

Когато предлагането на краткосрочни ДЦК се повиши от  $S_0$  на  $S_2$  при непроменено търсене на книжа от инвеститорите, обемът на емитираните ДЦК ще нарасне, но те ще се емитират с по-висока доходност (т. е. ще се продават на по-ниска цена) - доходността нараства от  $r_0^e$  на  $r_2^e$ . В противоположния случай, когато нуждите на бюджета от заемни ресурси намаляват и емитентът предлага на първичните аукциони по-малък стойностен обем дългови книжа (правата  $S_0$  се премества в  $S_1$ ), тогава новото равновесно пазарно ниво на доходността пада от  $r_0^e$  на  $r_1^e$ .

Следователно въздействието върху доходността на стойностния обем на предлаганите и емитираните книжа, изразени с показателите за съвкупна номинална стойност на предложените и одобрените от МФ количества ДЦК, е правопрпорционално. Нарастването на техните величини следва да предизвиква нарастване и на доходността на книжата. При обратната ситуация тя намалява.

### ФАКТОРНА ОБУСЛОВЕНОСТ НА СРЕДНАТА ДОХОДНОСТ

Предлагането на краткосрочни ДЦК от МФ на първичните аукциони зависи от **размера на бюджетния дефицит**. Неговият размер, определян със Закона за ус-

тройството на държавния бюджет (1998), и установеното съотношение между начините за финансирането му обуславят стойностния обем на новоемитираните книжа през календарната година. Проследяването на бюджетното салдо въз основа на месечни данни за периода 1992-1998 г. установява наличието както на бюджетен дефицит, така и на бюджетен излишък (т. е. на положителни и отрицателни числа). Това затруднява използването на бюджетното салдо в ролята на фактор, влияещ върху предлагането на краткосрочни дългови книжа и съответно върху формирането на средната им доходност и насочва към включване на величините на бюджетните приходи и разходи като независими променливи.

Илюстрираната на фиг. 3 логическа схема на влияние върху средната доходност на краткосрочните ДЦК се реализира и при тяхното въздействие. С намаляване на бюджетните приходи, при равни други условия, нуждите на МФ от емитиране на краткосрочни дългови книжа нарастват (правата  $S_0$  се премества в  $S_2$ ) и съответно доходността също нараства от  $r_0^e$  на  $r_2^e$ , т. е. връзката между доходността на книжата и бюджетните приходи е обратна. Въздействието на изменението на бюджетните разходи върху формирането на средната доходност е правопрпорционално. В случай на увеличаването им при непроменен размер на приходите държавата се нуждае от по-голям размер заемни ресурси, което предполага по-голяма величина на емитираните книжа, обуславящо от своя страна по-висока доходност. Изменението на средната доходност под влияние на промените на бюджетните разходи следователно се вмества в логическата схема на фиг. 3.