

*Приложение 4*

*Към Протокол № 211 от 19.02.2009 г.*

*на Управителния съвет на ПОК „Доверие” АД*

## **Инвестиционна политика**

**на**

**Универсален пенсионен фонд**

**„Доверие”**

**2009 г.**

## Съдържание

I. ЦЕЛ НА ИНВЕСТИЦИОННАТА ПОЛИТИКА.....	3
II. ИНВЕСТИЦИОННИ ЦЕЛИ И ОГРАНИЧЕНИЯ.....	3
II. 1. Инвестиционни цели .....	4
Изисквания за доходност.....	4
Толериране на риска .....	4
II. 2. Инвестиционни ограничения.....	4
Времеви хоризонт .....	4
Изисквания за ликвидност.....	4
Данъчен режим .....	4
Регулаторни и правни фактори.....	5
III. Пазарни условия.....	8
III. 1. Общ преглед.....	8
Световната криза .....	8
България е една от най-уязвимите страни .....	8
III.2. Държавни ценни книжа .....	11
III.3. Ипотечни, общински и корпоративни облигации.....	13
III.4. Фондов пазар .....	14
IV. Пазарни прогнози.....	16
IV. 1. Държавни ценни книжа .....	18
IV. 2. Корпоративни, ипотечни и общински облигации.....	18
IV. 3. Фондови пазари .....	19
IV. 4. Банкови депозити.....	20
IV.5. Валутни експозиции .....	20
IV.6. Очаквана доходност по инструменти .....	20
V. РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА АКТИВИТЕ.....	21
VI. Оценка на риска .....	25
VII. ОТЧИТАНЕ НА ПОСТИГНАТИТЕ РЕЗУЛТАТИ.....	26

## I. ЦЕЛ НА ИНВЕСТИЦИОННАТА ПОЛИТИКА

Инвестиционната политика представя цялостната рамка на инвестиционните действия на Пенсионно осигурителна компания „Доверие” по отношение на управлението на активите на Универсален пенсионен фонд „Доверие”. Тя има за цел да дава насока и да налага инвестиционна дисциплина върху ръководството и служителите на компанията, които са отговорни за прилагането и изпълнението на тази политика. Комплексността на управлението на портфейла на пенсионния фонд увеличава необходимостта от разработването на добре дефинирана и ефективна инвестиционна политика, която ясно дефинира инвестиционните цели и ограничения.

Този документ подлежи на изменения и не е постоянен. Тъй като условията на финансовите пазари и нормативната уредба в България продължават да се развиват, то този документ ще продължава да се приспособява към тези промени. Инвестиционните цели и политика могат да бъдат преразглеждани при настъпване на съществени промени в очакванията за средносрочното и дългосрочното развитие на финансовите пазари, характеристиката на участниците във фонда по отношение на пол и възраст, толерантността им към риск и изискваната доходност.

## II. ИНВЕСТИЦИОННИ ЦЕЛИ И ОГРАНИЧЕНИЯ

Допълнителното пенсионно осигуряване, основано на капиталовопокривен принцип, е процес на натрупване на средства от:

- пенсионно осигурителни вноски по време на активната кариера на работниците/служителите, и
- доходността от инвестициите на активите на пенсионния фонд.

с цел получаване на допълнително пенсионно осигуряване след пенсиониране.

Колкото по-дълъг е периодът на осигуряване, толкова по-важна е доходността на инвестираните активи.

Според Кодекса за социално осигуряване фондовете за допълнително пенсионно осигуряване попадат в класа на фондовете с дефинирани месечни вноски (defined contribution pension funds). Това означава, че инвестиционния риск се поема изцяло от индивидуалните участници и поне на теория участниците трябва сами за себе си да вземат решения за инвестиционната си политика.

Икономическата мисия на пенсионния фонд е да постигне инвестиционните цели на членовете на фондовете, отчитайки всички съответни ограничения.

## **II. 1. Инвестиционни цели**

### **Изисквания за доходност**

Инвестиционната политика, която Универсален пенсионен фонд „Доверие” следва, има за цел съхраняване на средствата по индивидуалните партии и заедно с това реално нарастване на натрупаните средства на осигурените лица и пенсионерите в дългосрочен план, чрез постигане на оптимална доходност от инвестициите при зададено умерено ниво на риск.

### **Толериране на риска**

Фондът постига инвестиционните си цели като следва балансирана инвестиционна политика при зададено умерено ниво на риск.

## **II. 2. Инвестиционни ограничения**

### **Времеви хоризонт**

Тъй като задълженията на Универсален пенсионния фонд „Доверие” са дългосрочни, времевият хоризонт на портфейла е сравнително дълъг – над 20 години.

### **Изисквания за ликвидност**

Дългосрочният характер на спестяванията в Универсален пенсионен фонд „Доверие”, нарастващият брой на осигурените във фонда лица и размер на осигурителните вноски, ниската средна възраст и сравнително малкия брой настоящи пенсионери водят до по-високи входящи парични потоци във фонда, в сравнение с изходящите такива и ниско текущо ниво на ликвидните нужди.

### **Данъчен режим**

Постигнатата доходност на Универсален пенсионен фонд „Доверие” не се облага с корпоративен данък и разпределената доходност между клиентите не подлежи на подходящо облагане.

## Регулаторни и правни фактори

Средствата на универсалния пенсионен фонд могат да бъдат инвестирани само в:

1. ценни книжа, издадени или гарантирани от държавата, от държави – членки на Европейския съюз или техни централни банки, от други държави или от техни централни банки, от Европейската централна банка или от Европейската инвестиционна банка;
2. ценни книжа, приети за търговия на регулирани пазари на ценни книжа (акции и корпоративни облигации);
3. общински облигации;
4. банкови депозити в банки с кредитен рейтинг;
5. ипотечни облигации, издадени от банки съгласно Закона за ипотечните облигации;
6. недвижими имоти;
7. взаимни фондове;
8. акционерни Дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ);
9. РЕПО сделки;
10. обезпечени корпоративни облигации, за които е поет ангажимент за листване на регулиран пазар до 6 месеца от емитирането им.

Активите на универсалния пенсионен фонд не могат да бъдат инвестирани в ценни книжа:

1. които не са напълно изплатени;
2. издадени от пенсионноосигурителното дружество или от свързани с него лица;
3. издадени от банката-попечител, от юридически лица по Чл. 123в, параграф 1 от Кодекса за социално осигуряване или от свързани с тях лица;

В недвижими имоти могат да бъдат инвестирани не повече от 5% от активите на универсалния пенсионен фонд. Пенсионноосигурителното дружество или свързаните лица не могат да използват инвестиционен имот, който е притежание на Универсален пенсионен фонд „Доверие” за собствени нужди или за нуждите на свързани с него лица .

Пенсионноосигурителното дружество или свързаните с него лица не могат да придобиват ценни книжа или инвестиционен имот, който е притежание на Универсален пенсионен фонд „Доверие”.

Общата стойност на инвестициите на универсалния пенсионен фонд в ценни книжа (облигации и акции), издадени от един емитент, не може да надвишава 5 на сто от активите на фонда.

Пенсионноосигурителното дружество и Универсалният пенсионен фонд не могат да придобиват повече от 7 на сто от акциите на един емитент или да придобиват участие, чрез което да определят пряко или непряко повече от половината от членовете на управителния орган или по друг начин да упражняват решаващо влияние върху вземането на решения във връзка с дейността на емитента.

Не повече от 25% от активите на универсалния пенсионен фонд могат да бъдат инвестирани в банкови депозити в банки с кредитен рейтинг. Не повече от 5% от активите на фонда могат да бъдат инвестирани в една банка.

Не повече от 30% от активите на универсалния пенсионен фонд могат да бъдат инвестирани в ипотечни облигации. Ипотечните облигации трябва да бъдат търгувани на регулиран пазар.

Не повече от 15% от активите на фонда могат да бъдат инвестирани в общински облигации, като инвестицията в общински облигации емитирани от една община не трябва да надвишава 5% от активите на фонда.

Не повече от 20% от активите на Универсален пенсионен фонд „Доверие“ могат да бъдат инвестирани в български акции и акции, включени в индекси и търгувани на регулирани пазари в Европейския съюз или регулирани пазари, посочени в наредба на КФН.

Не повече от 25% от активите могат да бъдат инвестирани в корпоративни облигации, които се търгуват на регулиран пазар.

Дългови инструменти, които не са търгувани на регулирани пазари в Европейския съюз, трябва да се търгуват на регулирани пазари и трябва да имат рейтинг, посочен в наредба на КФН.

Пенсионноосигурителното дружество и универсалният пенсионен фонд не могат да придобиват акции, издадени от един емитент.

Не повече от 15% от активите на Универсален пенсионен фонд „Доверие“ могат да бъдат инвестирани в акции и/или дялове на колективни инвестиционни схеми, като не повече от 5% могат да бъдат инвестирани във взимни фондове, управлявани от едно и също управляващо дружество.

Не повече от 5% от активите на Универсален пенсионен фонд „Доверие” могат да бъдат инвестирани в Акционерни дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ).

До 5% от активите на от активите на универсалния пенсионен фонд могат да бъдат инвестирани в обезпечени корпоративни облигации, за които е поет ангажимент за листване на регулиран пазар до 6 месеца от емитирането им.

Не повече от 5% от активите на универсалния пенсионен фонд могат да бъдат инвестирани в репо сделки.

Не повече от 20 на сто от активите на универсалния пенсионен фонд могат да бъдат деноминирани във валута, различна от лев или евро.

Пенсионноосигурителното дружество може да сключва сделки с фючърси и опции, форуърдни валутни договори и лихвени суапови сделки за сметка на Универсален пенсионен фонд „Доверие” с цел управление на инвестиционния риск. Сделките се сключват в съответствие с разпоредбите на Наредба № 34.

Таблицата по-долу обобщава основните ограничения:

<b>Вид актив</b>	<b>УПФ</b>
Държавни ценни книжа	Без ограничение
Ипотечни облигации	до 30%
Корпоративни облигации	до 25%
Общински облигации	до 15%
Акции	до 20%
Недвижими имоти	До 5%
Банкови депозити	до 25%
Обезпечени корпоративни облигации с ангажимент за регистриране на регулиран пазар	До 5%
Репо сделки	До 5%
Взаимни фондове	до 15%
АДСИЦ	До 5%

Инвестиционните ограничения са обобщени и представени в Приложение 1.

## **III. Пазарни условия**

### **III. 1 Общ преглед**

През 2008 г. макроикономическите и пазарни условия значително се влошиха, както в Евророната и България, така и в световен мащаб.

#### **Световната криза**

Започнала със срив на американския ипотечен пазар и отрицателен обрат в развитието на пазарите на недвижими имоти в други развити страни, кризата постепенно обхваща финансовата система в Евророната, цялостната икономика на САЩ, развитите европейски държави и развиващите се икономики. Големи финансови институции рухнаха или бяха продадени, а правителствата по целия свят трябваше да предприемат спешни спасителни мерки за предотвратяване на глобална финансова катастрофа и на задаващата се рецесия.

За съжаление, глобалните действия на държавите за закрепване на финансовата система и капиталовите пазари и осигуряване на финансови стимули и облекчения не успяват на този етап да спрат срива на пазарите по целия свят и да предпазят Евророната от навлизане в рецесия, като едновременно с това и глобалната рецесия чука на вратата.

БВП на страните от Европейския съюз намаля с 0.2% през Q3 (QoQ), като за същия период американската икономика се сви с 0.1%. Доверието на производителите и потребителите е ниско и все повече намалява, безработицата нараства, а при намалялото в световен мащаб търсене инфлацията е най-малко тревожния фактор. Банките и финансовите институции вече не са единствените нуждаещи се от помощ, редица предприятия от реалния сектор също се наредиха на опашката за финансиране от страна на държавата, централните банки и МВФ.

#### **България е една от най-уязвимите страни**

В условията на висока волатилност, дълготрайна криза в доверието, растяща рискова аверсия, сурови кредитни условия и недостиг на ликвидни средства, страните с развиващи се пазари понасят удари също и от повишените рискове при износа, притока на инвестиции, кредитите, банковите системи, платежния баланс.

При наличието на огромен дефицит по текущата сметка и валутен борд, излагаш икономиката на външни сътресения, България е една от най-уязвимите държави.



Най-големият проблем за икономиката на страната е дефицитът по текущата сметка, който достигна -21.8% от БВП през 2007 г., а към третото тримесечие на 2008 г. възлиза на -15.8% от БВП. За да се финансира този дефицит и да се осигури бързо развитие, България изпадна в тежката зависимост от притока на чужди капитали. Въпреки че до миналата година чуждестранните директни инвестиции бяха достатъчни, за да покрият дефицита и да стимулират развитието на страната, при затегнатите по настоящем глобални ликвидни условия да се разчита на подобен адекватен приток на чуждестранните директни инвестиции е крайно несигурно и това може ясно да се види от статистическите данни (за третото тримесечие съотношението чуждестранни директни инвестиции/дефицит по текущата сметка е 0.68, като за 2007 г. то е 1.03).

През първото полугодие на 2008 г. в България ръстът на БВП достигна най-високи стойности за последните няколко години, както също и инфлацията, докато безработицата намаля още повече до много ниско ниво. Голяма част от този ръст, обаче, се дължи основно на два сектора: недвижими имоти/строителство и финансовата индустрия. С това уязвимостта на икономиката още повече нарасна, тъй като секторът на недвижимите имоти и строителството прегря, докато глобалната финансова криза добави нов натиск върху цените и ликвидността, засягайки по този начин и финансовия сектор.

По настоящем чуждестранните преки инвестиции в сектора на недвижимите имоти и строителството намаляват, а големи чуждестранни инвеститори продават или отлагат и прекратяват своите инвестиционни проекти в България. При това, износът е уязвим и от намаляващото външно търсене, кредитните условия се затягат, а инфлацията и високите цени на кредитните услуги се отразяват на личните доходи, а оттук растат и опасенията за качеството на банковите кредитни портфейли.

## MACROECONOMIC INDICATORS

	2005	2006	2007	2008			2008
				Q1	Q2	Q3	October
Gross domestic product (million BGN)	42 797	49 361	56 520	13 484	15 994	18 555	-
Gross domestic product (annual real growth rate, %)	6.2	6.3	6.2	7.0	7.1	5.6	-
Consumer price index (annual change, %) <sup>4</sup>	6.5	6.5	12.5	-	-	-	10.9
Unemployment (%)	10.7	9.1	6.9	-	-	-	.
Gross domestic product per capita (BGN)	5 529	6 411	7 379	-	-	-	-
Money M1 (Narrow money)	12 443.0	16 078.4	20 726.7	19 848.0	20 326.7	20 525.1	.
Money M2 (M1 + Quasi-money)	25 236.8	32 020.6	42 041.6	42 210.4	43 928.9	45 631.8	.
Money M3 (Broad money)	25 259.6	32 061.4	42 061.6	42 248.7	43 964.8	45 690.4	.
BNB international reserves	14 415.1	17 458.6	23 346.1	23 694.0	25 883.6	28 793.8	27 757.9
Reserve money	8 351.1	10 482.1	14 194.2	13 411.4	14 042.5	14 803.0	.
Money in circulation	5 867.2	6 888.6	8 410.9	7 727.0	8 124.6	8 511.1	.
Deposits of other MFIs	2 483.9	3 593.5	5 783.3	5 684.4	5 918.0	6 291.9	.
Base interest rate	2.04	2.69	3.93	4.75	4.91	5.18	5.38
Interbank money market	2.05	2.87	4.08	4.96	5.13	5.48	5.90
SOFIBOR 3 months <sup>16</sup>	3.62	3.69	4.90	6.63	6.89	7.27	7.69
Gross external debt (million EUR)	15 506.9	20 629.0	28 854.3	29 832.8	32 703.5	.	.
Public sector (million EUR)	5 197.6	4 554.6	4 091.6	3 853.1	3 943.4	.	.
Private sector (million EUR)	10 309.3	16 074.4	24 762.7	25 979.8	28 760.0	.	.
Net external debt (million EUR)	4 817.5	6 482.3	11 827.4	13 710.5	14 899.5	.	.
Current account (million EUR)	-2 705.7	-4 501.8	-6 303.4	-1 912.9	-4 132.3	-5 381.3	.
Foreign direct investment(million EUR)	3 152.1	6 005.6	6 516.9	1 059.4	2 603.7	3 659.8	.
Foreign direct investment/Current account deficit (%)	116.5	133.4	103.4	55.4	63.0	68.0	.
Current account (% GDP)	-12.4	-17.8	-21.8	-5.6	-12.1	-15.8	.
Foreign direct investment (% GDP)	14.4	23.8	22.6	3.1	7.7	10.8	.

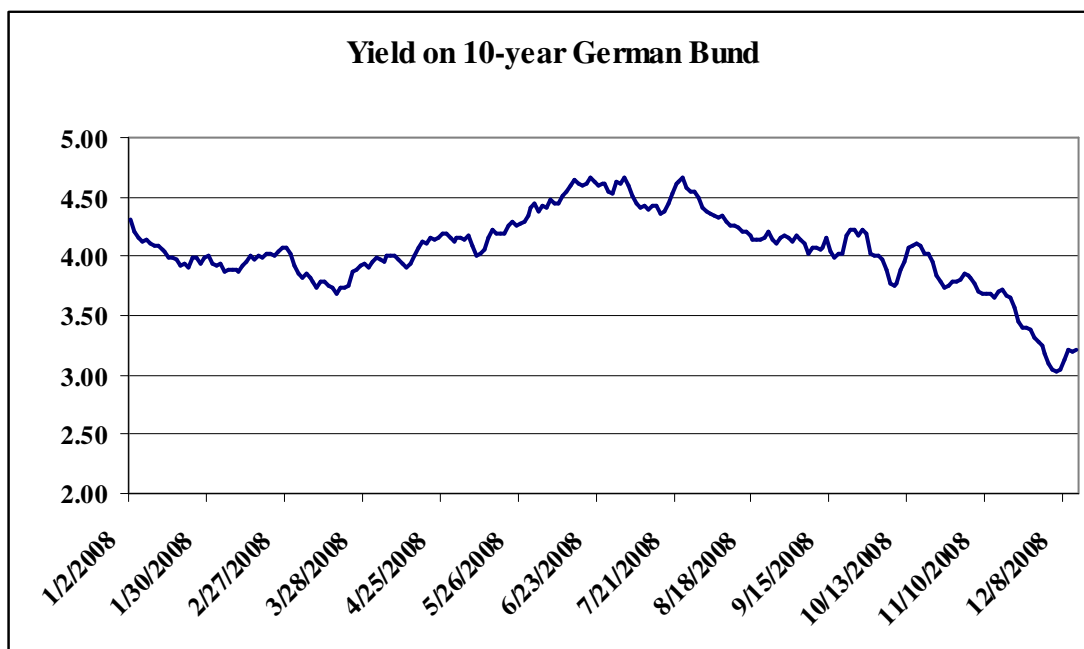
## MACROECONOMIC INDICATORS

	2005	2006	2007	2008			2008
				Q1	Q2	Q3	October
Gross domestic product (million BGN)	42 797	49 361	56 520	13 484	15 994	18 555	-
Gross domestic product (annual real growth rate, %)	6.2	6.3	6.2	7.0	7.1	5.6	-
Consumer price index (annual change, %) <sup>4</sup>	6.5	6.5	12.5	-	-	-	10.9
Unemployment (%)	10.7	9.1	6.9	-	-	-	.
Gross domestic product per capita (BGN)	5 529	6 411	7 379	-	-	-	-
Money M1 (Narrow money)	12 443.0	16 078.4	20 726.7	19 848.0	20 326.7	20 525.1	.
Money M2 (M1 + Quasi-money)	25 236.8	32 020.6	42 041.6	42 210.4	43 928.9	45 631.8	.
Money M3 (Broad money)	25 259.6	32 061.4	42 061.6	42 248.7	43 964.8	45 690.4	.
BNB international reserves	14 415.1	17 458.6	23 346.1	23 694.0	25 883.6	28 793.8	27 757.9
Reserve money	8 351.1	10 482.1	14 194.2	13 411.4	14 042.5	14 803.0	.
Money in circulation	5 867.2	6 888.6	8 410.9	7 727.0	8 124.6	8 511.1	.
Deposits of other MFIs	2 483.9	3 593.5	5 783.3	5 684.4	5 918.0	6 291.9	.
Base interest rate	2.04	2.69	3.93	4.75	4.91	5.18	5.38
Interbank money market	2.05	2.87	4.08	4.96	5.13	5.48	5.90
SOFIBOR 3 months <sup>16</sup>	3.62	3.69	4.90	6.63	6.89	7.27	7.69
Gross external debt (million EUR)	15 506.9	20 629.0	28 854.3	29 832.8	32 703.5	.	.
Public sector (million EUR)	5 197.6	4 554.6	4 091.6	3 853.1	3 943.4	.	.
Private sector (million EUR)	10 309.3	16 074.4	24 762.7	25 979.8	28 760.0	.	.
Net external debt (million EUR)	4 817.5	6 482.3	11 827.4	13 710.5	14 899.5	.	.
Current account (million EUR)	-2 705.7	-4 501.8	-6 303.4	-1 912.9	-4 132.3	-5 381.3	.
Foreign direct investment(million EUR)	3 152.1	6 005.6	6 516.9	1 059.4	2 603.7	3 659.8	.
Foreign direct investment/Current account deficit (%)	116.5	133.4	103.4	55.4	63.0	68.0	.
Current account (% GDP)	-12.4	-17.8	-21.8	-5.6	-12.1	-15.8	.
Foreign direct investment (% GDP)	14.4	23.8	22.6	3.1	7.7	10.8	.

### III.2. Държавни ценни книжа

Доходността на щатските и европейските държавни облигации и съответно техните цени бяха крайно непостоянни през последните месеци, с големи ежедневни движения нагоре и надолу. Като цяло обаче пазарните цени нараснаха, а доходността намаля в резултат на два основни фактора – настоящото отхлабване на монетарната политика и очакванията за по-нататъшен спад в лихвените проценти, както и пренасочването към по-сигурни инвестиции от страна на инвеститорите в условията на надигания се пазарен смут и широко разпространената несигурност относно жизнеспособността на финансовите институции, стабилността на финансовата система и глобалната макроикономическа ситуация.

През 2008 г. основните централни банки изоставиха строгата си монетарна политика, целяща поддържане на ценова стабилност и през октомври, ноември и декември предприеха рязко понижение на основната лихва в координиран стремеж да се противопоставят на безпрецедентната глобална финансова криза. Европейската централна банка на няколко хода свали основния лихвен процент със 175 б.т. до 2.50 на сто, а Федералния резерв на САЩ понижи лихвата върху федералните фондове до почти 1% от 4.25% в края на предходната година.

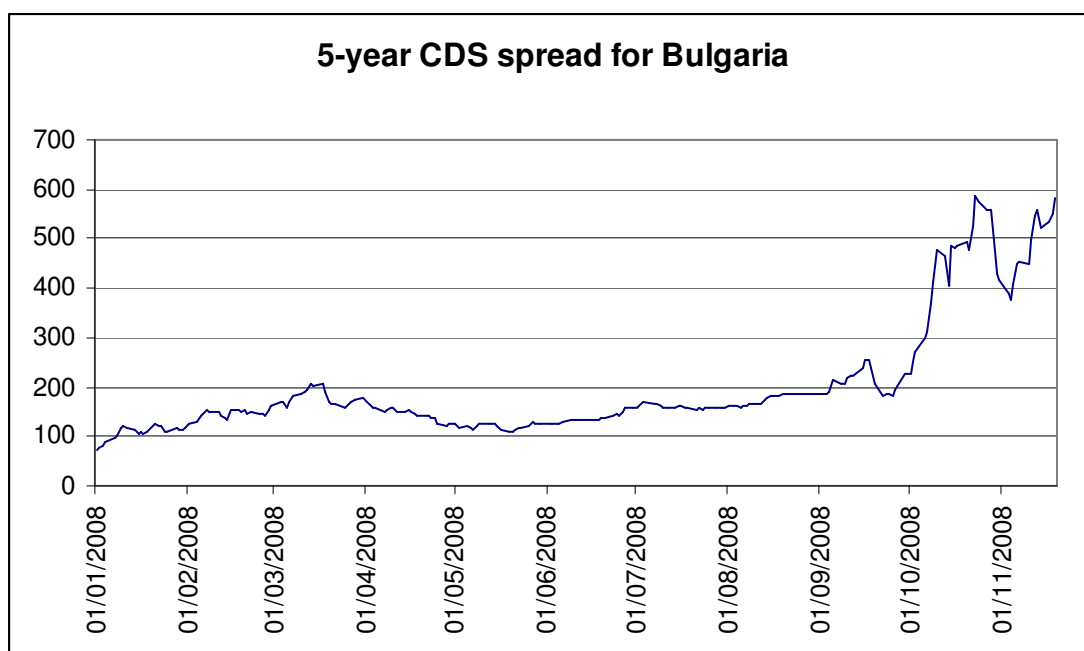


Освен това, тенденцията към спад на доходността нараства поради насочването към по-сигурни инвестиции и стремежът към ликвидност, принуждаващи инвеститорите

да закупуват държавни облигации, което съответно води до нарастване на цените и намаляване на доходността.

Намаляването на лихвените проценти не се отрази добре на българските ДЦК, поради голямото разширяване на суверенния спред спрямо бенчмарк емисиите. Нарастването на рисковата премия бе в резултат на влошаването на макроикономическите показатели за България и растящата рискова аверсия на глобалните финансови пазари. В резултат на това през октомври и ноември две от основните кредитни агенции Standard and Poor's и Fitch намалиха рейтинга на България за дългосрочен суверенен кредит в чуждестранна валута от BBB+ на BBB и съответно от BBB на BBB-. Намаляването бе обосновано с увеличения риск от рецесия в отговор на значителното редуциране на входящите чуждестрани финансови потоци и огромния дефицит по търговската сметка в процент от БВП. Взаимодействието на тези фактори доведе до увеличаване на рисковата премия за страната и съответно до значителен спад в цените на държавните облигации.

Графиката по-долу показва повишението на спреда на 5-годишните CDS за България като показател за рисковата премия за кредитите на страната.



Освен това, средът на някои от най-ликвидните български държавни емисии (XS0145624432 с падеж януари 2013 г.) спрямо бенчмарковите германски държавни облигации нарасна до 520 б.т. (доходност 7.60-7.80%), докато в края на 2007 г. те бяха търгувани при 4.90% доходност до падежа. Същевременно претеглената средна стойност

на доходността от последния търг на десетгодишните държавни облигации (08 декември) възлиза на 7.36 на сто.

### III.3. Ипотечни, общински и корпоративни облигации

Пазарът на ипотечни, общински и корпоративни облигации се представя сравнително добре през последните няколко година. До скоро най-добре развитият пазар беше този на ипотечни облигации, но за 2007 г. няма издадени ипотечни или общински емисии, а до третото тримесечие на 2008 г. са издадени само две нови ипотечни емисии. От друга страна, пазарът на корпоративни емисии продължава да бъде най-бързо развиващия се сегмент, въпреки че се наблюдава лек спад в обема на издадените емисии, както и на броя емисии на пазара. Бяха емитирани тридесет и девет емисии на корпоративни облигации, в това число пет емисии от местни банки, на обща стойност 400 мил. Евро през 2007 г. и двадесет и две нови емисии през първите три тримесечия на настоящата година на обща стойност около 190 милиона евро.

През последните две години стабилното търсене на ипотечни, общински и корпоративни облигации от страна на институционални и частни инвеститори доведе до намаляване на доходността както на съществуващите емисии, така и на предлаганите на пазара. нови емисии, въпреки нарастването на лихвените проценти като цяло. Това оказва положително влияние върху цените на тези ценни книжа през 2007 г. Средната годишна доходност на тригодишните ипотечни емисии към края на 2007 беше около 6.00%-6.50%, докато тази на тригодишните корпоративни емисии беше около 7.00%-8.20% в зависимост от емитента.

ANNUAL VOLUME					
<i>in EURO</i>					
	2003	2004	2005	2006	2007
<b>CORPORATE</b>	70 375 551	95 256 034	230 279 060	551 686 126	402 515 820
<b>including banks</b>	39 640 000	30 079 043	76 242 107	100 385 289	88 346 891
<b>MORTGAGE</b>	37 112 919	66 564 594	40 338 756	25 000 000	
<b>MUNICIPAL</b>	674 905	2 600 000	13 624 211	11 335 341	
<b>TOTAL</b>	<b>108 163 375</b>	<b>164 420 628</b>	<b>284 242 027</b>	<b>588 021 467</b>	<b>402 515 820</b>
NUMBER OF ISSUES					
	2003	2004	2005	2006	2007
<b>CORPORATE</b>	9	18	32	47	39
<b>banks</b>	3	5	3	5	5
<b>MORTGAGE</b>	5	8	4	1	
<b>MUNICIPAL</b>	1	1	5	1	
<b>TOTAL</b>	<b>15</b>	<b>27</b>	<b>41</b>	<b>49</b>	<b>39</b>

От края на миналата година и през настоящата година, обаче, глобалната финансова криза оказва негативно влияние върху пазара на финансови инструменти с фиксиран доход и в частност върху емисиите на ипотечни, общински и корпоративни облигации. Ликвидният недостиг накара много индивидуални и институционални инвеститори да продават своите позиции, предизвиквайки спад в цените, емитентите са затруднени при намирането на допълнителни ресурси при емитиране на облигационни заеми, а кредитният риск се превръща в голям проблем за инвеститорите в светлината на многобройните мултинационални компании, претърпели неуспех на чужди пазари. Всички тези фактори доведоха до значително нарастване на доходността и съответния спад в цените. По настоящем средната доходност на емисиите на ипотечни облигации е около 7.50-7.60%, а тази на три годишните корпоративни облигации е 7.70%-10% в зависимост от емитента.

### **III.4. Фондов пазар**

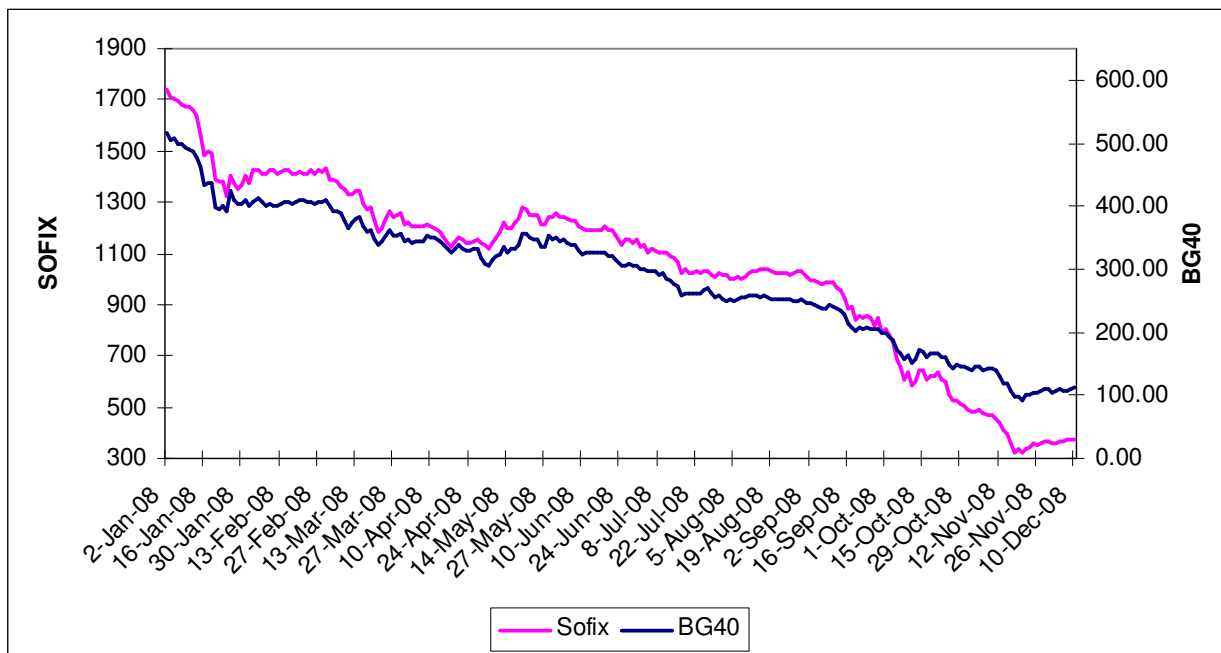
Представянето на фондовите пазари по света отразява бушуващата икономическа криза, започнала през втората половина на 2007 год. Икономическата нестабилност и финансовата криза в САЩ и тяхното отражение върху световната икономика, както и движението на цените на стоковия пазар и намалелите печалби на компаниите оказаха негативно влияние върху доходността на фондовите пазари по света. Въпреки че забавянето на икономическия растеж първоначално се отрази главно на развитите икономики, на по-късен етап развиващите се пазари също бяха засегнати от намаляващия апетит към риска, нарасналото безпокойство от ликвидния недостиг и страха от рецесия на глобалната икономика.

В таблицата по-долу е представена доходността на избрани индекси на фондовия пазар:

**Return**  
**31/12/2007 - 10/12/2008**

<b>USA</b>	
S&P 500	-38.76%
NASDAQ	-40.98%
Dow Jones Industrial	-33.95%
<b>EUROPE</b>	
DJ EUROSTOXX 50	-43.28%
FTSE 100	-32.36%
CAC 40	-40.86%
DAX	-40.44%
<b>ASIA</b>	
NIKKEI 225	-43.43%
Hang Seng	-43.99%
Shanghai SE Composit	-60.48%
<b>BULGARIA</b>	
SOFIX	-79.11%
BG40	-79.10%
BGTR30	-74.57%
BGREIT	-54.50%

Въпреки че първоначално българският фондов пазар издържа на суматохата на международните фондови пазари, през последните месеци на 2007 г. глобалните последици от финансовата криза оказаха своето влияние върху българските акции, посредством ефекта от преоценката на риска и ликвидните тревоги от страна на чуждите инвеститори. Отдръпването на средства от чуждите инвеститори оказва сериозен ефект, поради ограничената ликвидност на българския фондов пазар. Освен това, много от българските взаимни фондове бяха принудени да продават акции, за да покрият разходите по обратното изкупуване, като по този начин добавиха допълнителен натиск върху цените на акциите. В допълнение, по-високите входящи цени отслабиха финансовите резултати за първото и второто тримесечие на някои от компаниите, търгувани на Българска Фондова Борса – София, докато новата търговска платформа XETRA дори още повече намали ликвидността в първите няколко седмици на търговията. По настоящем финансовите доклади на компаниите започват да отразяват ефектите от глобалната криза върху реалната икономика на България, а ликвидността е почти изчерпана. В резултат, българските борсови индекси са сред най-губещите в света, достигайки невиджани от 2003 г. нива.



#### IV. Пазарни прогнози

Перспективите за глобалната икономическа дейност остават в рамките на много висока степен на несигурност в резултат на засилването на кризата през септември и октомври и на разпространението и върху реалната икономика и развиващите се пазари. Според последната прогноза на МВФ (началото на ноември) растежът на глобалната икономика ще се забави и ще достигне до 3.7 на сто за 2008 година, а през следващата година МВФ очаква ръст от 2.2 на сто, като спадът ще започне от развитите икономики. Очаква се те да отчетат силно забавяне на растежа през цялата 2009 г., до спад с 0.3 на сто. В същото време МВФ очаква и развиващите се икономики да забавят растежа си и да отбележат ръст от около 5 на сто през 2009 г. Възстановяването на развитите икономики се очаква да започне към края на 2009 г.

В началото на месец ноември Европейската комисия намали икономическите си прогнози за ЕС, предвиждайки рязък спад в икономическия ръст през 2008 г. и почти никакъв ръст за 2009 г., с постепенно възстановяване през 2010 г. По прогнози на МВФ възстановяването ще започне към края на 2009 г.



	<i>IMF Projections</i>			
	2006	2007	2008F	2009F
World output	5.1	5	3.7	2.2
Advanced economies	3	2.6	1.4	-0.3
United States	2.8	2	1.4	-0.7
Euro area	2.8	2.6	1.2	-0.5
Japan	2.4	2.1	0.5	-0.2
Emerging and developing economies	7.9	8	6.6	5.1
Central and eastern Europe	6.7	5.7	4.2	2.5
China	11.6	11.9	9.7	8.5
European Union	3.3	3.1	1.5	-0.2

Source: World Economic Outlook Update - Rapidly Weakening Prospects Call for New Policy Stimulus, November 6, 2008

Рисковете за икономическия растеж на България се увеличиха значително, тъй като големия макроикономически дисбаланс бе придружен от намаляване на входящия поток от чуждестранни инвестиции (по настоящем директните чуждестранни инвестиции покриват само 68% от дефицита по търговската сметка, при 103% за 2007г.), слаби перспективи за експорт, недостиг на ликвидни средства и много високи разходи за финансиране. В резултат на тези тенденции и в условията на фиксиран валутен курс единствено значителното свиване на вътрешното потребление може да бъде начин да се намали външния дисбаланс, водещ до намаляване на икономическия ръст, заетостта и доходите на населението.

Ефектът от кризата е вече видим и в индустрията, особено при ориентираните към експорт предприятия, тези, засегнати от по-ниските цени на металите, и предприятията в химическата индустрия. В резултат компаниите отлагат инвестиционни проекти и наемане на нова работна ръка. Друг проблем за предприятията от реалния сектор е нежеланието на банките да отпускат кредити, както и високите разходи за финансиране и рефинансиране. Натрупалите се проблеми на пазара на недвижими имоти и кредитният бум от последните години скоро ще засегнат и качеството на банковите кредитни портфейли. Негативните последици от колебанията във външното търсене вече се усещат и в сектора на туризма.

При тези условия предвиденият икономически растеж от 4.7% за 2009 г. в бюджета на правителството за следващата година изглежда твърде оптимистичен, въпреки че МВФ също прогнозира 4.2% ръст. Положителната страна обаче е, че правителството предвиди до известна степен последиците от кризата още в бюджета за 2009 г., взетите от БНБ мерки намалиха донякъде напрежението на финансовия пазар от предишните месеци, а МВФ и Европейският съюз взеха проактивни мерки в помощ на развиващите се пазарни

икономики. Освен това, доколкото в края на 2009 г. и през 2010 г. се очаква възстановяване на икономиката в ЕС, нашата отворена икономика също ще се облагодетелства от подобно развитие.

#### **IV. 1. Държавни ценни книжа**

Нестабилността на пазарите в Еврозоната и САЩ по отношение на доходност ще продължи и през следващите месеци, поради несигурността в глобалните икономически перспективи, както и спекулациите за по-нататъшно намаляване на лихвените проценти от страна на централните банки. Освен това, при подобряване на пазарните условия според прогнозите, се очаква през следващата година ЕЦБ да престане на облекчава монетарната политика.

Прогнозата за доходността на десетгодишните бундове през следващата година е 3.51 процента за Q1, 3.65 процента за Q2, 3.81 процента за Q3 и 3.79 процента за Q4 (Bloomberg). Прогнозата за доходността на десетгодишните американски държавни облигации през следващата година е 2.83 процента за Q1, 3.01 процента за Q2, 3.27 процента за Q3 и 3.56 процента за Q4 (Bloomberg).

Растящите рискове за макроикономическата обстановка създават предпоставки за понататъшно понижаване на кредитния рейтинг на българския държавен дълг.

От друга страна, няма вероятност спредовете на доходността да се стеснят значително през следващите месеци. Ликвидността при българските държавни облигации пресъхна почти напълно с единствени наддавания за емисиите, деноминирани в български лева, при нива на доходност от 7.50 – 8.50 на сто.

В този контекст държавните ценни книжа в Еврозоната дават повече възможности както за краткосрочни печалби от нараснала волатилност и висока ликвидност, така и за по-дългосрочни печалби от експанзионистична монетарна политика.

#### **IV. 2. Корпоративни, ипотечни и общински облигации**

Спадът при емисиите на корпоративни облигации се отразява в по-скъпо финансиране в резултат на недостига на ликвидни средства, преоценката на риска, както и общия смут в икономическото развитие като цяло. Същевременно значителният доскоро инвеститорски интерес към ипотечните, общинските и корпоративните облигации затихна и част от чуждите и български инвеститори продават позициите си в отговор на своите

ликвидни нужди. По тази причина, очакванията са, че доходността на този вид инструменти ще нараства през следващите месеци.

Освен това, някои емитенти вече отчитат значителни проблеми в баланса и отчета за приходите си и отгук нататък инвеститорите ще изследват все по-внимателно техните минали и бъдещи действия и ще изискват още по-високи проценти за първоначално финансиране и рефинансиране. Същевременно, настоящата обстановка на падащи лихвени проценти на бенчмарковите емисии би могла частично да компенсира негативното влияние на по-скъпото финансиране, тъй като много емисии се движат около референтния лихвен процент – обикновено Euribor. Общо взето, доходността на корпоративните и ипотечните облигации е по-вероятно да се увеличава, поне в следващите две или три тримесечия, особено ако негативните прогнози за реалния бизнес и макроикономическите показатели се осъществят.

### **IV. 3. Фондови пазари**

В условията на трайна несигурност за развитието на глобалната икономика, фондовите пазари по света продължават да бъдат изключително непостоянни. На фона на множеството лоши новини и негативни прогнози, рисковете са още по-неприятния аспект на нещата.

Българският фондов пазар също се очаква да остане непостоянен през идващите месеци. Негативното влияние на отслабналото търсене от страна на Западна Европа, което забавя износа и инвестициите, както и на по-високите цени на финансиране и намалелите реални доходи и потребление в резултат на високата инфлация и високите такси за обслужване на дълговете ще продължава да се отразява на финансовите резултати на компаниите и през идващите месеци.

До голяма степен обаче негативните очаквания се остойностиха на настоящите пазарни нива. Още повече слабата ликвидност на пазара увеличи корекциите и цените на повечето компании паднаха рязко, изпращайки индексът SOFIX към стойностите му от 2003 г. Тези прекалени реакции направиха оценката на много от компаниите твърде атрактивна – на настоящите пазарни нива (към 11.12.2008 г.) съотношението цена/приходи за индексът SOFIX е 4.99, а съотношението между пазарната цена и отчетната стойност е 0.95. Съответните цифри за индекса BG40 са 11.71 и 0.90. Съотношението между пазарната цена и отчетната стойност за BGREIT е 0.63.

От положителната страна е също фактът, че рецесията в Еврозоната не се очаква да продължи дълго и през последните месеци на 2009 г. се предвижда възстановяване. Това

ще облагодетелства фондовите пазари дори на по-ранен етап, тъй като обикновено те са водещия индикатор.

Има обаче някои фактори, които най-вероятно ще доведат до първоначално колебливо и непостоянно възстановяване на българските акции. Нашият пазар първоначално се нуждае от ясен тренд на чуждите пазари, преди да се възвърне доверието и апетитът към риск на чуждите и български инвеститори. Още повече толерантността към риска от страна на повечето институционални инвеститори значително спадна през 2008 г., а и на индивидуалните инвеститори също ще им трябва време, за да се върнат на пазара след понесените през изминалата година загуби.

Като цяло очакваме нарасналата волатилност на пазара да продължи, а също и нетно позитивно представяне на българския фондов пазар през 2009 г., въпреки че печалбите най-вероятно ще бъдат в рамните на 10 – 15%.

#### **IV. 4. Банкови депозити**

С оглед на макроикономическите рискове за българската икономика, както и рисковете за българския лев, за предпочитане са депозитите, деноминирани в евро. Дългосрочните банкови депозити (от 1 до 3 години) по настоящем предлагат нива на доходност от 6 – 7% за левовите и 5-6% за тези в евро. Краткосрочните депозити могат да бъдат използвани за по-ефективно управление на свободните парични средства.

#### **IV.5. Валутни експозиции**

Експозициите във валута, различна от лев или евро ще бъдат хеджирани с цел да се предпази портфейла от рисковете на непостоянния валутен пазар. Една малка отворена валутна позиция (до 10-15%) обаче би могла да открие възможност за печалба, без да донесе значителен риск за портфейла.

#### **IV.6. Очаквана доходност по инструменти**

Очакваната доходност по инструменти е показана в таблицата по-долу:

<b>Инструменти</b>	<b>Очаквана доходност</b>
<b>Банкови депозити</b>	<b>6.70%</b>
<b>Държавни облигации</b>	<b>4.00%</b>
Български	5.00%
В бълг. лв.	5.75%
В чужда валута (EUR, USD)	4.20%
Чуждестранни	3.30%
В EUR еквивалент	3.30%
<b>Ипотечни облигации</b>	<b>7.60%</b>
Местни	7.60%
<b>Корпоративни облигации</b>	<b>8.00%</b>
Местни	7.50%
Чуждестранни	8.50%
<b>Общински облигации</b>	<b>7.00%</b>
Местни	8.00%
Чуждестранни	7.00%
<b>Акции - местни</b>	<b>10.00%</b>
<b>АДСИЦ</b>	<b>8.00%</b>
<b>Взаимни фондове</b>	<b>10.00%</b>
<b>Недвижимо имущество</b>	<b>5.00%</b>

## **V. РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА АКТИВИТЕ**

Волатилността на пазара и значителния спад в цените на акциите през последната година води до заключението, че дялът на чуждестранните акции в портфейла не трябва да се увеличава значително през първото полугодие на 2009 г. Същевременно той трябва да нараства постепенно през годината, с цел възползване от очакваното възстановяване на пазарите на акции през втората половина на 2009 г.

Дялът на българските държавни ценни книжа в портфейла трябва да бъде постепенно намален, за да се намали кредитния риск на портфейла, като същевременно се увеличат инвестициите в европейски държавни ценни книжа, с цел възползване от очакваното по-нататъшно намаляване на лихвения процент от страна на Европейската банка.

Деноминирани в долари позиции трябва да бъдат 100% хеджирани. Възможностите включват разширяване на хедж операциите до над 100% от нетните позиции, деноминирани в долари, с цел възползване от очакваната девалвация на щатския долар и/или участие във валутния пазар. Тези инструменти ще се използват с цел увеличаване на доходността на портфейла, в случаите, когато се очакват сериозни движения във валутните курсове. Максималният дял на участието във валутните пазари следва да бъде 5% от дела на валутните позиции в портфейла.

Инвестициите в ценни книжа деноминирани в лева трябва да бъдат намалени с цел избягване на валутния риск, свързан с левовите експозиции, и експозициите в ЕВРО и долари ще бъдат предпочитани.

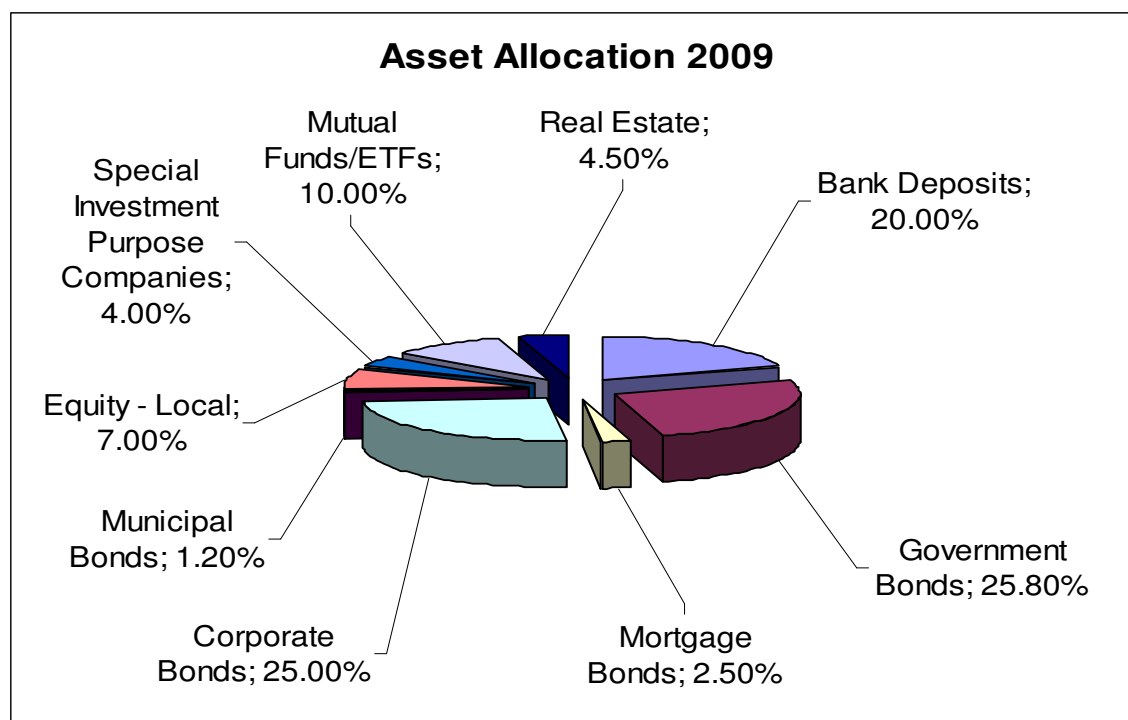
Моделния портфейл на Универсален пенсионен фонд „Доверие“ е представен в следващата таблица:

**Моделен (бенчмарк, стратегически) портфейл на Универсален  
пенсионен фонд „Доверие”**

<b>Инструменти</b>	<b>Моделен портфейл</b>	<b>Очаквана доходност</b>
<b>Банкови депозити</b>	<b>20.00</b>	<b>6.70%</b>
<b>Държавни облигации</b>	<b>25.80%</b>	<b>4.00%</b>
Български	4.25%	5.00%
В бълг. лв.	0.25%	5.75%
В чужда валута (EUR, USD)	4.00%	4.20%
Чуждестранни	21.55%	3.30%
В EUR еквивалент	21.55%	3.30%
<b>Ипотечни облигации</b>	<b>2.50%</b>	<b>7.60%</b>
Местни	2.50%	7.60%
<b>Корпоративни облигации</b>	<b>25.00%</b>	<b>8.00%</b>
Местни	21.00%	7.50%
Чуждестранни	4.00%	8.50%
<b>Общински облигации</b>	<b>1.20%</b>	<b>7.00%</b>
Местни	0.00%	8.00%
Чуждестранни	1.20%	7.00%
<b>Акции - местни</b>	<b>7.00%</b>	<b>10.00%</b>
<b>АДСИЦ</b>	<b>4.00%</b>	<b>8.00%</b>
<b>Взаимни фондове</b>	<b>10.00%</b>	<b>10.00%</b>
<b>Недвижимо имущество</b>	<b>4.50%</b>	<b>5.00%</b>
<b>Общо</b>	<b>100%</b>	

Индикатор	Моделен портфейл
Очаквана доходност	6.67%

Графиките по-долу показват разпределението на активите в моделния портфейл:



При реализиране на процеса по активно управление на инвестиционния портфейл и с оглед спазване на законовите изисквания и ефективно управление на инвестиционния риск ще бъдат спазвани следните инвестиционни правила и ограничения:

1. Законните лимити и пропорции за финансовите инструменти, както е посочено в Приложение 1.
2. Експозицията към един емитент на корпоративни, ипотечни или общински облигации няма да надхвърля 3% от общите активи. Експозицията може да бъде увеличена до позволения по закон лимит, само след одобрение от страна на Инвестиционния комитет.
3. Експозицията към един емитент на дялови ценни книжа (вкл. АДСИЦ) няма да надхвърля 1.5% от общите активи на фонда. Експозицията може да бъде увеличена до позволения по закон лимит, само след одобрение от страна на Инвестиционния комитет.



4. Експозицията към една група емитенти на дялови и дългови ценни книжа няма да надхвърля 10% от общите активи на фонда
5. Експозицията към ценни книжа, деноминирани в български лева, ще бъде намалена с оглед минимизиране на валутния риск.

Основна част от активното управление на инвестиционния портфейл е периодичното преразглеждане на макроикономическите условия, инвестиционните алтернативи и постигнатите резултати и при необходимост – реструктуриране на портфейла.

Изборът на конкретен финансов инструмент се определя от условия на пазара като цяло, уникалните характеристики на финансовия инструмент и очаквания принос на съответния инструмент към структурата, доходността и риска на инвестиционния портфейл.

За 2009 г. ще бъдат спазвани следните лимити за отклоненията от теглата на инвестиционните инструменти, определени в моделния портфейл:

Инструменти	Доброволен пенсионен фонд „Доверие”		
	Мин.	Моделен п.	Макс.
Банкови депозити	10.00%	20.00	25.00
Държавни облигации	4.00%	25.80%	75.00%
Ипотечни облигации	0.00%	2.50%	30.00%
Корпоративни облигации	0.00%	25.00%	25.00%
Общински облигации	0.00%	1.20%	15.00%
Акции	5.00%	7.00%	20.00%
АДСИЦ	0.00%	4.00%	5.00%
Взаимни фондове	0.00%	10.00%	15.00%
Недвижимо имущество	0.00%	4.50%	5.00%

## VI. Оценка на риска

Определянето на общия риск на цялостния портфейл в един развиващ се пазар с недостатъчно исторически данни не е лесна задача. Разделяме портфейла на 3 основни части и даваме 3 стойности на риска:

1. Същинската част на портфейлите е съставена от облигации. Подходящата мерна единица за пазарния риск на облигациите е модифицираната дюрация. Общата модифицирана дюрация ще се поддържа около 5 година за държавните ценни книжа с фиксиран доход, с цел възползване от спада на лихвените проценти в Еврозоната и около 3 години за корпоративните, ипотечните и общинските облигации.  
Запазването на позициите в корпоративни, ипотечни и общински облигации в одобрените от Инвестиционния комитет граници, ще спомогне за контрол върху кредитния риск.
2. Рискът за частта на портфейла, съставена от акции, се измерва от ежедневната променливост на ценните на индекса SOFIX на Българската Фондова Борса-София за период от 2 години. Аноализираното стандартното отклонение на ежедневната доходност на SOFIX за последните 2 години е в размер на 30.28%.
3. Рискът на пазара на недвижими имоти се измерва, като се използва наличната информация по тримесечия на НСИ за последните 2 години. Аноализираното стандартното отклонение е в размер на 4.05%.

## **VII. ОТЧИТАНЕ НА ПОСТИГНАТИТЕ РЕЗУЛТАТИ**

Общата доходност на фондовите ще бъде ежедневно изчислявана и разделена на два основни компонента:

- Постигнати резултати от нормалния инвестиционен портфейл
- Постигнати резултати от реализацията на инвестиционната стратегия

Първият компонент представлява нивото на възвращаемост от осъществената пасивна комбинация от активи в моделния портфейл. Вторият компонент представлява разликата между действителната доходност на фондовете и възвращаемостта от изпълнената пасивна комбинация от активи.

Пенсионната компания наблюдава представянето на инвестициите на Универсален пенсионен фонд „Доверие” на дневна база, като анализ на портфейла ще бъде извършван на всеки шест месеца. При оценката на резултатите на портфейла като бенчмарк ще бъде използвана постигнатата доходност от десетгодишния Ти Би Ай индекс на държавни ценни книжа, увеличена с 50 б.т.

## Приложение 1

### Универсален пенсионен фонд

Инструмент	Ограничения	Бележки
1. Държавен дълг	Без ограничения	Без ограничения
2. Ценни книжа търгувани на регулирани пазари		
2.1. Корпоративни облигации	До 25%	До 5% в ценни книжа (облигации и акции), издадени от един емитент
2.2. Акции	До 20%	а) до 5% в ценни книжа (облигации и акции), издадени от един емитент б) не може да придобива над 7% от акциите на един емитент
3. Общински облигации	До 15%	до 5% в ценни книжа, издадени от един емитент
Банкови депозити	До 25%	а) в банки с кредитен рейтинг б) до 5% в една банка
Ипотечни облигации	До 30%	а) търгувани на регулирани пазари б) до 5% в ценни книжа (облигации и акции), издадени от един емитент
6. Недвижимо имущество	До 5%	
7. АДСИЦ	До 5%	а) до 5% в ценни книжа (облигации и акции), издадени от един емитент б) не може да придобива над 7% от акциите на един емитент
8. Обезпечени корпоративни облигации, с ангажимент за листване до 6 месеца	До 5%	до 5% в ценни книжа (облигации и акции), издадени от един емитент
9. Взаимни фондове	До 15%	До 5% във взаимни фондове, управлявани от едно и също управляващо дружество
10. Репо сделки	До 5%	