

СА „Д. А. ЦЕНОВ” – СВИЩОВ
Факултет „Финанси“
Катедра „Финанси и кредит”

Докторант Цондю Стойчев Цондев
D010221246

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен
„доктор” (по икономика) по докторска програма „Финанси, парично
обръщение, кредит и застраховка” (Финанси) на тема:

***УПРАВЛЕНИЕ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ В
НЕДВИЖИМИ ИМОТИ***

Научен ръководител:
Проф. д.н. Божидар Божинов

Свищов
2025

Дисертационният труд е обсъден и насочен за защита на заседание на Катедрения съвет на катедра „Финанси и кредит“ при Факултет „Финанси“ на Стопанска академия „Д. А. Ценов“ – гр. Свищов.

Данни за дисертационния труд:

Брой страници – 155

Брой фигури – 13

Брой таблици – 6

Брой литературни източници – 101

Брой публикации на дисертанта – 3

Защитата ще се проведе на 8.5.2026 г. (петък) от 10.30 ч. в Заседателна зала „Ректорат“ на СА „Д. А. Ценов“ и хибридно на адрес:

<https://bbb.uni-svishtov.bg/b/yc7-x2c-dtm>

Материалите по защитата са на разположение в Отдел „Докторантура и академично развитие”.

СЪДЪРЖАНИЕ НА АВТОРЕФЕРАТА

| | |
|--|----|
| I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД | 4 |
| 1. Актуалност на темата | 4 |
| 2. Обект и предмет на изследването | 4 |
| 3. Изследователска теза | 4 |
| 4. Цел и задачи на дисертационния труд | 5 |
| 5. Методология на изследването | 6 |
| 6. Ограничения на изследването | 7 |
| 7. Структура на изследването | 7 |
| 8. Приложимост на резултатите от изследването | 8 |
| II. СТРУКТУРА И СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД | 9 |
| II. ОСНОВНО СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД | 12 |
| Глава 1. Теоретични основи и социално-икономически фактори за инвестиции в недвижими имоти | 12 |
| Глава 2. Методологични подходи и свидетелства за анализ на инвестициите в недвижими имоти | 18 |
| Глава 3. Емпирично изследване на инвестициите в недвижими имоти в България | 25 |
| Заключение | 34 |
| IV. НАСОКИ ЗА БЪДЕЩИ ИЗСЛЕДВАНИЯ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД | 35 |
| V. СПРАВКА ЗА НАУЧНИТЕ И НАУЧНО-ПРИЛОЖНИ ПРИНОСИ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД | 36 |
| VI. СПРАВКА С ПУБЛИКАЦИИТЕ НА ДОКТОРАНТА | 37 |
| VII. СПРАВКА ЗА СЪОТВЕТСТВИЕ С НАЦИОНАЛНИТЕ ИЗИСКВАНИЯ ПО ПРАВИЛНИКА ЗА ПРИЛОЖЕНИЕ НА ЗАКОНА ЗА РАЗВИТИЕ НА АКАДЕМИЧНИЯ СЪСТАВ В РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ | 38 |
| VIII. ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД | 39 |

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. АКТУАЛНОСТ НА ТЕМАТА

Управлението на инвестициите в недвижими имоти представлява ключов аспект от съвременната инвестиционна практика, който придобива особена значимост в условията на динамично променяща се икономическа среда. Пандемията от Covid-19, последвалите геополитически процеси, свързани с войната в Украйна, възникналия инфлационен натиск у нас в резултат на стагнацията на европейската икономика и предстоящото въвеждане на еврото, създадоха нови предизвикателства пред инвеститорите в недвижими имоти. Българският пазар на недвижими имоти, като част от европейската икономическа система, изпитва въздействието на тези глобални процеси, което изисква разработване на нови подходи за анализ и управление на инвестиционните решения.

Нарастващата сложност на пазарните условия, повишената динамика на цените на суровините и променящите се потребителски предпочитания изискват по-задълбочено разбиране на факторите, влияещи върху доходността и риска при инвестиции в недвижими имоти. Традиционните методи за оценка и управление често се оказват недостатъчни за адекватно отразяване на новите пазарни реалности, където понятието „имотен балон“ добива теоретично, но и болезнено за собствениците на имоти приложно значение.

В настоящето изследване авторът възприема виждането, че управлението на инвестициите в недвижими имоти се разглежда като комплексен процес на стратегическо планиране, изпълнение и контрол на инвестиционни решения, свързани с придобиване, развитие, поддържане и продажба на недвижима собственост с цел генериране на дългосрочна доходност и капиталообразуване. Това налага успешният инвеститор в недвижими имоти да бъде добре подготвен в областта на юридическите правила за разпореждане с имоти, с методите за финансов анализ и оценка на инвестиционния риск, както и с данъчните тежести при изповядване на разнообразието от сделки с имоти и смяна на собствеността.

2. ОБЕКТ И ПРЕДМЕТ НА ИЗСЛЕДВАНЕТО

На база изведената **актуалност**, за **обект** на настоящето изследване се определят инвестициите в недвижими имоти като специфична форма на капиталово разпределение, разглеждани в контекста на съвременните финансово-икономически процеси в България. **Предмет** на изследването са управленските процеси, методи и инструменти за решения за инвестиции в сферата на недвижимите имоти, включително анализа на ценовата динамика, оценката на риска и оптимизацията на географски диверсифицирания портфейл от инвестиционни имоти.

3. ИЗСЛЕДОВАТЕЛСКА ТЕЗА

Водещата изследователска теза гласи, че ефективното управление на инвестициите в недвижими имоти изисква интегриран подход, който съчетава традиционните финансови методи за анализ с иновативни количествени техники, отчитащи специфичните характеристики на недвижимите имоти като инвестиционен актив и правните особености на сделките с тях.

4. ЦЕЛ И ЗАДАЧИ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Основната цел на дисертацията е да се разработи цялостна концепция за управление на инвестициите в и мотивиране придобиването на недвижими имоти, базирана на емпирично изследване на българския пазар при отчитане на съвременните теоретични постановки в областта на финансите и правото.

В дисертацията се поставят за решаване няколко основни **изследователски задачи**:

1. Систематизиране на теоретичните основи и социално-икономическите мотиви за инвестиции в недвижими имоти с критичен анализ на съществуващите подходи за тяхното управление, релациите с богатството и качеството на транспортната

инфраструктура, осигуряваща достъпност до локациите с имотни инвестиции.

2. Разработване на методологична рамка за анализ на инвестиционните решения в недвижими имоти, включваща финансови, статистически и правни аспекти.
3. Провеждане на емпирично изследване на българския пазар на недвижими имоти през периода 2020-2025 г. по данни на НСИ и разработване на практически препоръки за инвеститорите.

С оглед на така формулираните задачи се поставят за оперативно решаване в съдържанието следните **работни хипотези**:

Хипотеза 1: Съществуват статистически значими зависимости между цените на недвижимите имоти и макроикономическите фактори, включително цените на основни строителни суровини, цената на труда в сектор „Строителство“, които могат да бъдат използвани за прогнозиране и управление на риска при инвестициите в недвижими имоти.

Хипотеза 2: Традиционните методи за финансов анализ на инвестиции могат да бъдат адаптирани и усъвършенствани чрез включване на специфичните правни и пазарни характеристики на недвижимите имоти за постигане на по-точни оценки на риска и доходността.

Хипотеза 3: Интеграцията на количествени данни за ценовата динамика, обемите на сделките и външните фактори позволяват разработването на ефективен теоретичен модел за управление на инвестициите в и мотивиране придобиването на недвижими имоти, който надхвърля възможностите на традиционните подходи.

5. МЕТОДОЛОГИЯ НА ИЗСЛЕДВАНЕТО

В дисертацията са използвани традиционни **научно изследователски методи**, като: историческия метод, сравнителния метод, индуктивния и дедуктивния метод, метода на анализа и синтеза, дескриптивния метод, метода на наблюдението, анкетни проучвания и други методи, съчетани с подходящ графически и статистически инструментариум. При анализът на състоянието и тенденциите в сектора на недвижимите имоти са ползвани публично достъпни данни по изследваната проблематика, резултатите от планирано проучване, както и информация от интервюта и неформални разговори с представители на сектора у нас. Обработката на данните и тяхното представяне е извършено с помощта на MS Office Excel 365. Избраната методология съответства и на методологията на водещите изследвания, което от своя страна се явява и предпоставка за съпоставимост на получените резултати.

6. ОГРАНИЧЕНИЯ НА ИЗСЛЕДВАНЕТО

Извън обхвата на дисертацията на изследването остават въпросите, свързани с публичните инвестиции в недвижими имоти, поради специфични нормативни, икономически и счетоводни особености, както и чисто технологичните въпроси свързани със строителството на недвижими имоти.

7. СТРУКТУРА НА ИЗСЛЕДВАНЕТО

Дисертацията е структурирана в три глави:

В Глава 1. Теоретични основи и социално-икономически фактори за инвестиции в недвижими имоти се изследват концептуалните основи на инвестициите в недвижими имоти и базисните теоретични модели за тяхната оценка. В изложението е специален акцент е поставен върху спецификите при управлението на инвестиционния риск при недвижими имоти и правните аспекти, свързани с този тип инвестиции.

Глава 2. Методологични подходи и свидетелства за анализ на инвестициите в недвижими имоти се фокусира върху основния инструментариум за финансов анализ на инвестиционните проекти в

недвижими имоти и проблемите, свързани с техния пазарен анализ и ценообразуване. Представени са приложими модели за прогнозиране на цените и за оптимизацията на портфолио управлението, както и свързаните количествени методи за оценка на риска. Анализирани са и влиянието на трудовите възнаграждения в строителството върху ценообразуването на недвижимите имоти.

Глава 3. Емпирично изследване на инвестициите в недвижими имоти в България представя резултатите от извършен анализ на динамиката на цените на недвижимите имоти у нас, като особено внимание е отделено върху влиянието на пандемията Covid-19 и свързаните с това национални особености. Анализирани са пазарната активност на Службите по вписвания в България и са очертани констатираните регионални различия. Специално внимание в анализите е отделено и на връзката между цените на суровините и тези на имотите. Представен е и авторски интегриран теоретичен модел за управлението на инвестициите в недвижими имоти.

8. ПРИЛОЖИМОСТ НА РЕЗУЛТАТИТЕ ОТ ИЗСЛЕДВАНЕТО

Основните резултати от дисертацията могат да се определят като **научно-приложни**, чиято оригиналност и научна значимост произтича от разширяването на научните изследвания в областта на управлението на инвестициите в недвижими имоти. В дисертацията се отстоява **авторовото виждане**, че **управлението на инвестициите в недвижими имоти следва да се възприеме като комплексен процес на стратегическо планиране, изпълнение и контрол на инвестиционни решения, свързани с придобиване, развитие, поддържане и продажба на недвижима собственост с цел генериране на дългосрочна доходност и капиталобразуване.**

Практическата значимост и приложимост на изследването са свързани, както с очертаване на реалната картина на сектора на недвижими имоти у нас, както и извеждане на водещите фактори, които оказват влияние

ефективното управление на инвестициите в сектора. На база извършените анализи и обобщения е представен **авторски интегриран теоретичен модел за управлението на инвестициите в недвижими имоти.**

Резултатите от изследването са популяризирани сред научната общност чрез публикуването на 1 статия и 2 доклада.

II. СТРУКТУРА И СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Дисертационният труд е разработен при спазване на изискванията на чл. 27, ал. 2 от Правилника за прилагане на Закона за развитие на академичния състав в Република България. Той има общ обем от **156** стандартни страници и в структурно отношение включва:

Първо. Въведение от 5 стандартни страници.

Второ. Основен текст, съставен от три глави с общ обем от 127 стандартни страници.

Трето. Заключение с обем от 2 стандартни страници.

Четвърто. Списък от 101 използвани литературни и интернет източници, като от всички източници 48 са на английски език, а 53 са на български език.

Пето. Дисертационният труд е илюстриран с 13 фигури и 6 таблица.

Шесто. Декларация за оригиналност съгласно чл. 68 ал. 2 от Правилника за развитието на академичния състав в СА „Д. А. Ценов“

СЪДЪРЖАНИЕ

| |
|--|
| Съдържание |
| Увод |
| Глава 1 Теоретични основи и социално-икономически фактори за инвестиции в недвижими имоти |
| 1.1. Концептуални основи на инвестициите в недвижими имоти |
| 1.1.1. Дефиниране и класификация на инвестициите в недвижими имоти |
| 1.1.2. Специфични характеристики на недвижимите имоти като инвестиционен актив |
| 1.1.3. Социално-икономическите фактори и транспортно-географските аспекти в обхвата на решенията за инвестиции в недвижими имоти |

| |
|---|
| 1.2. Теоретични модели за оценка на недвижими имоти |
| 1.2.1. Доходен подход и капитализационни модели |
| 1.2.2. Пазарен подход и сравнителен анализ |
| 1.2.3. Разходен подход и възстановителна стойност |
| 1.3. Управление на инвестиционния риск при недвижими имоти |
| 1.3.1. Систематични и несистематични рискове |
| 1.3.2. Договорни отношения и инвестиционни структури при недвижимите имоти |
| 1.3.3. Портфолио теория и диверсификация в недвижими имоти |
| Глава 2 |
| Методологични подходи и свидетелства за анализ на инвестициите в недвижими имоти |
| 2.1. Финансов анализ на инвестиционни проекти в недвижими имоти |
| 2.1.1. Методи за дисконтиране на паричните потоци |
| 2.1.2. Анализ на чувствителността и сценарии |
| 2.2. Пазарен анализ и ценообразуване |
| 2.2.1. Индексен анализ на цените на недвижими имоти |
| 2.2.2. Корелационен анализ с макроикономически показатели |
| 2.3. Моделиране на инвестиционни решения |
| 2.3.1. Регресионни модели за прогнозиране на цените |
| 2.3.2. Оптимизационни модели за портфолио управление |
| 2.4. Количествени методи за оценка на риска при инвестициите в недвижими имоти |
| 2.4.1. Статистически показатели за волатилност |
| 2.4.2. Стрес тестване и екстремни сценарии |
| 2.5. Основни съображения за отчитане влиянието на трудовите възнаграждения в строителството върху ценообразуването на недвижимите имоти |
| Глава 3 |
| Емпирично изследване на инвестициите в недвижими имоти в България |
| 3.1. Анализ на динамиката на цените на недвижими имоти в България |

| |
|--|
| 3.1.1. Тенденции в цените на ново и старо строителство (2020-2025) |
| 3.1.2. Регионални различия и пазарна сегментация |
| 3.1.3. Влияние на пандемията covid-19 върху цените на недвижимите имоти - глобални свидетелства и национални особености |
| 3.2. Изследване на пазарната активност чрез данни за нотариални сделки в 113-те служби по вписвания в България |
| 3.2.1. Динамика на обемите на транзакциите по райони |
| 3.2.2. Определяне на корелацията между цени и обеми на сделките при разпоредителните сделки с имоти в България |
| 3.3. Влияние на цените на суровините върху строителния сектор |
| 3.3.1. Анализ на връзката между цени на желязна руда/стомана и имотни цени |
| 3.3.2. Лагово въздействие и ценова еластичност |
| 3.4. Регионална конвергенция и дивергенция на ценовите равнища на недвижимите имоти в България: динамика и тенденции |
| 3.4.1. Теоретични основи за изследване регионалната конвергенция и дивергенция при недвижимите имоти в България |
| 3.4.2. Анализ на регионалните ценови равнища при недвижимите имоти в България |
| 3.4.3. Финансово-икономическа оценка на конвергентните и дивергентните процеси в сектора на недвижимите имоти в България |
| 3.4.4. Социално-икономически ефекти на ценовата конвергенция и дивергенция при недвижимите имоти в България |
| 3.5. Алгоритъм за обосновка на интегриран теоретичен модел за управление на инвестиции в недвижими имоти |
| 3.5.1. Изходни съображения за разработване на прогнозен теоретичен модел за инвестиции в недвижими имоти в България |
| 3.5.2. От теоретичен модел към практически препоръки за инвеститорите в недвижими имоти в България |
| Заклучение |
| Приложения |
| Използвана и цитирана литература |
| Декларация за оригиналност на дисертационния труд |

III. ОСНОВНО СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

ВЪВЕДЕНИЕ

В уводната част на дисертационния труд се обосновават актуалността и значимостта на избраната тема. Дефинирани са обектът и предметът на изследване. Поставени са целта и задачите, които ще се решават в изследването. Формулирана е защитаваната теза. Представена е методологията на изследването и са изведени ограничителните условия пред разработката.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧНИ ОСНОВИ И СОЦИАЛНО-ИКОНОМИЧЕСКИ ФАКТОРИ ЗА ИНВЕСТИЦИИ В НЕДВИЖИМИ ИМОТИ

Инвестициите в недвижими имоти са едновременно една от най-старите и актуалните форми на капиталово инвестиране. Те се отличават от традиционните финансови инструменти с това, че съчетават материална субстанция и инвестиционен потенциал, което ги прави специфичен и сложен актив. Тази двойствена природа обуславя необходимостта от комплексен подход при тяхното придобиване, управление и реализация. От икономическа гледна точка инвестицията в недвижим имот представлява ангажиране на финансови ресурси с цел генериране на текущи доходи или капиталова печалба. Тя обаче не се изчерпва с покупката, а включва целия жизнен цикъл на актива – анализ, управление, поддръжка, подобрения и крайна реализация. В този смисъл инвестицията в недвижим имот е дългосрочен и многоетапен процес, изискващ специфични финансови, правни и управленски компетентности. Инвестициите в недвижими имоти се класифицират по предназначение, инвестиционна стратегия и географски обхват. По предназначение основните категории включват жилищни, търговски, офисни, индустриални и специализирани имоти, като всяка от

тях има различен профил на доходност, риск и ликвидност. По инвестиционна стратегия те варират от консервативни основни инвестиции с нисък риск и стабилни доходи до високорискови възможни инвестиции с потенциал за висока възвръщаемост. Географската класификация – локална, регионална, национална и международна – определя степента на диверсификация и сложността на управлението.

Недвижимите имоти притежават специфични характеристики, които ги отличават от останалите инвестиционни активи. Физическата им субстанция изисква постоянна поддръжка, но същевременно позволява повишаване на стойността чрез подобрения. Неподвижността им води до силна зависимост от местоположението и локалните пазарни условия, а ниската ликвидност налага дългосрочно планиране. Високите транзакционни разходи и хетерогенността на имотите допълнително усложняват оценката и ограничават спекулативните стратегии. Съществено влияние оказва и регулативната среда, както и чувствителността към макроикономически фактори като лихвени проценти, инфлация и икономически цикли. Управлението на имотите е активно и ресурсоемко, а управленските решения имат пряко отражение върху доходността. Социално-икономическите фактори и транспортната инфраструктура имат ключово значение за инвестиционните решения в сектора. Икономическият растеж и публичните инвестиции в пътна мрежа повишават стойността и привлекателността на недвижимите имоти. Емпиричните анализи показват положителна корелация между транспортната достъпност и цените на имотите, известна като „транспортен премиум“. Близостта до транспортни възли, обществени услуги и социална инфраструктура увеличава както пазарната стойност, така и наемния потенциал на имотите.

Локацията се разглежда като комплексен фактор, включващ престижност, екологична среда, безопасност и достъп до образователни и здравни институции. Успешните инвеститори анализират не само текущото състояние, но и бъдещото развитие на районите, като следят градоустройствените планове и инфраструктурните проекти. Въпреки това

прекомерната концентрация на инвестиции в „горещи“ зони може да доведе до пазарно прегряване и повишен риск.

Доходният подход се основава на принципа, че стойността на недвижимия имот се определя от способността му да генерира бъдещи доходи. Той е особено подходящ за оценка на доходоносни имоти, тъй като отразява тяхната инвестиционна функция и относително стабилния характер на наемните приходи. Според принципа на субституцията рационалният инвеститор не би заплатил повече от настоящата стойност на очакваните бъдещи доходи от сравним актив. Основен източник на доходи са наемите, допълнени от други приходи като паркинги, реклами и допълнителни услуги. Методът на пряката капитализация определя стойността чрез съотношението между нетния оперативен доход и капитализационната норма, която отразява риска, пазарните условия и очакванията за растеж. Ключово предизвикателство е правилното определяне на капитализационната норма, тъй като тя силно влияе върху резултатите от оценката.

По-детайлен вариант на доходния подход е методът на дисконтираните парични потоци, който отчита промените в доходите и разходите във времето. Той изисква прогнозиране на паричните потоци, капиталовите разходи и остатъчната стойност, както и избор на адекватна дисконтова норма, отразяваща специфичния риск на инвестицията. Чувствителният и сценарийният анализ са важни инструменти за оценка на влиянието на ключовите предположения върху крайната стойност.

От своя страна пазарният подход се базира на реални сделки и на принципа, че стойността на имота се определя от цените на сходни имоти на същия пазар. Той отразява директно пазарното поведение и е особено приложим при наличие на активен и ликвиден пазар. Сравнителният анализ изисква подбор на подходящи сделки и извършване на корекции за разликите между оценявания и сравнимите имоти. Корекциите обхващат времето на сделката, местоположението, физическите характеристики и условията на продажбата. Качеството и пълнотата на пазарните данни са

критични за надеждността на оценката. Съвременните статистически методи, включително регресионен анализ и автоматизирани модели, повишават обективността и точността на пазарния подход, особено при масови оценки. Въпреки това експертната преценка остава необходима при уникални или специализирани имоти.

Разходният подход се основава на предположението, че стойността на имота не може да надвишава разходите за придобиване на земята и изграждане на еквивалентна сграда, намалени с натрупаната амортизация. Той разделя стойността на земята и стойността на подобренията, като земята се оценява пазарно, а сградата – чрез възстановителната ѝ стойност. Този подход е най-подходящ за нови и специализирани сгради, както и за застрахователни оценки. Възстановителната стойност включва всички строителни и съпътстващи разходи, а амортизацията отчита физическо износване, функционално и икономическо остаряване. Определянето на амортизацията е ключов елемент, тъй като тя отразява реалното намаляване на полезността и доходния потенциал на сградата. Комбинирането на разходния подход с доходния и пазарния позволява по-надеждна оценка и служи като инструмент за проверка на пазарните резултати.

Управлението на риска при инвестиции в недвижими имоти се основава на разграничението между систематични и несистематични рискове, като тази класификация позволява по-ефективно планиране и диверсификация на портфейла. Систематичните рискове засягат целия пазар и не могат да бъдат елиминирани чрез диверсификация, докато несистематичните са специфични за отделни имоти и могат да бъдат управлявани чрез активен подбор и управление.

Систематичните рискове произтичат от макроикономически, финансови и регулаторни фактори. Икономическият цикъл оказва силно влияние върху търсенето, цените и заетостта на имотите, като пазарът на недвижими имоти реагира по-бавно и често с по-изразени цикли. Лихвеният риск е ключов поради зависимостта от външно финансиране, като промените в лихвените проценти влияят както върху разходите за

обслужване на дълга, така и върху оценките на имотите. Инфлацията има двойствен ефект – от една страна недвижимите имоти могат да служат като защита срещу инфлация чрез растящи наеми и цени, но от друга тя повишава разходите и често води до по-високи лихвени проценти. Регулаторният и данъчният риск произтичат от законодателни промени, които могат съществено да променят условията за използване и доходност на имотите.

Несистематичните рискове са свързани със специфичните характеристики на отделните имоти и наематели. Сред най-значимите са рискът от свободни площи, рискът от наематели и кредитният риск, които зависят от качеството на имота, местоположението, договорните условия и финансовата стабилност на наемателите. Техническият и технологичният риск произтичат от физическото състояние и функционалната пригодност на сградите, а управленският и локационният риск са свързани с качеството на управлението и промените в привлекателността на района. Тези рискове могат да бъдат ограничени чрез активен мениджмънт, превантивна поддръжка и диверсификация.

Договорните отношения при инвестиции в недвижими имоти определят правата, задълженията и разпределението на риска между участниците и имат съществено влияние върху инвестиционните резултати. Правилното договорно структуриране позволява минимизиране на рисковете, оптимизация на данъчните ефекти и осигуряване на гъвкавост при управлението.

Основна правна форма за придобиване на имоти са договорите за покупко-продажба, които изискват нотариална форма и внимателно планиране на условията по сделката. Предварителните договори осигуряват защита и гъвкавост при бъдещо придобиване. Договорите за наем са ключов елемент за доходността, като тяхната продължителност, клаузите за индексация, разпределението на разходите и гаранциите за изпълнение влияят пряко върху риска и стабилността на приходите.

Договорите за управление на имоти придобиват все по-голямо значение при по-големи портфейли, като качеството на управлението оказва

пряко въздействие върху заетостта, разходите и стойността на активите. Инвестиционните структури варират от пряко притежание до сложни корпоративни и колективни форми, включително съвместни предприятия и инвестиционни фондове, като изборът зависи от размера на инвестицията, данъчните съображения и целите на инвеститорите.

Финансирането на инвестициите включва различни инструменти – от традиционни ипотечни кредити до алтернативни форми, като структурата на финансирането трябва да балансира между повишаване на доходността и поддържане на приемлив риск. Данъчните и международните аспекти допълнително усложняват договорното структуриране и изискват внимателно планиране.

Портфолио теорията при недвижимите имоти цели оптимално съотношение между риск и доходност чрез диверсификация, но нейното прилагане е ограничено от ниската ликвидност, високите транзакционни разходи и индивидуалния характер на активите. Комбинирането на имоти с различни характеристики и ниска взаимна корелация позволява намаляване на общия риск без значително понижаване на очакваната доходност.

Диверсификацията може да бъде постигната чрез географско разпределение, секторно разнообразие, различен размер на имотите, времево разпределение на инвестициите и диверсификация на наемателите. Международната диверсификация предлага допълнителни ползи, но въвежда валутен, политически и правен риск. Алтернативен подход за по-малките инвеститори са инвестиционните фондове за недвижими имоти, които осигуряват професионално управление и по-широка диверсификация. Ефективността на диверсификацията при недвижимите имоти е трудна за измерване поради ограничените данни и специфичните пазарни особености, което налага използването на адаптирани показатели за риск. Динамичното управление на портфейла изисква редовна преоценка и корекции, тъй като корелациите между различните сегменти се променят във времето. Въпреки ползите си, диверсификацията не може да елиминира систематичните

рискове и изисква баланс между намаляването на риска и свързаните с това разходи.

ГЛАВА 2. МЕТОДОЛОГИЧНИ ПОДХОДИ И СВИДЕТЕЛСТВА ЗА АНАЛИЗ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ В НЕДВИЖИМИ ИМОТИ

Глава втора разглежда в детайли методологичните подходи и свидетелства за анализ на инвестициите в недвижими имоти. В съдържателен аспект са разгледани: аналитичните подходи за финансов анализ на инвестиционни проекти в недвижими имоти, пазарният анализ и ценообразуването, моделирането на инвестиционни решения, количествените методи за оценка на риска при инвестиции в недвижими имоти и основите съображения за отчитане влиянието на трудовите възнаграждения в строителството върху ценообразуването на недвижими имоти.

Финансовият анализ на инвестиционни проекти в недвижими имоти се основава на методите за дисконтиране на паричните потоци, които оценяват инвестиционната привлекателност чрез сравняване на първоначалните разходи с настоящата стойност на бъдещите ползи. Тези методи стъпват върху принципа за времевата стойност на парите, който е особено важен при дългосрочни инвестиции като недвижимите имоти. Анализът изисква детайлно моделиране на входящите и изходящите парични потоци. Приходите основно произтичат от наеми, които зависят от пазарните условия, заетостта и договорните параметри. Разходите включват оперативни разходи, данъци, застраховки и капиталови вложения за поддръжка и модернизация на имота. Капиталовите разходи изискват техническа оценка на състоянието и жизнения цикъл на имота.

Ключов показател в анализа е нетната настояща стойност (NPV), която измерва дали проектът създава или унищожава стойност за инвеститора. Положителната NPV показва финансова целесъобразност и позволява сравнение между алтернативни проекти. Определянето на подходяща дисконтова норма е критично, тъй като тя отразява както безрисковата доходност, така и специфичните рискове на проекта.

Вътрешната норма на възвращаемост (IRR) показва максималната цена на капитала, при която проектът остава рентабилен. Въпреки широкото

й приложение, IRR може да създаде затруднения при сложни парични потоци, което налага използването на модифицирани варианти. Допълващи показатели са индексът на рентабилност и периодът на възвръщане на инвестицията, като последният има ограничена приложимост при имоти с дълъг икономически живот.

Съществен елемент в оценката е терминалната стойност, която често формира значителна част от общата стойност на инвестицията. Тя се изчислява чрез капитализация на бъдещия доход или чрез оценка на пазарната стойност в края на анализирания период.

Анализът на чувствителността и сценарийният анализ допълват финансовата оценка, като изследват влиянието на несигурността върху резултатите. Чувствителният анализ идентифицира ключовите променливи – наеми, заетост, разходи, дисконтова и капитализационна норма – и оценява тяхното въздействие върху показателите за доходност. Сценарният анализ разглежда едновременно промените в няколко фактора чрез базов, оптимистичен и песимистичен сценарий. По-усъвършенствани подходи като стрес тестване и Монте Карло симулации позволяват оценка на инвестицията при екстремни условия и предоставят вероятностна картина на възможните резултати. Тези методи подпомагат по-доброто управление на риска и вземането на информирани инвестиционни решения.

Индексният анализ на цените на недвижими имоти е ключов инструмент за изследване на пазарната динамика и подпомагане на инвестиционните решения. Чрез него данните от отделни сделки се обобщават в индекси, които отразяват общите тенденции в цените, въпреки трудностите, произтичащи от уникалността на имотите, ниската честота на сделките и липсата на централен пазар. Най-опростените индекси се базират на средни или медианни цени, но те не отчитат качествените различия между имотите и могат да бъдат подвеждащи. По-точни резултати дават регресионните (хедонични) модели, които коригират цените спрямо характеристиките на имотите и позволяват анализ на пазарните предпочитания. Методът на повторните продажби сравнява цените на едни

и същи имоти във времето, но е ограничен от малкия брой подходящи наблюдения. Комбинираните методи съчетават различни подходи с цел повишаване на надеждността на индексите.

Ценовите индекси могат да се различават по честота на изчисляване, географски обхват и пазарен сегмент. Националните индекси са подходящи за макроикономически анализи, докато регионалните и сегментните индекси предоставят по-полезна информация за конкретни инвестиционни решения. Интерпретацията на индексите изисква отчитане на сезонността, методологичните ограничения и структурните промени на пазара, а използването им за прогнозиране трябва да се комбинира с други аналитични инструменти.

Корелационният анализ изследва връзките между цените на недвижимите имоти и макроикономическите фактори с цел по-добро разбиране и прогнозиране на пазарните движения. Цените на имотите са тясно свързани с икономическия растеж, заетостта, доходите, лихвените проценти, инфлацията и демографските процеси. Икономическият растеж и увеличението на доходите обикновено стимулират търсенето на недвижими имоти, докато безработицата има отрицателно влияние. Ефектите често се проявяват със закъснение поради инерцията на пазара. Лихвените проценти са особено важен фактор, тъй като влияят върху достъпността на ипотечното финансиране и инвестиционната привлекателност на имотите. Инфлацията може да има както положително, така и отрицателно въздействие в зависимост от нейния мащаб и продължителност. Демографските тенденции, урбанизацията и миграцията действат като дългосрочни фактори, определящи търсенето в различните региони и сегменти. Валутните курсове и бюджетната политика също оказват влияние чрез чуждестранните инвестиции, туризма, данъчните стимули и инфраструктурните проекти. Международните икономически процеси допълнително засилват значението на външните фактори, особено в отворени икономики. Корелационният анализ може да варира от прости корелационни коефициенти до многофакторни иконометрични модели. По-

сложните методи позволяват по-точно улавяне на взаимовръзките, но интерпретацията на резултатите изисква внимание, тъй като корелацията не означава причинност. Надеждните изводи предполагат проверка на статистическата значимост и устойчивостта на връзките във времето.

Регресионните модели са основен инструмент за анализ и прогнозиране на цените на недвижимите имоти, тъй като позволяват количествено изследване на връзките между цените и факторите, които ги определят. Те трансформират пазарната информация в измерими зависимости и подпомагат вземането на обосновани инвестиционни решения. В тези модели цената на имота е зависима променлива, а независимите променливи включват характеристики на имота, локационни фактори, пазарни условия и макроикономически показатели. Линейните регресионни модели са най-опростената форма и предлагат лесна интерпретация, но изискват проверка на статистическите предположения, тъй като тяхното нарушение може да доведе до неточни резултати. Нелинейните модели разширяват аналитичните възможности чрез улавяне на по-сложни зависимости, включително чрез полиномни, логаритмични и интерактивни форми. Особено значение имат ценовите (хедонични) модели, които разглеждат имота като съвкупност от атрибути и позволяват корекция на цените за качествени различия. За анализ във времето се използват модели на времеви редове, които отчитат трендове, сезонност и цикличност. Авторегресионните и интегрираните модели с подвижни средни са подходящи за прогнозиране на динамиката на цените, особено при нестационарни серии. Комбинирането на ценови и времеви модели чрез многофакторни и панелни подходи подобрява обяснителната и прогнозната способност. Ключов елемент в приложението на регресионните модели е тяхното валидиране. Извънсемплинговото тестване предоставя по-надеждна оценка на прогнозната точност от стандартните показатели за пригодност.

Оптимизационните модели за портфолио управление адаптират принципите на портфейлната теория към спецификата на недвижимите

имоти и подпомагат решенията за разпределение на капитала между различни активи. Основната цел е постигане на оптимален баланс между очаквана доходност и риск при наличие на множество ограничения. Класическият средно-дисперсионен подход изисква оценка на доходностите, рисковете и корелациите между различни типове имоти или региони. При недвижимите имоти неговото приложение е затруднено от ниската ликвидност, високите транзакционни разходи и минималните размери на инвестициите, които ограничават гъвкавостта на портфейла. Алтернативни рискови мерки като полудисперсия, стойност под риск и условна стойност под риск са по-подходящи за инвеститори, фокусирани върху ограничаване на загубите. По-усъвършенстваните подходи включват стохастично и многопериодно оптимизиране, които отчитат несигурността и динамиката на инвестиционните решения във времето. Практическите оптимизационни модели включват разнообразни ограничения – по географско разпределение, тип имоти, ликвидност и регулаторни изисквания. За повишаване на устойчивостта на решенията се използват методи за оптимизация при несигурни параметри, байесовски подходи и Монте Карло симулации. Оценката на ефективността на оптимизационните модели се извършва чрез сравнение с алтернативни стратегии и исторически симулации, като се отчита, че доброто представяне в миналото не гарантира бъдещи резултати.

Статистическите показатели за волатилност са основен инструмент за количествено измерване на инвестиционния риск при недвижимите имоти. Те превръщат несигурността в измерими стойности и позволяват сравнимост между различни инвестиции. Волатилността отразява изменчивостта на доходността във времето и е ключова мярка за риск, макар че при недвижимите имоти нейното измерване е затруднено от ниската честота на сделките и зависимостта от оценъчни данни. Най-често използваният показател е стандартното отклонение, което може да се прилага както към доходите от наеми, така и към общата доходност. При имотите обаче оценъчните процедури често водят до изглаждане на

данните, което занижава реалната волатилност. За преодоляване на този проблем се използват корекции, базирани на автокорелацията в доходностите. Допълнителна информация за характера на риска предоставят асиметрията и ексцесът на разпределението на доходностите. Асиметрията показва дали рискът е свързан по-скоро с екстремни загуби или с възможност за високи печалби, докато ексцесът измерва вероятността от редки, но значителни пазарни събития. Моделите за условна волатилност отчитат, че рискът се променя във времето и позволяват идентифициране на различни фази на пазарния цикъл. Ролиращата и относителната волатилност подпомагат анализа на динамиката на риска и сравняването на отделни имоти или портфейли с пазарни индекси. Анализът на корелациите между волатилностите е важен за оценка на диверсификационните ползи и разпространението на риска между различни сегменти и региони.

Стрес тестването представлява допълващ метод за оценка на риска, който се фокусира върху поведението на инвестициите при екстремни или кризисни условия. За разлика от стандартните статистически мерки, този подход изследва потенциалните загуби при неблагоприятни сценарии и подпомага управлението на екстремните рискове. Историческите стрес тестове използват данни от минали кризи, за да симулират въздействието им върху текущи портфейли, докато хипотетичните тестове конструират правдоподобни, но нереализирани сценарии, включващи комбинации от неблагоприятни фактори. Разработването на такива сценарии изисква вътрешна логическа последователност и задълбочено разбиране на връзките между пазарните и макроикономическите променливи.

Монте Карло симулациите разширяват стрес тестването чрез генериране на множество възможни сценарии и анализ на екстремните резултати. Обратното стрес тестване идентифицира условията, при които загубите стават неприемливи, и разкрива скритите уязвимости на портфейла. Специализирани форми на стрес тестване включват макроикономически, регионални, секторни, ликвидни, кредитни и операционни тестове, които позволяват оценка на специфични рискове.

Интерпретацията на резултатите изисква баланс между реализъм и полезност за вземане на решения, като стрес тестовете следва да се използват като инструмент за стратегическо планиране, а не като точни прогнози. Динамичното стрес тестване, прилагано регулярно, позволява проследяване на промените в рисковия профил на портфейла и навременно адаптиране на инвестиционната стратегия.

Трудовите възнаграждения в строителството са съществен елемент от разходите за изграждане на недвижими имоти и имат пряко отражение върху цените на новото строителство. За разлика от суровините, чиито цени се определят на глобалните пазари, разходите за труд се формират основно на национално и регионално ниво и зависят от състоянието на пазара на труда, квалификацията на работната сила и социално-икономическите политики. В България през периода 2020-2025 г. възнагражденията в строителството нараснаха значително и оказаха осезаемо влияние върху структурата на строителните разходи и цените на имотите. Строителството е трудоемък сектор, в който разходите за труд заемат значителен дял от общите производствени разходи. Поради това секторът е особено чувствителен към повишенията в заплатите. През разглеждания период ръстът на възнагражденията в строителството надхвърли общата инфлация и средния ръст на заплатите в икономиката, което се дължи основно на недостига на квалифицирана работна сила, емиграцията, активизирането на строителната дейност и по-високите изисквания за качество и безопасност. Регионалните различия в заплащането също влияят върху цените на имотите. Най-високи възнаграждения се наблюдават в София и в туристическите региони, което води до по-високи строителни разходи и по-високи крайни цени. Вътрешните региони отчитат по-ниски нива, но също показват устойчив растеж. Предаването на по-високите трудови разходи към цените на недвижимите имоти става с известен лаг и зависи от пазарните условия. При силно търсене строителните компании успяват по-лесно да прехвърлят нарасналите разходи върху купувачите, докато при по-слаба конюнктура това води до натиск върху рентабилността. Средният

времеви лаг на това предаване е относително кратък – около 3-6 месеца. Чувствителността на цените спрямо трудовите възнаграждения е най-висока при новото строителство, докато при старите имоти влиянието е по-косвено. Луксозният сегмент показва по-ниска ценова еластичност, а масовият пазар реагира по-силно на промените в строителните разходи. Сезонността в строителството допълнително усложнява анализа, тъй като през активните периоди заплатите временно се повишават. Качеството и производителността на работната сила играят важна компенсираща роля. По-високите заплати могат да бъдат частично неутрализирани от по-добра ефективност, по-кратки срокове и по-високо качество на изпълнение. Въпреки това технологичните иновации в българското строителство се внедряват сравнително бавно, което запазва високата зависимост от труда. Социално-осигурителните и данъчните промени също влияят върху общите разходи за труд и индиректно върху цените на имотите. В международен план ръстът на заплатите в българското строителство следва европейските тенденции, но с по-високи темпове, отразяващи процеса на икономическа конвергенция.

ГЛАВА 3.

ЕМПИРИЧНО ИЗСЛЕДВАНЕ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ В НЕДВИЖИМИ ИМОТИ В БЪЛГАРИЯ

Глава трета представя в емпиричен аспект изследването на инвестициите в недвижими имоти в България като е анализирана динамиката на цените на недвижимите имоти в България, изследвана е пазарната активност чрез данни за нотариални сделки и е разгледано в детайли влиянието на цените на суровините върху строителния сектор.

В този контекст периодът 2020-2025 г. се характеризира с изразена и устойчива ценова експанзия на пазара на недвижими имоти в България, въпреки последователните шокове, породени от пандемията Covid-19, геополитическите конфликти и инфлационния натиск. Общият ценови тренд показва кумулативен ръст, надхвърлящ инфлацията, което превръща недвижимите имоти в реален инструмент за съхранение и нарастване на стойността. Разграничението между ново и старо строителство разкрива съществени различия в динамиката. Новото строителство отчита по-високи темпове на растеж (около 45% кумулативно), движено от нарастващите разходи за материали и труд, докато старото строителство показва по-умерен, но устойчив ръст (около 35%), обусловен главно от локационни и пазарни фактори. След краткотрайното забавяне в началото на пандемията през 2020 г., пазарът бързо се адаптира и навлезе в период на ускорен растеж през 2021 г., подкрепен от ниските лихвени проценти, високата ликвидност и промяната в жилищните предпочитания. През 2022 г. инфлацията и войната в Украйна оказаха двупосочно въздействие – засилиха ролята на имотите като инфлационен хедж, но едновременно започнаха да охлаждат търсенето чрез по-високи лихви. От 2023 г. пазарът навлезе в етап на стабилизация и по-умерен растеж, белязан от по-зрели и рационални пазарни очаквания.

Ценовата динамика в България показва силна регионална диференциация, която подчертава ролята на локалните икономически,

демографски и инфраструктурни фактори. София се утвърждава като водещ пазар с най-високи цени и най-силен кумулативен растеж, изпреварващ националната средна стойност. Столичният пазар се характеризира с по-висока волатилност, активни инвестиционни потоци и изразена вътрешна сегментация между престижни и периферни райони. Черноморските региони заемат второ място по динамика, като цените са силно повлияни от сезонността, туристическата активност и смесеното търсене от местни и чуждестранни купувачи. Пловдив демонстрира по-умерен, но стабилен растеж, докато останалите областни центрове се движат с по-ниски темпове. Малките градове и селските райони остават структурно изоставащи, с ограничен или дори отрицателен ценови растеж, вследствие на демографския спад и икономическата стагнация. Пазарната сегментация по ценови и функционални категории допълнително задълбочава различията. Луксозният сегмент отчита най-силен растеж, масовият сегмент – по-стабилна динамика, а бюджетният сегмент изостава. По тип имоти се наблюдава повишен интерес към къщи и нови жилищни комплекси, докато офисните и търговските имоти изпитват структурен натиск поради дистанционната работа и електронната търговия.

Глобалните и националните данни показват, че пандемията не доведе до срив на имотните пазари, а напротив ускори дългосрочния възходящ тренд. В световен мащаб индексите на цените на жилищата регистрират значителен растеж, като България заема средни позиции по темп на нарастване, но със стабилна положителна динамика. На национално ниво анализът на индексите на цените на жилищата показва ясно изразена „епидемична акселерация“, особено в периода 2020-2022 г., когато се акумулират ефектите от ниските лихви, повишената инфлация, енергийната криза и геополитическата несигурност. И новото, и старото строителство регистрират рекордни темпове на растеж, като съществуващите жилища в някои периоди изпреварват новите. Регионалният фокус върху Югоизточния район и град Сливен показва, че въпреки общия ценови ръст, локалните пазари могат да се движат в разрез с националните тенденции. В

Сливен се наблюдава относително ограничена строителна активност и свиване на броя сделки, което се обяснява с пренасочване на инвеститорския интерес към по-перспективни региони като Бургас. В същото време инфраструктурните проекти и урбанистичните инициативи създават предпоставки за бъдещо активизиране на пазара.

Изследването на пазарната активност чрез данни за нотариално изповядани сделки от всички 113 служби по вписванията в България предоставя най-точната картина за реалното поведение на пазара на недвижими имоти. За разлика от офертните или анкетните данни, нотариалните регистрации отразяват реално осъществени сделки и позволяват детайлен пространствен и времеви анализ. Периодът 2020-2025 г. се характеризира с висока изменчивост в обемите на сделките, обусловена от пандемията, икономическите стимули и променящите се очаквания на пазарните участници. В началото на 2020 г. активността рязко спада, особено през второто тримесечие, вследствие на ограниченията за движение и повишената несигурност. Това понижение обаче се оказва краткотрайно. Още от третото тримесечие на 2020 г. започва бързо възстановяване, което преминава в изключително висока пазарна активност през 2021 г. Сделките не само достигат, но и надхвърлят предкризисните нива. Основните фактори за този бум са ниските лихвени проценти, високата ликвидност, инфлационните очаквания и възприемането на недвижимите имоти като защитен актив. Регионалното разпределение на сделките е силно неравномерно. София концентрира най-голям дял от транзакциите и демонстрира най-висока интензивност на сделките на глава от населението. Следват големите градове и морските региони, където активността е засилена от инвестиционно и ваканционно търсене, както и от изразена сезонност. Вътрешните регионални центрове показват по-стабилна и предвидима динамика, докато малките градове и селските райони остават с по-ниски абсолютни обеми, но с периодични локални пикове, свързани с наследяване, реституция и миграционни процеси. Сезонността остава ясно изразена, като най-активни са пролетните и ранноесенните месеци.

Пандемията временно нарушава тези модели през 2020 г., но в следващите години традиционните сезонни цикли постепенно се възстановяват, макар и с по-висока интензивност.

Анализът на връзката между цените на недвижимите имоти и обемите на сделките разкрива сложна и динамична зависимост, която варира във времето, по региони и по пазарни сегменти. Корелацията между тези показатели не е постоянна и отразява фазата на пазарния цикъл и общите макроикономически условия. В началото на пандемията през първата половина на 2020 г. се наблюдава слаба отрицателна корелация – обемите на сделките спадат, докато цените остават относително стабилни, поради нежеланието на продавачите да правят отстъпки. Във втората половина на 2020 г. и през цялата 2021 г. връзката става ясно положителна: растящите цени се съпътстват от увеличена пазарна активност, стимулирана от очакванията за бъдещи поскъпвания. Регионалният анализ показва най-силна и устойчива положителна корелация в София, където пазарът е най-развит и силно интегриран с инвестиционните потоци. Морските региони демонстрират променлива корелация с подчертана сезонност, докато вътрешните райони се характеризират с по-слаби и нестабилни зависимости между цени и обеми. По пазарни сегменти масовият жилищен сегмент показва най-силна корелация, поради високата ценова чувствителност на купувачите. Луксозният сегмент демонстрира по-слаба връзка между цени и обеми, тъй като покупките в този сегмент се влияят повече от индивидуални предпочитания и по-малко от краткосрочните ценови колебания. Особено важен резултат е установяването на времеви лаг между обемите и цените. Данните показват, че промените в пазарната активност често предшестват ценовите изменения с един до два тримесечия, което превръща обемите на сделките в потенциален изпреварващ индикатор за бъдещите ценови тенденции. Намалването на броя сделки може да сигнализира за предстоящо охлаждане на пазара, докато нарастващата активност често предхожда ценови ръст.

Цените на желязната руда и стоманата имат съществено влияние върху строителния сектор и, косвено, върху цените на недвижимите имоти, тъй като стоманата е ключов входящ ресурс при съвременното строителство. Промените в цените на суровините се предават по цялата верига на стойността – от добива и металургията, през производството на строителни материали, до строителните компании и крайните купувачи. Поради това динамиката на суровинните пазари представлява важен фактор за разбирането и прогнозирането на имотните цени. Емпиричният анализ за периода 2020-2025 г. показва наличие на положителна корелация между глобалните цени на желязната руда/стоманата и цените на недвижимите имоти в България, като връзката е по-силно изразена при новото строителство. При съществуващите имоти зависимостта е по-слаба, тъй като цените им се формират основно от пазарното търсене, локацията и сравнителните оценки, а не от текущите строителни разходи. Силата на тази корелация варира във времето и се засилва в периоди на глобални икономически сътресения. Пандемията от Covid-19 и последвалото възстановяване, както и нарушенията във веригите за доставки през 2021-2022 г., водят до синхронни движения на суровинните и имотните цени. Геополитическите събития, особено войната в Украйна, допълнително усилват този ефект чрез ограничаване на предлагането на стомана и рязко повишаване на цените, което се отразява пряко върху строителните разходи в България. Регионалният анализ показва по-силна зависимост в София и в големите градове, където строителната активност е най-висока и пазарът е по-силно интегриран с международните суровинни пазари. В по-слабо развитите вътрешни региони корелацията е по-умерена, поради по-ниската строителна интензивност и по-ограниченото предаване на глобалните ценови сигнали.

Връзката между цените на суровините и цените на недвижимите имоти се характеризира с ясно изразено времево закъснение. Анализът показва, че промените в цените на желязната руда и стоманата се отразяват върху цените на имотите с лаг от около едно до две тримесечия. Това

закъснение се обяснява с дългия строителен цикъл, етапното закупуване на материали и използването на дългосрочни договори за доставки с фиксирани цени. Лаговите ефекти са по-къси при новото строителство, където връзката между текущите разходи и продажните цени е по-пряка, и по-дълги при старото строителство. Регионалните различия отново са съществени – столичният пазар реагира по-бързо, докато по-малките градове показват по-голяма инерция. Налице е и асиметрия в предаването на ценовите промени: увеличението в цените на суровините се пренасят към цените на имотите по-бързо и по-пълно от спадовете. Това отразява поведението на строителните компании, които при нарастващи разходи бързо коригират цените, но при понижаване действат по-предпазливо поради несигурност относно устойчивостта на спада. Анализът на ценовата еластичност показва, че новото строителство е по-чувствително към промените в цените на суровините в сравнение със старото. Краткосрочната еластичност е относително ниска, поради инерцията в ценообразуването и договорните ограничения, докато дългосрочната е значително по-висока, тъй като позволява пълно адаптиране на всички участници в строителната верига. Установяват се и нелинейни ефекти – при умерени колебания в суровинните цени въздействието върху имотните цени е ограничено, но при резки и мащабни промени еластичността нараства значително.

Развитието на пазара на недвижими имоти в България през последното десетилетие се характеризира със задълбочаващи се регионални различия, които отразяват неравномерното икономическо, демографско и инфраструктурно развитие на страната. Въпреки теоретичните очаквания за сближаване на регионалните ценови равнища, емпиричният анализ показва доминиране на дивергентни процеси, при които регионите с първоначално по-високи цени – основно големите икономически центрове – продължават да нарастват по-бързо от периферните райони. Методологичният подход, базиран на тестове за бета- и сигма-конвергенция, пространствени иконометрични модели и клъстерен анализ, разкрива ясно структурирана териториална йерархия. София се оформя като самостоятелен

високостойностен клъстер с изпреварващ ценови ръст, висока инвестиционна активност и силна устойчивост към пазарни шокове. Вторичните градски центрове – Варна, Бургас и Пловдив формират междинен ценови пояс с умерен, но стабилен растеж, подкрепен от диверсифицирана икономическа база, инфраструктурна свързаност и устойчиво търсене. В контраст, голяма част от вътрешните и периферните региони се характеризират със слаба ценова динамика, стагнация или дори спад, обусловени от неблагоприятни демографски тенденции, ограничена икономическа активност и ниска инвестиционна привлекателност. Пространственият анализ потвърждава наличието на силни географски зависимости в ценовата динамика. Съседни области често демонстрират сходни модели на развитие, което води до формиране на ясно очертани регионални клъстери. Най-силно изразени са столичният и черноморският клъстер, където ценовите ефекти се разпространяват отвъд административните граници. В същото време процесите на условна конвергенция показват, че при контролиране на социално-икономическите фактори се наблюдава частично сближаване в рамките на отделни групи региони, което подчертава ролята на фундаменталните структурни детерминанти. Социално-икономическите последици от тази дивергентна динамика са значими. В големите градове нараства проблемът с достъпността на жилищата, като високите цени изпреварват ръста на доходите и водят до повишена финансова уязвимост на домакинствата, особено на младите семейства. В периферните региони, въпреки по-ниските цени, ниските доходи и ограниченият достъп до ипотечно финансиране също създават сериозни бариери пред жилищната достъпност, задълбочавайки демографския отлив и социалната маргинализация. Инвестиционната активност следва същата пространствена логика – концентрирана в няколко водещи центъра и силно ограничена в периферията. Това поражда самоподсилващ се механизъм, при който капиталът, работните места и населението се концентрират в големите градове, докато по-слабо развитите региони навлизат в цикъл на

икономическо и социално изоставане. Паралелно с това се засилва социалната сегрегация в рамките на големите градове, където се формират „премиум“ зони с високи цени и високо качество на средата, контрастиращи с обезценяващи се жилищни зони в периферията.

Разработването на интегриран теоретичен модел за управление и прогнозиране на инвестициите в недвижими имоти в България представлява логично обобщение на предходните емпирични анализи. Целта на модела е да интегрира ключовите фактори, влияещи върху ценовата динамика – цените на имотите, пазарната активност и разходите за строителство – в единна аналитична рамка, способна да осигурява краткосрочни и средносрочни прогнози и да подпомага инвестиционното вземане на решения. Моделът стъпва върху векторен авторегресионен подход, който позволява едновременно отчитане на динамиката и взаимовръзките между основните пазарни променливи. Вътрешно в системата се моделират цените на новото и старото строителство, обемите на нотариалните сделки и показатели за пазарна активност, докато външните фактори включват цените на основните строителни суровини, макроикономически индикатори и сезонни ефекти. Този подход съчетава аналитична дълбочина с практическа приложимост, като балансира между сложността на реалните пазарни процеси и необходимостта от интерпретируеми резултати. Емпиричната спецификация на модела отчита нестационарността на времевите редове и наличието на дългосрочни равновесни зависимости между ключовите променливи. Това позволява включване на корекционни механизми, чрез които се обяснява как пазарът се адаптира към краткосрочни отклонения. Резултатите показват, че цените на новото строителство реагират по-силно и по-бързо на промените в цените на суровините, докато цените на старото строителство се характеризират с по-слаба чувствителност и по-дълги лагове. Обемите на сделките играят двойна роля – в краткосрочен план често ограничават ценовия ръст, но в дългосрочен аспект сигнализират за устойчиво търсене и подкрепят растежа на цените. Регионалната специфика е ключов елемент от модела.

Столичният пазар се отличава с по-бърза адаптация и по-силна връзка с глобалните фактори, морските региони показват ясно изразена сезонност, а вътрешните области остават по-зависими от локалните икономически условия. Диагностичните тестове потвърждават относителната стабилност на модела, като временни структурни отклонения се наблюдават единствено при силни външни шокове, което налага гъвкав подход при прогнозиране. От практическа гледна точка, моделът предоставя основа за формулиране на конкретни инвестиционни стратегии. Анализът на сезонността позволява оптимизация на времето за покупки и продажби, като по-ниската активност през есенно-зимните месеци създава по-добри възможности за вход на пазара. Проследяването на цените на суровините се утвърждава като ранен индикатор за бъдещи промени в цените на новото строителство, което дава възможност за проактивно управление на инвестициите. Регионалната и секторната диверсификация се очертават като ключови инструменти за ограничаване на риска. София предлага висока ликвидност, но и по-голяма волатилност, морските региони – възможности, свързани с туризма, но със сезонен риск, а вътрешните региони – по-стабилна, макар и по-ограничена доходност. Комбинирането на жилищни, търговски и офисни имоти позволява допълнително балансиране на риска и доходността. Обемите на сделките могат да се използват като индикатор за пазарните нагласи и за ранно идентифициране на потенциални ценови корекции. В условията на ограничени инструменти за директно хеджиране на суровинния риск, инвеститорите следва да разчитат на стратегическо планиране, дългосрочни договори и диверсификация във времето. Финансовото структуриране на инвестициите трябва да отчита цикличността на пазара, като се прилага по-консервативен лийвъридж при високи ценови равнища и по-гъвкав подход при пазарни спадове.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключение на дисертацията се обобщават основните констатации и резултати от направените теоретично проучвания и практически анализи.

Представят се в синтезиран аспект основните теоретични и емпирични резултати от проведеното дисертационно проучване, от които става видно, че са постигнати поставените изследователски цели и задачи.

IV. НАСОКИ ЗА БЪДЕЩИ ИЗСЛЕДВАНИЯ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

С посочените основни изследователски насоки, влизащи в обхвата на дисертационния труд, проблематиката, свързани с факторите, управлението на инвестициите в недвижими имоти не се изчерпва. Темата продължава да бъде актуална и може да се посочат следните насоки за бъдеща изследователска работа по въпроса

Първо. Чрез разширяване на анализа с включване на данни за повече европейски пазари би позволило сравнителни изследвания и идентифициране на общи закономерности в регионален мащаб. Особен интерес представлява сравнението с пазарите в Румъния, Гърция и Сърбия като страни с подобни икономически характеристики.

Второ. Чрез разработването на специализирани модели за различни подсегменти на пазара (офис имоти, търговски площи, индустриални имоти) би позволило по-детайлен анализ на специфичните рискове и възможности в отделните сектори и може да послужи като основа за разработването на специализирани финансови инструменти за хеджиране на рисковете при инвестиции в недвижими имоти на българския пазар.

Трето. Разширяване на анализите за ефективното управление на инвестиции в недвижими имоти с отчитане на климатичните рискове в контекста на европейските политики за зелен преход и ESG критериите на институционалните инвеститори.

V. СПРАВКА ЗА НАУЧНИТЕ И НАУЧНО-ПРИЛОЖНИ ПРИНОСИ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Теоретико-методологичен принос

Първо. Дефинирана е инвестицията в недвижим имот като дългосрочен и управленски процес, изискващ специфични финансови, правни и управленски компетентности, като на тази основа е изградена цялостна, концептуална теоретична рамка на инвестициите в недвижими имоти, интегрираща икономическите, финансовите, социално-икономическите и институционалните детерминанти на сектора и надграждаща традиционните трактовки за имота като пасивен инвестиционен актив.

Емпирично-диагностичен принос

Второ. Разширена е класическата обяснителна рамка на динамиката на цените на недвижимите имоти чрез изграждането на интегрирана методологична система за анализ и оценка на инвестициите, която синтезира финансови, иконометрични и рискови подходи, като са въведени трудовите възнаграждения в строителството като самостоятелна, количествено измерима и емпирично верифицируема обяснителна променлива в ценовото моделиране.

Прогностично-аналитичен принос

Трето. Конструиран е интегриран прогностичен модел, предназначен за стратегическо управление и оптимизация на инвестиционните решения в сектора на недвижимите имоти в условията на повишена макроикономическа и пространствена хетерогенност, който, на базата на задълбочен емпиричен анализ за периода 2020-2025 г., улавя лаговите, асиметричните и нелинейните зависимости между цените на имотите, пазарната активност и строителните разходи и осигурява надеждна

аналитична основа за прогнозиране, управление на риска и дългосрочно инвестиционно позициониране.

VI. СПРАВКА С ПУБЛИКАЦИИТЕ НА ДОКТОРАНТА

Статии:

Цондев, Цондю (2022). Влияние на пандемията Covid-19 върху цените на недвижимите имоти – глобални свидетелства и национални особености, Годишен алманах "Научни изследвания на докторанти", Брой XV - 2022 г., Книга 18 - Студии и статии, стр. 529-540, URL1: <https://almanahnid.unisvishtov.bg/title.asp?title=2962>; URL2: <https://www.researchgate.net/publication/389043689>

Доклади:

Цондев, Цондю (2023). Свидетелства за регионална ценова дивергенция в недвижимите имоти в България през призмата на мрежата за транспортна логистика, Научна конференция „Логистиката и обществените системи”, 16-17 март 2023 година, НВУ "Васил Левски", В. Търново, с. 327-335, ISSN 2738-8042, URL: <https://www.researchgate.net/publication/371081908>

Цондев, Цондю (2024). Регионална конвергенция и дивергенция на ценовите равнища на недвижимите имоти в България: динамика и тенденции Международна научна конференция "Проблеми и предизвикателства пред икономическите наука и образование през XXI век", Свищов, 22 ноември 2024 г., Сборник с доклади, ISBN 978-954-23-2522-2 - Печатно ISBN 978-954-23-2523-9 – Онлайн, стр. 169-180, URL: <https://www.researchgate.net/publication/389044117>

**VII. СПРАВКА ЗА СЪОТВЕТСТВИЕ С НАЦИОНАЛНИТЕ
ИЗИСКВАНИЯ ПО ПРАВИЛНИКА ЗА ПРИЛОЖЕНИЕ НА ЗАКОНА
ЗА РАЗВИТИЕ НА АКАДЕМИЧНИЯ СЪСТАВ В РЕПУБЛИКА
БЪЛГАРИЯ**

Национално изискване в брой точки: 30,00

Брой студии, публикувани в нереферирани списания с научно рецензиране,
или публикувани в редактирани колективни томове: **0 бр.**

Брой точки за автора: 0 точки

Брой статии, публикувани в нереферирани списания с научно рецензиране,
или публикувани в редактирани колективни томове: **1 бр.**

Брой точки за автора: 10 точки

Брой доклади, публикувани в нереферирани списания с научно
рецензиране, или публикувани в редактирани колективни томове: **2 бр.**

Брой точки за автора: 20

Общ сбор точки: 30,00 = минимално изискуеми точки 30,00

VIII. ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Дисертационният труд в обем от 155 стр. под заглавие: „**Управление на инвестициите в недвижими имоти**“ и представлява собствена научна продукция на автора. В него са използвани авторски идеи, текстове и визуализация чрез графики, схеми, таблици и формули, като са спазени всички изисквания на Закона за авторското и сродните му права чрез надлежно цитиране и позоваване на чужда авторска мисъл, както и данни, включително:

1. Постигнатите в дисертационния труд резултати и изведени приноси са оригинални и не са заимствани от изследвания и публикации, в които авторът няма участия.

2. Представената от автора информация във вид на копия на документи и публикации, лично съставени справки и др. съответства на обективната истина.

3. Научните резултати, които са получени, описани и/или публикувани от други автори, са надлежно и подробно цитирани в библиографията.

Дата: 20.01.2026 г.

Докторант:

/ Цондю Цондев /