

ВЛИЯНИЕ НА СВЕТОВНАТА ИКОНОМИЧЕСКА КРИЗА ВЪРХУ ДЕЙНОСТТА НА ФОНДОВЕТЕ ЗА ДОПЪЛНИТЕЛНО ПЕНСИОННО ОСИГУРЯВАНЕ В БЪЛГАРИЯ

Богомил Манов, Жеко Милев*

УВОД

Развитието на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване (ДПО) бе поставено пред сериозни изпитания в резултат на развихрящата се световна финансова криза. Постигнатите много добри финансови резултати (доходност и риск) през 2005, 2006, 2007 г. до голяма степен бяха заличени през 2008 година. Консервативни и стриктно регулирани финансови институции като пенсионните фондове бяха „ударени” сериозно от икономическата „буря”, достигнала нашата страна в края на миналата година. В същото време специфичността на извършваната от тях дейност и действащите нормативни регулации поставиха акцента на проблемите в област, доста различна от тази на други финансови институции (банки, взаимни фондове, застрахователни компании). Бързото и динамично развитие на компаниите, занимаващи се с пенсионно осигуряване през последните години, привлече общественото внимание върху тях и предизвика множество дискусии, целящи да изяснят тяхното бъдеще и рисковете пред които са изправени.

Настоящата студия има за цел да представи един по-задълбочен анализ на влиянието на финансовата криза върху дейността на пенсионните фондове в България, действителните опасности, които ги застрашават, и възможните решения като отговор на кризата. Разработката преминава през следните по-важни етапи: първо, анализ на развитието на финансовата криза и каналите на нейното проникване в България; второ, проследяване на връзките между протичащите икономически трудности и реализираните резултати от пенсионните институции; трето, анализ на рисковете, пред които са изправени фондовете за ДПО в резултат на протичащите пазарни процеси и възможностите за тяхното снижаване.

1. РАЗВИТИЕ НА ФИНАНСОВАТА КРИЗА

Финансовите кризи не са нещо необичайно в съвременния свят, особено в периода след 1970 г. В изследване на Demirgüç Kunt и Detragiache (2005) са посочени 77 систематични кризи в различни страни за периода от 1980 до 2002 година. В друго изследване на Davis и Karim (2008) са представени 7 систематични кризи в страни от Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР). В четири от тях последиците за икономиката са значителни. (виж Таблица 1)

* Богомил Манов е доктор по икономика, доцент в катедра “Финанси” на УНСС, тел.: 81-95-624, e-mail: manov_b@abv.bg; Жеко Милев е доктор по икономика, главен асистент в катедра “Финанси” на УНСС, тел.: 81-95-624, e-mail: jekomilev@jekomilev.com

Таблица 1

Избрани банкови кризи и техните ефекти

Страна	Период	Продължителност	Директни разходи за данъкоплатците (% от БВП)	Загуба на производство (% от БВП)
Япония	1991–2001	10 години	14.0	71.7
Норвегия	1989–1992	4 години	3.4	27.1
Швеция	1991–1994	4 години	2.1	3.8
Финландия	1991–1994	4 години	10	44.9

Източник: Barrell и Hurst (2008) и Hoggarth и Saporta (2001)

Характерно за настоящата финансова криза е, че тя се отличава със своя мащаб. Нейното начало бе поставено в САЩ, след което се разпространи в различни страни по света, а ефектите ѝ достигнаха България през есента на 2008 година. Трябва да се подчертае, че кризата бе породена от фактори, които са външни за нашата страна. За разлика от икономическите сътресения през 90-те години на миналия век, които бяха резултат най-вече от политиката, провеждана у нас, настоящата криза бе привнесена отвън. Точните причини за кризата, в този етап от нейното развитие, е трудно да бъдат посочени. Те ще бъдат обект на множество изследвания и спорове през идните години. Целта на настоящата разработка е да се проследят икономическите условия, предшестващи кризата, като по този начин се изведат някои обосновани изводи, касаещи нейното развитие. Това пък ще даде възможност за по-правилното идентифициране на рисковете пред фондовете за ДПО у нас.

Годините, предшестващи кризата, се отличаваха с повишена икономическа активност – ниски лихвени проценти, експанзивно кредитиране, високо ниво на инвестициите, повишаващи се доходи и богатство на икономическите агенти. В този период много малко бяха икономистите, които предвещаваха последвалата финансова криза. Това, което правеше впечатление, бяха изключително ниските лихви, които без съмнение спомагаха за предприемането и реализацията на множество проекти от страна на бизнеса. На графиката по-долу може да бъде видяно как се движеше ефективния лихвен процент, спрямо който банките в САЩ имаха достъп до краткосрочен ресурс от Федералния резерв (Централната банка на САЩ).

Прави впечатление, че от ниво от над 5 % в началото на 2000 г. основната лихва на централната банка на САЩ спада до под 1% през 2003 г., задържа се на нива от 1%–1.7% за период приблизително от две години (средата на 2002 до средата на 2004 г.), след което следва покачване, като върхът е в месеците, през които започва финансовата криза и сериозните затруднения, които изпитват редица финансови институции. Поддържането на ниски лихвени проценти от страна на Фед има за цел да стимулира икономиката и тя да не изпадне в рецесия в годините след като се „спука“ балона на акциите на редица интернет компании в началото на 2000 година. Този период съвпадна с бурния прогрес на някои развиващи се икономики и най-вече на Китай, чиито резерви са основно в американски държавни ценни книжа, което според редица автори, включително бившия гуверньор на Федералния

Графика 1



Източник: www.federalreserve.gov

резерв Алан Грийнспан, е главната причина за спада в лихвените нива. Евтиният паричен ресурс повлече след себе си редица инвестиции, които в последствие се оказаха неефективни и губещи. В САЩ един от най-засегнатите сектори се оказа пазарът на ипотечното кредитиране. Организации от типа на Freddie Mac и Fannie Mae, имащи имплицитна гаранция от страна на държавата и създадени именно с цел осигуряване на по-евтин ресурс за покупка на жилище, също имат роля в надувването на ипотечния балон. Една от причините за това е, че банковият сектор можеше да им продаде почти безпроблемно всякакъв тип ипотечни облигации, които бяха създавани в годините преди развихрянето на кризата¹. Лесният достъп до паричен ресурс и силната конкуренция в сектора правеха така, че множество кредити попаднаха в ръцете на хора, които очевидно не са в състояние да ги погасят. В момента, в който нивото на лихвите се покачи, стана ясно, че много от инвестициите в строителството на жилища са „кухи“ и някой трябва да плати сметката. Тези, които бяха взели кредити за това, нямаше как да го направят. Големият въпрос, който ще бъде обект на изследвания през следващите години, е свързан с причината, поради която лихвите се задържаха на толкова ниски нива сравнително продължителен период от време.

Според едната група автори² основният проблем е в провежданата парична политика от страна на Федералния резерв – поддържане на ниски лихви и увеличаване на паричната маса в обращение с цел „стимулиране“ на икономически растеж. Според втората група³, главната причина е в прекомерното нарастване на спестяванията в развиващите се страни и насочването им към страни като САЩ, което води до увеличаване на паричното предлагане и до натиск на лихвите в посока надолу. Настоящото изследване няма за цел да навлиза в дълбочина в този дебат. Привър-

¹ Виж Llewellyn H. Rockwell, Jr. – „Freddie, Fannie, And The Curse of the FDR”, 2008.

² Виж Shostak, F., (2003), Rockwell, L. (2008), Murphy, R. (2008).

³ Виж Greenspan, A., „Federal Reserve Board's semiannual Monetary Policy Report to the Congress” (2005); Bernanke, B., „The Global Savings Glut and The US Current Account Deficit” (2005).

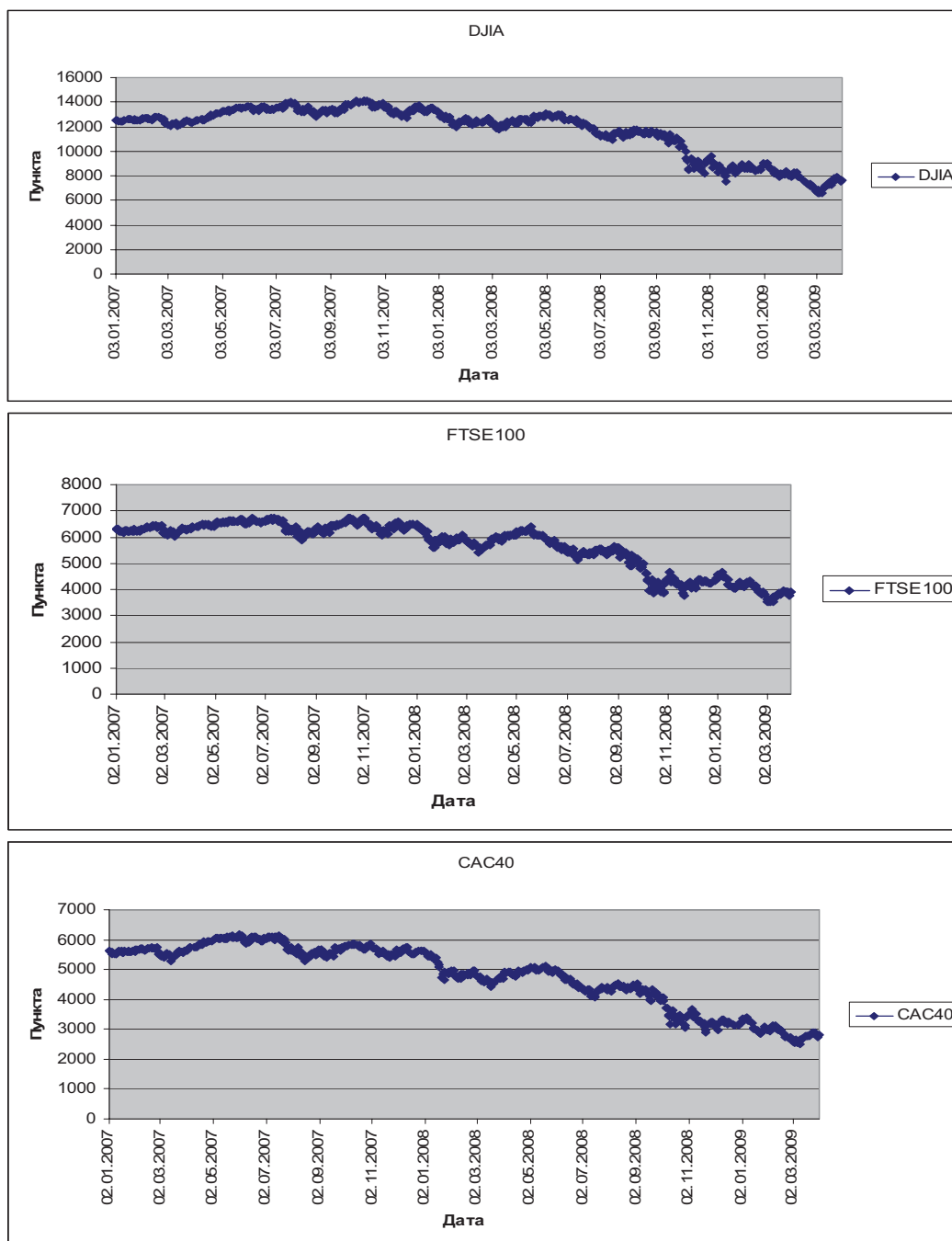
жениците на първата теория застъпват мнението, че ако наистина високите спестявания на развиващите се страни са причина за надувването на ипотечния балон, то трудно може да се обясни защо точно в този момент настъпи нарастването на лихвените проценти при условие, че няма данни нивата на спестявания в тези страни да са се променили драстично през последните години. Те са на позиция, че Федералният резерв под угрозата от настъпващата инфлация е „затегнал” паричната политика и това е довело до повишаване на лихвените нива. Втората група от автори пък счита, че Централната банка може да влияе единствено върху краткосрочните лихвени проценти, докато за пазара на ипотечното кредитиране имат значение дългосрочните нива на лихвите, които са извън контрола на Фед.

Оскъпяването на паричния ресурс доведе до затруднения в кредитирането и до множество ликвидни проблеми на много от участниците на пазара. Финансовата криза постепенно преминаваше в икономическа и започна да се разпростира и в останалите страни по света. На следващите няколко графики са показани промените в основните борсови индекси, които ясно очертават настроението на инвеститорите и спада в икономическата активност.

В отговор на настъпилите ликвидни проблеми и нарастващи лихви централните банки в САЩ и Европа предприеха действия, които целят снижаването на лихвените нива и осигуряването на паричен ресурс на основните финансови институции. На този етап от развитието на кризата тези мерки имат сравнително слаб ефект. Основното предизвикателство пред отговорните лица е да се възстанови доверието сред участниците на пазарите и нарушените пропорции в икономиката между реални спестявания, инвестиции и потребление. Редица икономисти⁴ считат, че предприетите действия от страна на Централните банки за стимулиране на съвкупното търсене могат да се окажат предпоставка за удължаване на ефектите от кризата, а не за тяхното намаляване. Според тях в момента са налице структурни неравновесия в реалната икономика, причинени най-вече от експанзивната парична политика през последните години и скритите и явни държавни гаранции за някои предприятия и институции. Всичко това води до изкривявания в алокацията на ограничените ресурси в икономиката и стимулира ирационалното поведение сред много от инвеститорите. Нарушеното доверие сред пазарните участници трудно може да бъде възстановено за кратък период от време. Повишеният риск на пазарите води до „свръхчувствителност” сред инвеститорите, които стават много внимателни при вземането на решение за реализация на даден проект. Забавената икономическа активност в страните от Европейския съюз и САЩ не можеше да не засегне и българската икономика.

⁴ Виж: Rothbard, M. (1995), Shostak, F., (2008), Rockwell, L. (2008), Thornton M. (2008).

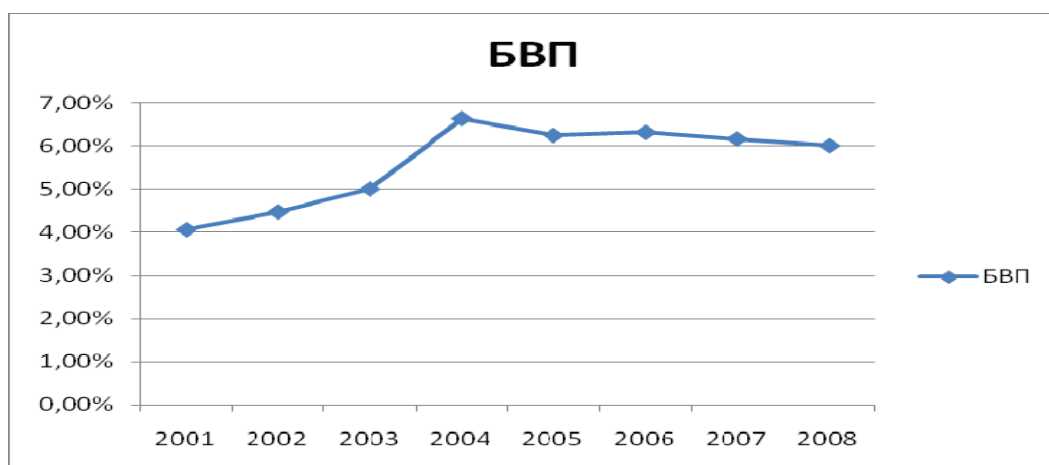
Графика 2

Източник: www.finance.yahoo.com

2. КАНАЛИ НА ПРОНИКВАНЕ НА КРИЗАТА В БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА

След проведени редица реформи българското стопанство се развиваше динамично през последните години:

Графика 3



Източник: www.nsi.bg

Реализираният ръст в икономиката варираше между 4% и 6% за периода между 2001 и 2008 година. Основна причина за него бяха привлечените чуждестранни инвестиции главно от страните – членки на ЕС. В годините преди и особено след членството на България в ЕС основни партньори на компаниите от нашата страна станаха фирми от ЕС. Все по-голямата обвързаност с икономиката на Съюза както по отношение на реализираните инвестиции у нас, така и по линия на пазарите на произвежданите в страната стоки и услуги, предопредели навлизането на кризата в България. Силната отвореност на българската икономика бе в основата на реализирания растеж в последните години. С настъпването на кризата обаче тя стана проводник и на отрицателните явления. Данните за реализираните преки инвестиции в страната ясно показват настъпването на низходящия тренд:

Графика 4

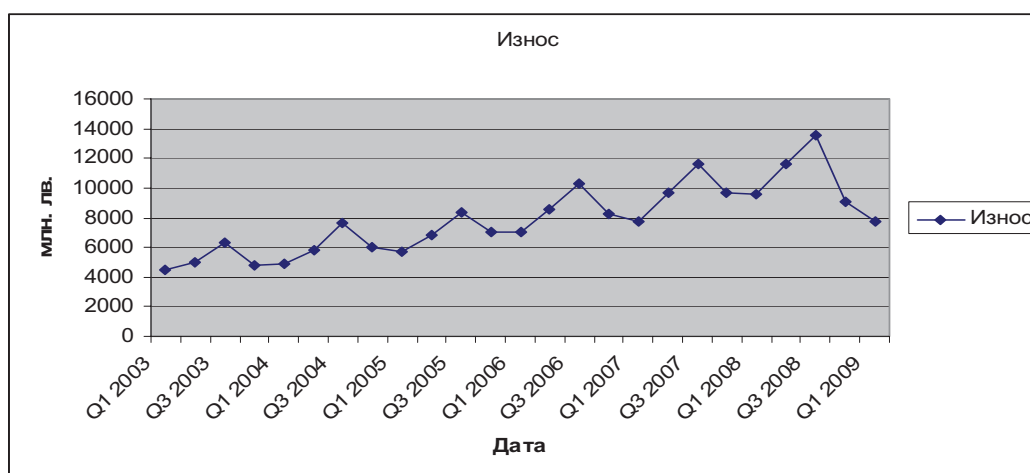


Източник: www.bnb.bg

В периода след второто тримесечие на 2008 г. е налице ясна тенденция на спад в преките инвестиции и намаляване на инвестиционната активност.

В същото време извършеният износ на стоки и услуги от страна на български фирми също показва ясна низходяща тенденция, която е особено видна за периода след третото тримесечие на 2008 год.

Графика 5



Източник: www.bnb.bg

Данните за преките инвестиции и осъществения износ ясно показват по какъв начин разразилата се финансова „буря“ в САЩ и ЕС достигна и границите на България. Намалелите инвестиции и свитият пазар, на който могат да бъдат реализирани произведените в страната стоки и услуги, оказват неблагоприятно въздействие върху икономическата активност у нас. Тъй като икономиката на България функционира в условията на валутен борд при фиксиран валутен курс на лева спрямо еврото, то спадът в притока на чуждестранна валута директно влияе и върху паричната маса в страната. Независимо от това към средата на 2009 г. реална опасност за поддържането на фиксиран валутен курс на лева спрямо еврото не съществува.

Валутните резерви на БНБ нарастват непрекъснато от момента на въвеждане на паричния съвет през Юли 1997 г. до ноември 2008 г. с някои незначителни колебания през отделни месеци. По данни от БНБ при въвеждането на борда в България валутните резерви са били приблизително 3 млрд. и половина лева, през 2000 г. достигат малко над 7 млрд. лева, в края на 2004 г. са вече над 13 млрд. лв., в края на 2007 г., т.е. в началото на кризата, валутните резерви достигат до 22 млрд. лева. През 2008 г. ръстът на резервите на БНБ продължава и през ноември 2008 г. те са малко над 28 млрд. лв., през декември 2008 г. е налице спад с малко на 3 млрд. лв. до равнище приблизително 25 млрд. лева.

Графика 6



Източник: www.bnb.bg

Непрекъснатото нарастване на валутните резерви на централната банка е един добър показател за стабилността на валутния борд към момента. Към това трябва да се прибави и добрата капиталова адекватност на банките, които независимо от нарастващия процент на „лошите“ кредити в техния портфейл все още са достатъчно ликвидни и не проявяват сериозни признаци на сътресение вследствие на настъпващата криза. Т.е. на този етап от развитието на кризата може да се твърди, че тя не е повлияла съществено върху финансовата и макроикономическа стабилност в страната. През последните години българските правителства реализираха и планиран бюджетен излишък, което при настъпващите кризисни явления допълнително допринася за предотвратяването на по-сериозни икономически сътресения.

Намалелият приток на чуждестранни инвестиции, в т.ч. и портфейлни, оказа доста негативно влияние върху развитието на борсовата търговия у нас. Динамично развиващият се пазар на ценни книжа през 2006–2007 г. буквално се срина през 2008 г., връщайки се на нивата от 2003 година.

Графика 7



Източник: www.bse-sofia.bg

Спадът от близо 80% в рамките на една година на основния борсов индекс у нас нямаше как да не повлияе върху портфейлните инвеститори в България, най-големите от които са пенсионните фондове в страната. След либерализирането на инвестиционната дейност на институциите, занимаващи се с пенсионно осигуряване у нас през 2006 г. с оглед хармонизиране на законодателството ни с това на Европейския съюз, една значителна част от активите на пенсионните фондове бе насочена към инструменти, търгувани на българската фондова борса. Преди да бъдат направени нормативните промени пенсионните компании в страната бяха задължени да инвестират минимум 50% от активите си в ДЦК. След драстичния спад в цените на акциите през 2008 г. някои анализатори изказаха мнение, че промените, които бяха направени в Кодекса за социално осигуряване, не са били правилни и даването на повече свобода на пенсионните институции в избора на инвестиционна стратегия е ошетило интересите на осигурените лица. Ако се погледне промяната в стойността на един дял на всички пенсионни компании, в действителност ще се види, че за едно лице е било далеч по-изгодно да се пенсионира в края на 2007 г., вместо в края на 2008 година, независимо че е внасяло още цяла година осигурителни вноски (**виж Приложение 1**). От данните се вижда, че само в рамките на една година в резултат на реализираната отрицателна доходност през 2008 г., пенсионните фондове върнаха стойността на един дял до нива, характерни за 2005 година. След приетите промени в КСО отпадна изискването за инвестиране на мини-

мум 50% от активите на фондовете за ДЗПО в ДЦК, а „таванът“ за инвестиции в акции бе вдигнат. В резултат на поправките пенсионните дружества получиха възможност да инвестират до 20% от активите в акции на дружества, които се търгуват на регулиран пазар на ЦК, до 5% от активите в акции на АДСИЦ и до 15% от активите в акции или дялове от колективни инвестиционни схеми. Т.е. пенсионните мениджъри получиха възможност да инвестират средствата на осигурените във фонд за ДЗПО максимум до 40% в активи с променлив доход (акции). Пенсионните дружества се възползваха почти мигновено от тази възможност и реструктурираха портфейлите си, като намалиха дела на притежаваните ДЦК и увеличиха този на акциите (**виж Приложение 2**). В резултат на това, инвестициите в акции и дялове на универсалните пенсионни фондове, които са най-големи по обем на активите и броя на осигурените лица, нараснаха до нива между 30% и 40% към 30.09.2007 г., т.е. точно преди обръщането на тенденцията на пазара на ценни книжа. В действителност, ако пенсионните компании не бяха реструктурирали портфейлите си след направените поправки в КСО и бяха продължили да инвестират приоритетно в ДЦК и банкови депозити, през 2008 г. те нямаше да реализират такъв голям спад в стойността на един дял и съответно през тази година осигурените лица щяха да са запазили средствата, вложени в пенсионните фондове. Основният въпрос, на който следва да бъде потърсен отговор, е дали подобно инвестиционно поведение и структура на инвестиционния портфейл биха защитили най-добре интересите на осигурените лица.

Въвеждането на допълнително задължително и доброволно осигуряване като втори и трети стълб от осигурителната система имаше за цел да отрази променената демографска структура на населението и да намали през идните години тежестта, която пада върху системата, изградена на разходно-покривен принцип в рамките на държавното обществено осигуряване. Капиталовият елемент бе необходим с оглед протичащите процеси на застаряване на населението и влошаващото се съотношение между работещи и пенсионери. През първите години от дейността на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване бе оправдано голяма част от инвестициите да бъдат в сигурни активи като ДЦК и банкови депозити. Едва проходащият капиталов пазар, липсата на качествени инструменти, както и на опит в управлението на подобен род активи, предопредели структурата на портфейлите на пенсионните фондове. Целта на системата, изградена на капиталово-натрупващ принцип, е да се даде възможност на лицата, които се осигуряват, да натрупат достатъчно средства по своите индивидуални партии, така че, настъпвайки момента на тяхното пенсиониране, те да могат да получат адекватен размер на пенсия.

Размерът на пенсията при капиталовата система, за разлика от разходно-покривната, е пряко следствие от осигурителните вноски, които прави лицето и реализираната доходност от страна на пенсионната компания. Ако приемем, че едно лице се осигурява в продължение на 25 години за допълнителна пенсия и ако пенсионният фонд успява да реализира всяка година с по 2% по-висока доходност от обикновения банков депозит, то това лице би имало с приблизително 50% повече средства по своята индивидуална партия в края на периода.

Пенсионните фондове са специфичен тип финансови институции. Те имат ст-

рого определено предназначение и то е да осигурят доход на лицата за годините, през които те по обективни причини вече няма да могат да се трудят и да изкарват средства за своя живот. Институциите за пенсионно осигуряване се различават както от банките, така и от взаимните фондове. Банковият депозит има за цел да запази стойността на вложените средства за един сравнително кратък период. Взаимните фондове пък се стремят, за един също сравнително кратък период, да реализират висока доходност, като за целта се поема и значително по-висок риск. При пенсионните фондове инвестиционният хоризонт е най-дълъг и целта е да се максимизира стойността на инвестицията към момента на пенсиониране, а не към втората, третата или петата година от влягането на средствата. Срокът на инвестицията е от съществено значение при определяне на структурата на инвестиционния портфейл. Инвестициите в правителствени облигации и банкови депозити в действителност стабилизират стойността на портфейла за една, две или три години. Това са инвестиции, които ще запазят вложените средства на осигурените лица в един краткосрочен период. Ако обаче инвестицията е дългосрочна – за период от 15, 20 или 25 години, то подобен род инструменти трудно биха могли да съхранят стойността на парите, т.е. посредством тях би се реализирала отрицателна реална доходност. За едно лице, което се пенсионира, е важно какво в действителност би могло да си купи със спестените пари, а не тяхното номинално изражение. Вземайки под внимание инвестиционния хоризонт, много трудно бихме могли да причислим инвестициите в ДЦК или депозити като сигурни. Вложенията в ДЦК, тогава, когато става въпрос за пенсионно осигуряване, имат още един съществен недостатък. Те представляват правителствен дълг, който може да бъде изплатен или като се вземат пари под формата на данъци, или чрез емитирането на нов дълг. Ако пенсионните компании инвестират преимуществено в ДЦК, при настъпване на периода на изплащане на пенсии, капиталово-натрупващата система много ще се доближи по своите характеристики до системата, функционираща на разходно-покривен принцип. Държавата отново ще бъде натоварена със задачата да намира пари за изплащането на пенсиите, но този път на тези от втория и третия стълб. А именно това бе основната задача на проведената реформа в пенсионното осигуряване – да се намали част от имплицитния държавен дълг, натрупан под формата на обещания към осигурените за бъдещи плащания. Инвестициите на пенсионните дружества в ДЦК не намаляват този дълг, а просто го правят от скрит в явен.

Правени са редица изследвания⁵ за това в какви инструменти е най-подходящо да се инвестират средствата на осигуряващите се за пенсия. Инвестиционният хоризонт в случая играе много важно значение. Счита се, че тогава, когато пенсионният фонд се намира все още в своя „незрял“ стадий на развитие, т.е. постъпленията под формата на осигурителни вноски са многократно повече от плащанията, които се извършват към осигурените лица, и годините, които остават до получаване на право на пенсия за мнозинството от осигуряващите се, са повече от десет, то най-подходящият инструмент са акциите. В дългосрочен период това е инструментът, чиято доходност⁶ в най-голяма степен би защитила интересите на осигурените ли-

⁵ Blake, D – “Financial System Requirements for Successful Pension Reform”, 2003.

⁶ Taylor, B. – “Ten lessons for the Twenty-first Century Investor”, с. 18.

ца. Периодите в историята, през които доходността, реализирана от акциите, изпреварва инфлацията, са много повече от тези, при които доходността от облигациите е по-голяма от нарастването на ценовото равнище. В този смисъл промените, които бяха направени в нормативната уредба и които позволиха на пенсионните фондове у нас да инвестират една по-значима част от средствата на осигурените в инструменти с променящ се доход, бяха по-скоро правилни. Последвалата промяна в структурата на портфейлите на фондовете от втория стълб бе в съответствие с възрастовата структура на участващите в тях. Не така стоят нещата с осигуряващите се в третия стълб.

Доброволното пенсионно осигуряване дава възможност на всички лица, които желаят да се осигуряват за допълнителна пенсия. В рамките на този стълб няма възрастови ограничения, така че до него имат достъп както по-млади хора, които сега започват своя трудов път, така и по-възрастни, на които им остават няколко години до навършване на възрастта за пенсиониране. Нормативната уредба, касаеща инвестициите на пенсионните фондове у нас не даваше възможност за структуриране на диференцирани портфейли, с различни инструменти в тях и с различна степен на риск. Това означава, че средствата на осигурените лица се инвестират в един и същ портфейл от инструменти с едни и същи рискови характеристики. По този начин пенсионните дружества трудно могат да защитят интересите едновременно и на младите, и на по-възрастните осигуряващи се. В резултат на либерализирането на инвестиционната дейност на доброволните пенсионни фондове вложенията в акции достигнаха нива от над 40%. Подобна структура на портфейла в голяма степен е в интерес на лицата, чието пенсиониране е отдалечено на 15–20 години във времето, но не и на тези, чието пенсиониране е след 2, 3 или 5 години. В резултат на резкия срив на пазара на акции през 2008 г. стойността на един дял спадна еднакво както за по-младите, така и за по-възрастните. За разлика от първите, които имат възможност да изчакат и да възстановят изгубените средства, вторите ще имат нужда от спестените пари след няколко години. Вероятността те да успеят да възстановят парите си е много малка. Налице бе пропуск в нормативната уредба, който не позволи на пенсионните дружества да изградят различни портфейли с рисков профил, който да съответства на инвестиционния хоризонт на осигуряващите се за допълнителна пенсия. Мултифондовата система не е непозната сред мениджърите на пенсионни фондове по света. Подобна система съществува от години в страни като Чили, Мексико, Перу и Словакия. Тя позволява на управляващите пенсионните компании да структурират портфейли с различна степен на риск, като по този начин в много по-голяма степен съумяват да защитят интересите на осигуряващите се. Съществуването на подобна система би дало възможност на пенсионните дружества да инвестират една по-голяма част от средствата на по-възрастните осигурени в инструменти с фиксиран доход, които в краткосрочен период са по-сигурни и по-добре биха запазили стойността на спестените за пенсия пари. В същото време нямаше да бъдат засегнати интересите на по-младите хора, чиито инвестиционен хоризонт е много по-дълъг и инвестициите в банкови депозити и об-

лигации не биха спомогнали⁷ за максимизиране на очакваната доходност при дадено приемливо ниво на риск.

Първият канал, по който финансовата криза навлезна в България, бе именно посредством спада на цените на ценните книжа, търгувани на фондовата борса, в резултат на изтеглянето на доста от чуждестранните инвеститори. Като резултат пенсионните фондове у нас, които са най-големите портфейлни инвеститори на пазара, загубиха значителна част от стойността на своите активи. Засегнати от това развитие на пазара са всички, които се осигуряват за допълнителна пенсия, но най-големият удар бе понесен от хората, осигуряващи се доброволно в третия стълб и на които им остават няколко години до придобиване на право за пенсия. Вследствие на финансовата криза пазарният риск (рискът от неблагоприятна промяна в цените на финансовите инструменти) нарасна значително за всички пенсионни компании у нас. Най-сериозно бяха засегнати цените на акциите. Както е известно от финансовата теория, при портфейлните инвестиции съществува уникален (специфичен) риск, който се отнася до конкретни ценни книжа, и който може да бъде елиминиран от инвеститорите посредством диверсификация на портфейла.

Вторият тип риск е т.нар. систематичен риск, който касае всички ценни книжа, които се търгуват към даден момент на пазара, и който няма как да бъде избегнат. В резултат на разразилата се финансова буря на българския пазар нарасна неимоверно систематичният риск. Акциите на всички компании се движеха в удивителен синхрон и не остана дружество на пазара, чиито ценни книжа да не бъдат засегнати. От гледна точка на финансовата теория бе интересно да се наблюдава как във време на паника цените на акциите се определят единствено от търсенето и предлагането към даден момент. В такава ситуация фундаменталните икономически характеристики на отделните предприятия не оказват никакво влияние. Пазарните цени на акциите на много фирми потънаха до нива по-ниски от тяхната счетоводна стойност. Основни индикатори за състоянието на дадена компания като съотношенията „цена-доход“ и „доход на акция“ по никакъв начин не спомагаха на инвеститорите да се ориентират за компанията, в която си заслужава да се инвестира (**виж Приложение 3**). В такъв момент печеливши са тези инвеститори, които първи успеят да продадат ценните книжа, които притежават. За този голям срив на българския пазар допринесе и обстоятелството, че макар и разраснал се през последните години, той си остава много малък като обем на извършваните сделки. Факт е, че пазарът се срина до такава степен без в разпродажбите да се включат сериозно пенсионните компании у нас. Те не се поддадоха на паниката, независимо че са едни от най-големите държатели на акции към момента. Ако допуснем, че и дружествата за пенсионно осигуряване се бяха включили в разпродажбите, то най-вероятно фондовата борса би затворила за определено време.

Пазарният риск е най-сложен за управление, а като се прибави към това и обстоятелството, че в България липсват подходящи инструменти за неговото снижаване, ситуацията за българските портфейлни инвеститори, в т.ч. и пенсионни фондове, става наистина комплицирана. Диверсификацията само с инструменти, които се търгуват на българския пазар, не е достатъчна за намаляване на този тип риск и от

⁷ Blake, D – “Financial System Requirements for Successful Pension Reform”, 2003.

такава гледна точка е добре българските портфейлни инвеститори да погледнат по-сериозно и на чуждестранните пазари⁸. Факт е, че в периода преди срива на пазара инвестициите на българските пенсионни компании в чуждестранни ценни книжа бяха сравнително малко. Със започването на кризата и нейното развитие този дял постепенно започна да нараства. Вярно е, че по този начин една част от българските спестявания изтичат и отиват да работят за чуждите икономики, което е неблагоприятно от макроикономическа гледна точка, но, от друга страна, ползите от по-добрата диверсификация не могат да бъдат подценявани. Няма пазар на ценни книжа от страните от Еврозоната, който да е спаднал до такава степен като българският (виж Приложение 4).

Вторият канал, по който финансовата криза проникна в българската икономика, бе посредством лихвените проценти. Много често разразилата се буря се определя като криза на ликвидността. Независимо от това пенсионните фондове в България на този етап от развитието ѝ не изпитват ликвидни проблеми. Това е породено най-вече от пропорцията активи-пасиви от гледна точка на техния матуритет. Във втория стълб от осигурителната система по-сериозните плащания ще започнат след 2020 година. До тогава пенсионните компании ще бъдат във фаза на акумулиране на ресурси. Единствено в доброволните пенсионни фондове, където лицата разполагат с пълната свобода да теглят средствата по партидите си, са налице по-големи плащания. Това обаче към настоящия момент не води до нарастване на ликвидния риск. Ликвидният риск за банковата система и за останалите участници на финансовия пазар обаче нараства значително, което доведе до покачване на пазарните лихвени проценти.

Нарастването на цената на парите има различно влияние върху притежаваните от пенсионните фондове активи. Инструментите, които са най-пряко засегнати от промени в лихвите, са банковите депозити и облигациите. По-високите лихви правят инвестициите в банкови депозити по-привлекателни. От тази гледна точка, увеличаващите се лихви имат по-скоро позитивно действие върху приблизително 22% от притежаваните активи към 31.03.2009 година. Влиянието на нарастващите лихви върху притежаваните облигации е по-трудно да се определи. В управляваните от пенсионните компании портфейли са налице облигации с фиксиран лихвен процент и облигации с плаващ лихвен процент. Известно е, че при нарастване на лихвените проценти, цените на инструментите с фиксиран доход спадат. Налице е намаление на цените, но то в никакъв случай не е драматично, а по-скоро отразява променените пазарни условия. Цените на облигациите с плаващ купон също падат, тъй като начинът, по който става формирането на купоновия процент, не дава възможност за промяна в такава степен, в каквата нарастват пазарните лихви. Изводът, който може да бъде направен, е, че в резултат на разразилата се финансова криза в международен план лихвените проценти в България също нараснаха. Увеличението засега не е драстично и следователно промяната в стойността на инструментите, които зависят от величината на лихвения процент, не е голяма.

В краткосрочен период повишението на лихвените нива не води до нарастване

⁸ Davis, E. Philip (2002) – “Pension Fund Management and International Investment – A Global Perspective, Brunel University, UK, с. 10–12.

на лихвения риск за пенсионните фондове. Ако обаче тенденцията на покачване на лихвите се запази в средносрочен и дългосрочен период, това би породило проблем с финансирането на предприятията от реалния сектор. Една значителна част от инвестициите на пенсионните фондове са в ценни книжа, емитирани от такива фирми. Един по-дълъг период на затруднено финансиране би довел до снижаване на тяхната рентабилност и оттам до спад в реализираната доходност по техните ценни книжа. Това вече би било сериозен проблем за пенсионните фондове. Банковите депозити са добър инструмент, когато трябва да се стабилизира стойността на дадена инвестиция в краткосрочен период, но в дългосрочен те не биха могли да реализират доходност, която да гарантира натрупването на адекватен размер на средства по партидите на осигурените лица.

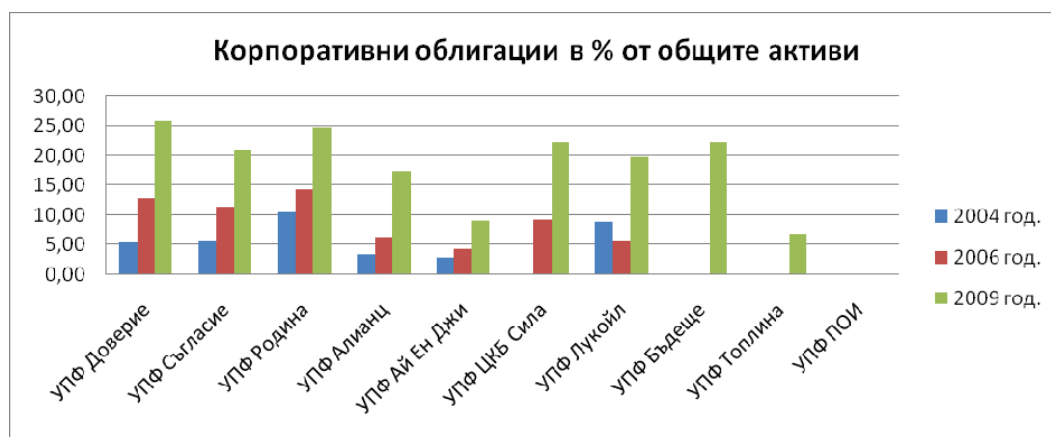
Промените във валутния курс и тяхното влияние върху стойността на инвестициите в инструменти, деноминирани във валути, различни от лев и евро, е доста ограничено за управляваните портфейли от пенсионните компании. В условия на валутен борд и фиксиран валутен курс на лева спрямо еврото наблюдаваните изменения в курса на лева спрямо други валути са резултат от фактори, които не са под контрола на българските власти, което е снижаващо риска обстоятелство. С оглед на това, че задълженията на пенсионните фондове към осигурените лица са в левово изражение, то по-подходящи като инвестиционен инструмент са именно активи, деноминирани в лева и евро. По този начин в една значителна степен се снижава валутният риск. Именно поради това по-голямата част от инструментите в управляваните портфейли са деноминирани в лева или евро. Трябва да се подчертае, че диверсификацията на портфейла посредством инструменти, изразени в различни валути, е важна по отношение на дългосрочното снижаване на риска за осигурените лица. През последните години се наблюдаваше едно по-трайно спадане на курса на долара спрямо останалите основни валути и това до голяма степен демотивираше инвестициите в доларови инструменти. Не бива обаче да се допуска и структурирането на портфейли единствено в лева и евро. Макар задълженията на фондовите да са именно в тези валути, запазването на покупателната сила на парите е важен момент за бъдещите пенсионери. От тази гледна точка диверсифицирането на портфейла с повече валути би имало снижаващо риска въздействие в дългосрочен период.

През последните месеци започна да се наблюдава покачване на курса на долара спрямо еврото и лева. В каква посока обаче ще продължи развитието на курса е трудно за прогнозиране. До голяма степен това ще се зависи от способността на американската икономика да се възстанови след претърпените загуби. В момента играчите на пазара са загубили доверие в инструментите, които се предлагат, и това води до оттеглянето им, което пък, от своя страна, поражда ликвидни проблеми. Ако това е вярно, то предприеманите мерки в момента от страна на държавните власти в САЩ в подкрепа на закъсалите участници на пазара са по-скоро в грешната посока. По този начин се стимулират неефективните играчи за сметка на тези, които са действали благоразумно. Това би могло да задълбочи проблемите и да тласне американската икономика в продължителна рецесия, която пък да повлияе неблагоприятно върху курса на долара. От гледна точка на пенсионните фондове

валутният риск за осигурените лица би се увеличил значително, ако курсът на еврото спрямо долара спадне стремително. Това би повлияло на покупателната способност на левовите, изплащани като пенсия на осигурените в дългосрочна перспектива. В краткосрочен период, от гледна точка на фондовете, стойността на портфейла би намаляла, ако курсът на долара спрямо еврото се понижи и съответно се обезценят деноминирани в долари активи, които се държат. Това обаче не би следвало да се разглежда като сериозен проблем, тъй като ползите от диверсификацията в дългосрочен период надвишават значително загубите от краткосрочните колебания във валутния курс.

Освен разгледаните дотук пазарни рискове (ценови, лихвен и валутен) в резултат на разразилата се криза в световен мащаб, значително се увеличи и кредитният риск. Това е рискът от неплащане от страна на емитентите на финансови инструменти. Делът на корпоративните облигации в портфейлите на пенсионните фондове постепенно се повишаваше през последните години.

Графика 8



Източник: www.fsc.bg

Вследствие на кризата достъпът до кредитиране за фирмите от реалния сектор намаля значително. Лихвените проценти по съществуващите кредити се увеличиха и това поставя в затруднено положение редица компании при осъществяване на техните проекти. Някои от тях започнаха да изпитват затруднения по обслужване на своите банкови и облигационни кредити. В случая това се отнася както за българските, така и за чуждестранните компании. В резултат на кризата икономиките на някои страни бяха ударени доста сериозно. В това отношение много типичен е примерът с исландската икономика, където вследствие на ликвидни проблеми бяха национализирани и трите големи банки в страната. Всяка една от тях имаше облигационни заеми, плащанията по които на практика бяха преустановени. Интересното в исландския случай бе това, че активите на фалиралите банки се бяха разраснали до такава степен в годините преди настъпването на кризата, че те надвишаваха неколkokратно brutния вътрешен продукт на страната. Вследствие на това

държавата в лицето на централната банка трудно можеше да покрие всички техни задължения. Това доведе до драстичен спад в цените на емитираните от тези финансови институции инструменти. За да се контролира кредитният риск в разумни граници, е необходимо да се прави отделен анализ на финансовото състояние на всяка фирма емитент на облигации. Рискът от неплащане по тези инструменти нараства в периоди, в които компаниите имат ликвидни проблеми и недостиг на “свежи” пари. Добрият първоначален и последващ анализ на финансовото състояние на фирмите емитенти може да сигнализира на инвеститорите за приближаващи опасности.

Основните канали, по които финансовата криза проникна в страната и засегна дейността на пенсионните фондове у нас, могат да бъдат сведени до три. На първо място – цените на финансовите инструменти и драстичният им спад на българския капиталов пазар; на второ – лихвените нива, които поради ликвидните проблеми на банковите институции нараснаха; и на трето – затрудненията, които изпитват някои от емитентите на ценни книжа по обслужване на получените заеми. Един от ефектите на кризата – повишените лихви, към момента играе положителна роля за пенсионните компании. Повишената доходност по депозитите и потъването на цените на акциите на борсата, накара пенсионните дружества да повишат дела на първите до нормативно заложения лимит – 25%. Останалите два ефекта имат отрицателно въздействие.

3. УПРАВЛЕНИЕ НА РИСКА ОТ ИНСТИТУЦИИТЕ ЗА ДОПЪЛНИТЕЛНО ПЕНСИОННО ОСИГУРЯВАНЕ

С цел да бъдат защитени средствата на осигурените лица дейностите, които предприемат пенсионните компании по управление на риска ще придобиват все по-голямо значение. Осъществяваните от регулаторния орган надзорни функции също ще играят важна роля. Българските пенсионни дружества управляват своите инвестиции в условията на стриктно определени правила. Те имат нормативно дефинирани инструменти, в които могат да инвестират, и пропорции, в рамките на които това може да става (**виж Приложение 5**). В литературата са известни най-общо два подхода при изграждането на регулативната рамка, която определя мениджмънта и инвестиционната политика на пенсионните фондове. Единият е, следвайки правилото на “благоразумния (предпазливия) човек” (*prudent man rule*), а вторият е изграждане на стриктни и детайлизирани правила⁹. При първия подход законодателят не се ангажира с определяне на финансовите инструменти, в които могат да инвестират пенсионните фондове, оставяйки тази задача на мениджмънта на дружеството. Контролните органи се ориентират към следене само на начина, по който се е стигнало до инвестиционното решение. Този подход е възприет от страни като Ирландия, Англия, Холандия, САЩ, Австралия и др. При втория подход законодателят определя ясно и точно в какви финансови активи могат да бъдат инвестирани набраните средства от страна на пенсионните фондове и в рамките на какви раз-

⁹ Queisser, M. (1998) “Regulation and supervision of pension funds” с. 6–8.

мери може да стане това. Идеята при този подход е, че така се гарантира една по-голяма сигурност за вложителите, че те няма да загубят набраните по индивидуалните им партии средства вследствие на колебания на финансовите пазари. Този подход се възприема от страни като Германия, Дания, Швейцария и др.

Регулирането на инвестиционните решения на фонда и съблюдаването на техниките, които използва мениджмънтът на пенсионното дружество при управление на своите активи имат най-общо две основни цели:

1. да осигурят в достатъчна степен прозрачност и сигурност за притежаваните от фонда активи;
2. да създадат необходимата благоприятна среда за получаване на най-добрата доходност при дадено приемливо ниво на риск¹⁰.

По какъв начин да бъдат постигнати тези цели, е въпрос, който стои на дневен ред от много дълго време пред финансовата и правната общност, като в различни периоди от историята превес имат ту защитниците на правилото на благоразумния (предпазливия) човек, ту привържениците на стриктните и детайлизирани правила. Поддръжниците на първия подход са тези, които предпочитат по-либералния начин за уреждане на инвестиционната дейност на пенсионните фондове. Според тях мениджмънтът на пенсионните дружества е този, който трябва направи избора за правилната стратегия за инвестиране. Оставяйки вземането на тези решения в ръцете на професионалисти, застъпниците на “правилото на благоразумния човек” считат, че рискът от неефективно изразходване на ресурси ще се минимизира. От друга страна, привържениците на втория подход считат, че регламентирайки ясно и точно в какви активи може да се инвестира, управителните тела на пенсионно-осигурителните дружества няма да бъдат изкушени от по-рискови инвестиции и по този начин ще се постигне една по-висока степен на сигурност за осигурените лица.

Липсата на опит при управлението на дружества за допълнително пенсионно осигуряване, от една страна, и задължителният характер на осигуряването, от друга, предопределиха възприемането на стриктни правила при управлението на активите на осигурените лица. По този начин държавата директно влияе върху структурата на инвестиционния портфейл на пенсионните компании и индиректно определя нивото на риск, което дадено пенсионно дружество би могло да поеме. След резкия спад на фондовия пазар през 2008 г. и реализираните отрицателни доходности от страна на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване, бяха направени промени в нормативната уредба, които задължиха пенсионните компании да публикуват и показатели за риск, които да допринесат за по-добрата информираност на осигурените лица. Пенсионните фондове трябва да предоставят информация за показателите *стандартно отклонение* и *коефициент на Шарп* при управлението на своите активи за всяка една от предходните пет календарни години, а по тяхно желание подобна информация може да има и за предходния 24 месечен и 36 месечен период.

Стандартното отклонение е показател, който измерва диапазона на разсейване около средната постигната доходност от пенсионния фонд за даден период от време. Рискът е толкова по-голям, колкото по-силни са отклоненията на фактическите постъпления от очакваните (прогнозирани) стойности на инвестицията. В общия

¹⁰ Davis, E. P., “Prudent person rule” Standard for the Investment of Pension Fund Assets – c. 1.

случай дисперсията се изчислява, като разликата между действителните и очакваните стойности на изследваната величина се повдигне на квадрат (за да се елиминират отрицателните значения) и се претегли с относително тегло на достоверност на всеки от възможните случаи.

$$\sigma_x^2 = \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 / n - 1, \text{ където}$$

σ_x^2 – дисперсия на нетния паричен поток;

x – възвръщаемост;

n – тегло на достоверност на i -я вариант, в %.

Стандартното отклонение се определя като положителен корен квадратен от дисперсията:

$$\sigma_x = \sqrt{\sigma_x^2}.$$

Полезно приближение на горната формула е следната:

$$\sigma_x^2 = \sum_{i=1}^n \bar{x}^2 / n - 1.$$

Тя може да бъде използвана тогава, когато имаме ежедневни доходности и приемаме, че средната е много близо до нула.

Проблем с използването на дисперсията и стандартното отклонение е, че при тяхното изчисление вчерашните възвръщаемости имат еднакво тегло с възвръщаемостите от преди няколко месеца. Нормално е да се очаква, че по-скорошните наблюдения могат да имат по-голямо значение за определяне на настоящата дисперсия. Друг недостатък на този показател произтича от обстоятелството, че той не дава информация за това в каква посока е отклонението от средната. Възможно е стандартното отклонение на даден инвестиционен портфейл да има висока стойност, но това да е в резултат на силното покачване в стойността на инвестицията. Това, което тревожи инвеститорите обаче, не е повишението, а намалението в оценката на вложението. Независимо от тези недостатъци стандартното отклонение може да има важна информационна стойност за осигурените лица и е стъпка напред при регулиране на поетия риск от страна на пенсионните дружества. Информация за стандартното отклонение за българските пенсионни фондове може да бъде видяна в **Приложение 6**.

Вторият рисков показател, който следва да бъде публикуван от началото на тази година, е коефициентът на Шарп. Този коефициент показва каква доходност над безрисковата е реализирана за единица риск. Намира се по следната формула:

$$S_n = \frac{R_t - rf}{\sigma_n}, \text{ където:}$$

S_n – коефициент на Шарп за съответния период;

σ_n – стандартно отклонение за съответния период, %;

rf – безрискова доходност за съответния период, %;

R_t – постигната доходност за съответния период, %.

Коефициентът на Шарп е лесен за изчисление и сравнително удобен за интерпретиране. Използва се често от професионалните инвеститори, включително и от пенсионните компании. Този измерител обаче не дава точни резултати тогава, когато разпределението на доходностите се отклонява от нормалното. Определени проблеми могат да настъпят и в периоди, през които даден инвеститор реализира доходност по-ниска от безрисковата. В подобна ситуация числителят във формулата става отрицателна величина и следователно коефициентът на Шарп би се максимизирал, ако стандартното отклонение е по-голямо, т.е., ако сме поели по-висок риск. В подобна ситуация изпаднаха и българските пенсионни фондове през 2008 година. Реализираната от тях отрицателна доходност бе по-ниска от възприетата за безрискова норма на доходност (индексът EONIA). Ето защо бе взето решение коефициентът на Шарп да бъде публикуван само ако се намира на положителна територия, т.е. реализираната доходност е по-висока от безрисковата такава. Това, от своя страна, обаче води до затруднения при сравняването на данните за риск от осигурените лица. Съвсем реална е възможността една пенсионна компания да публикува този показател, защото е реализирала доходност над безрисковата, а друга да не го прави, тъй като има доходност под нея. От друга страна този показател ще бъде показван през определени години, а през други не. Всичко това може да доведе до объркване сред осигурените и поставената цел от страна на законодателя за по-добра информираност на лицата може да претърпи провал. Информация за коефициента на Шарп за българските пенсионни фондове може да бъде видяна в **Приложение 7.**

Това са показателите, които българският законодател възприе като средство за директно наблюдение на риска. Тези показатели имат за цел единствено да информират осигурените лица за поетото ниво на риск. На този етап няма нормативно дефинирани стойности, които пенсионните фондове да следват или към които да се придържат. Световната практика показва, че има и други показатели, които биха могли да бъдат използвани с цел наблюдение и по-добра информираност на широката общественост.

Така например в Мексико пенсионните компании изчисляват и обявяват показателя "стойност под риск" (Value at Risk). При този подход се показва каква е максималната загуба, която може да претърпи осигуреното лице с определена степен на вероятност в рамките на определен времеви интервал. Този показател е по-разпространен в застраховането и банковото дело и по-малко в пенсионното осигуряване. Причина за това е, че с увеличаване на времевия хоризонт за изчисляване на максималната загуба, показателят стойност под риск може да даде значителни отклонения. Независимо от това в последните години се наблюдава значително разпространение на този измерител сред работещите в пенсионната индустрия. Една от причините за това е сравнително лесното интерпретиране на показателя както от професионалистите, така и от хората, които не се занимават непрекъснато с инвестиции.

Методът VaR има три основни компонента¹¹: времеви период, доверителен ин-

¹¹ www.investopedia.com

тервал и количество загуба (или процентна загуба). Той дава отговор на въпроса – колко бихме могли да загубим с 95% или 99% на достоверност в рамките на даден период от време. В литературата са известни три метода за калкулиране на VaR:

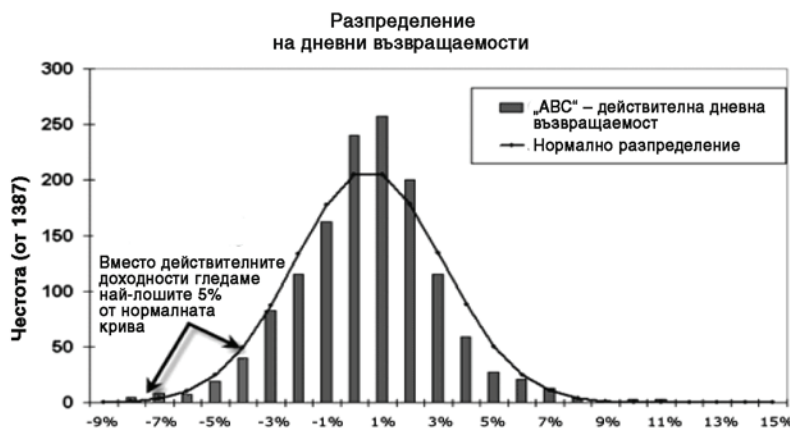
- Исторически метод
- Вариационно-ковариационен метод
- Симулация от типа Монте Карло

Историческият метод преподвежда възвръщаемостта на дадена ценна книга от най-лошата до най-добрата. След което приема, че историята ще се повтори от гледна точка на риска. Ако например проследим как се е изменяла дневно цената на дадена акция в продължение на една година, ние бихме могли да направим графика от следния тип:



По абсцисната ос са нанесени възвръщаемостите, които бихме реализирали, ако сме си били закупили тази ценна книга, а по ордината нанасяме честотата на реализиране на дадена възвръщаемост (т.е. колко пъти през година се е случило да получим възвръщаемост от -9%, -3%, 1% и т. н.). Стълбчетата от лявата страна на хистограмата съставляват най-ниските 5% от дневните възвръщаемости на тази ценна книга. Те показват, че, притежавайки тази акция, бихме могли да реализираме загуба от 4% до 8%. Тъй като това са петте най-лоши процента от възвръщаемостта на тази ценна книга, бихме могли да кажем, че с 95% вероятност доходността, която ще се получи по тази ценна книга, ще надхвърли - 4%.

Вариационно-ковариационният метод е вторият начин, посредством който би могла да се изчисли VaR статистиката. Този метод приема, че възвръщаемостите на ценните книжа са нормално разпределени. Това означава, че единствените характеристики, които са ни необходими, за да начертаем графично разпределението на възвръщаемостите, са тяхната средна и стандартното отклонение. Ако направим нормалната крива според данните за доходността от горната графика, ще се получи следното:



Идеята зад вариационно-ковариационния метод е същата, както и при историческия. В този случай обаче се използва нормалната крива вместо същинските данни. По този начин ние автоматично можем да определим къде се намират най-лошите 5% или 1% на кривата. При доверителен интервал от 95% най-лошите 5% ще се намират на отстояние $-1,65$ стандартни отклонения от средната. Съответно при доверителен интервал от 99% най-неблагоприятният 1% ще се намира на $-2,33$ стандартни отклонения от средната възвръщаемост по тази ценна книга.

Третият метод, който може да бъде използван за изчисление на VaR, се основава на симулации от рода на Монте Карло. При него на базата на историческото стандартно отклонение се разиграват множество сценарии за това каква доходност би могла да се получи. Резултатите отново се нанасят на хистограма и се обозначават 5% най-неблагоприятни изхода. В **Приложение 8** могат да бъдат видени данните за историческия VaR на българските пенсионни фондове, изчислен за различни периоди при 95% и при 99% доверителен интервал.

Друг показател, който би могъл да се използва за оценка на риска, е т.нар. условна стойност под риск (conditional value at risk – CVaR). Този показател се явява като разширение на показателя VaR. Това е така, тъй като той показва каква е вероятността да се получи точно определена загуба, която е над нивото на VaR. Докато VaR сигнализира например за 5% вероятност в следващите 7 дни да загубим над 100 000 долара, CVaR се опитва да даде отговор на въпроса каква ще бъде средната загуба, която бихме претърпели над тези 100 000 долара. VaR не обръща внимание на загубите, които настъпват след доверителния интервал, т. нар. “tail risk”, а именно тези загуби биха могли да наранят най-много даден участник в пенсионна схема. Въпреки че условният VaR все още няма широко разпространение като показател за риска, предпоставките за неговото все по-интензивно използване са налице. Стойности на този показател за българските пенсионни фондове могат да бъдат видени в **Приложение 9**.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Направеният анализ на развитието на световната финансова криза, каналите на нейното проникване в българската икономика и основните рискове пред които са изправени инвестиционните портфейли на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване у нас имаше за цел да бъдат очертани и препоръчани някои важни мерки, които следва да бъдат предприети от страна на пенсионните дружества с оглед максималната защита на средствата на осигурените лица в управляваните от тях фондове. Тези мерки могат да бъдат групирани в следните няколко раздела:

1. Внимателен и прецизен подбор на финансовите инструменти, в които се инвестират средствата на осигурените лица, при спазване на принципа за оптимална диверсифицираност на активите. Разработване на корелационни и ковариационни матрици за притежаваните акции и облигации в управляваните портфейли.

2. Разработване на система за финансов анализ на закупуваните ценни книжа, с оглед следене на повече фундаментални характеристики на закупуваните акции и облигации, тъй като в периоди на висока пазарна волатилност, каквато е характерна в момента, пазарните оценки могат да се различават много от фундаменталните фактори.

3. Въздържане от масирани разпродажби на ценни книжа, въпреки неблагоприятната ситуация на пазара и ежедневно спадащите цени. Продажби на ценни книжа следва да се извършват само след внимателен анализ на финансовото състояние на конкретния емитент и възникнали обосновани съмнения в неговата кредитоспособност или ако продажбата на съответната ценна книга ще подобри рисковата експозиция на портфейла като цяло.

4. Ежедневно следене на текущата ликвидност, най-вече в доброволните пенсионни фондове, и анализиране на входящите и изходящи парични потоци.

5. Ежедневно следене на информацията за международните и вътрешния капиталови пазари и своевременно изготвяне на анализи за риска.

6. Изчисляване на рискови показатели за конкретни ценни книги, предмет на инвестиционен интерес, и пресмятане по какъв начин те допринасят за общия риск на портфейла.

Световната финансова и икономическа криза повлия сериозно и на инвестиционния климат в България. Това се отрази неблагоприятно върху реализираната доходност от страна на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване. Дългосрочният хоризонт на инвестициите, най-вече на фондовете от втория стълб, ще спомогне за омекотяване на понесения удар от осигурените лица през 2008 година. В третия стълб липсата на възможност за изграждане на различни портфейли с различен рисков профил ще попречи за ефективно възстановяване на загубените средства на лицата, на които им остават няколко години до пенсия. В този смисъл въвеждането на мултифондовата система е от съществено значение за снижаване на рисковете в него. Въвеждането на действащи системи за управление на риска става все по-важно за институциите, занимаващи се с допълнително пенсионно осигуряване. Вземането на адекватни решения за снижаване на риска, съблюдавайки инвестиционния хоризонт на изградените портфейли, ще бъде от решаващо значение за успеха на дадена пенсионна компания.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

Изменение в стойността на един дял на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване

	Пенсионен фонд	Стойност на един дял			
		Октомври 2007	Декември 2007	Юни 2008	Декември 2008
Доброволни пенсионни фондове	ДПФ Доверие	1.52673	1.47295	1.33598	1.12711
	ДПФ Съгласие	1.65275	1.55904	1.40439	1.13401
	ДПФ ДСК Родина	1.53013	1.46898	1.32013	1.12594
	ДПФ Алианс България	1.46054	1.40681	1.30119	1.06246
	ДПФ Ай Ен Джи	1.52036	1.46921	1.33044	1.12851
	ДПФ ЦКБ - Сила	1.78257	1.66031	1.42462	1.16046
	ДПФ Лукойл Гарант	1.5643	1.4637	1.30146	1.06579
	ДПФ Бъдеще	1.84123	1.71846	1.34762	0.82445
	ДПФ Топлина	1.1518	1.11919	1.00931	0.88404
Професионални пенсионни фондове	ППФ Доверие	1.50727	1.45193	1.31719	1.12689
	ППФ Съгласие	1.60777	1.56511	1.39481	1.17005
	ППФ ДСК Родина	1.50069	1.44243	1.30206	1.13112
	ППФ Алианс България	1.43204	1.37077	1.25917	1.03706
	ППФ Ай Ен Джи	1.49544	1.44289	1.32894	1.16002
	ППФ ЦКБ Сила	1.60906	1.53386	1.40734	1.24646
	ППФ Лукойл Гарант	1.55473	1.47006	1.34179	1.09849
	ППФ Бъдеще	1.62256	1.53292	1.32686	1.07708
	ППФ Топлина	1.21941	1.18281	1.09674	0.96963
Универсални пенсионни фондове	УПФ Доверие	1.45506	1.40602	1.3014	1.14417
	УПФ Съгласие	1.57375	1.52693	1.37986	1.15271
	УПФ ДСК Родина	1.48417	1.42718	1.3127	1.17569
	УПФ Алианс България	1.43298	1.37504	1.27137	1.07638
	УПФ Ай Ен Джи	1.47451	1.42599	1.30957	1.16989
	УПФ ЦКБ Сила	1.62008	1.54404	1.42269	1.25094
	УПФ Лукойл Гарант	1.61027	1.53463	1.41503	1.19425
	УПФ Бъдеще	1.60396	1.51952	1.30836	1.07419
	УПФ Топлина	1.22615	1.18248	1.07515	0.9538

Източник: www.fsc.bg

Приложение 2

Структура на инвестиционните портфейли на универсалните пенсионни фондове преди и след промените в инвестиционните ограничения

[illegible]

Приложение 2

Структура на инвестиционните портфейли на универсалните пенсионни фондове преди и след промените в инвестиционните ограничения

(продължение и край)

Инвестиционни инструменти	УПФ Доверие	УПФ Съгласие	УПФ Родина	УПФ Алианс	УПФ Ай Ен Джи	УПФ ЦКБ Сила	УПФ Лукойл	УПФ Бъдеще	УПФ Топлина	УПФ ПОИ	Общо
Инвестиции общо, в т.ч.	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
ДЦК	26,86	28,76	30,39	49,58	60,37	31,72	24,17	31,83	69,20	68,95	36,15
Корпоративни облигации	25,73	20,78	24,62	17,39	8,96	22,28	19,62	22,24	6,84	0,00	20,99
Ипотечни облигации	3,36	3,75	4,82	3,89	3,40	0,61	1,41	0,00	0,00	0,00	3,38
Общински облигации	2,07	1,95	3,35	0,04	2,33	1,46	2,86	0,00	0,00	0,00	1,69
Акции, права и дялове	12,38	18,89	7,86	10,66	10,00	13,94	21,16	20,82	6,61	11,00	12,69
Акции на АДСИЦ	2,23	3,26	1,18	2,33	2,68	3,24	3,42	2,46	0,00	0,00	2,42
Акции на КИС	6,20	8,03	2,30	3,11	1,82	5,91	8,74	10,25	4,25	11,00	5,12
Акции извън тези на АДСИЦ и КИС	3,95	7,60	4,38	5,22	5,49	4,78	9,00	8,11	2,36	0,00	5,15
Банкови депозити	26,72	23,62	28,96	17,81	14,94	25,30	26,00	25,11	17,35	20,05	23,22
Инвестиционни имоти	2,88	2,25	0,00	0,63	0,00	4,69	4,78	0,00	0,00	0,00	1,88

Източник: www.fsc.bg

Приложение 3

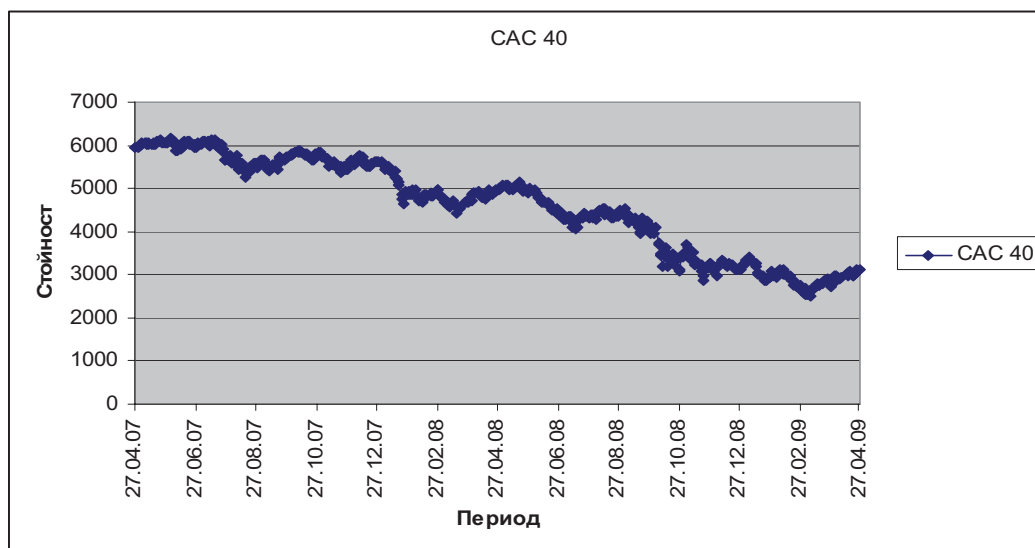
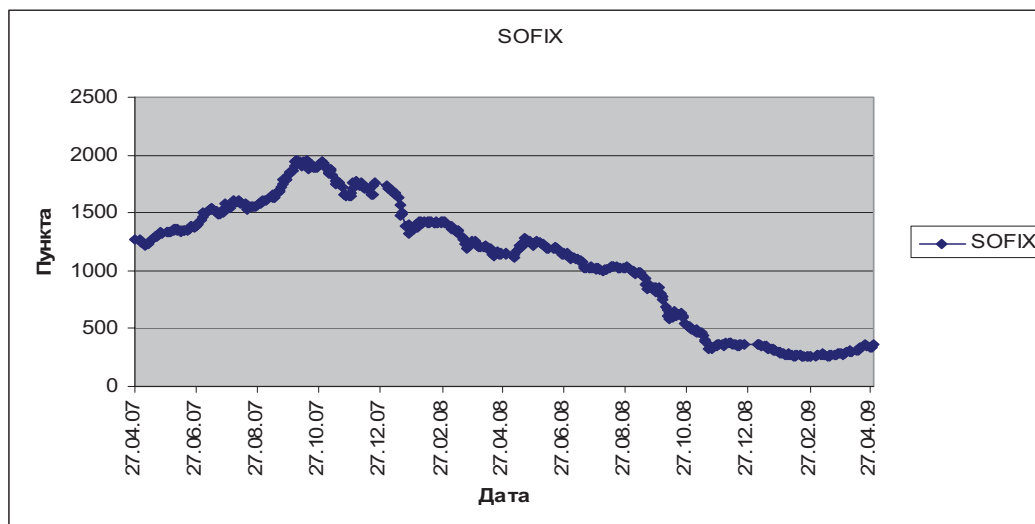
Основни индикатори за пазарната стойност на компаниите, включени в индекса Софикс на БФБ към 31.12.2008 г.

№	Борсов код	Дружество	P/E	EPS	P/B
1	6AB	Албена АД	9.56	3.085	0.47
2	4EC	Елана фонд за земеделска земя	10.19	0.07	0.61
3	E4A	Енемона АД	6.44	1.217	1.09
4	5IC	ЗД Евро инс	-1.16	-1.34	1.04
5	4ID	Индустриален холдинг България	6.5	0.27	0.39
6	6K1	Каолин АД	8.93	0.388	0.76
7	5MH	М+С Хидравлик	6.93	0.509	1.19
8	5MB	Монбат АД	6.68	0.681	1.66
9	3NB	Неохим АД	1.64	16.715	0.61
10	5OTZ	Оловно цинков комплекс	-2.76	-4.469	2.06
11	5ORG	Оргахим АД	-9.97	-7.02	0.54
12	3JR	Софарма АД	21.14	0.1345	1.73
13	SL9	Спарки Елтос АД	2.62	0.5871	0.25
14	5BN	ТБ БАКБ	2.89	4.278	0.83
15	6C9	ТБ Корпоративна търговска банка	8.93	6.7163	1.68
16	5F4	ТБ Първа инвестиционна банка	5	0.4467	0.67
17	4CF	ТБ ЦКБ	5.27	0.258	0.49
18	3TV	Топливо АД	11.88	0.3327	0.17
19	6C4	Химимпорт АД	3.06	0.7252	0.47
20	6H2	Холдинг Пътища АД	9.65	0.2793	1.46

Източник: www.bse-sofia.bg

Приложение 4

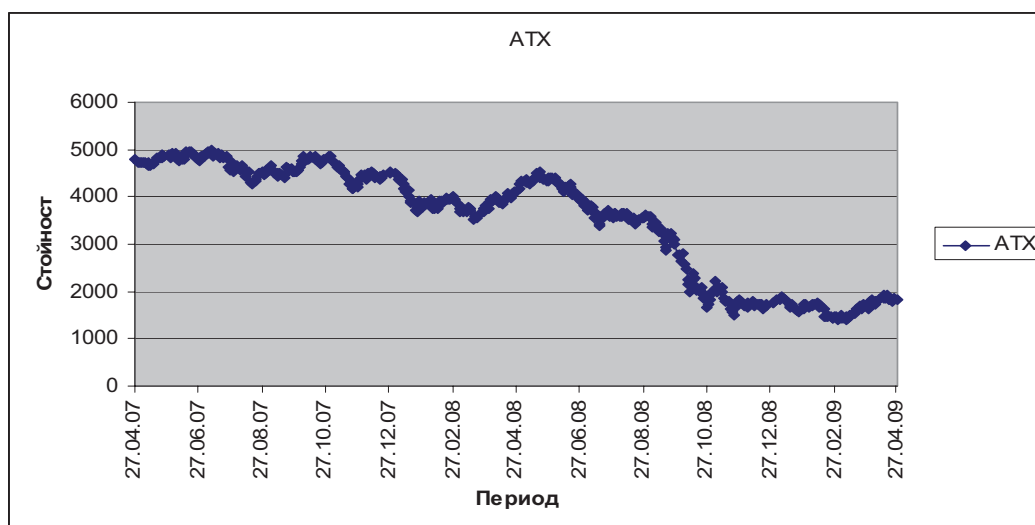
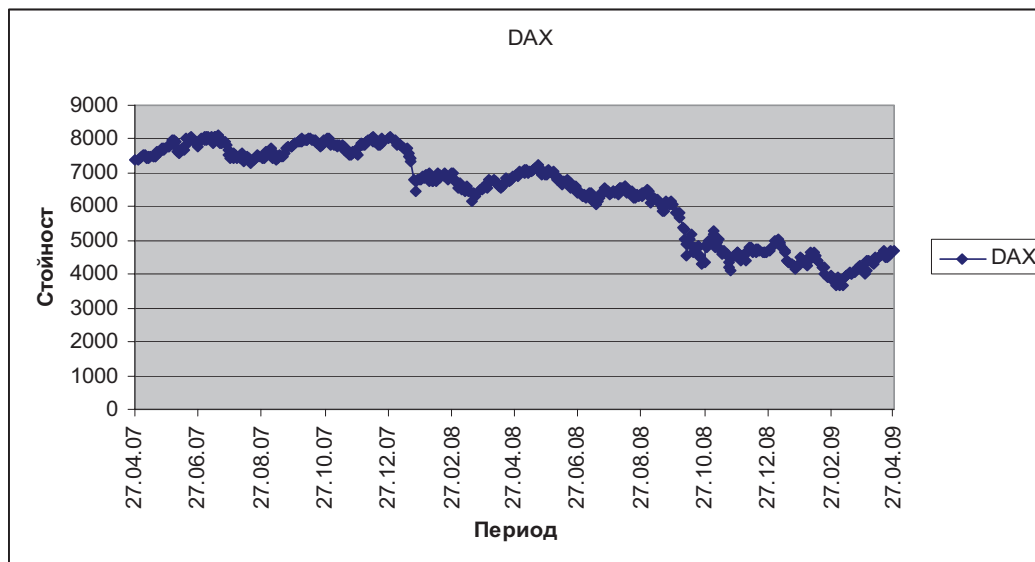
Данни за основните борсови индекси за периода 04.2007 г. – 04.2009 г.



Приложение 4

Данни за основните борсови индекси за периода 04.2007 г. – 04.2009 г.

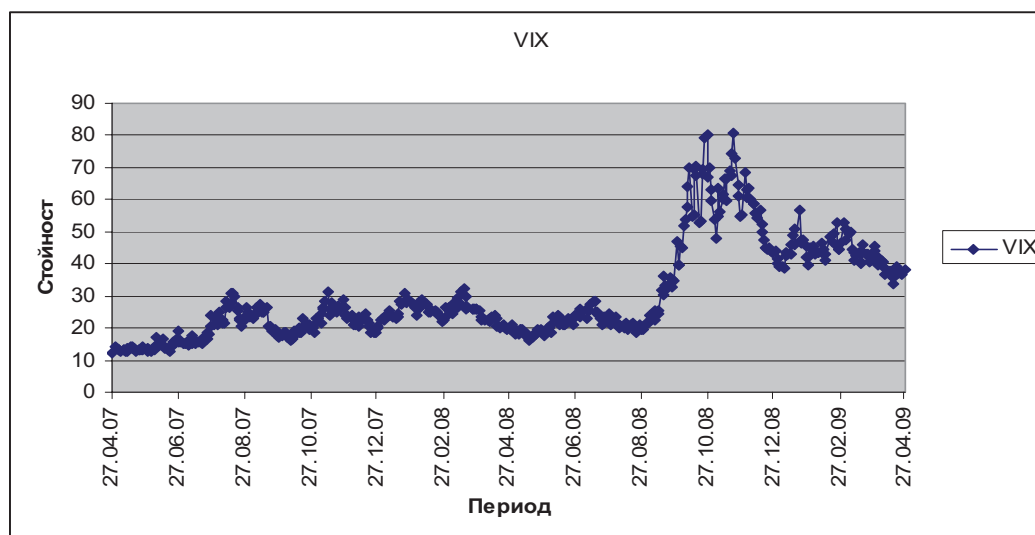
(продължение)



Приложение 4

Данни за основните борсови индекси за периода 04.2007 г. – 04.2009 г.

(продължение и край)



Приложение 5

Нормативни ограничения за инвестициите на фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване

Инвестиционен инструмент	Ограничение
ДЦК	Без ограничения
Корпоративни облигации	max. 40%
Ипотечни облигации	max. 20%
Общински облигации	max. 15%
Акции, права и дялове	max. 20%
Акции на АДСИЦ	max. 5%
Акции на КИС	max. 15%
Банкови депозити	max. 25%
Инвестиционни имоти	max. 5%

Приложение 6

Данни за стандартното отклонение на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България

	Пенсионен фонд	2005 год.	2006 год.	2007 год.	2008 год.
Доброволни пенсионни фондове	ДПФ Доверие	3.24%	1.55%	4.44%	7.36%
	ДПФ Съгласие	2.77%	3.95%	7.96%	12.10%
	ДПФ ДСК Родина	1.13%	1.68%	4.62%	6.10%
	ДПФ Алианц България	2.03%	1.30%	3.72%	6.54%
	ДПФ Ай Ен Джи	1.80%	1.71%	4.05%	6.72%
	ДПФ ЦКБ - Сила	1.76%	10.67%	7.38%	12.28%
	ДПФ Лукойл Гарант	1.05%	1.57%	5.80%	10.09%
	ДПФ Бъдеще	3.36%	2.53%	8.69%	15.18%
	ДПФ Топлина			16.82%	4.85%
Професионални пенсионни фондове	ППФ Доверие	2,51%	1,69%	4,49%	6,30%
	ППФ Съгласие	3,05%	4,17%	6,65%	8,85%
	ППФ ДСК Родина	1,05%	1,72%	4,48%	5,77%
	ППФ Алианц България	0,93%	1,58%	4,08%	6,19%
	ППФ Ай Ен Джи	1,88%	1,56%	4,03%	5,76%
	ППФ ЦКБ Сила	1,89%	12,83%	6,13%	8,91%
	ППФ Лукойл Гарант	1,48%	2,07%	5,02%	8,24%
	ППФ Бъдеще	3,95%	4,63%	5,81%	8,99%
	ППФ Топлина			16,20%	4,57%
Универсални пенсионни фондове	УПФ Доверие	3,75%	1,27%	3,93%	5,21%
	УПФ Съгласие	3,29%	3,89%	6,07%	7,74%
	УПФ ДСК Родина	1,00%	1,33%	4,32%	4,85%
	УПФ Алианц България	1,10%	1,63%	4,03%	5,58%
	УПФ Ай Ен Джи	1,94%	1,53%	3,89%	5,77%
	УПФ ЦКБ Сила	1,21%	13,17%	6,03%	7,85%
	УПФ Лукойл Гарант	1,47%	1,97%	4,92%	6,93%
	УПФ Бъдеще	4,01%	2,83%	5,68%	9,73%
	УПФ Топлина			16,72%	4,85%

Източник: собствени изчисления

Приложение 7

Коефициент на Шарп за фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България

		2005	2006	2007	2008
Доброволни пенсионни фондове	ПОК "Доверие" АД	1,79	3,20	2,52	-3,72
	ПОК "Съгласие" АД	2,29	3,24	1,69	-2,57
	ПОК "ДСК - Родина" АД	4,37	4,22	3,02	-4,46
	ПОД "Алианц България" АД	3,75	1,78	3,11	-4,33
	"АЙ ЕН ДЖИ ПОД" ЕАД	3,66	3,82	3,19	-4,03
	ПОАД "ЦКБ - Сила" АД	2,86	1,28	2,76	-2,77
	ПОД "Лукойл Гарант - България" АД	6,50	1,18	2,92	-3,08
	"ДЗИ-" АД	2,66	1,89	3,55	-3,68
	ПОД "Топлина" АД				-5,13
Професионални пенсионни фондове	ПОК "Доверие" АД	2,63	2,72	2,17	-4,17
	ПОК "Съгласие" АД	2,07	3,31	2,02	-3,29
	ПОК "ДСК - Родина" АД	4,23	3,46	3,05	-4,41
	ПОД "Алианц България" АД	5,97	0,86	2,76	-4,56
	"АЙ ЕН ДЖИ ПОД" ЕАД	3,12	3,12	3,21	-4,08
	ПОАД "ЦКБ - Сила" АД	2,31	1,11	1,66	-2,54
	ПОД "Лукойл Гарант - България" АД	5,37	0,19	3,37	-3,54
	"ДЗИ-" АД	1,47	1,48	2,99	-3,74
	ПОД "Топлина" АД				-4,79
Универсални пенсионни фондове	ПОК "Доверие" АД	1,35	2,69	2,45	-4,32
	ПОК "Съгласие" АД	1,85	3,16	1,89	-3,67
	ПОК "ДСК - Родина" АД	4,71	3,29	3,20	-4,43
	ПОД "Алианц България" АД	5,04	0,55	2,94	-4,59
	"АЙ ЕН ДЖИ ПОД" ЕАД	3,16	2,85	3,13	-3,78
	ПОАД "ЦКБ - Сила" АД	3,95	1,22	1,56	-2,91
	ПОД "Лукойл Гарант - България" АД	5,61	0,81	4,28	-3,76
	"ДЗИ-" АД	2,01	1,61	3,04	-3,41
	ПОД "ТОПЛИНА" АД				-4,78

Източник: собствени изчисления

Приложение 8

Исторически VaR за фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България

		95% VaR за двуго- дишен период на месечна база	95% VaR за триго- дишен период на ме- сечна база	95% VaR за период от датата на изчисление на дяловете до момента на месечна база	99% VaR за двугодишен период на месечна база	99% VaR за тригодишен период на месечна база	99% VaR за период от датата на изчисление на дяловете до момента на месечна база
Доброволни пенсионни фондове	"Доверие" АД	-3,02%	-2,57%	-2,04%	-6,72%	-5,64%	-4,75%
	"Съгласие" АД	-5,26%	-4,64%	-3,55%	-9,67%	-8,30%	-7,18%
	ДСК - Родина АД	-3,04%	-2,50%	-1,70%	-5,17%	-4,94%	-3,97%
	"Алианц България" АД	-2,95%	-2,24%	-1,74%	-6,21%	-5,53%	-4,77%
	"АЙ ЕН ДЖИ " ЕАД	-3,06%	-2,41%	-1,82%	-6,18%	-5,51%	-4,16%
	ПОАД "ЦКБ - Сила"	-5,53%	-5,22%	-3,92%	-9,84%	-11,84%	-7,41%
	"Лукойл Гарант - АД	-4,87%	-3,91%	-2,93%	-8,61%	-8,13%	-6,32%
	"ДЗИ-" АД	-6,71%	-5,95%	-3,73%	-12,78%	-12,18%	-9,92%
	"Топлина" АД	-2,26%	-1,78%	-1,37%	-4,26%	-3,59%	-2,96%
Професионални пенсионни фондове	"Доверие" АД	-2,61%	-2,23%	-1,84%	-6,02%	-5,52%	-4,10%
	"Съгласие" АД	-3,90%	-3,33%	-2,65%	-7,67%	-7,05%	-5,61%
	ДСК - Родина АД	-2,81%	-2,29%	-1,53%	-4,79%	-4,22%	-3,71%
	"Алианц България" АД	-2,97%	-2,31%	-1,76%	-5,71%	-5,34%	-4,70%
	"АЙ ЕН ДЖИ " ЕАД	-2,61%	-2,09%	-1,61%	-5,55%	-5,32%	-3,57%
	ПОАД "ЦКБ - Сила"	-4,05%	-4,05%	-3,20%	-7,49%	-8,52%	-7,49%
	"Лукойл Гарант - АД	-3,89%	-3,34%	-2,50%	-7,33%	-6,90%	-5,93%
	"ДЗИ-" АД	-4,24%	-3,45%	-2,41%	-7,52%	-7,24%	-5,92%
	"Топлина" АД	-2,19%	-1,80%	-1,32%	-3,60%	-3,32%	-3,03%

Забележка: Данните са към 31.05.2009 г.

Източник: собствени изчисления

Приложение 8

Исторически VaR за фондовите за допълнително пенсионно осигуряване в България

(продължение и край)

		95% VaR за двуго- дишен период на месечна база	95% VaR за триго- дишен период на ме- сечна база	95% VaR за период от датата на изчисление на дяловете до момента на месечна база	99% VaR за двугодишен период на месечна база	99% VaR за тригодишен период на месечна база	99% VaR за период от датата на изчисление на дяловете до момента на месечна база
Универсални пенсионни фондове	"Доверие" АД	-2,49%	-1,91%	-1,66%	-5,17%	-4,44%	-3,68%
	"Съгласие" АД	-3,56%	-3,17%	-2,30%	-6,14%	-5,95%	-5,17%
	ДСК - Родина АД	-2,52%	-1,85%	-1,28%	-5,07%	-4,09%	-3,33%
	"Алианц България" АД	-2,63%	-2,20%	-1,61%	-5,03%	-4,80%	-4,14%
	"АЙ ЕН ДЖИ " ЕАД	-2,54%	-2,13%	-1,62%	-5,40%	-5,06%	-3,61%
	ПОАД "ЦКБ - Сила"	-3,35%	-3,60%	-2,88%	-6,92%	-8,88%	-6,95%
	"Лукойл Гарант - АД	-3,42%	-2,78%	-2,01%	-6,28%	-6,14%	-5,09%
	"ДЗИ-" АД	-4,27%	-3,42%	-2,53%	-8,16%	-6,83%	-6,05%
	"Топлина" АД	-2,24%	-1,86%	-1,41%	-3,73%	-3,45%	-2,83%

Забележка: Данните са към 31.05.2009 г.**Източник:** собствени изчисления

Приложение 9

CVaR за фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България

		95% CVaR – двугодишен период	95% CVaR – тригодишен период	99% CVaR – двугодишен период	99% CVaR – тригодишен период
Доброволни пенсионни фондове	ПОК "Доверие" АД	-5.01%	-4.43%	-8.29%	-7.55%
	ПОК "Съгласие" АД	-8.14%	-7.35%	-13.01%	-11.08%
	ПОК "ДСК - Родина" АД	-4.67%	-4.22%	-6.52%	-6.38%
	ПОД "Алианс България" АД	-5.03%	-4.04%	-7.77%	-7.08%
	"АЙ ЕН ДЖИ ПОД" ЕАД	-4.97%	-4.13%	-7.79%	-7.53%
	ПОАД "ЦКБ - Сила" АД	-8.19%	-8.35%	-13.49%	-15.20%
	ПОД "Лукойл Гарант - България" АД	-7.37%	-6.40%	-10.26%	-10.03%
	"ДЗИ-" АД	-10.55%	-10.13%	-16.39%	-16.03%
Професионални пенсионни фондове	ПОД "Топлина" АД	-3.51%	-2.94%	-5.33%	-4.55%
	ПОК "Доверие" АД	-4.34%	-3.85%	-7.83%	-7.36%
	ПОК "Съгласие" АД	-6.08%	-5.35%	-9.45%	-9.32%
	ПОК "ДСК - Родина" АД	-4.44%	-3.93%	-6.65%	-5.61%
	ПОД "Алианс България" АД	-5.00%	-4.03%	-6.90%	-6.78%
	"АЙ ЕН ДЖИ ПОД" ЕАД	-4.26%	-3.58%	-7.15%	-6.93%
	ПОАД "ЦКБ - Сила" АД	-6.07%	-6.90%	-9.74%	-12.37%
	ПОД "Лукойл Гарант - България" АД	-5.88%	-5.40%	-8.78%	-8.63%
Универсални пенсионни фондове	"ДЗИ-" АД	-6.65%	-5.98%	-9.86%	-9.07%
	ПОД "Топлина" АД	-3.29%	-3.02%	-4.39%	-4.12%
	ПОК "Доверие" АД	-4.04%	-3.31%	-6.65%	-6.17%
	ПОК "Съгласие" АД	-5.51%	-5.15%	-7.74%	-7.64%
	ПОК "ДСК - Родина" АД	-4.23%	-3.42%	-6.74%	-5.73%
	ПОД "Алианс България" АД	-4.28%	-3.85%	-6.14%	-6.03%
	"АЙ ЕН ДЖИ ПОД" ЕАД	-4.13%	-3.56%	-6.58%	-6.42%
	ПОАД "ЦКБ - Сила" АД	-5.29%	-6.67%	-8.38%	-13.10%
	ПОД "Лукойл Гарант - България" АД	-5.59%	-4.79%	-7.65%	-7.53%
	"ДЗИ-" АД	-6.72%	-5.88%	-9.69%	-8.62%
	ПОД "Топлина" АД	-3.31%	-2.94%	-4.96%	-4.62%

Забележка: Данните са към 31.05.2009 г.**Източник:** собствени изчисления

БИБЛИОГРАФИЯ

1. Кодекс за социално осигуряване
2. Llewellyn H. Rockwell, Jr., „Freddie, Fannie, And The Curse of the FDR”, (2008)
3. Shostak, F., “Housing Bubble: Myth or Reality?”, (2003)
4. Rockwell, L., “Don't Bail Them Out”, (2008)
5. Murphy, R., “Did the Fed Cause the Housing Bubble?”, (2008)
6. Greenspan, A., “Federal Reserve Board's semiannual Monetary Policy Report to the Congress” (2005)
7. Bernanke, B., “The Global Savings Glut and The US Current Account Deficit”, (2005)
8. Blake, D., “Financial System Requirements for Successful Pension Reform”, (2003)
9. Taylor, B., “Ten lessons for the Twenty-first Century Investor”
10. Blake, D., “Financial System Requirements for Successful Pension Reform”, (2003)
11. Davis, E. Philip, “Pension Fund Management and International Investment – A Global Perspective”, Brunel University, UK, (2002)
12. Queisser, M., “Regulation and supervision of pension funds”, (1998)
13. Davis, E.P., “Prudent person rule” Standard for the Investment of Pension Fund Assets”, (2002)
14. www.fsc.bg
15. www.bnb.bg
16. www.federalreserve.gov
17. www.investopedia.com
18. www.bse-sofia.bg
19. www.nsi.bg
20. www.finance.yahoo.com

**ВЛИЯНИЕ НА СВЕТОВНАТА ИКОНОМИЧЕСКА КРИЗА
ВЪРХУ ДЕЙНОСТТА НА ФОНДОВЕТЕ ЗА ДОПЪЛНИТЕЛНО
ПЕНСИОННО ОСИГУРЯВАНЕ В БЪЛГАРИЯ****Резюме:**

Студията има за цел да представи начинът, по който световната финансова криза засегна институциите за допълнително пенсионно осигуряване (ДПО) в България. Българската икономика е малка и отворена. Тя не можеше да остане изолирана от кризисните процеси, протичащи в Европа и света. Зависимостта ѝ от обема на чуждестранните инвестиции и европейския пазар на стоки и услуги предопредели изпадането ѝ в рецесия. Острият спад на цените на финансови активи, покачващите се лихвени проценти и затрудненото финансово положение на редица фирми оказаха своя негативен ефект върху дружествата за ДПО. Дългосрочният хоризонт на инвестициите на пенсионните фондове от втория стълб дава възможност на пенсионните компании да изчакат и в следващите години да възстановят загубените средства. Доброволните пенсионни фондове обаче загубиха средства, които трудно ще могат да възстановят на лицата, чието пенсиониране наближава. Мерките по управление на риска ще играят все по-важна роля при институциите за допълнително пенсионно осигуряване. Внимателното подбиране на финансови инструменти и доброто диверсифициране на портфейла ще бъдат от съществено значение през следващите години.

**THE INFLUENCE OF THE WORLD ECONOMIC CRISIS
ON THE PENSION FUNDS IN BULGARIA.****Abstract:**

This paper aims to show how the World financial crisis affected the institutions for additional pension insurance in Bulgaria. The Bulgarian economy is small and open so that it was not possible to stay isolated by the crisis which escalated in Europe and the whole World. The recession of the Bulgarian economy was predetermined by its dependency from the foreign investments and the European export market. The sharp decline of the financial asset prices, the rise of the interest rates and the financial difficulties of many enterprises had a negative impact on the Bulgarian pension funds. The long-term investment horizon of the pension funds from the second pillar will give them an opportunity to recover their losses. The voluntary pension funds from the third pillar, however, realized losses which will be hard to recoup in the next few years when some people are going to retire. Risk management measures will play more and more important role for the institutions for additional pension insurance in Bulgaria. Careful financial instrument selection and diversification will be crucial in the following years.