



## СТ А Н О В И Щ Е

От: *доц. д-р Гургана Илиева Михайлова-Борисова, Университет за национално и световно стопанство;*

*Научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“*

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“ по научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“ в 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)*

Научен ръководител: *доц. д-р Ирина Казанджиева*

**Основание** за представяне на становището: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед № 466/21.02.2024 г. на Заместник-Ректора по научноизследователска дейност и международно сътрудничество на УНСС.

### **1. Информация за дисертанта**

*Докторантът се е обучавал по докторска програма към катедра „Финанси“, факултет „Финансово-счетоводен“ на УНСС по научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“. Обучението е осъществено в задочна форма на обучение.*

*Сергей Борисов е придобил бакалавърска и магистърска степен по специалност „Финанси“ при катедра „Финанси“ на УНСС, както и магистърска степен по специалност „Одитинг“ в същия университет. От февруари 2019 година се обучава по докторската програма „Финанси, парично обучение, кредит и застраховка“ в катедра „Финанси“ при УНСС.*

*Докторантът има широк практически опит в редица банки като е*

заемал различни позиции, както експертни, така и ръководни. В настоящия момент е експерт в отдел „Кредитиране“ на ТЕ-ДЖЕ ЗИРААТ БАНК, която заема от юни 2018 година. Счита, че опитът в банковата сфера му е бил полезен при разработването на дисертационния му труд.

## **2. Обща характеристика на представения дисертационен труд**

Дисертационният труд е посветен на анализ на динамиката на ипотечните кредити в България и на представянето на пазара на жилищни имоти в страната. Темата е много актуална, тъй като пазарът на недвижими имоти е много динамичен, повлиян в голяма степен от икономическото развитие на страната, доходите в икономиката, инфлацията, лихвените проценти по кредитите и други фактори.

През последните две години се наблюдава отново по-голяма интензивност на взетите ипотечни кредити и по-съществен ръст на търсенето на имоти, след поредица от години на по-забавено развитие, което изисква и внимателното и прецизно анализиране на това дали съществува връзка между динамиката на лихвените равнища по ипотечните кредити и търсенето на недвижими имоти.

Дисертационният труд е с обем от 265 страници като същинската част е с обем 223 страници. Структурата на труда е увод, четири глави, заключение, списък с използваната литература и приложения. Оформени са списък на таблиците и списък на фигурите в дисертационния труд.

В уводната част са определени обекта, предмета, целта и задачите на дисертационния труд. Посоченият **обект** на изследване в дисертационния труд е «банковите институции в България, като фокусът е поставен върху кредитната им дейност, и в частност отпускането на жилищни кредити на домакинствата, разгледано за дванадесетгодишен период от време, който обхваща различни фази на икономическия цикъл», а **предметът** на изследване е «измененията на лихвените проценти по жилищните кредити, отпуснати в национална валута, промените в обемите на кредитите за покупка на жилищни имоти, активността на пазара на жилищни кредити (с акцент върху пазара в София и големите областни градове), флукуациите на цените на жилищните имоти и връзката им с измененията на лихвените проценти по жилищните кредити».

*Тезата на дисертационния труд е: “в дългосрочен план в България съществува връзка между измененията на нивата на лихвените проценти по отпуснати жилищни кредити, индекса на разходите за строителство, БВП на глава от населението, заетостта и измененията на цените на жилищните имоти”.*

*В глава първа „Диалектически анализ на теоретичните възгледи по отношение на жилищното кредитиране и пазара на жилищни имоти“ докторантът се спира на основни понятия, които се използват по-нататък в дисертационния труд като недвижим имот, пазарна цена на недвижим имот, подходи за извеждане на пазарната оценка на недвижимите имоти. Изведени са редица фактори, от които зависят цените на недвижимите имоти като се изследва какво е постигнато от други изследователи в тази област. Обособени са макроикономически фактори, пазарни фактори, географски и урбанистични фактори. Представени са изследвания, в които се работи по оценка на влиянието на лихвените проценти по ипотечните кредити върху пазара на недвижими имоти.*

*Във втората глава „Пазар на жилищни кредити в България – структура, съдържание, регулации и рискове“ се изследва пазара на жилищните кредити в България като са изведени основните тенденции, наблюдавани през анализирания период 2011-2022 година. Представена и анализирана е динамиката на лихвените проценти по ипотечните кредити, както и обемът на новоотпуснатите жилищни кредити.*

*В третата глава „Анализ на пазара на недвижими имоти в България“ докторантът анализира показателите, характеризиращи динамиката на пазара на недвижими имоти в България, като се набляга на анализ на броя на продадените имоти, брой ипотекки, цени на жилищата. Анализът е направен на национално и регионално ниво.*

*В последната глава „Връзка между измененията в нивото на лихвените проценти по жилищни кредити и цената на жилищните имоти“ докторантът оценява връзката между цените на жилищните имоти и лихвените проценти по жилищните кредити. Оценени са еднофакторни модели за тази връзка, както и е изграден многофакторен модел с включването на допълнителни променливи като заетост, БВП на глава от населението, разходите за строителството. Оценен е и панелен модел с включването на данни за България, Румъния, Унгария, Чехия и Полша.*

*В заключението са систематизирани най-важните изводи, закономерности и заключения, до които достига докторантът в хода на извършения анализ.*

*В дисертационния труд докторантът използва 124 източника на информация, от които 23 източника на български език, 1 на руски език и останалите на английски език. Прави впечатление, че докторантът е успял да се запознае и с резултатите от изследванията на български автори в областта на дисертационния му труд.*

### **3. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати**

*Докторантът Сергей Борисов използва подходящи методи за изследване като сравнителен анализ, индукция, дедукция, деск рисърч анализ, както и иконометричен анализ. Приложените методи за подходящи, за да може докторантът да докаже поставената от него теза и най-вече иконометричния метод, благодарение на който оценява не само вида, но и големината на връзката между зависимата и независимите променливи.*

*Докторантът успешно достига до конкретни резултати, а именно че съществува отрицателна зависимост между лихвените нива по ипотечните кредити и цената на жилищните имоти. Той очертава определени наблюдавани тенденции по отношение на лихвените приходи на банките в България, обема на отпуснатите кредити, цените на недвижимите имоти, броя на продаваните имоти, брой новоучредени ипотекки. Получените резултати имат приложно поле, както сред банките, които предлагат ипотечните кредити, така и сред участниците на пазара на недвижими имоти.*

### **4. Оценка на научните и научно-приложни приноси**

*Докторантът посочива 6 научни и научно-приложни приноси в Справката си за научни и научно-приложни приноси. Като по-съществени бих дефинирала следните:*

- Построяване на авторови модели за оценяване на връзката между лихвените проценти по ипотечните кредити и цената на жилищните имоти като се включват и допълнителни факторни променливи за България;*
- Построяване на авторови модели за оценяване на връзката между лихвените проценти по ипотечните кредити и цената на жилищните имоти като се включват и допълнителни факторни променливи в оценяваните многофакторни модели в сходни държави като Чехия, Унгария, Полша и Румъния;*
- Оценяване на панелен модел за всичките изследвани държави, имащи сходства в икономическото развитие за целите на*

*извеждане на връзката между лихвените проценти по ипотечните кредити и цената на жилищните имоти.*

## **5. Оценка на публикациите по дисертацията**

*Сергей Борисов е представил 4 публикации, в това число два доклада и две статии. Статиите са индексирани в СЕЕОЛ. Представените публикации, са свързани с дисертационния труд и достатъчно популяризират постигнати резултати от докторанта по темата на дисертационния труд. С тях докторантът е изпълнил националните минимални изисквания по Правилника за прилагане на закона за развитието на академичния състав на Република България.*

## **6. Оценка на автореферата**

*Представеният автореферат в обем от 35 страници и вярно отразява съдържанието на дисертационния труд. Съдържа изискваните справка за научните и научно-приложните приноси, списък на публикациите, свързани с дисертационния труд, както и декларация за оригиналност.*

## **7. Критични бележки, препоръки и въпроси**

*Нямам никакви съществени критични бележки по представения дисертационен труд. Трябвало е докторантът да поработи малко повече по финалното оформление на дисертационния труд.*

*Към докторантът бих отправила следния въпрос:*

*Предвид на установените и доказани връзка между изследваните променливи в дисертационния труд считате ли, че следва по някакъв начин централната банка в България да ограничи кредитирането в конкретни сегменти? Съществуват ли определени рискове за банковата система в България или не е необходимо да се предприемат мерки на този етап?*

## **8. Заключение**

*Дисертационният труд на тема „Анализ на връзката между лихвените проценти по ипотечните кредити и изменението в цените на жилищните имоти (по примера на България)“ представлява едно актуално и качествено изследване, притежаващо своите научни и научно-приложни приноси. Предвид качествата на дисертационния труд считам, че Сергей Цветанов Борисов заслужава да му бъде дадена положителна оценка и да му се присъди образователната и научна степен „доктор“ по професионално направление 3.8 „Икономика“,*

*научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и  
застраховка“.*

12 април 2024 г.  
гр. София

Подпис: .....



## **OPINION**

From: *Assoc. Prof. Dr. Gergana Ilieva Mihaylova-Borisova, University of National and World Economy;*

Scientific specialty *"Finance, money circulation, credit and insurance"*

Subject: *dissertation for the award of educational and scientific degree "Doctor" in the scientific specialty "Finance, money in circulation, credit and insurance" at the UNWE.*

Author of the dissertation: *Sergey Tsvetanov Borisov*

Dissertation Topic: *Analysis of the Relationship between Mortgage Interest Rates and the Change in Residential Property Prices (Bulgaria)*

Scientific supervisor: *Assoc. Prof. Dr. Irina Kazandjieva*

Reason for submitting the opinion: *participation in the scientific jury for the defense of the dissertation according to Order № 466/21.02.2024 of the Vice-Rector for Research and International Cooperation of the UNWE.*

### **9. Information about PhD student**

*The PhD student was trained in the doctoral program at the Department of Finance, Faculty of Finance and Accounting of the UNWE in the scientific specialty "Finance, money in circulation, credit and insurance". The training was carried out in the part-time form of study.*

*Sergey Borisov holds a Bachelor's and Master's degree in Finance from the Department of Finance of the UNWE, as well as a Master's degree in Auditing from the same university. Since February 2019, he has been studying in the doctoral program "Finance, money in circulation, credit and insurance" at the Department of Finance at the UNWE.*

*The PhD student has extensive practical experience in several banks, having held various positions, both expert and managerial. He is currently an expert in the Lending Department of ZIRAAT BANK, a position he has held*

*since June 2018. I believe that his experience in the banking field has been useful in the development of his dissertation.*

### **10. General characteristics of the submitted dissertation**

*The dissertation is devoted to the analysis of the dynamics of mortgage loans in Bulgaria and the performance of the residential property market in the country. The topic is very important as the real estate market is very dynamic, influenced to a large extent by the economic development of the country, income in the economy, inflation, interest rates on loans and other factors.*

*The last two years have again seen a greater intensity of mortgage borrowing and a more substantial increase in demand for property, after a series of years of more subdued development, which also requires careful and precise analysis of whether there is a link between the dynamics of mortgage interest rates and demand for property.*

*The dissertation is 265 pages long with the substantive part being 223 pages long. The structure of the thesis is an introduction, four chapters, a conclusion, a list of references and appendices. A list of tables and a list of figures are provided in the dissertation.*

*The introductory part defines the object, subject, aim and objectives of the thesis. The stated object of the research in the dissertation is "the banking institutions in Bulgaria, with a focus on their lending activities, and in particular the granting of housing loans to households, examined over a twelve-year period of time, which covers different phases of the economic cycle", and the subject of the study is "changes in interest rates on housing loans granted in national currency, changes in the volume of loans for the purchase of residential property, the activity of the housing loan market (with an emphasis on the market in Sofia and large regional cities), fluctuations in residential property prices and their relationship with changes in interest rates on housing loans.*

*The thesis of the dissertation is: "in the long run in Bulgaria there is a relationship between changes in the levels of interest rates on housing loans, the index of construction costs, GDP per capita, employment and changes in residential property prices".*

*In chapter one "Dialectical analysis of theoretical views on housing lending and the residential property market" the PhD student discusses basic concepts that are used later in the dissertation such as real estate, market price of real estate, approaches for deriving the market valuation of real estate. Several factors on which real estate prices depend are highlighted by examining what has been achieved by other researchers in this area. Macroeconomic factors, market factors, geographical factors and urban factors*



are identified. Research is presented that evaluates the impact of mortgage interest rates on the real estate market.

The second chapter "Housing Loan Market in Bulgaria - Structure, Content, Regulations and Risks" examines the housing loan market in Bulgaria and highlights the main trends observed in the period 2011-2022. The dynamics of interest rates on mortgage loans and the volume of new housing loans are presented and analysed.

In the third chapter "Analysis of the real estate market in Bulgaria" the PhD student analyzes the indicators characterizing the dynamics of the real estate market in Bulgaria, emphasizing the analysis of the number of sold properties, the number of mortgages, house prices. The analysis is made at national and regional level.

In the last chapter "The relationship between changes in the level of interest rates on housing loans and the price of residential property", the PhD student evaluates the relationship between residential property prices and interest rates on housing loans. Univariate models for this relationship are estimated, and a multivariate model is built with the inclusion of additional variables such as employment, GDP per capita, and construction costs. A panel model including data for Bulgaria, Romania, Hungary, the Czech Republic and Poland is also estimated.

In conclusion the most important findings, patterns and conclusions reached by the PhD student in the course of the analysis are systematized.

In the dissertation the PhD student used 124 sources of information, of which 23 sources in Bulgarian, 1 in Russian and the rest in English. It is noteworthy that the doctoral candidate has managed to get acquainted with the results of the research of Bulgarian authors in the field of his dissertation.

## **11. Evaluation of the obtained scientific and applied results**

The PhD student Sergey Borisov used appropriate research methods such as comparative analysis, induction, deduction, desk-research analysis, and econometric analysis. The applied methods are suitable for the PhD student to prove his thesis, especially the econometric method, thanks to which he estimates not only the type but also the magnitude of the relationship between the dependent and independent variables.

The PhD student successfully reaches specific results, namely that there is a negative relationship between mortgage interest rates and the price of residential property. He outlines certain observable trends in terms of the interest income of banks in Bulgaria, the volume of loans granted, real estate prices, the number of properties sold, the number of newly established

*mortgages. The results obtained have application both among banks offering mortgage loans and among participants in the real estate market.*

## **12. Evaluation of scientific and scientific-applied contributions**

*The PhD student indicates 6 scientific and applied contributions in his Reference for scientific and applied contributions. I would define the following as more significant:*

- Construction of the author's models for estimating the relationship between mortgage interest rates and the price of residential property by including additional factor variables for Bulgaria;*
- Constructing author's models for estimating the relationship between mortgage interest rates and residential property prices by including additional factor variables in the estimated multi-factor models in similar countries such as the Czech Republic, Hungary, Poland and Romania;*
- Estimation of a panel model for all the studied countries having similar economic development for the purpose of inferring the relationship between mortgage interest rates and residential property prices.*

## **5. Evaluation of the dissertation publications**

*Sergey Borisov has submitted 4 publications, including two papers and two articles. The articles are indexed in CEEOL. The presented publications are related to the dissertation and sufficiently promote the results achieved by the PhD student on the topic of the dissertation. With them the PhD student has fulfilled the national minimum requirements under the Regulations for the Implementation of the Law on the Development of the Academic Staff of the Republic of Bulgaria.*

## **6. Evaluation of the abstract**

*The submitted abstract is 35 pages in length and faithfully reflects the content of the dissertation. It contains the required references on scientific and applied contributions, a list of publications related to the dissertation, and a declaration of originality.*

## **7. Critical comments, recommendations and questions**

*I do not have any significant criticisms of the thesis presented. The doctoral candidate should have worked a little more on the final layout of the dissertation.*

*To the PhD student I would make the following question:*

*Given the established and proven relationships between the variables examined in the dissertation, do you believe that the central bank in Bulgaria*

*should somehow restrict lending in specific segments? Are there certain risks for the banking system in Bulgaria or is it not necessary to take measures at this stage?*

## **8. Conclusion**

*The dissertation on "Analysis of the Relationship between Mortgage Interest Rates and Changes in Residential Real Estate Prices (based on Bulgaria)" is an up-to-date and qualitative study with scientific and applied contributions. In view of the qualities of the dissertation, I believe that Sergey Tsvetanov Borisov deserves to be positively evaluated and to be awarded the degree of Doctor of Education and Science in the professional field 3.8 Economics, scientific specialty Finance, Money in Circulation, Credit and Insurance.*

April 12, 2024  
Sofia

Signature: .....