

на външни заемни ресурси е целесъобразно да се осъществява, като се търси оптимално съотношение между външно и вътрешно финансиране с оглед финансовата ни самостоятелност и независимост. Пускането в обращение на ДЦК се извършва под формата на емисии на първичния пазар чрез специално провеждани аукциони, организирани от БНБ (като финансов посредник) от името и за сметка на емитента МФ. Един от основните обобщаващи показатели на емисиите ДЦК е тяхната ефективна доходност на годишна база, изразяваща капитализираната им възвръщаемост и позволяваща сравнението им с други инвестиционни дългови и капиталови инструменти. Тя се формира на първичния пазар на ДЦК в съответствие с предлагането и реализацията им от МФ, а също и с търсенето им от финансово-кредитните институции, както и под влияние на основните макроикономически показатели на общата стопанска конюнктура. Проблемът за средната доходност на краткосрочните ДЦК, (теоретичният ѝ модел и проявата му в условията на българския преход към пазарна икономика) е особено актуален от гледна точка на нейното значение за формиране на лихвените разходи в държавния бюджет и възприемането ѝ като база относно лихвените равнища на кредитния и на паричния пазар.

ТЕОРЕТИЧЕН МОДЕЛ НА ТЪРСЕНЕТО, ПРЕД- ЛАГАНЕТО И ДОХОД- НОСТТА НА ДЦК

на заемни средства за финансиране на бюджетния дефицит и обслужване на вътрешния дълг. За периода на изследване (1992-1998 г.) те са единици на генерална съвкупност, която се наблюдава изчерпателно. Това е основа за построяване на динамични редове от месечни данни за следните признаци на емисиите: средномесечна ефективна годишна доходност, съвкупна номинална стойност на предложените, заявените и одобрените книжа, които са свързани с първичния пазар.

Първичният пазар на дългови книжа в България функционира чрез провеждане на специални търгове (аукциони), в които участници са продавачът и купувачите на ДЦК. На фиг. 1 предлагам един възможен модел на структурата на първичния пазар и на формирането на доходността на краткосрочните ДЦК. В него е разграничен емитентът на ДЦК на първичния пазар, връзка с когото осъществява финансовият посредник - БНБ. Като субекти на първичния пазар са определени първичните дилъри, централната банка и непряко свързаните с него потенциални инвеститори, като небанкови институции, предприятия и граждани. Равновесието на първичния пазар на ДЦК се формира чрез изравняване на предлагането и търсенето на дългови книжа на първичните аукциони. То е свързано с

Емисиите на краткосрочни ДЦК в изследването се разглеждат в статистически смисъл като масово явление, тъй като изразяват многократно повтаряща се дейност на МФ, свързана с осигуряване