДСИЦ	367	1 964 145	+0,24%	налична
Болкан енд Сий Пропъртис АДСИЦ	29	3 704 877	-1,72%	липсва
Супер Боровец Пропърти Фонд АДСИЦ	17	108 623	+6,25%	липсва
ЦКБ Риъл Истейт Фонд АДСИЦ	24	2 023 560	0,00%	липсва

В практиката се използват два основни показателя, чрез които се измерва текущото състояние на АДСИЦ (виж.: таблица 3). Първият показател се нарича net asset value и е често използван инструмент от взаимните фондове. NAV представлява разликата между общите активи и пасиви, върху всички издадени акции. Другият показател се нарича funds from operations и се използва за из-

числяване приходите от операции. FFO е равен на нетната печалба плюс амортизацията, минус печалбата от продажба на недвижими имоти. Печалбата от продажба на недвижими имоти се изключва, защото е еднократен приход и не може да се приеме, че ще присъства и в бъдещи периоди.

Таблица 3

NAV и FFO на АДСИЦ, влизащи в индекса BGREIT

Емисия	Пазарна цена (в лв.)	Стойност по NAV (в лв.)	FFO
Актив Пропъртис АДСИЦ	2,05	10,42	negative
Булленд инвестмънтс АДСИЦ	0,91	1,21	positive
Фонд за недвижими имоти България АДСИЦ	1,66	3,31	positive
Адванс Терафонд АДСИЦ	2,08	2,38	negative
Болкан енд Сий Пропъртис АДСИЦ	14,25	3,63	negative
Супер Боровец Пропърти Фонд АДСИЦ	1,70	1,50	negative
ЦКБ Риъл Истейт Фонд АДСИЦ	45,00	24,16	negative

От посочените изчисления може да се направи следният извод, че голяма част от АДСИЦ, влизащи в индекса BGREIT, имат отрицателни FFO, което се дължи на това, че могат да бъдат характеризирани повече като property developer, отколкото като REIT, т.е. основният им източник на приходите е разработването на проекти (ваканционни селища, жилищни комплекси и т.н.) и тяхното продаване. Най-големият АДСИЦ по капитализация, „Адванс Терафонд“, пък разчита много повече на препродажбата на земя, отколкото на рента. Единствено „Булленд инвестмънтс“ и „Фонд за недвижими имоти България“ получават постоянни пасивни доходи под формата на наеми. От показателя net asset value, става ясно, че

стойностите по NAV съществено се отклоняват от пазарните цени на акциите, включени в индекса BGREIT. Причината за тези несъответствия е ниската ликвидност на пазара за недвижимо имущество, където съществува разминаване между реализираната пазарната цена на имота и неговата отчетна стойност. Като цяло може да се направи следното заключение, че АДСИЦ предоставят добри възможности за инвестиране с поемане на умерен риск и лесно предвидима доходност, което привлича вниманието на борсовите участници. Това е от своя страна определя ключово значение и роля на дружествата със специална инвестиционна цел за капиталовите пазари на България.

година II, брой 2, май 2016

## Практическо обучение със Societe Generale Експресбанк

*Катедра „Финанси“ към Икономически университет – Варна продължава да разширява връзките си с практиката, в резултат на което между катедрата и кредитната институция Societe Generale Експресбанк се сключи договор за сътрудничество за съвместно обучение на магистри в специалност „Банков мениджмънт“. Във връзка с постигнатото споразумение, през зимния семестър на учебната 2017/2018 г., бяха изнесени лекции от представители на мениджмънта пред студентите. Една от тези лекции, проведена на 30 ноември, бе по дисциплината „Стратегически банков мениджмънт“ на тема „Digital in Banks“. Презентацията бе представена от г-н Вили Пиер Абал, член на Управителния съвет, Изпълнителен директор и Главен оперативен директор на Societe Generale Експресбанк.*

Поради актуалността на разгледаната проблематика г-н Вили Пиер Абал покани присъстващите студенти, да посетят централното управление на кредитната институция на 15 декември. Целта на мероприятиято е да се продължи темата за дигитализацията и бъдещето на банките, като студентите да се запознаят отблизо с дейността на топ-мениджмънта и да споделят впечатления от презентиранията материя.

На практическиориентираното събитие присъстваха и взеха участие студенти, обучаващи се в специалностите „Банков мениджмънт“ и „Корпоративни финанси“ – пети курс, и специалност „Финанси“ – трети курс.

Срещата с топ-мениджмънта се проведе под формата на уъркшоп, с основен акцент – дигитализацията в банковия сектор. В дискусиата участваха представители от топ-мениджмънта на банката от различни отдели – г-н Вили Пиер Абал, член на Управителния съвет, Изпълнителен директор и Главен оперативен директор на Societe Generale Експресбанк, г-жа Силвия Кръстева, началник на отдел „Нормативно съответствие“, мениджъри от IT отдел, г-жа Яна Янакиева от отдел „Човешки ресурси“. На уъркшопа присъства и г-н Цветослав Димов, Главен директор на финансовите рискове и контрол, който е наблюдава двата екипа от близо, като сподели своето мнение и богат опит с участниците.

Студентите бяха посрещнати в новата релакс зона за служителите на банката в централното управление. Ръководството на Societe Generale Експресбанк се погрижи да осигури на посетителите си неформална обстановка и творческа среда, в която да работят, с помощта на различни „инструменти“ – табла с бели листи, маркери в различни цветове, цветни самозалепящи листчета. Това предразположи гостите на банката да се отпуснат, да се чувстват комфортно и да не се притесняват.

Самият уъркшоп се състоя от три етапа, в които студентите излагаха своите идеи и виждания, групирани в два отбора. Разделянето на отборите се определи на база на лотариен принцип. Във всеки екип присъстваха представители на студенти-бакалаври и студенти-магистри. Отборите имаха свои ментори. Наставниците обясняваха, какво е необходимо да се направи през различните етапи, подкрепяха, напътстваха и даваха наставления на участниците.

Началото на уъркшопа беше поставено със задача за описание на проблемите, с които се сблъскват и пред които са изправени банките в наши дни. Проблемите

бяха разделени на няколко групи – свързани с доверието, с продуктите/услугите, които банката предлага, осъществяването на комуникация с клиентите и др. В продължение на 20 минути всеки участник в екипа сподели своето мнение и направи предложения относно трудностите в съвременните банков клонове и офиси. Една от креативните идеи на студент беше да се направи платформа, където клиентите да въвеждат желанията и потребностите си, в резултат на което банката да генерира продуктите, които им съответстват. В края на първата част отборите трябваше да синтезират основните проблеми, с които се сблъсква банковият сектор, в рамките на едно изречение.

По време на втория етап студентите трябваше да предложат решения относно бъдещето на банковите институции. Разрешаването на казуса се състоеше в търсене на отговори на следните въпроси: „Банките ще останат (съществуват) ли след 10 години?“, „Как биха изглеждали те?“ и „Как виждате перфектното бъдещо финансово обслужване на банката – като производител, като дистрибутор или и двете?“ Продължителността за разглеждане и отговор на въпросите беше 40 минути. През това време участниците в двата екипа споделяха и аргументираха своите мисли, виждания и идеи, пред отбора и наставника си. По този начин те работиха в екип, обединявайки усилията си и развивайки креативността си.

Възложената задача през последния етап на уъркшопа беше в рамките на 5 минути. За това време всеки екип трябваше да презентира своите идеи – посочените през първия етап, проблеми пред кредитните институции и начините, с които те могат да се преодолеят или минимизират. Двата отбора избраха участници, които да представляват екипите и да изложат техните концепции пред топ-мениджмънта на банката. По време на презентиранията всички студенти взеха участие в обяснението и аргументирането на изложените предложения.

В края на 60-минутния уъркшоп топ-мениджмънта на банката зададе своите въпроси към двата отбора и се проведе дискусиа относно дигитализацията и бъдещето на банковите институции. Студентите също задаваха въпроси на мениджърите, като някои от тях бяха свързани с: „Какви инвестиции прави банката във връзка с дигитализацията на банковите услуги и продукти?“, „Какви превантивни механизми използва банката срещу извършване на банкови нарушения?“, „Какви качества трябва да

година II, брой 2, май 2016

притежава един успешен мениджър?”, „Бреме или предизвикателство са затегнатите банкови регулации?”. На финала на срещата с топ-мениджмънта всички студенти получиха подаръци – папки, тефтери и химикалки с логото на Societe Generale Експресбанк.

Посещението в централното управление на Societe Generale Експресбанк носи на студентите само позитивни изживявания и емоции. Уъркшопът, организиран от топ-мениджмънта на банката, надмина очакванията на всички, които са взели участие и са присъствали. Студентите останаха изключително доволни от поетата инициатива от страна на кредитната институция. Те имаха възможността да се докоснат до практиката, да обменят знания, идеи, мнения с експерти в банковата област и да почерпят практически опит от утвърдени банкови специалисти.

Част от позитивите, които извлякоха участниците от посещението в централното управление на Societe Generale Експресбанк, са придобиването на ценни практически умения и знания, които биха им помогнали в професионален план. Освен това те успяха да видят една поразчупена работна атмосфера в банкова институция.

Университетът е мястото, където студентите трябва да се възползват от всички възможности и инициативи, които им се предоставят. Той не е само средище за научаване на теория, а и място, където се дава шанс на младите хора да се свържат с практиката, да създадат кон-

такти и да видят наученото как се прилага в реална работна среда. По този начин се осъществява преход и връзка между теория и практика, която е много важна за студентите и за тяхното професионално израстване и развитие. Необходимо е да се провеждат повече такива мероприятия, които да бъдат по инициатива, както от страна на банковите институции в практиката, така и от страна на самите студенти.

Организираните посещения в банковите клонове и офиси ще доведат до натрупване на опит за студентите. Свързването на теорията с практиката ще им позволи да приложат на практика получените знания от университета. Организирането на подобен тип мероприятия ще даде възможност на студентите да бъдат по-креативни, да вземат по-активно участие по проблемни теми, да се адаптират, да излагат и защитават тезите си. Подобен род посещения, дискусии, уъркшопове, мастер класове трябва имат по-голяма честота по време на цялото обучение в университета. Чрез тях ще се даде възможност на студентите да почерпят практически опит от утвърдени професионалисти и експерти в банковата сфера, както и да изберат сферите/областите, в които желаят да продължат развитието си в професионален план.

Ивелина Иванова  
*i\_ivanova94@abv.bg*

година II, брой 2, май 2016

## Национален конкурс за студентско есе:

### Бежанската криза през погледа на икономиста

*През 2016 г. се проведе третото издание на националния конкурс за студентско есе, организирано от клуб „Финанси“ към катедра „Финанси“ на ИУ-Варна. Водени от желанието да популяризираме най-добрите разработки и така да поощрим техните автори, в настоящия брой на списанието публикуваме есето, спечелило първо място в класирането. Неин автор е Илия Живков Вълчанов, студент в Университет „Бокони“, Милано, Италия, ОКС „Бакалавър“. Той се обучава в специалност „Международна икономика, мениджмънт и финанси“. Авторът печели престижната първа награда за втори път, като през 2015 г. е награден за есето си на тема „Какви може да са причините за следващата икономическа криза?“. За контакт с автора: [iliya.valchanov@yahoo.com](mailto:iliya.valchanov@yahoo.com).*

За да отговорим на поставения въпрос, първо е редно да дефинираме какво означава думата „икономист“. За трети път започвам този увод, като предишните два опита се оказаха отчайващо дълги и невъобразимо скучни. Освен това, предполагам, че читателят е със солидни познания в сферата. Имайки предвид тези два факта, ще се аргументирам с това кратко, просто и добре известно твърдение: икономиката не е наука за парите, а по-скоро за изборите, които хората правят. Следователно, погледът на икономиста в това есе е този, който разглежда алтернативите, оценява ги, сравнява ги и предлага решения на проблемите, а проблемите не са свързани само с време и пари, а често пъти с политика, култура, вярвания и преди всичко - информация.

След като разбрахме от каква гледна точка ще разгледаме бежанската криза, трябва да отговорим на въпроса, нали? Не е толкова просто. Цитирайки „Пътеводител на галактическия стопаджия“, фактът, че отговорът е 42, сам по себе си не означава нищо. Най-важното е да знаем какво да попитаме. Нека изредим някои от въпросите: Откъде започна бежанската криза? Къде отиват емигрантите? Какъв е маршрутът им? Кой ги покани? Кой ще плаща за тях? Ще продължи ли да съществува Европейският съюз? Хм.. малко рязко промених темата или пък.. не. Хората обичат да игнорират проблеми, които не ги засягат, но ние наричаме бежанската криза.. „криза“ точно защото започна да ни засяга лично. Предполагам, че читателят вече предсеща посоката на този текст.

Позиция. Бежанската криза се състои не в притока на над милион души в Европа, а в невъзможността на Европейския съюз да се справи с тях. Основни пречки са липсата на информация, комуникация, координация и организация. Икономически, лидерите на големите държави осъзнават, че тази миграция е добре дошла, защото населението на Европа е застаряващо, повечето пари в икономиката не циркулират, липсва предприемчивост и пазарът натурално се смалява. За съжаление, тези идеи не се обясняват публично или поне всички опити са покрътително несъдържателни. Германия отвори границите си за бежанците, без да се координира със съюзниците си, главно – Унгария - граница между Шенген и вълната от емигранти. На последно място, процедурата по приемане на бежанците е толкова структурирана, колкото и колективното управление на Европейския съюз, сиреч липсва. Освен това, Голямата депресия, редом с Британските сепаратистки течения, сериозно разклатиха

съюза. Решението на бежанската криза или ще подпечата отново Маастрихтския договор, или смъртната присъда на ЕС.

Нека първо се занимаем с малко история. Бежанската криза оригинално започна от Сирия, След протести, част от „Арабската пролет“ през 2011, настъпи положение на гражданска война. Главните участници в нея са: сирийската.. „държава“, „опозицията“, Ройава (кюрдите) и най-голямата и влиятелна терористична организация към момента – „Ислямска държава“. С население от 18 милиона, мобилизираните войски в Сирия са под 500 000. Главно останалото население е потърпевшо, въпреки че не желае да участва. При гражданска война, която продължава близо 5 години, е повече от очаквано сирийците да започнат да емигрират (за сравнение, Американската гражданска война, която води до премахването на робството над чернокожите в САЩ, продължава само 4 години, на територия, която е десетки пъти по-голяма от тази на Сирия).

Къде отиват? Сирия граничи със Средиземно море, Ливан, Йордания, Ирак и Турция. Разбира се, има емигриращи към Ливан и Йордания. Другите възможности обаче са крайно ограничени. Ирак, доста разрушен от войната със САЩ, е далеч от адекватно решение на проблема. Освен това, пълното име на ИД е „Ислямска държава в Ирак и Леванта“, като ИД контролира повече територия в Ирак, отколкото в Сирия. На юг, след Йордания, следват арабски държави, с пълна забрана за сирийски бежанци. Рекордът се държи от Саудитска Арабия с 0 приети сирийци от началото на кризата. Единственото разумно решение за бежанците е да избягат в Турция, а веднъж в Турция, защо не и в Европа? За икономиста не е особено трудно да си представи, че целта са най-богатите държави – Германия, Великобритания и скандинавските страни. С оглед на политическата ситуация, Великобритания отпада.

Кои са бежанците? Редно е да споменем, че само половината от бежанците са сирийци, една пета са от Афганистан и около 10% от Ирак. Въпреки че в момента, убежищата в ЕС са ексклузивно за сирийци, очевидно, други държави от Близкия изток се възползват от зелената светлина също толкова успешно.

Какъв е маршрутът? Лично за мен, това е най-интересният въпрос. Очевидно, пътят, който ВСИЧКИ следват е от Турция до Гърция по море. След това Гърция се преминава пеша (в общия случай) до Гевгелия – град



година II, брой 2, май 2016

на границата с Македония. Македонското преживяване трае точно 5 часа с влак, който ги откарва до сръбската граница. Сърбия също се преминава пеша, въпреки че сръбското правителство организира автобуси от македонската до унгарската граница, за да ограничи досегът на бежанците с местното население. Веднъж стигнали до границата с Унгария, остава само да я преминат и са в Шенген. От Унгария, пътят минава през Австрия и стига до крайната цел – Германия. Моето лично мнение беше, че това е предпочитаният път, защото при влизането в Гърция няма засилен контрол (просто трябва да достигнат до някой остров). Гърция има достатъчно проблеми в момента, за да не е атрактивна дестинация. Македония е наясно, че е единствено транзитна територия. Сърбия може да предложи на бежанците малко повече, но националната им напитка е ракия (алкохол), а националното ястие – плескавица (свинско).. далеч от мечтаното място за спирка на мюсюлманските бежанци. От друга страна, българските граници изглежда са по-добре охранявани (или поне по-добре от гръцките). За съжаление, цялата тази красива теория изглежда е грешна. Много бежанци, попитани защо избират този маршрут, са отговорили: „Това е картата, която ми дадох“. Всъщност, маршрутът е отдавна предопределен от трафикантите – хората, които срещу заплащане помагат на бежанците да се доберат до Европа.

Кой покани бежанците? Официално, Германия, неофициално – канцлерът Меркел. Доста от решенията, взети от Меркел около бежанската криза, бяха силно дискутирани в немския парламент, където тя губеше подкрепа дори от собствената си партия. Особено след редицата сексуални атаки над германки в Кьолн тръгна лозунгът „Меркел ме покани“, директно обвиняващ канцлера.

Кой ще плаща? Идеята е това да е ЕС. В последните години това обикновено означава Германия, съответно ситуацията може би отива към: „който си ги кани, той ще си ги храни“.

Защо Германия ги покани? Това определено е най-важната част от този текст. Почти всички научни трудове, изследващи икономическите последици от миграциите, показват, че те имат главно позитивен ефект върху държавата домакин. Особено интересно е, че в изследване върху Европа, в 95% от случаите, държавата домакин има позитивно увеличение на събраните данъци, като в някои случаи то достига до 200 базисни пункта. Останалите 5% са ... Швейцария, където ефектът не е негативен, а неутрален. Според друг труд, хипотетично, ако всички хора по света мигрират на правилното за тях място, световният брутен вътрешен продукт ще се увеличи 2 до 3 пъти! За тези, които се притесняват за работата си, няма данни, които да сочат към статистически значителни промени в безработицата (Европа 1990-2010, включващо „изтичането на мозъци“).

Но защо Германия е толкова ентузиазизирана? Немците имат два ярки примера за миграция, които са ги облагодетелствали. Първият е миграцията на 16 милиона души и то с „хендикап“. Откъде? Ами, от социалистическия

блок. Съединението на ФРГ и ГДР често се подминава. Това е едно от най-значителните събития в последните 30 години, но в съзнанието на хората остават кризи, а не успехи. Та, ФРГ се съгласява 1 дойче марка от ФРГ да е равна на 1 дойче марка от ГДР. Това автоматично прави една четвърт от немското население (ГДР) 5 до 10 пъти по-богата (по данни от валутния обмен на черния пазар). ФРГ плати цената тогава и днес не съжاليا. Моментно разхлабена, но в дългосрочен план – по-силна политически и интелектуално Германия. Вторият случай е турската миграция. Започнала като част от временно споразумение между ФРГ с ред държави, днес най-голямото малцинство в Германия са турците и те са почти еманципирани. Немците определено имат опит с емиграцията и то положителен. Като последна точка много анализатори смятат, че Германия „изкупува вината си от Втората световна война“. Аз не съм привърженик на това мнение, но си струва да се спомене, току-виж няма никакъв икономически замисъл в поканата към бежанците, а всичко е от добра воля и чувство за дълг.

Старият континент. Звучи ли изтъркано? Не и няма да прозвучи изтъркано още години наред. Определено населението на Европа застарява и моментът, в който редица пенсионни системи ще се сринат, приближава неизбежно. Съвсем скоро Европа няма да може да се „самоиздържа“. Бежанската криза е лъч надежда. Държавите с най-ниска раждаемост – Испания, Португалия, Германия, Италия и Полша могат да намалеят наполовина като население до 2060. Представете си Германия от 80 на 40 милиона души, от които.. 30 милиона са пенсионери, но трябва да работят до дълбока старост, за да се издържат. От изброените държави само Полша не желае да приема бежанци, но всички останали разбират сериозността на проблема и вече подготвят убежища. С късогледите политици, които виреят в момента, пенсионните реформи са забранена тема, особено докато още излизаме от Голямата рецесия. Без наличието на тази бежанска криза, населението на Европа щеше да се изправи пред проблема със застаряването след години, когато щеше да е прекалено късно. Дори ако това не е решението, въпросът излезе на дневен ред.

Всички врагове на бежанците заявяват, че те са мързеливи, получават си помощите, без да ги интересува нищо, а и са склонни към престъпност. Това е абсолютно невярно.

Престъпност. Когато има повече хора има и по-голям брой на престъпленията. Проучванията обаче показват, че емигрантите са по-рядко криминално проявени от местните жители. Математически, една такава миграция води до повече престъпления като цяло, но по-малко на глава от населението. Но да не забравяме за ИДИЛ. Три неща трябва да се отбележат. Първо, те са във война с всички – както с християните във Франция и Белгия, така и с мюсюлманите в Турция и Пакистан. Второ, доста от организаторите на скорошните терористични актове бяха жители на потърпевшите държави, пребиваващи там

година II, брой 2, май 2016

далеч преди кризата. Трето, бежанците не са терористи – те бягат точно от тях.

Предприемчивост. Помощите определено не стигат, а дори да са достатъчни, почти всяко човешко същество желае повече. Някои си намират работа, а тези, които искат да работят, но не биват назначавани, често се превръщат в предприемачи. Те невинно говорят езика и имат по-малко права от местните. Това ги прави много по-иновативни, изобретателни и амбицирани. Нека вземем за пример САЩ – държава, създадена от европейски емигранти. Аз се интересувам от настоящето, съответно нека разгледаме наши съвременници с американски паспорт: Барак Обама, син на кенийски емигрант; Сергей Брин, съосновател на „Гугъл“, роден в СССР; Стийв Джобс, съосновател на „Епъл“, син на СИРИЕЦ; Илон Мъск, основател на „Спейс-Х“, „Тесла“ и „Солар сити“, южноафриканец; Сатя Надела, изпълнителен директор на „Майкрософт“, индиец; Майкъл Блумбърг, основател на „Блумбърг“ и три пъти кмет на Ню Йорк, син на руски емигрант. Това са едни от най-влиятелните хора в Америка, а и сред най-богатите. Някой ще каже, че ако не бяха те, щеше да е друг, но аз не мисля така. Смяя да твърдя, че най-големите иновации на XXI век са дело на емигранти в чужда държава, която им е предоставила изключителната възможност за изява, развитие, технология, контакти и средства. Резултатът е прогрес за цялото човечество.

Дали това не е изход от рецесията? Един от основните проблеми на европейската икономика в момента е, че хората не желаят да изкарат парите си изпод юрганите, така де.. банките. ЕЦБ е невероятно мотивирана да раздвижи икономиката, но европейците не искат и не искат да консумират. Но нека се замислим какво се случва с помощите. Нека да кажем, че Германия взема 10 милиарда от немските граждани и ги разпределя между бежанците. Поради икономическата обстановка, вероятно гражданите щяха да сложат 10-те милиарда в ДойчеБанк (или поне голяма част от тях). За тяхна жалост, Меркел ги раздава на сирийците, които и без това нямат пукната пара и похарчват абсолютно всичко, което стигне до тях. Очевидно, 10те милиарда остават в Германия и влизат в джобовете на немците. Изглежда като безсмислено упражнение, но реално консумацията в страната се е увеличила, съответно и брутният вътрешен продукт. Освен това, в общия случай, емигрантите работят най-неблагодарната работа. Често те са чистачи, миячи, продавачи във вериги за бързо хранене (мексиканският пример в САЩ). Обикновено работят това, което „ариецът“ не би работил по собствено желание. Заплатите са доста по-ниски, а договорите - значително по-свободни откъм всякакъв протекционизъм (вкл. профсъюзи и пр.). Те обаче харчат всичко, защото няма какво да спестяват. Отново консумацията се е увеличила, а с нея и брутният вътрешен продукт. В достатъчно големи мащаби, това може да доведе до така дългоочакваната инфлация, за която Марио Драги се бори със зъби и нокти. А тръгне ли инфлацията по естествения си път, Европа ще се качи отново на релсите.

След тези позитивни редове трябва да се върнем в реалността. Повечето от гореспоменатите идеи са обществено достояние. Средностатистическият човек обаче се информира от телевизията и (онлайн) вестниците, а не от научни трудове. За мен, най-голямата грешка на европейските лидери е, че не обясняват публично защо допускаме всички тези бежанци в Европа. Хората изпадат в стрес и страх за работата си, за спокойствието си, за децата си, защото не са информирани. За да бъде добре приета всяка една политика, трябва да бъде добре обяснена на народа. Политиците прекрасно знаят как да се оправдават когато грешат, но когато взимат тежки, правилни решения не обясняват нищо. Може би си мислят, че всички са наясно, но.. никой не е наясно!

Комуникация и координация. Географски, Германия се намира в централна Европа. Няма граница със Сърбия, Македония, Гърция, Турция или .. Сирия (освен по море), но отвори вратите си за бежанците. За да стигнат до там, бежанците трябва да влязат в Шенген от друго място. Това обикновено е Унгария. Без никаква подготовка, Унгария беше поставена в ситуация, в която едновременно защитава границите на Шенген, приема и разпределя емигранти и опазва реда. Но нали Гърция, Македония и Сърбия правят същото? Да, но не. Унгария е привлекателна дестинация за бежанците. Те обикновено са пътували доста дълго и защо да се придвижват още 700км до Германия, като са пристигнали в Шенген и винаги могат да се преместят без никакви пречки? Достатъчно субективизъм. Има един добре известен на унгарците документ – Дъблинската регулация. Според нея, първата държава от ЕС, в която навлезе въпросният бежанец е и мястото, където той трябва да подаде молба за убежище. Късите клечки „теглят“ Гърция, Италия, България и най-вече Унгария. Освен това, Унгария е страна, известна с това, че министър-председателят ѝ е съмнително едноличен във властта си и се спекулира, че е свързан с подземния свят повече от необходимото. Под негово ръководство Унгария беше осъдена два пъти от „Европейския съд по правата на човека“ за... потъпкване на правата на унгарските граждани. Желанието на Германия и нежеланието на Унгария да участват в този общ проект по приемането на емигранти създава пречки, дължащи се на липса на координация, за които, разбира се, е отговорна Германия.

Организация. Горедолу всичко около организацията беше обяснено – имаме Дъблинска регулация, която очевидно не работи (иначе никой нямаше да достигне до Германия). Имаме недоволна Унгария, чийто проблем не изглежда да бъде решен в скоро време. Имаме Испания и Португалия, които са готови да приемат емигранти, но до тях почти не достигат. Това, което нямаме, е план как да бъдат разпределени бежанците. Вероятно ще се достигне до някакво пропорционално разпределение, с повече тежест върху Германия и Швеция. Но със сигурност това е проблем, който трябваше да бъде решен преди месеци.

година II, брой 2, май 2016

Колективното и ефективно управление на Европейския съюз е на прекалено ниско ниво. Решенията се взимат бавно, винаги има недоволни, които не участват с две ръце в инициативите. Вместо да се взимат отгоре надолу (ЕС да управлява членките), те са отдолу нагоре (членките поемат инициатива, в която въвличат ЕС). Освен очевидния пример с Германия и бежанската криза, има и друг – когато Франция обяви война на ИД след атентатите в Париж.

23 юни 2016. Това е датата на референдума за Брекзит. До голяма степен от този вот зависи дали ЕС ще продължи да съществува и ако да, в каква форма. По неофициални данни, Европейската комисия изчаква референдумът да премине, преди да поеме в определена посока по отношение на емигрантите. Не бива да се пренебрегва, че позитивният изход на бежанската криза може да падне жертва на тези събития.

Дълго и агонично като дебат в Европейския парламент, това есе представи комплексен проблем и в европейски стил не успя да се справи с него. Трябва да признаем, че

излъгах в началото, когато казах, че моят икономически поглед ще даде решение. Но не излъгах, че това е икономиката. Често изпадаме в ситуации, които са напълно неизвестни и неразбираеми за нас – дълги кризи, негативни лихвени проценти, Китай е водеща икономическа сила, Русия е изолирана от Европа, десетки милиони хора предпочитат да заляят България, а не обратното. Да гледаш като икономист означава да имаш много неизвестни, но да скалъпиш изглед за света. Да си добър икономист означава да познаеш. Изкушаващо е да оставя отворен край - да не изкажа заключението си, но е и безотговорно. А един от проблемите на Евросъюза е, че никой освен Германия не поема отговорност.

Епилог. Оптимизмът е движеща сила на обществото. Когато хората не се страхуват да мечтаят, постигат най-големите си успехи. Бежанците мечтаят за нов живот, а ние мечтаем за по-добър, по-голям и по-стабилен Евросъюз. Именно този нов пламък, този споделен оптимизъм ще доведе до превръщането на млякото в масло и изплуването на Европа.