

съвет съществено се променят правилата на валутния пазар поради фиксирането на валутния курс на българския лев към германската марка. В резултат съотношението на националната ни валута към щатската отразява практически колебанията в курса германска марка/щатски долар на международните финансови пазари и следва да запази правопрпорционалното си въздействие върху средната доходност на краткосрочните ДЦК.

В периода до въвеждане на валутен съвет, и по-конкретно януари 1992 г. - декември 1996 г., съществен елемент от факторите в теоретичния модел на доходността е основният лихвен процент (ОЛП) като важна макроикономическа променлива и основен инструмент на паричната политика на централната банка, който се определя с решения на Управителния ѝ съвет. ОЛП е базов ориентир за всички останали лихвени равнища - лихви по депозити и кредити на търговските банки, лихви по другите инструменти на централната банка и не на последно място по значение - за средната доходност на ДЦК. Нарастването на неговата величина предизвиква нарастване и на останалите лихвени проценти на отделните сегменти на финансовия пазар, включително и на доходността на дълговите книжа, т. е. налице е права взаимнообвързаност между двете променливи. Тази закономерност на теоретичния модел на доходността е в сила до края на 1996 г, след което започва постепенната адаптация на ОЛП към пазарните принципи чрез приравняването на величината му към пазарните нива на доходност на определени матуритети краткосрочни ДЦК и трансформирането му, следователно, от факторна променлива в резултативна величина.

В своето единство разгледаните фактори представляват неразделна част от теоретичния модел на средната доходност на краткосрочните ДЦК. Най-общо могат да се разделят на фактори, свързани с емисиите краткосрочни ДЦК и първичния им пазар като вътрешна макросреда, и макрофактори от националната икономика като външна макросреда.

## ИКОНОМЕТРИЧНО МОДЕЛИРАНЕ

В съответствие с поставената цел изследвах емпирично кои от участващите в теоретичния модел на доходността фактори действително влияят върху формирането на нейната величина в условията на българския финансов пазар, в т. ч. на пазара за държавни дългови инструменти, през двата подпериода - до и след въвеждането на валутен съвет (януари 1992 - юни 1997 г. и юли 1997 - декември 1998 г.).

С помощта на методите и инструментариума на корелационния анализ и разполагаемите емпирични данни за средната доходност и макроикономическите фактори експериментално е извършена селекция на онези променливи, чието въздействие върху доходността отговаря на съответните критерии за статистическа значимост и надеждност с определен риск за грешка.