



РЕЦЕНЗИЯ

От: Професор, доктор Даниела Николова Бобева-Филипова
Институт за икономически изследвания при БАН;
Научна специалност: 3.8 Икономика

Относно: Дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен **„доктор“** по *научна специалност* в УНСС.

Основание за представяне на рецензията: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед №466/12.02.2024 г. на Заместник-Ректора на УНСС.

Автор на дисертационния труд: Сергей Цветанов Борисов

Тема на дисертационния труд: АНАЛИЗ НА ВРЪЗКАТА МЕЖДУ ЛИХВЕНИТЕ ПРОЦЕНТИ ПО ИПОТЕЧНИ КРЕДИТИ И ИЗМЕНЕНИЕТО В ЦЕНИТЕ НА ЖИЛИЩНИТЕ ИМОТИ (ПО ПРИМЕРА НА БЪЛГАРИЯ)

1. Информация за дисертанта

Дисертантът се е обучавал по докторска програма към катедра „Финанси на УНСС по научна специалност 3.8 Икономика., научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“, съгласно Заповед на Ректора на УНСС № 604/22.03.2019 г.

Обучението е осъществено в задочна форма през периода 28.02.2019 до 28.02.2024 г.

Докторантът определено има интерес, научен и практически опит в областта на финансите и най-вече амбиция да задълбочи и разшири знанията си и тяхното прилагане в практиката. Авторът израства академично в УНСС в катедра „Финанси“, където след успешно завършване на обучението в бакалавърската степен продължава в две магистърски програми в УНСС и катедрата, които също завършва успешно, а включването му в докторската програма е естествено продължение на академичните му интереси.

Темата и съдържанието на дисертационния труд са свързани и с практическата

дейност на автора и натрупания опит в три различни банки. Не случайно анализът в дисертационния труд съчетава макро- подхода с микро- подхода на ниво отделна банка, което може да бъде постигнато от автор с богат практически опит.

Доколкото ми е известно докторантът е изпълнявал заложените в индивидуалния учебен план дейности в съответствие със заложената времева рамка. Задължителните изпити са положени в рамките на предварително зададения срок.

Дисертантът е представил всички необходими документи за извършване на цялостна оценка на дисертационния труд и свързаните изисквания за предоставяне на научната степен.

2. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Научното изследване е посветено на колкото актуална, толкова и важна тема с голям научно-приложен заряд. Авторът е извел актуалността от револвиращите кризи през изследвания период и свързаната с тях висока динамика на българския пазар. Търсенето на връзка между имотния пазар и пазара на жилищни кредити не е нова тема, но в условията на разнопосочната обусловеност на застъпващи се турбуленции и на двата пазара, обяснява интереса на автора както и на една широка академична общност към темата.

По отношение на важността на темата, освен посочените от автора аргументи, биха могли да се добавят и тези, свързани с тревогите на централните банки, на Европейския съвет за системен риск и Българската народна банка, за нарастващия риск за банковата система от кредитния растеж в сегмента на жилищните кредити. Изводите и препоръките на такова изследване могат да допринесат за политиките за обуздаване на прекомерния растеж на жилищните кредити.

Дисертационното изследване, състоящо се от 265 страници, е логически подредено в четири глави, които следват вътрешната логика на проблематиката и на научната дискусия. Спецификата на темата е наложила използването на един доста богат емпиричен материал, ранжиран в 48 фигури и 53 таблици, който се използва за аргументация и илюстрация на авторовите тези.

В дисертационния труд са използвани 120 източника. Докторантът отлично познава литературата по темата, както и използваните от различните автори методологии. Прави впечатление, че е представена дискусията по темата не само в чуждестранната, но и в българската литература, която отчита спецификата на българския пазар на жилища и пазара на жилищни кредити, както и специфичния паричен режим.

Обектът и предметът са ясно дефинирани и разграничени. Основната теза е формулирана на базата на детайлното изследване на научната дискусия и идентифицираните основни фактори, които определят изследваната взаимовръзка в различни страни и различни исторически периоди. Би могло да се уточни защо тезата се валидира само в „дългосрочен план“. Добър избор е направен със сравнението на

взаимовръзката в България с тази в сходни страни, както и на равнище региони. Съчетанието на тези подходи е уникално в литературата и заслужава висок оценка.

По отношение на избраната методология, тя е представена с един доста дълъг списък от общонаучни и специфични за проблематиката методи и инструменти.

Използваните данни са от публично достъпни надеждни източници, което допринася за кредитбилността на количественото измерване на изследваните взаимовръзки. Избраният период на изследване е от 2011г. до 2022 г. Въпреки, че е наситен със събития, които поставят на тест взаимовръзката между лихвите по кредитите и цените на жилищните имоти, той би могъл да се разшири включвайки периода преди и по време на финансовата криза, което би добавило стойност на анализа на взаимовръзките.

Изложението е доминирано от анализа на данни и измерване на взаимовръзки и тенденции, но този уклон към количествените пред качествените методи на изследване подсилва обективността на изследването и надеждността на резултатите.

3. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати

Поставените задачи са изцяло постигнати като в някои части изследването дори надхвърля поставените задачи.

Избраният подход на анализ на литературата има известни приноси моменти – по този начин се идентифицират факторите, които след това се тестват в разработения собствен модел.

Използването на историческия подход дава също добри резултати най-вече в няколкото периодизации на развитието на пазара на жилищни кредити и пазара на недвижимите имоти. Авторът определено има усет към детайлизацията изследвайки тенденциите и спецификите на годишна база. Несъмнен принос е детайлният анализ на влиянието и ефекта на COVID – 19 върху имотния пазар, лихвите и кредитната дейност, който подсказва, че кризи от такъв характер не само, че имат незабавен ефект върху тези пазари, но не променят взаимовръзката между лихвите и цените на имотите, а от друга страна, че тези пазари имат непоколебимата способност много бързо да се възстановяват.

Използването на количествени методи в анализа и оценката на силата и посоките на връзките дава добра основа за задълбочаване на качествения анализ, както и за предвиждане на бъдещи тенденции.

Един от най-важните резултати от изследването е откритата и доказана резистентност на връзката между изследваните пазари включително при изобилните външни шокове през последните години, при различни страни с различни монетарни режими, макроикономически фактори и т.н. Дори и в страни, в които централните банки нямат

традиционните монетарни инструменти като България, лихвите по жилищните кредити оказват съществено обратно влияние върху цените на имотите. Този извод има важно значение за очертаване на тенденциите в бъдеще и прогнозиране на динамиката на пазара на имотите и навигиране на очакванията за пазара на недвижимите имоти.

Интересен резултат, който се нуждае от повече обяснение е измерената взаимовръзка на лихвите по ипотечните кредити и цените на имотите в два региона, които са крайбрежни и туристически – Варна, където 75,1% от изменението на продажните цени на жилищните имоти, може да бъде обяснена с вариацията на лихвените проценти по новоотпуснати жилищни кредити и Бургас, където 79,4% от изменението на продажните цени на жилищните имоти, може да бъде обяснена с вариацията на лихвените проценти по новоотпуснати жилищни кредити. За сравнение в София този показател е значително по-голям – 82.7%. В това отношение закупуването на жилищни и ваканционни имоти от чужденци по крайбрежието, чието финансиране не е свързано с кредитната активност в България, дава отражение в една по-слаба връзка.

4. Оценка на научните и научно-приложни приноси

Приносните моменти са формулирани нетрадиционно в увода на дисертационния труд. Считаю, че приносните моменти са значими както в научната област така и в приложната.

Те биха могли да бъдат по-прецизно формулирани и фокусирани.

Считаю, че следните приноси биха могли да се открият и добавят към тези на автора:

- Разработена иновативна методология на изследване на взаимовръзката между лихвените проценти на ипотечните кредити и цените на жилищните имоти. Иновативността е в синергията между макро- анализа с анализ на равнище региони и международно сравнение;
- Формулирана на периодизация на взаимовръзката в периоди на револвиращи кризи;
- Идентифицирани са общии тенденции на взаимовръзката между лихвите по жилищните кредити и цените на жилищата в България и четири страни от ЕС извън еврозоната, което дава възможност да се оцени ролята на самостоятелната парична политика във връзка с очакваното присъединяване към еврозоната;
- Дадено е цялостно определение на смисъла и ефекта от това, че лихвите влияят обратно на цените на имотите, което съдържа огромен приложен потенциал при формирането на фирмените и лични финанси и вземането на решения за закупуване на недвижими имоти.

5. Оценка на публикациите по дисертацията

Докторантът е представил четири публикации, които са свързани с темата на дисертационния труд и представят някои от авторските виждания по тази тема.

- Доклад на тема „Анализ на пазара на жилищни кредити и цените на жилищните имоти в България. Влияние на COVID 19”, XVI международна научна конференция на младите учени на тема „Икономиката на България и Европейския съюз: Предизвикателството COVID-19”, Сборник с доклади, стр.178
- Доклад на тема „Влияние на КОВИД кризата върху пазара на жилищни кредити в България. последици, възстановяване и развитие на пазара“, Тринадесета научно-приложна конференция „Инвестиции в бъдещето (IF2021)“, 08.10.2021 г. организирана от НТС Варна, ИУ – Варна, стр.158
- „Environmental, Social and Governance (ESG) challenges confronted by the banks“, VANGUARD SCIENTIFIC INSTRUMENTS IN MANAGEMENT, vol. 18, no. 1, 2022, ISSN 1314-0582
- „Промени ли пандемията от COVID-19 влиянието на лихвените проценти върху търсенето на потребителски кредити ?“, списание Социално-икономически анализи, 2023 / Том 15 / Брой 1, стр.104

Заглавията на представените публикации са доста амбициозни и надхвърлят съдържанието и научната аргументация, изложена в тях, но те са публикувани в академични издания и отговарят на изискванията за научни публикации.

Надхвърлени са формалните критерии за наличността на научните публикации.

6. Оценка на автореферата

Авторефератът отговаря на изискванията.

7. Критични бележки, препоръки и въпроси

Критични бележки:

- Заглавието на първа глава „Диалектически анализ“ насочва читателя към друг тип анализ, който в тази глава е доста далеч от разбирането на диалектическия анализ. Това елегантно предизвикателство на заглавието, което се опълчва срещу асоциацията за „диалектическия материализъм“, би трябвало да се реализира ако се представят като разгръщане и примиряване на противоположни твърдения – теза и антитеза, които за съжаление не откриваме в прегледа на литературата и

анализа в първа глава. В тази глава се търсят по-скоро общите виждания и консенсуса относно взаимовръзката на изследваните процеси и не откриваме противоположни тези въпреки широкото многообразие на автори, страни, периоди и икономически школи;

- Публикациите на автора биха могли да бъдат по-задълбочени и да представят по-добре мащабното и задълбочено изследване в дисертационния труд;
- Продължавам да мисля, че 12 годишният период на изследване би могъл да се разшири за да обхване по-пълно целия икономически и лихвен цикъл от преди глобалната финансова криза;
- Методологията би могла да се представи по-систематично като се интегрират изброените множество методи.

Въпроси

Какво означава установеното сходство на посоката и силата на връзката между изследваните променливи в България и другите 5 страни? Означава ли това, че специфичният монетарен режим не оказва въздействие върху тенденциите на лихвите по жилищните кредити и взаимовръзката ?

Какво би очаквал авторът като резултат, ако в периода на изследване и на модела се включат петте години предшестващи 2011 година – период на бурен възход и срив на двата пазара – на жилищни имоти и на кредити?

Традиционно в литературата, посветена на пазара на недвижимите имоти, се изследва ролята на демографските фактори и наситеността с имоти, доколкото те са решаващи за търсенето на имоти и кредити? Повечето цитирани автори също изследват ролята на тези фактори. Какво е мнението на автора за спецификата на тези фактори в България?

Препоръки:

Препоръчвам на автора в бъдещата си академична работа да разшири качествения анализ на резултатите от количествения.

Препоръчвам на автора да разшири изследването си с използването на ГПР. Данните показват интересна динамика, която ако се оцени и измери може да се сравни с тази на лихвите.

8. Заключение

Дисертационният труд съдържа както научни, така и научно-приложни и приложни резултати, които представляват оригинален принос в науката и отговарят на всички изисквания на Закона за развитие на академичния състав в Република България (ЗРАСРБ)“. Представените документи и тяхната оценка показва, че докторантът Сергей Цветанов Борисов притежава задълбочени теоретични знания и професионални умения по посочената научна специалност като демонстрира качества и умения за самостоятелно провеждане на научно изследване с всички реквизити на качествения и количествен анализ.

Поради гореизложеното, убедено давам своята положителна оценка за проведеното изследване, представено от оценените по-горе дисертационен труд, автореферат, публикации, постигнати резултати и приноси. Предлагам на почитаемото научно жури да присъди образователната и научна степен „доктор“ на Сергей Цветанов Борисов в област 3.8 Икономика., научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“.

Дата 12 април 2024 г. София

Подпис:



Reference

By: Professor, Doctor Daniela Nikolova Bobeva-Filipova

Institute for Economic Research at BAS;

Scientific specialty: 3.8 Economics

Subject: Dissertation work for the award of the educational and scientific degree "doctor" in a scientific specialty at UNSS.

Reason for presenting the review: participation in the composition of the scientific jury for the defense of the dissertation according to Order No. 466/12.02.2024 of the Deputy Rector of the UNSS.

1. Information about the dissertation student

The dissertation student was trained in a doctoral program at the Department of "Finance of the UNSS in the scientific area 3.8 Economics., scientific specialty "Finance, money circulation, credit and insurance", according to the Order of the Rector of the UNSS No. 604/22.03.2019.

The training was carried out in correspondence form during the period 28.02.2019 to 28.02. 2024.

The PhD student definitely has an interest, scientific and practical experience in the field of finance and, above all, an ambition to deepen and expand his knowledge and its application in practice. The author grew academically at UNSS in the Department of Finance, where after successfully completing his bachelor's degree, he continued in two master's programs at UNSS and the department, which he also successfully completed, and his inclusion in the doctoral program was a natural extension of his academic interests.

The topic and content of the dissertation work are also related to the author's practical work and accumulated experience in three different banks. It is not by chance that the analysis in the dissertation combines the macro-approach with the micro-approach at the level of an individual bank, which can be achieved by an author with extensive practical experience.

As far as I know, the doctoral student has carried out the activities set out in the individual study plan in accordance with the set time frame. Mandatory exams are passed within the predetermined time limit.

The dissertation student has submitted all the necessary documents for a comprehensive evaluation of the dissertation work and the related requirements for the award of the scientific degree.

2. General overview of proposed dissertation

The scientific research is dedicated to a topical as well as an important topic with a great scientific and applied charge. The author has derived the relevance of the revolving crises during the studied period and the related high dynamics of the Bulgarian market. The search for a connection between the real estate market and the home loan market is not a new topic, but in the conditions of the multidirectional conditioning of overlapping turbulences in both markets, explains the interest of the author as well as a wide academic community to the topic.

Regarding the importance of the topic, in addition to the arguments mentioned by the author, one could also add those related to the concerns of the central banks, the European Systemic Risk Board and the Bulgarian National Bank, about the increasing risk to the banking system from credit growth in the segment of housing loans. The findings and recommendations of such research can contribute to policies to curb the excessive growth of housing loans.

The dissertation study, consisting of 265 pages, is logically arranged in four chapters that follow the internal logic of the problem and the scientific discussion. The specificity of the topic has necessitated the use of a rather rich empirical material, arranged in 48 figures and 53 tables, which is used for argumentation and illustration of the author's theses.

120 sources are used in the dissertation work. The doctoral student has an excellent knowledge of the literature on the subject, as well as the methodologies used by the various authors. It is noteworthy that the discussion on the subject is presented not only in the foreign but also in the Bulgarian literature, which takes into account the specifics of the Bulgarian housing market and the market of housing loans, as well as the specific monetary regime.

Object and subject are clearly defined and distinguished. The main thesis is formulated on the basis of the detailed study of the scientific discussion and the identified main factors that determine the investigated relationship in different countries and different historical periods. It could be clarified why the thesis is validated only in the "long term". A good choice was made by comparing the relationship in Bulgaria with that in similar countries, as well as at the regional level. The combination of these approaches is unique in the literature and deserves high praise.

Regarding the chosen methodology, it is presented with a rather long list of general scientific and problem-specific methods and tools.

The data used are from publicly available reliable sources, which contributes to the credibility of the quantitative measurement of the investigated relationships. The selected research period is from 2011. to 2022. Although it is saturated with events that test the relationship between lending rates and house prices, it could be extended to include the period before and during the financial crisis, which would add value to the analysis of the interrelationships.

The exposition is dominated by the analysis of data and the measurement of interrelationships and trends, but this bias towards quantitative over qualitative research methods reinforces the objectivity of the research and the reliability of the results.

3. Evaluation of scientific and applied results

The set tasks were fully achieved, and in some parts the research even exceeded the set tasks.

The chosen approach of literature analysis has certain contribution points – in this way the factors are identified which are then tested in the developed own model.

The use of the historical approach also gives good results especially in the several periodizations of the development of the housing loan market and the real estate market. The author definitely has a flair for detail, exploring trends and specifics on an annual basis. An undoubted contribution is the detailed analysis of the impact and effect of COVID - 19 on the real estate market, interest rates and credit activity, which suggests that crises of this nature not only have an immediate effect on these markets, but do not change the interrelationship between interest rates and prices of properties, and on the other hand, that these markets have the unwavering ability to recover very quickly.

The use of quantitative methods in the analysis and assessment of the strength and direction of the relationships provides a good basis for deepening the qualitative analysis as well as for predicting future trends.

One of the most important results of the research is the discovered and proven resistance of the relationship between the studied markets, including during the abundant external shocks in recent years, in different countries with different monetary regimes, macroeconomic factors, etc. Even in countries where central banks do not have traditional monetary instruments, such as Bulgaria, mortgage interest rates have a significant negative impact on property prices. This finding is important for charting future trends and predicting real estate market dynamics and navigating real estate market expectations.

An interesting result that needs more explanation is the measured relationship between mortgage interest rates and property prices in two regions that are coastal and touristic -

Varna, where 75.1% of the change in residential property sales prices can be explained by the variation of interest rates on newly granted housing loans and Burgas, where 79.4% of the change in the sale prices of residential properties can be explained by the variation of the interest rates on newly granted housing loans. For comparison, in Sofia this indicator is significantly higher - 82.7%. In this regard, the purchase of residential and vacation properties by foreigners on the coast, whose financing is not related to credit activity in Bulgaria, reflects a weaker connection.

4. Estimation of scientific and applied contributions

The points of contribution are formulated unconventionally in the introduction of the dissertation work. I believe that the contributing moments are significant both in the scientific field and in the applied field.

They could be more precisely worded and focused.

I believe that the following contributions could stand out and add to those of the author:

- Developed an innovative methodology for researching the relationship between mortgage interest rates and residential property prices. The innovation is in the synergy between the macro-analysis with regional level analysis and international comparison;
- Formulated a periodization of the relationship in periods of revolving crises;
- General trends of the interrelationship between interest rates on housing loans and house prices in Bulgaria and four EU countries outside the eurozone have been identified, which makes it possible to assess the role of independent monetary policy in relation to the expected accession to the eurozone;
- A comprehensive definition of the meaning and effect of interest rates inversely influencing real estate prices is given, which holds enormous applied potential in shaping corporate and personal finances and making real estate purchase decisions

5. Assessment of the publications

The doctoral student has presented four publications that are related to the topic of the dissertation work and present some of the author's views on this topic.

- Report on the topic "Analysis of the housing loan market and the prices of residential properties in Bulgaria. Impact of COVID 19", XVI International scientific conference of young scientists on the topic "Economy of Bulgaria and the European Union: The Challenge of COVID-19", Proceedings, page 178

- Report on the topic "Impact of the COVID-19 crisis on the housing market

- credits in Bulgaria. consequences, recovery and market development'
Thirteenth scientific and applied conference "Investments in the future
(IF2021)", 08.10.2021, organized by NTS Varna, IU - Varna, p.158
- „Environmental, Social and Governance (ESG) challenges confronted by the
banks“, VANGUARD SCIENTIFIC INSTRUMENTS IN MANAGEMENT,
vol. 18, no. 1, 2022, ISSN 1314-0582
 - “Has the COVID-19 pandemic changed the impact of interest rates
on the demand for consumer loans?“, magazine Social-
economic analyses, 2023 / Volume 15 / Issue 1, p.104

The titles of the submitted publications are quite ambitious and go beyond the content and scientific argumentation presented in them, but they are published in academic journals and meet the requirements for scientific publications.

The formal criteria for the availability of scientific publications have been exceeded.

6. Evaluation of the summary

The summary is prepared according to the standards

7. Criticisms, recommendations and questions

Critical points:

- The title of the first chapter “Dialectical Analysis” directs the reader to another type of analysis, which in this chapter is quite far from the understanding of dialectical analysis. This elegant challenge of the title, which rails against the association of "dialectical materialism", should be realized if they are presented as a deployment and reconciliation of opposing claims - thesis and antithesis, which unfortunately we do not find in the literature review and analysis in the first head. In this chapter, the general views and the consensus regarding the interrelationship of the studied processes are sought, and we do not find opposing theses despite the wide variety of authors, countries, periods and economic schools;
- The author's publications could be more thorough and better represent the large-scale and in-depth research in the dissertation;
- I continue to think that the 12-year study period could be extended to more fully cover the entire economic and interest rate cycle from before the global financial crisis;
- The methodology could be presented more systematically by integrating the multiple methods listed.

Questions

What does the established similarity of the direction and strength of the relationship between the studied variables in Bulgaria and the other 5 countries mean? Does this mean that the specific monetary regime has no impact on trends in housing loan interest rates and the relationship?

What would the author expect as a result if the five years prior to 2011 were included in the research period and the model - a period of violent rise and fall of both markets - of residential properties and of loans?

Traditionally, the literature on the real estate market has examined the role of demographic factors and property saturation as determinants of property and credit demand? Most cited authors also investigate the role of these factors. What is the author's opinion about the specificity of these factors in Bulgaria?

Recommendations:

I recommend the author in his future academic work to expand the qualitative analysis of the results from the quantitative one.

I recommend the author to extend his research with the use of APR. The data shows an interesting dynamic which, if evaluated and measured, can be compared to that of interest rates.

8. Conclusion

The dissertation contains both scientific and scientific-applied and applied results, which represent an original contribution to science and meet all the requirements of the Law on the Development of the Academic Staff in the Republic of Bulgaria (ZRASRB)". The presented documents and their evaluation show that the doctoral student Sergey Tsvetanov Borisov possesses in-depth theoretical knowledge and professional skills in the specified scientific specialty, demonstrating qualities and skills for independent conduct of scientific research with all the requisites of qualitative and quantitative analysis.

Due to the above, I confidently give my positive assessment of the conducted research, presented by the above-evaluated dissertation work, abstract, publications, achieved results and contributions. I propose to the honorable scientific jury to award the educational and scientific degree "doctor" to Sergey Tsvetanov Borisov in the field 3.8 Economics., scientific specialty "Finance, money circulation, credit and insurance".

April 12th Sofia

Signature :