

**Универсален пенсионен фонд**  
**„Доверие”**

**Инвестиционна политика**

**2010**

## Съдържание

I. ЦЕЛ НА ИНВЕСТИЦИОННАТА ПОЛИТИКА .....	3
II. ИНВЕСТИЦИОННИ ЦЕЛИ И ОГРАНИЧЕНИЯ.....	4
II. 1. Инвестиционни цели .....	5
Изисквания за доходност.....	5
Толериране на риска .....	5
II. 2. Инвестиционни ограничения.....	6
Времеви хоризонт .....	6
Изисквания за ликвидност.....	6
Данъчен режим .....	6
Регулаторни и правни фактори .....	6
III. Пазарни условия .....	10
III. 1. Общ преглед.....	10
Глобалното възстановяване започна .....	10
Българската икономика все още не дава признаци на възстановяване .....	10
III.2. Държавни ценни книжа .....	12
III.3. Ипотечни, общински и корпоративни облигации.....	14
III.4. Фондов пазар .....	15
IV. Пазарни прогнози.....	17
IV. 1. Държавни ценни книжа .....	19
IV. 2. Корпоративни, ипотечни и общински облигации .....	20
IV. 3. Фондови пазари .....	21
IV. 4. Банкови депозити.....	22
IV.5. Валутни експозиции .....	22
IV.6. Очаквана доходност по инструменти .....	23
V. РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА АКТИВИТЕ.....	24
VI. Оценка на риска .....	27
VII. ОТЧИТАНЕ НА ПОСТИГНАТИТЕ РЕЗУЛТАТИ.....	29

## **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-важен е размерът на 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 относно своята инвестиционната 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 натрупаните средства в Универсален пенсионен фонд „Доверие”, нарастващият брой на осигурените във фонда лица и нарастващия 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 по индивидуалните партии на членовете на фонда не подлежи на подоходно 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 минимално изискуем кредитен рейтинг;
5. ипотечни облигации, издадени от банки съгласно Закона за ипотечните облигации;
6. инвестиционни 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.
11. инфраструктурни облигации, издадени или гарантирани от банки с над 50% държавно участие.

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, притежание на Универсален пенсионен фонд „Доверие”, с изключение на случаите, когато сделката се сключва на регулиран пазар.

Не повече от 5 на сто от активите на универсалния пенсионен фонд могат да бъдат инвестирани в ценни книжа (облигации и акции), издадени от един емитент и не повече от 10 % в такива, издадени от един емитент и свързани с него лица..

Пенсионноосигурителното дружество и Универсалният пенсионен фонд не могат да придобиват поотделно 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.

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

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 депозити, ценни книжа, деривативи и репо сделки на една и съща банка.

Не повече от 30% от активите на универсалния пенсионен фонд могат да бъдат инвестирани в ипотечни облигации по Закона за ипотечните 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.

Не повече от 15% от активите на Универсален пенсионен фонд „Доверие“ могат да бъдат инвестирани във взимни фондове, 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 10 % от активите на универсалния пенсионен фонд могат да бъдат инвестирани в инфраструктурни облигации.

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%
Инфраструктурни облигации	До 10%
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**

##### **Глобалното възстановяване започна**

2009 година започна с дълбока глобална рецесия, но в резултат на широко прилаганите „спасителни пакети“ – в САЩ, Евроната, Китай и развиващите се страни, през третото тримесечие на 2009 г. икономическият растеж бе възстановен. БВП на САЩ намалю с 6.2% през Q1 (QoQ) и с 0.7% през Q2, като за същия период този на Евроната се сви съответно с 2.5% и с 2.00%. Третото тримесечие обаче показва ръст от +2.8% за САЩ и +0.4% за Евроната.

Началото на глобалният подем бе поставено от силно представяне на азиатските икономики и растежът бе предизвикан от обрат в цикъла на материалните запаси, увеличаване на производствената дейност и цените на суровините, възстановяване на износа, следвани от някои все още колебливи положителни знаци при потребителските разходи (макар и основно подкрепени от правителствените мерки за стимулиране продажбите на моторни превозни средства), потребителското доверие, както и стабилизиране на пазара на жилища. Въпреки това, нивата на безработица в САЩ и еврозоната все още са на дъното.

Правителствата по света напoмпаха трилиони долари в световната икономика и намалиха лихвените проценти до много ниски нива в безпрецедентен координиран опит да се инжектират ликвидни средства и да се отпусти кредитния поток към фирмите. В резултат на това несигурността намалю и финансовата система се стабилизира.

##### **Българската икономика все още не дава признаци на възстановяване**

В условията на дълбока глобална икономическа криза, изключителна рискова аверсия от страна на инвеститорите, сурови кредитни условия и липса на ликвидни средства, България понася удари също от спад в износа, намаляване на притока на инвестиции, застой в кредитния поток и свиване на платежния баланс. При наличието, още преди кризата, на огромен дефицит по текущата сметка и валутен борд, излагаш

икономиката на външни сътресения, България е една от най-уязвимите в подобна среда държави.

Докато развитите икономики се върнаха към растеж през Q3, рецесията в България продължи да се задълбочава - спадът за Q3 е - 5,8% (след - 4,9% за Q2 и -3.5% за Q1). Големият външен дисбаланс, с който страната влезе в световната икономическа криза, доведе до значително свиване на вътрешното потребление, което води до намаляване на икономическия растеж, заетостта и благосъстоянието на домакинствата. Условието на пазара на труда се влошиха значително, вътрешното и външно търсене спадна, цените на жилищата се намалиха, а ръстът на кредитирането е в период на застой. Преките чуждестранни инвестиции в сектора на недвижимите имоти и строителството, един от основните двигатели на икономическия растеж на България през последните години, намаляха значително, големи чуждестранни инвеститори продават или прекратяват инвестиционните си проекти в България. По-високите разходи за обслужване на дълга доведоха до намаляване на доходите на физическите лица и поради това опасенията за качеството на кредитните портфейли на банките се увеличиха, тъй като дялът на преструктурираните и просрочени домакински и корпоративни дългове е нараснал значително.

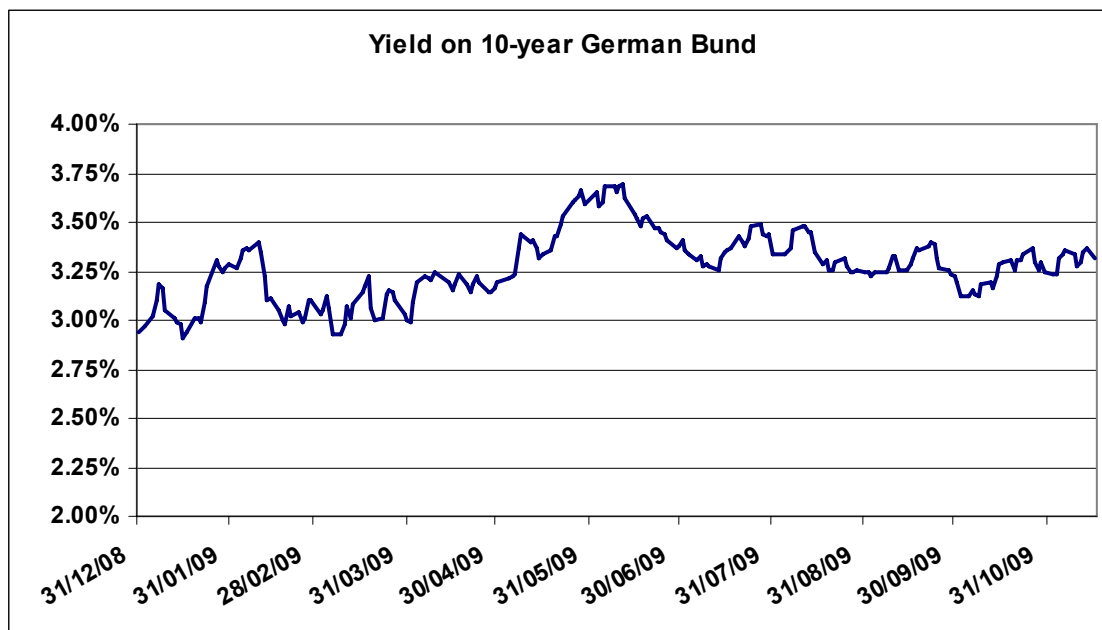
## MACROECONOMIC INDICATORS

	2006	2007	2008	2009			2009
				Q1	Q2	Q3	October
Gross domestic product (million BGN)	49 361.0	56 519.8	66 728.1	13 961.1	16 321.6	17 778.0	
Gross domestic product (annual real growth rate, %)	6.3	6.2	6.0	-3.5	-4.9	-5.8	
Consumer price index (annual change, %)	6.5	12.5	7.8	–	–	–	-0.3
Unemployment (%)	9.1	6.9	6.3	–	–	–	
Gross domestic product per capita (BGN)	6 411.3	7 378.8	8 753.1	–	–	–	
Money M1 (Narrow money) (million BGN)	16 078.4	20 726.7	19 866.6	17 749.8	17 909.5	17 686.3	
Money M2 (M1 + Quasi-money) (million BGN)	32 020.6	42 041.6	45 687.9	44 841.9	45 497.3	46 387.2	
Money M3 (Broad money) (million BGN)	32 061.4	42 061.6	45 777.8	44 891.9	45 536.1	46 423.6	
BNB international reserves (million BGN)	17 458.6	23 346.1	24 864.8	23 111.0	23 265.3	24 238.1	24 774.9
Base interest rate	2.7	3.9	5.1	4.2	2.7	1.8	1.5
Interbank money market	2.9	4.1	5.3	3.8	2.5	1.8	0.9
SOFIBOR 3 months	3.7	4.9	7.1	6.7	6.0	5.4	4.8
Gross external debt (million EUR)	20 690.9	28 988.8	36 973.7	36 651.3	36 657.0	–	
Public sector (million EUR)	4 547.3	4 092.3	3 972.5	3 974.2	4 127.8	–	
Private sector (million EUR)	16 143.6	24 896.5	33 001.2	32 677.1	32 529.1	–	
Net external debt (million EUR)	6 544.2	11 962.0	19 352.9	19 950.9	19 801.7	–	
Short term debt/Gross external debt (%)	29.8	32.3	35.5	35.0	34.4	–	
Gross external debt (% GDP)	82.0	100.3	108.4	109.5	109.5	–	
Public Sector (% GDP)	18.0	14.2	11.6	11.9	12.3	–	
Private Sector (% GDP)	64.0	86.2	96.7	97.6	97.2	–	
Short term debt (% GDP)	24.4	32.4	38.4	38.3	37.6	–	
Current account (million EUR)	-4 647.8	-7 274.0	-8 653.1	-1 412.6	-2 552.3	-2 114.2	
Foreign direct investment (million EUR)	6 221.6	8 595.8	6 549.0	840.4	1 534.7	2 112.1	
Foreign direct investment/Current account deficit (%)	133.9	118.2	75.7	59.5	60.1	99.9	
Current account (% GDP)	-18.4	-25.2	-25.4	-4.2	-7.6	-6.3	
Foreign direct investment (% GDP)	24.7	29.7	19.2	2.5	4.6	6.3	

### III.2. Държавни ценни книжа

Доходността на щатските и европейските държавни облигации и съответно техните цени бяха крайно непостоянни през по-голямата част от 2009 г., с големи ежедневни движения нагоре и надолу. Участниците на пазара действаха в съответствие с очакванията за икономиките на САЩ и еврозоната, които бяха в рецесия през цялата година (по предварителни данни, показващи скромно растеж през третото тримесечие на 2009 г.). През първата половина на 2009 г. основните централни банки разшириха акомодационната си монетарна политика, след като основната лихва бе рязко понижена през последното тримесечие на 2008 г. в координиран стремеж да се противопоставят на безпрецедентната глобална финансова криза. Европейската централна банка свали на няколко хода референтния лихвен процент със 150 б.т. до 1.00 на сто през месец май, а Федералният резерв на САЩ удари нулата в началото на 2009 година. В допълнение, и ЕЦБ и Федералният резерв предприеха някои нетрадиционни мерки, като например политика на кредитно и количествено облекчаване, предназначени за подобряване на условията за финансиране отвъд краткосрочните междубанкови лихви в ситуация, в която трансмисионният процес на монетарната политика бе значително влошен.

Графиката по-долу показва доходността на 10 годишните гермаски бундове през годината.



През последното тримесечие на 2008 г. и през първите месеци на 2009 г. българските държавни ценни книжа бяха засегнати от крайно разширяване (около 700 б.т. към м. март) на суверенния спред на бенчмарковите емисии. Впоследствие, обаче, рисковата премия на страната се сви значително до около 200 б.т. в резултат на подобрените настроения след парламентарните избори и общите положителни признаци, наблюдавани при световните финансови пазари през последните няколко месеца.

През април една от най-големите кредитни агенции - Fitch - потвърди дългосрочен кредитен рейтинг ВВВ за български държавен валутен дълг, но намали перспективата от стабилна на отрицателна. Агенцията се мотивира, че страната е по-податлива на негативните ефекти от световната финансова криза, тъй като чуждестранните финансови потоци са намалели значително, големият дефицит по текущата сметка като процент от БВП все още е налице, а износът за европейските страни е намалял. От друга страна, кредитният рейтинг на страната беше подкрепен от стабилни публични финанси, тъй като новото правителство заяви, че ще се стреми към балансиран или леко отрицателен бюджет в края на 2009 година.

Графиката по-долу показва понижението на спреда на 5-годишните CDS за България през 2009 г. като показател за подобрената рисковата премия за кредитите на страната.

### Bulgaria: 5Y CDS

bp



Source: DB Global Markets

Освен това, спредът на някои от най-ликвидните български държавни емисии (XS0145624432 с падеж януари 2013 г., деноминирани в евро) спрямо бенчмарковите германски държавни облигации (с падеж 2013г.) намаля до 110 б.т. (доходност 4.30-4.50%), докато в края на 2008 г. те бяха търгувани при 7.70% доходност до падежа. Същевременно претеглената средна стойност на доходността от последния търг на десетгодишните държавни облигации (септември) възлиза на 7.27 на сто.

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

От края на миналата година и през настоящата година 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 във все по-съществен проблем за инвеститорите в светлината на многобройните мултинационални компании, претърпели неуспех на чужди пазари. Суровите кредитни условия и несигурността на краткосрочните и средносрочни инвестиционни проекти направи емитентите твърде предпазливи и в същото време, дори и при желание от тяхна страна, неспособни да намерят източници за финансиране. Всички тези фактори доведоха

до значително нарастване на доходността и съответния спад в цените. Понастоящем средната доходност на емисиите на три-годишни ипотечни облигации е около 7.50-8.00%, а тази на три годишните корпоративни облигации е 7.50%-11% в зависимост от емитента.

Пазарът на ипотечни, общински и корпоративни облигации се представя сравнително добре през последните няколко години. До преди няколко години най-добре развитият пазар беше този на ипотечни облигации, но за 2008 г. бяха издадени само две нови ипотечни емисии, а за 2009 г. няма издадени такива (към м.октомври). Пазарът на корпоративни емисии продължава да бъде сравнително най-бързо развиващия се сегмент, въпреки наблюдавания рязък спад в обема на издадените емисии, както и на броя емисии на пазара. През 2008 г. бяха издадени двадесет и три емисии корпоративни облигации, в това число две емисии от местни банки, на обща стойност 192 мил. Евро и само девет нови емисии през първите три тримесечия на 2009 година на обща стойност около 71 милиона евро.

#### **ANNUAL VOLUME**

*in EURO*

	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009*</b>
<b>CORPORATE</b>	551 686 126	402 515 820	192 339 633	70 820 000
<b>including banks</b>	100 385 289	88 346 891	39 685 263	-
<b>MORTGAGE</b>	25 000 000	-	46 000 000	-
<b>MUNICIPAL</b>	11 335 341	-	-	2 000 000
<b>TOTAL</b>	<b>588 021 467</b>	<b>402 515 820</b>	<b>238 339 633</b>	<b>72 820 000</b>

#### **NUMBER OF ISSUES**

	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009*</b>
<b>CORPORATE</b>	47	39	23	9
<b>banks</b>	5	5	2	-
<b>MORTGAGE</b>	1	-	2	-
<b>MUNICIPAL</b>	1	-	-	1
<b>TOTAL</b>	<b>49</b>	<b>39</b>	<b>25</b>	<b>10</b>

\* as of the end of October

### **III.4. Фондов пазар**

Капиталовите пазари по света започнаха годината със значителен спад, но в течение на годината се възстановиха, като най-развитите пазарни индекси се покачиха с над 50%, в сравнение с най-ниските стойности от март 2009 год. Оживлението на фондовия пазар дойде като резултат от безпрецедентни програми за икономическо

стимулиране, прилагани от правителствата на големите икономики, които допринесоха за съживяване на икономическата активност и връщане на икономиката към положителен ръст през Q3 (Великобритания е изключение, с отрицателен все още ръст на БВП за Q3). Въпреки че някои макроикономически данни от САЩ и еврозоната все още показват значително по-ниски нива в сравнение с тези преди кризата, икономическата активност съществено се повиши през последните две тримесечия и се очаква да се подобри още повече през следващите месеци. От положителна страна данните показват подобряване на производствената дейност, на потребителските настроения, както и стабилизиране на жилищния пазар. От негативна страна, безработицата все още не е излязла от дъното в повечето страни и потребителските разходи в повечето икономики не се е повишили още, което поражда спекулации, че глобалното икономическо възстановяване може да се окаже в застой през 2010 година.

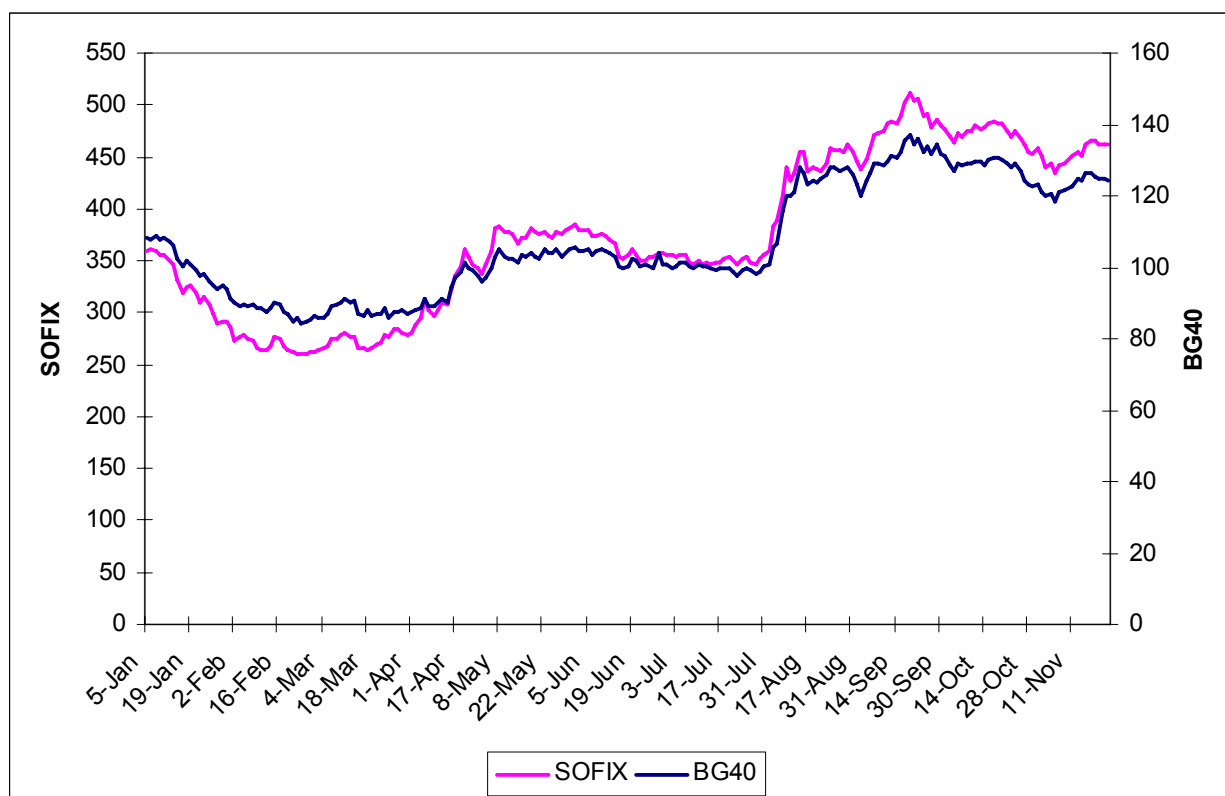
В таблицата по-долу е представена доходността на избрани индекси на фондовия пазар:

	<b>Return</b> <b>31/12/2008-19/11/2009</b>
<b>USA</b>	
S&P 500	23.89%
NASDAQ	36.76%
Dow Jones Industrial	17.73%
<b>EUROPE</b>	
DJ EUROSTOXX 50	16.86%
FTSE 100	18.80%
CAC 40	16.85%
DAX	18.54%
<b>Asia</b>	
NIKKEI 225	7.79%
Hang Seing	70.70%
Shanghai SE Composite	82.37%
<b>BULGARIA</b>	
SOFIX	28.66%
BG40	15.86%
BGTR30	28.29%
BGREIT	1.34%

Българският фондов пазар също бе засегнат от глобалната рискова аверсия и корекцията на капиталовите пазари в началото на годината, като индексите SOFIX и BG40 регистрираха спад от почти 30% през първото тримесечие на 2009 г., в съответствие със



световните показатели. Възстановяването на капиталовия пазар, което започна през март 2009 първоначално не оказва влияние върху българските акции в, но в крайна сметка с подобряването на настроенията към риска в световен мащаб, основните индекси също бяха възстановени, като YTD достигна около 28% към средата на ноември. В същото време значително намалелия интерес към българските ценни книжа от страна на чуждестранни инвеститори и местни институционални инвеститори доведе до значително намаляване на борсовия оборот, както и на ликвидността на пазара.



#### IV. Пазарни прогнози

Най-новата информация все още потвърждава подобряване на икономическата активност в целия свят. Несигурността и систематичния риск на финансовите пазари значително са намалели. Все пак, темпът на сегашната икономическа експанзия остава под съмнение, тъй като ефектът от фискалните стимули и възстановяване на производството след големи съкращения и усвояване на запасите постепенно затихва.

Основна грижа на участниците на пазара остава пазара на труда - както в САЩ, така и в Европа – който все още чака своя решителен обрат. Неспособността на

икономиката да създаде нови работни места поражда притеснения, че това ще повлияе върху търсенето и по този начин ще подкопае зараждащия се възход.

Друг основен проблем е свързан с фискалната политика, тъй като САЩ и много от страните от Евронзоната са изправени пред висок и нарастващ фискален дисбаланс. Това обстоятелство поставя въпроса за стратегията за прекратяване на масивните фискални и парични стимули и ефектът от това върху устойчивостта на икономическото възстановяване. Прекалено големи изисквания за държавните заеми могат да предизвикат промени в пазарните очаквания и по този начин да повлияят на лихвените проценти, икономически растеж и ценова стабилност.

Според последните прогнози на МВФ (октомври 2009) продукцията се очаква да нарасне с 1,7% за развитите страни през 2010 г., с 5.5 на сто за нововъзникващите пазари и развиващите се страни, а също и световното производство да нарасне с 3,2% през 2010 година. Европейската централна банка очаква възстановяване на икономиката на еврозоната с постепенно темпо през 2010 г., но признава, че перспективите продължават да са предмет на висока несигурност.

	<i>IMF Projections</i>			
	2007	2008	2009F	2010F
World output	5.2	3.0	-1.1	3.1
Advanced economies	2.7	0.6	-3.4	1.3
United States	2.1	0.4	-2.7	1.5
Euro area	2.7	0.7	-4.2	0.3
Japan	2.3	-0.7	-5.4	1.7
Emerging and developing economies	8.3	6.0	1.7	5.1
Central and eastern Europe	5.5	3.0	-5.0	1.8
China	13.0	9.0	8.5	9.0
European Union	3.1	1.0	-4.2	0.5

Source: World Economic Outlook, October 2009, Sustaining the Recovery

Българската икономика до този момент остава встрани от възстановителните процеси в световната икономика, въпреки че в известна степен се възползва от положителния обрат в нагласите на инвеститорите, възврътания апетит към риск и подобряването на ликвидността.

Най-тежкия период за България все още не е приключил и според прогнозите БВП ще продължи да намалява до края на 2009 г. и свиването за цялата година ще бъде -6.5%. МВФ предвижда също така отрицателен икономическият растеж от -2.5% за 2010 г.. Прогнозите за негативен ръст и очакванията за късно възстановяване са в резултат на

липсата на способност на местните политици да осигурят фискални и монетарни стимули за икономиката. Освен това, фиксираният валутен курс не може да действа като амортизатор и по този начин страната няма как да се възползва от ефекта на подобряване на конкурентоспособността, както направиха някои други страни с гъвкав валутен режим в региона. Безработицата ще продължи да расте и да подкопава допълнително потреблението, а банките все още не са склонни да предоставят кредити, разходите за финансиране и рефинансиране са високи и фискалната политика е по-строга, тъй като новото правителство се стреми към балансиран бюджет за 2009 г. и 2010 г..

Добрата страна обаче е, че подобряването на притока на средства от фондове на ЕС може да даде известен стимул за икономиката в краткосрочен план и да спомогне за бързо компенсиране на дефицита по текущата сметка, което подобрява външната позиция на страната.

В този контекст през първото полугодие на 2010 г. се очаква известна стабилизация и бавно възстановяване през втората половина на 2010 г., като страната най-накрая ще се възползва от подема в еврозоната.

	<i>IMF Projections</i>			
	2007	2008	2009F	2010F
Bulgaria	6.2	6.0	-6.5	-2.5

Source: World Economic Outlook, October 2009, Sustaining the Recovery

#### **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.

Въпреки че изследванията показват, че активността на бизнеса се подобрява, възстановяването стартира от много ниско ниво, след като голяма част от корпоративна Европа и САЩ понесоха рязък спад в производството в края на 2008 и началото на 2009 година. Представителите на ЕЦБ и Федералния резерв все още подчертават несигурността на икономическите перспективи, като отбелязват, че политиките за фискално стимулиране ще изтекат докато много банки и предприятия се опитват да намалят своите задължения. Други фактори, ограничаващи възстановителните процеси, и по-специално в Европа, включват рестриктивното кредитиране на банките, прекратяването на правителствените мерки за стимулиране през следващите години, както и силното евро, което затруднява

конкурентноспособността на европейските износители в чужбина. Темповете на растеж в Европа в момента изостават от тези на американската икономика, която напредна с ануализиран процент от 2,8% през третото тримесечие на 2009 г., въпреки че много анализатори очакват САЩ да растат с по-умерен темп през следващите тримесечия.

Прогнозата за доходността на десетгодишните бундове през следващата година е 3.50 процента за Q1, 3.62 процента за Q2, 3.77 процента за Q3 и 3.92 процента за Q4 (Bloomberg). Прогнозата за доходността на десетгодишните американски държавни облигации през следващата година е 3.67 процента за Q1, 3.85 процента за Q2, 4.03 процента за Q3 и 4.25 процента за Q4 (Bloomberg).

Рисковете за макроикономическата перспектива на България създават вероятни пречки по отношение привлекателността на българския държавен дълг, особено от гледна точка на чуждестранните инвеститори. Освен това, въпреки че спредовете на доходността са спаднали напоследък, малко е вероятно те да се стеснят значително повече в следващите месеци. В дългосрочна перспектива, по-нататъшното стесняване на суверенните спредове може да бъде от полза за притежателите на български държавни ценни книжа.

В този контекст държавните ценни книжа в Еврозоната дават повече възможности за краткосрочни печалби от нараснала волатилност и висока ликвидност, но по-дългосрочни печалби могат да бъдат възпрепятствани от затягането на монетарната политика в случай на възстановяване на икономиката през 2010 г.

## **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 поради очаквания по-висок кредитен риск на тези емисии. По тази причина, очакванията са, че доходността на този вид инструменти ще остане на същите нива и дори леко ще нараства през следващите месеци.

Освен това, някои емитенти вече отчитат значителни проблеми в баланса и отчета за приходите си и оттук 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 умерено да нараства, поне в следващите две или три тримесечия, в които се очаква българската икономика все още да страда под влияние на световната криза, изоставайки значително от постепенното възстановяване на развитите страни.

### **IV. 3. Фондови пазари**

Подобряването на макроикономическата среда в световен мащаб се очаква да продължи през 2010 г., като се очаква капиталовите пазари да се възползват от положителна инерция, макар и не с темповете, на които бяхме свидетели през последните няколко месеца. Въпреки това, все още се очаква по-рисковите активи да надминат държавни облигации през следващите тримесечия. Очакванията са, че в допълнение към текущите подобрения в производствена дейност, потребителски настроения и пазара на жилища, през 2010 г. безработицата ще изплува от дъното и ще се подобри, потребителските разходи ще се вдигнат, като по този начин ще дадат положителен тласък на световния икономически растеж. В същото време обаче се очаква растежът на БВП в развитите страни да спадне от сегашните нива, тъй като стимулиращите програми, реализирани от правителствата през 2009 г. с цел да се даде тласък на икономическата активност ще намалееят и подобряването на безработицата и потребителските разходи ще става по-бавно от обикновено.

Българският капиталов пазар ще остане волатилен и през следващите месеци. Докато повечето от развитите икономики вече успяха да излязат от две годишната рецесия през 2009 г., България най-вероятно ще регистрира отново спад на БВП през 2010 г., като се очаква икономическото възстановяване да се осъществи през втората половина на годината.

Отрицателното влияние на слабото търсене от страна на Западна Европа, довело до намаляване на износа и инвестициите, както и на по-високите финансови разходи и влошаване на потреблението ще продължи да тежи на финансовите отчети на компаниите и през следващите месеци.

Освен това, толерантността към риск на повечето институционални инвеститори значително е намаляла през последните две години, а и индивидуалните инвеститори

също ще се нуждаят от повече време, за да се върнат на пазара след загубите от миналата година. Следователно, все още липсва стимул за българския пазар да последва решително чуждите капиталови пазари в тяхното възстановяване.

Като цяло, очакваме нетно позитивни резултати на българския капиталов пазар през 2010 г., въпреки че вероятно инвеститорите ще изчакат да видят първо известна икономическа стабилизация, което може да отложи всяко значително възстановяване най-рано за второто тримесечие на 2010 година.

#### **IV. 4. Банкови депозити**

Последните развития в световната икономика сочат към постепенно възстановяване на последиците от световната икономическа и финансова криза. През изминалата година лихвените проценти на дългосрочните депозити бяха много привлекателни, поради липсата на външно финансиране за местните банки и депозитната война, която се състоя през последната година. С подобряването на глобалната икономика и наличието на неограничено финансиране, предоставено от централните банки на развитите страни, нашите очаквания са, че лихвените проценти по банковите депозити ще започнат да намаляват през следващите месеци. Дългосрочните банкови депозити в момента предлагат инвестиционен доход от около 7.70% - 8.50% в лева и 6,50% - 6,85% и експозицията трябва да бъде на максимално допустимата граница, с цел възползване от сегашните високи проценти. Експозицията ще бъде постепенно намалявана в хода на 2010 г., заедно с понижаването на лихвените проценти по депозитите. Краткосрочни депозити могат да бъдат използвани за по-пълноценно управление на паричните 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>Депозити</b>	<b>6.50%</b>
<b>Държавни ценни книжа</b>	<b>4.00%</b>
Български	5.00%
Чуждестранни	4.00%
<b>Ипотечни облигации</b>	<b>8.00%</b>
<b>Корпоративни облигации</b>	<b>7.40%</b>
Местни	7.50%
Чуждестранни	7.00%
<b>Общински облигации</b>	<b>7.00%</b>
<b>Инфраструктурни облигации</b>	<b>6.50%</b>
<b>Акции</b>	<b>14.00%</b>
Местни	15.00%
Чуждестранни	12.00%
<b>АДСИЦ</b>	<b>10.00%</b>
<b>Взаимни фондове</b>	<b>12.00%</b>
<b>Недвижимо имущество</b>	<b>5.00%</b>

## V. РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА АКТИВИТЕ

След значителния спад в цените на рисковите активи през 2008 г. и първото тримесечие на 2009 г. световните капиталови пазари се възстановиха, като основните индекси на акции се покачиха с над 50% в сравнение с техните най-ниски стойности от март 2009. Оставяйки най-лошото от световната икономическа и финансова криза зад гърба си, очакваме капиталовите пазари да се представят добре през 2010 г., което поражда извода, че експозициите в чуждестранни ценни книжа следва да се покачват постепенно през 2010 година. Делът на чуждестранните акции трябва да бъде добре балансиран между такива на САЩ и Европейския съюз, както и на БРИК и други развиващи се капиталови пазари

Делът на държавните ценни книжа в инвестиционния портфейл през 2010 година ще се запази приблизително същия. Продължителността на портфейла от държавни ценни книжа ще се понижи до средно 3-4 години, с цел той да бъде защитен при очакваното повишаване на лихвените проценти през втората половина на 2010 година. Инвестиционната стратегия за 2010 г. ще се фокусира върху инвестиции в периферни ценни книжа, вместо в немския държавен дълг, с цел възползване от очакваното затягане на спреда в резултат от подобряването на световния икономически климат.

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.

Инвестициите в чуждестранни корпоративни облигации трябва да бъдат увеличени с цел възползване от очакваното затягане на спреда в светлината на възстановяването на световната икономика и повишения апетит към риска от страна на институционални и индивидуални инвеститори. В същото време средната продължителност на подобна експозиция трябва да се поддържа в рамките на около 3-4 години, за да сведат до минимум рисковете, свързани с очакваното затягане на условията на централните банки на развитите страни през втората половина на 2010 година

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

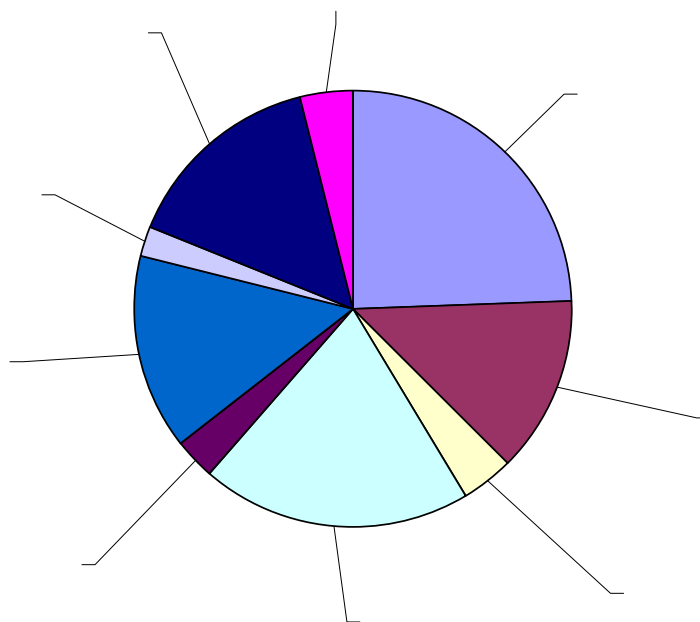


**Моделен (бенчмарк, стратегически) портфейл на Универсален  
пенсионен фонд „Доверие”**

<b>Инструменти</b>	<b>Моделен портфейл</b>	<b>Очаквана доходност</b>
<b>Банкови депозити</b>	<b>24.50</b>	<b>6.50%</b>
<b>Държавни облигации</b>	<b>13.00%</b>	<b>4.00%</b>
Български	3.00%	5.00%
Чуждестранни	10.00%	4.00%
<b>Ипотечни облигации</b>	<b>4.00%</b>	<b>8.00%</b>
<b>Корпоративни облигации</b>	<b>20.00%</b>	<b>7.40%</b>
Местни	16.00%	7.50%
Чуждестранни	8.00%	7.00%
<b>Общински облигации</b>	<b>4.00%</b>	<b>7.00%</b>
<b>Инфраструктурни облигации</b>	<b>0.00%</b>	<b>6.50%</b>
<b>Акции</b>	<b>14.50%</b>	<b>14.00%</b>
Местни	6.50%	15.00%
Чуждестранни	8.00%	12.00%
<b>АДСИЦ</b>	<b>2.00%</b>	<b>10.00%</b>
<b>Взаимни фондове</b>	<b>15.00%</b>	<b>12.00%</b>
<b>Недвижимо имущество</b>	<b>4.00%</b>	<b>5.00%</b>
<b>Общо</b>	<b>100%</b>	

<b>Индикатор</b>	<b>Моделен портфейл</b>
Очаквана доходност	8.35%

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

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 2010 г. ще бъдат спазвани следните лимити за отклоненията от теглата на инвестиционните инструменти, определени в моделния портфейл:

Инструменти	Универсален пенсионен фонд „Доверие”		
	Мин.	Моделен п.	Макс.
Банкови депозити	10.00%	24.50%	25.00%
Държавни облигации	4.00%	13.00%	50.00%
Ипотечни облигации	0.00%	4.00%	30.00%
Корпоративни облигации	0.00%	20.00%	25.00%
Общински облигации	0.00%	3.00%	15.00%
Инфраструктурни облигации	0.00%	0.00%	10.00%
Акции	5.00%	14.50%	20.00%
АДСИЦ	0.00%	2.00%	5.00%
Взаимни фондове	0.00%	15.00%	15.00%
Недвижимо имущество	0.00%	4.00%	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 3-4 години за държавните ценни книжа с фиксиран доход, с цел да се минимизира лихвения риск за портфейла 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 цените на индекса SOFIX на Българската Фондова Борса-София за период от 2 години. Анюализираното стандартно отклонение на ежедневната доходност на SOFIX за последните 2 години е в размер на 53.13 %<sup>1</sup>.
3. Рискът на пазара на недвижими имоти се измерва, като се използва наличната информация по тримесечия на НСИ за последните 2 години. Анюализираното стандартно отклонение на индекса на пазарните цени на жилища е в размер на 15.14 %<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Месечни данни за 24-месечен период ноември 2007 – октомври 2009

<sup>2</sup> Данни за тримесечие за периода март 2008 – септември 2009

## **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.

Даниела Петкова  
Главен изпълнителен директор  
и Председател на управителния съвет  
ПОК ”Доверие”АД

## 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
4. Банкови депозити	До 25%	а) в банки с кредитен рейтинг; б) до 5% в една банка
5. Ипотечни облигации	До 30%	а) търгувани на регулирани пазари б) до 5% в ценни книжа (облигации и акции), издадени от един емитент
6. Инфраструктурни облигации	До 10%	
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
0. Репо сделки	До 5%	