

## ЗАВИСИМОСТИ МЕЖДУ ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ И ИНВЕСТИЦИОННАТА АКТИВНОСТ, ПАРАЛЕЛЕН АНАЛИЗ НА ПРОЦЕСИТЕ В БЪЛГАРИЯ И ГЪРЦИЯ<sup>1</sup>

Доц. д-р Стефан Симеонов  
Докторант Силвия Заркова  
Докторант Анелия Пенева

### Резюме

Настоящото изследване има за *цел* паралелен анализ на инвестиционната и по-специално борсовата активност и държавния дълг, както и установяването на зависимост между динамиката на тези процеси и открояване на онези борсови индикатори, за които връзките с дълговата динамика имат по-голяма значимост. Основа на изследването е *тезата* за наличието на силно влияние с обратна зависимост на дълговата тежест върху инвестиционната активност. Поддържа се и хипотезата, че чувствителността на капиталовите пазари към динамиката на държавния дълг е по-силна от реакцията на инвестициите в реалния сектор, което е обусловено от същността на косвените инвестиции и бързия трансфер на капитали чрез ликвидните борсови пазари. Като теоретична основа на изследването поставяме систематика на методите за управление на държавния дълг и открояваме зависимостите с ключови макроикономически фактори. Методологията на изследването включва подбор от основните измерители за структурата и тежестта на държавния дълг и специфичните индикатори и показатели за анализ на инвестиционната активност. За изследване на зависимостите между двата процеса прилагаме специфични съпоставки между дълговите и инвестиционните индикатори, както и корелационен анализ. Анализираме паралелно дълговата динамика и инвестиционната активност в реалния сектор и на фондовите борси в България и Гърция за периода 2007–2017 г. *Резултатите* показват, че активността и на двете фондови борси има ясно изразена негативна тенденция от началото на световната рецесия, която продължава вече десета година. Установява се силна обратна зависимост между основните борсови индикатори на Атинска фондова борса и гръцкия дълг в неговите структурни компоненти. За българския капиталов пазар тези зависимости са по-слабо изразени. Извеждат се аргументи за критично негативно влияние на дълговата тежест върху инвестиционната активност в реалния сектор, изразена с корелацията между динамиката на дълга и преките инвестиции в националната икономика и преките чуждестранни инвестиции.

---

<sup>1</sup> Участието на авторите е, както следва: доц. д-р Стефан Симеонов – концепцията, резюмето, въведението, точка първа, точка втора, точка трета, 40% от точка четвърта, 50% от точка пета, заключението и общата редакция; докторант Силвия Заркова – 60% от точка четвърта; докторант Анелия Пенева – 50% от точка пета.

Потвърждава се хипотезата ни за по-силно въздействие на дълговата тежест върху борсовите сделки спрямо инвестициите в реалния сектор.

**Ключови думи:** зависимости между инвестиционна активност и държавен дълг, методи за управление на държавния дълг, секюритизиран дълг, индикатори на борсовата активност, пазарна капитализация.

**JEL:** G12; G18.

## **RELATIONS BETWEEN GOVERNMENT DEBT AND INVESTMENT ACTIVITY, A PARALLEL ANALYSIS OF THE PROCESSES IN BULGARIA AND GREECE**

Assoc. Prof. Stefan Simeonov, PhD  
Silviya Zarkova, PhD Student  
Aneliya Peneva, PhD Student

### **Abstract**

The present study aims at a parallel analysis of investment, and in particular stock exchange activity and government debt, as well as finding a dependency between the dynamics of these processes and highlighting those stock indicators, for which the relationship with the debt dynamics is of greater significance. The study is based on the thesis of presence of a strong influence with inverse dependence of the debt burden on the investment activity. We also maintain the hypothesis that the sensitivity of capital markets to the dynamics of government debt is stronger than that of the real-sector investments, driven by the nature of indirect investments and the rapid transfer of capital through liquid stock markets. As a theoretical basis of the survey we have set up a systemic methodology for government debt management and highlighted dependencies on key macroeconomic factors. The methodology of the survey includes a selection of the main measures for the structure and burden of government debt and specific indicators, and indicators for analyzing the investment activity. In order to investigate the dependencies between the two processes, we apply specific comparisons between debt and investment indicators, as well as correlation analysis. We analyze in parallel the debt dynamics and the investment activity in the real sector and the stock exchanges in Bulgaria and Greece for the period 2007- 2017. The results show that the activity of both stock exchanges have had a pronounced negative trend since the beginning of the global recession, which has been going on for ten years now. We have established a strong reverse relationship between the Athens Stock Exchange activity indicators and the Greek debt in its structural components. As far as Bulgarian capital market is concerned, these dependencies are less expressed. We have found arguments for a critical negative impact of the debt burden on investment activity in the real sector, expressed by the correlation

between debt dynamics and direct investments in the national economy and foreign direct investments. Our hypothesis for a stronger impact of the debt burden on stock exchange transactions than on real sector investments has been confirmed.

**Keywords:** relations between government debt and investment activity; methods of debt management; securitized debt; stock exchange activity indicators; market capitalization.

**JEL:** G12; G18.

## Въведение

След сътресенията на финансовите пазари и рецесията от 2008 г. всички икономики вложиха извънредни бюджетни ресурси за смекчаване на кризата и поддържане на икономическата активност. Десетилетие след това размерът на глобалния дълг продължава да расте, а въпросите за икономическото развитие стоят с не по-малка актуалност. Управлението на държавния дълг представлява сложен и динамичен процес, обуславян от редица обстоятелства с различно естество. В основата на дълговото управление са решенията за бюджетната балансираност от предходните години, методите и формите на дефицитно финансиране и размера на акумулирания дълг. Тежестта на дълга обаче зависи от мащабите на икономиката, темповете на растеж икономическия цикъл, стабилността на паричната единица, състоянието на капиталовите пазари и други макроикономически фактори. Поради всичко това дълговото управление включва широк комплекс от специализирани финансови решения. Често управлението на държавния дълг се разглежда изолирано от бюджетната политика, а дълговата политика е неразделна част от фискалната. Решенията за дълговата и фискалната политика са двустранно зависими, като тяхна ключова връзка е политиката по отношение на бюджетната балансираност. Структурата на бюджетните приходи и разходи, в които се отразяват всички фискални политики, влияе върху дефицита (излишъка) през всяка бюджетна година и съответно се отразяват върху управлението на дълга. Заедно с двустранната причинно-следствена зависимост между текущия дефицит и остатъчният дълг Ричард и Пиги Мъзгрейв (Musgrave, 1973, p. 688) акцентират върху необходимостта да се различават коректно ефектите от двата фактора. От своя страна обслужването на акумулирания държавен дълг налага съображения и поставя ограничения пред цялостната бюджетна политика в бъдещ, при това дългосрочен, период.

Търсенето на отговори за икономическото развитие и потенциала на икономиките неминуемо се свежда до ключовия въпрос за инвестиционната активност. Същевременно инвестиционната активност обичайно се изследва от ограничен ъгъл и определени нейни фактори случайно или умишлено

не намират трактовка. В специализираните икономически публикации изобилстват изследвания на дълговото управление, има такива и за определени страни от инвестиционната активност, но тяхната обвързаност не е достатъчно изследвана. Емисията на държавни облигации предоставя принципно нискорисков инвестиционен инструмент, алтернатива на фондовите активи (акциите и корпоративните облигации). Успехът на емисията от облигации, което включва и лихвените нива, отразява икономическите очаквания на институционалните и индивидуалните инвеститори, а последните са най-чувствителният показател за икономическата конюнктура и тенденциите в нейното развитие.

Настоящата студия има за **обект** динамиката на държавния дълг в паралел с инвестиционната и по-специално борсовата активност. **Предметът** на изследване включва методите на дългово управление, динамиката на държавния дълг в неговите структурни компоненти, динамиката на значимите индикатори на инвестиционната активност и двустранните връзки между борсовата активност и държавния дълг. **Основа на изследването е тезата** за наличието на силно влияние с обратна зависимост на дълговата тежест върху инвестиционната активност, макар че за борсовата активност са съществени редица други икономически и политически фактори. Поддържа се и **хипотезата**, че чувствителността на капиталовите пазари към динамиката на държавния дълг е по-силна от реакцията на инвестициите в реалния сектор, което е обусловено от същността на косвените инвестиции и бързия трансфер на капитали чрез ликвидните борсови пазари.

В резултат от това **главната цел** е да се отличат основните решения от дълговото управление, които оказват съществено влияние върху инвестиционната активност, както и индикаторите на инвестиционната активност, които имат съществено значение за дълговия мениджмънт. Практическото изследване включва паралелен анализ на две от балканските икономики, членки на ЕС, но с различен дългов статус и различна инвестиционна активност – България и Гърция. Времевият обхват включва периода преди началото на световната икономическа рецесия до последната фискална година (2007 – 2017 г.). В изпълнение на така поставената цел се търси допълнителна яснота по следните по-конкретни въпроси:

- Систематизирано представяне на методите за управление на държавния дълг и акцентиране върху някои техни аспекти, които често остават в сянката на дълговите решения;
- Поставяне на методологична основа за анализ на взаимовръзките между управлението на държавния дълг и инвестиционната активност чрез селекция на ключовите индикатори в двата сектора и поставяне на подходящи показатели за тяхната съпоставка;
- Идентифициране на главните решения от дълговия мениджмънт и открояване на тези от тях, които са оказали по-значимо въздействие върху инвестиционната активност на България и Гърция в периода (2007 – 2017 г.);

- Установяване на индикаторите за инвестиционна активност, които имат по-значимо отражение върху дълговата тежест или са оказали влияние за различни решения от дълговото управление.

Въпросите за портфейлните инвестиции, пазарната ефективност и качеството на инвестиционните инструменти са обект на отделни изследвания.

Основни съкращения:

ОДД – общ държавен дълг

Втр.Д – вътрешен държавен дълг

Внш.Д – външен държавен дълг

СД – секюритизиран държавен дълг (дълг в облигации)

БВП – брутен вътрешен продукт

МВФ – Международен валутен фонд

БФБ – Българска фондова борса

ПК – пазарна капитализация (за пазара на акции)

БО – борсов оборот

БС – брой борсови сделки (борсов обем)

ПИ – преки инвестиции

ПЧИ – преки чуждестранни инвестиции

## **1. Публикации, свързани с темата, и степен на изследване на въпросите**

Относно теоретичните въпроси за държавния дълг и дефицитното финансиране са познати множество публикации от световни и български автори. Такива с по-близък фокус до този на настоящата студия са цитирани в следващата теоретична точка. Оригиналността на настоящата студия относно теоретичните въпроси за дълга се свързва по-конкретно със систематиката на методите за управление на държавния дълг и открояването на някои съществени съображения, произтичащи от взаимовръзките между дълговото управление с макроикономическите индикатори. Теоретична трактовка на макроикономическите индикатори, като преки инвестиции и преки чуждестранни инвестиции, намираме в множество учебници по макроикономика и те не са предмет на специално изясняване. Методологичните въпроси за индикаторите и показателите на борсовата активност са разгледани подробно от Ст. Симеонов (Симеонов, 2016, стр. 17-48 и 89-128). От методологична гледна точка по-оригинален поглед тук поставяме с някои съотношения между динамиката на индикаторите за борсова активност и дълговите индикатори.

Практическото изследване на динамиката на борсовата активност в паралел с динамиката на дълговите компоненти, което поставя в сравнение тези процеси в България и Гръцкия през периода от началото на световната

рецесия до 2017 г., представлява същността на настоящата студия и в него може да се търси основната ѝ „добавена стойност“. Гранични практически изследвания, фокусирани по-конкретно върху пазарния тренд и неговите фази на БФБ в периода 2006–2014 представяме в (Симеонов, стр. 163-205). Въпросите за инвестиционната активност в реалния сектор – ПИ и ПЧИ, засегнати тук във връзка със зависимостите с основни макроиндикатори, намират по-значима трактовка от Г. Минасян (Минасян, 2007) и обхващат периода до 2006 г. Минасян изследва подробно и формирането на критичния дълг през деветдесетте години в България, решенията и инструментите за неговото управление, до изчистването на брейди облигациите след 2001 г. Структурата на българския държавния дълг и връзките с макроиндикаторите през деветдесетте години на ХХ в. по-подробно изследва и Л. Найденов (Найденов, 2002 г.) в своята докторска дисертация.

## **2. Управление на държавния дълг – дефиниции, методи, фактори и въздействия**

### **2.1. Дефиниции за управлението на държавния дълг**

Във финансовата теория са поставени различни определения на понятията „държавен дълг“ и „управление на държавния дълг“ с различен акцент и обхват. Известно е, че държавният дълг представлява сумата от акумулираните бюджетни дефицити от предходни години, които още не са погасени. Не е излишно уточнението, че за дефицит тук приемаме отрицателното касово бюджетно салдо, като последното има планова и фактическа стойност (Лилова, Р., 2015). (Коцев, Ц., Владимирова, Т., Владимиров, В., 2008 г.) дефинират външния държавен дълг като: размерът на реално отпуснатите и дължими към определен период договорни задължения на централното правителство и задълженията на местните власти към нерезиденти за изплащане на главници и лихви. По-обхватна дефиниция за управлението на държавния дълг поставя Е. Ставрова (Ставрова, 2010, стр. 32-35), като акцентира върху „политиката, имаща за основна задача повишаване размера на необходимите средства за финансиране“, както и върху „институционалната инфраструктура“ и необходимостта от ясно определяне на целите и функциите по дълговото управление. Тук споделяме разбирането, че управлението на държавния дълг представлява съвкупност от финансови операции, свързани с емитирането, погасяването и реструктурирането на държавния дълг, определени от правителствени решения и специални нормативни актове. И както посочихме по-горе, управлението на държавния дълг е неизменна част от бюджетната и фискалната политика.

## 2.2. Принципи за управлението на държавния дълг

Принципите в управлението на държавния дълг са основа за провеждането на рационална и антикризисна дългова политика Е. Ставрова (Ставрова, 2010, стр. 39-43) разглежда три основни принципа на дълговото управление:

- 1) „Управлението на дълга трябва да бъде свързано с ясно формулирана макрорамка“;
- 2) „Плащанията по дълга да се осъществяват на възможно най-ниска цена в средносрочен и дългосрочен план и с разумна степен на риск“;
- 3) „Осигуряване на ефективно функциониране на финансовите пазари.“

## 2.3. Методи за управление на държавния дълг

Видовете дълг и редът за поемане на държавен дълг в България са уредени със специален закон от 17 септември 2002 г. (Закон за държавния дълг, 2002). С чл. 4 от ЗДД се казва, че „поемането на държавен дълг се извършва чрез: емисии на държавни ценни книжа и договори за държавни заеми“, но в него не се конкретизират методите за управление на държавния дълг. Временни лимити за размера на дълга се регламентират с подзаконови актове на Министерския съвет, а текущи решения за дефицитното финансиране се съдържат в ежегодните Закони за държавния бюджет.

Като основа за систематизиране методите за управление на дълга поставяме няколко критерия и най-голямо значение отдаваме на същността на промените по отношение на размера и структурата на дълга, както и начините на вземане на съответните решения.

### 2.3.1. Методи от гледна точка на същността на промените в дълговите условия

Методите за управление на държавния дълг следва да се разглеждат в две основни категории: пасивни и активни. Това категоризиране в голяма степен показва целта и причините за съответните финансови решения и операции. Като основна и разделителна характеристика можем да поставим това, че *пасивните методи* включат преди всичко акумулиране на нов дълг в резултат на нововъзникнали дефицити, както и плановото частично или окончателно погасяване на дълг. От своя страна *активните методи* за дългово управление са насочени най-вече към реструктуриране на вече формиран дълг в резултат от благоприятни или негативни промени в икономическата конюнктура.

### 2.3.1.1. Пасивни методи за управление на държавния дълг

Към пасивните методи за управление на държавния дълг се включват:

- ◆ Вземане на решение за емисия на облигации или поемане на дълг от финансова институция, което представлява пряко следствие от решението за дефицитно финансиране;
- ◆ Решенията относно всеки един от параметрите на новия заем в тяхната цялост: размерът на дълга; валутата; вътрешен или външен; пряк заем или чрез облигации; целеви емисии (достъпни за банките) или общо за дълговия пазар, в това число други финансови институции – фондове, фирми и граждани; срокът; лихвения процент – размер, плаващ или фиксиран. Включваме този комплекс от решения тук, макар и те да не се разглеждат като специфичен метод поради тяхната важност и трудния баланс между успеха на емисията и тежестта на новоприетия дълг.
- ◆ Сключване на заем от банка, банкова група или международна финансова институция;
- ◆ Емисия на държавни облигации на вътрешния пазар. Тук се включват средно и дългосрочни облигации, като следва да се прави разлика между тях и съкровищните бонове<sup>2</sup>;
- ◆ Емисия на облигации на международен дългов пазар, еврооблигации и др. Решението на дилемата вътрешен или външен заем включва преценки в няколко важни насоки, надхвърлящи националността на кредиторите (резиденти или нерезиденти). Тук визираме преди всичко „ефекта на изтласкването“ при поемането на вътрешен дълг, спрямо текущото „удобство“ от емисията на външен заем и обичайно пренебрегвания ефект от износ на национален доход при обслужване на лихвите по външния дълг;
- ◆ Изплащания на купон, лихва, анюитети или други планови частични вноски;
- ◆ Окончателно погасяване на конкретна емисия или заем.

### 2.3.1.2. Активни методи за управление на държавния дълг

Според Г. Минасян (Минасян, 2007) „активното управление на външния дълг включва целенасочени промени в: Абсолютното равнище на БВД; Относителното равнище на БВД; Структурата на БВД по кредитори и дебитори; Параметрите на обслужването (лихви, матуриретна структура и др.)“. Към *активните методи* за управление на държавния дълг отнасяме:

- ◆ *Обратно изкупуване* на облигации от дълговия пазар – когато държавата длъжник (емитент) разполага с ресурс и условията на дълговия

---

<sup>2</sup> Съкровищните бонове – със срочност до една година, имат предназначение за покриване на текущия бюджетен недостиг, което не означава дефицит, поради което не се включват в тясната дефиниция на дълга.

пазар са подходящи (най-вече цената на дълга), това позволява поетапно и частично намаляване на дълговата тежест. При това не е за пренебрегване предизвиканата промяна на цената на дълга и кредитната репутация на държавата емитент;

- ◆ *Рефинансиране на дълга* – погасяване на последните плащания (обичайно главница) чрез нов заем или емисия. Ричард и Пиги Мъзгрейв (Musgrave, 1973) обръщат специално внимание на необходимостта и опасностите от този метод. На първо място тук е решението за запазване на ресурса в полза на функционалните бюджетни разходи, т.е. незаделянето му за изплащане на (остатъчната част или цяла) дългова главница. В случаите, когато в бюджета не е предвидено погасяване на окончателно падежиращите дългове и се налага тяхната замяна с нов заем, следва, своевременно да се оценяват новите условия за акумулиране на дълг както по отношение на актуалния кредитен рейтинг на държавата, така и условията на дълговите пазари;
- ◆ *Преструктуриране на дълга*, което може да включва промени в първоначалните характеристики на заема по всички структурни елементи: срочност; валутна номинация; лихвен процент; фиксирана или плаваща доходност; замяна на кредиторите. Преструктурирането на дълга може да се осъществи със следните по-конкретни операции:
  - *Разсрочване* на остатъка от плащанията по определена емисия, което може да включва определен период без погашения. Предоговореното разсрочване, както и рефинансирането на дълга, променят преди всичко неговата матуритетна структура, като удължават средната ѝ срочност. В тези решения често се пренебрегват два съществени негативни ефекта – първият, е допълнителното натоварване на бюджетите с лихвени разходи. Вторият ефект произтича от външните заеми и се подсилва от тяхната срочност и е свързан с „моралната страна от прехвърлянето на дълговата тежест към бъдещите поколения“, върху който още Аба Лернер през 1948 г. обръща специално внимание (Rosen, 1988). Неизбежна последица от тези решения е и отражението върху бъдещата данъчна политика.
  - *Конверсия на дълг*, чрез замяна на остатъка от плащанията с по-ниска лихва;
  - *Консолидация на дълг* – обединяване на остатъка от плащанията по няколко заема чрез поемането на нов дълг, което включва и разсрочване на падежа, като се цели и постигането на по-ниски лихвени нива (Ставрова, 2010, стр. 65);
  - *Мораториум на плащанията по дълга* – преустановяване на настъпили плащания поради невъзможност да бъдат обслужвани. По същество такова състояние не може да се приема като метод за управление, но го поставяме в тази група поради нарушаването на установените дългови задължения. Дълговият мораториум има

временен характер, докато бъде договорено реструктуриране на досегашните задължения и обичайно включва получаване на допълнителна финансова помощ. Следва да се отчита и обстоятелството, че допускането на мораториум по дълга неизбежно води до понижаване на кредитния рейтинг на държавата длъжник. Понижението до такава степен кредитен рейтинг съответно се отразява във влошаване на кредитните условия – по-високи лихви и ограничен кръг потенциални кредитори, поставяне на допълнителни условия от страна на международните кредитни институции и др.

- Промяна на фиксираната лихва в плаваща и обратно чрез финансови инструменти. Такава конверсия често се извършва чрез подмяна на емисии, но най-голямо удобството и свобода в този аспект на дълговото управление предлагат финансовите деривати (най-вече лихвените суапи, FRA (споразумения за форуърдния курс и SAFE)<sup>3</sup>, което е обусловило тяхното широко разпространение от десетилетия.
- Превалутиране чрез изкупуване на облигации, емитирани във вече нежелана валута и емисия на нови, номинирани в предпочитана валута.
- Превалутиране чрез валутни суапи. Много по-динамична възможност предоставят пазарните инструменти с по-нисък разход, сред които се отличават валутните суапи;
- Замяна на кредиторите чрез предсрочно изкупуване от едни и продажба на дълга към други с променени условия. Такива успешни сделки бяха проведени при замяната на български дълг към Лондонския клуб 1994 г. (сдружение на частни банки) с кредити от Френския клуб, които са с преобладаваща държавна собственост.

### 2.3.2. Управление на дълга от гледна точка на начините на вземане на решение

От гледна точка на начините на вземане на решение за формиране на нов дълг, погасяване или промяна на условията по съществуващ дълг, можем да откром следните възможности:

- ♦ Спазване на **нормативно поставени правила** и лимити – вътрешната. Сред основните фискални правила, поставени със Закона за публичните финанси (ЗПФ) в Р България, синтезирани от Р. Лилова, (Лилова, Р., 2016, стр. 22), максималните размери на новоприетия държавен дълг за всяка бюджетна година се посочват в Закона за държавния бюджет (ЗДБ). Максималният размер на Консолидирания

---

<sup>3</sup> За подробности вж.: (Galitz, 1998) и (Симеонов, Ст. Финансови деривати, 2005).

държавен дълг (КДД) към края на бюджетната година също се конкретизира със ЗДБ, като неговият лимит според ЗПФ е 60% от БВП.

- ◆ Преценките за дълговата тежест и решенията за дълговото управление следва да отразяват състоянието и тенденциите за промените по международните валутни баланси, отразяващи „операциите с търговски и финансов характер, осъществявани между местни и чуждестранни контрагенти“ (Захариев, 2003).
- ◆ Прилагане на *пазарни методи* – както показва определението, те се отнасят за дълг в облигации или други пазарни инструменти и са най-прозрачни и демократични;
- ◆ *Преговори с кредиторите*, до такива се стига при затруднения за изпълнение на оригиналните условия по дълга;
- ◆ *Едностранни решения* от страна на финансовото министерство, за които държателите на дълга нямат възможност за договаряне или оспорване. Такива мерки са приложими за вътрешния и дългосрочен дълг, каквито случаи са познати в дълговата практика през втората половина на XX век по отношение на облигации с голям матуритет (двадесетгодишна, тридесетгодишна и по-голяма срочност);
- ◆ *Мерки или ограничения*, наложени от международни финансови институции, свързани с бюджетната дисциплина:
  - *Налагане на принудителни или задължителни мерки* – към тях се отнасят забраната за финансиране на бюджетния дефицит с преки кредити от централната банка, каквато мярка бе наложена на България с приемането на Валутния борд и все още е валидна; SDRM (Механизъм за ограничаване на суверенния дълг)<sup>4</sup> и др.
  - *Спазване на препоръчителни или референтни показатели*, свързани с членство в международни организации и др., каквито са Маастрихтските дългови критерии за държавите – членки в ЕС и Евро зоната.

### 2.3.3. Управление на дълга в зависимост от времето и условията за вземане на решение

От гледна точка на времето, условията и съответните начини на предприемане на решения по дълговото управление можем да обособим и различни типове решения за формиране на нов дълг и/или промяна на планираните:

- ◆ *Планови* – нормативно и договорно установени действия по приемането и обслужването на дълга. Тук включваме прилагането на широк комплекс от мерки (спазване на дългови лимити и определени

---

<sup>4</sup> Sovereign Debt Restructuring Mechanism, разработен от МВФ за овладяване на дълговите проблеми на развиващите се страни и произтичащите от това рискове за международната кредитна система. За подробности виж. (Krueger, April, 2002). <https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf>

стойности на индикаторите на дълговата тежест), които често са обединени в Средносрочна стратегия за управление на държавния дълг.

- Сред основните фискални правила, поставени със Закона за публичните финанси (ЗПФ) в Р България, синтезирани от Р. Лилова, (Лилова, 2016, стр. 22), максималните размери на новоприетия държавен дълг за всяка бюджетна година се посочват в Закона за държавния бюджет (ЗДБ). Максималният размер на Консолидирания държавен дълг (КДД) към края на бюджетната година също се конкретизира със ЗДБ, като неговият лимит според ЗПФ е 60% от БВП. Г. Минасян (Минасян, 2007, стр. 96-112) представя някои от по-важните показатели за дългова тежест, като ги разглежда в две категории – „ситуационни“ и „оценъчни“.
- Преценките за дълговата тежест и решенията за дълговото управление следва да отразяват състоянието и тенденциите за промените по международните валутни баланси, отразяващи „операциите с търговски и финансов характер, осъществявани между местни и чуждестранни контрагенти“ (Захариев, 2003).
- ♦ **Превантивни** и дългосрочно установени мерки, обичайно определяни като антикризисни. Г. Манлиев (Манлиев, 2009, стр. 329-331) разглежда тази категория мерки, предприети от България с препоръки на МВФ по преодоляване на дълговата криза от 1997 г.;
- ♦ **Ситуационни решения**, наложени от непланирани събития, които възникват в процеса на изпълнение на годишния бюджет и налагат актуализация на Закона за ДБ за съответната година за приемане на допълнителен дефицит, респективно дълг. Такива са случаите с: кризата, предизвикана от необслужените банкови кредити от 1994 г. и последвалата емисия на облигации по ЗУНК; както и кризата с фалита на КТБ – при която размерът на банковата декапитализация надхвърли значително капацитета на Фонда за гарантиране на влоговете в банките (ФГВБ) и това бе компенсирано с нов държавен дълг.
- ♦ **Кризисни решения** – системните и безконтролни дефицити водят до натрупването на дългова тежест с критични нива, в резултат на което условия за обслужване на дълга се влошават комплексно. Като „дългова криза“ Минасян дефинира „закъснения в плащанията (по лихви и главница) в размер на пет процента от външния дълг“ (Минасян, 2007, стр. 9). Като второ условие за дългова криза Минасян, позовавайки се на (Detragiache E., January 2001), посочва „наличието на договореност за просрочване или реструктуриране на дълга“. Не споделяме второто обстоятелство като необходимо условие за дефинирането на дългова криза, а по-скоро като крачка за нейното овладяване.

След казаното по-горе може да обобщим, че методите на дългово управление зависят от степента на задлъжнялост. Изследвайки кризисния

период на натрупване на държавния дълг в България през последното десетилетие на XX век Л. Найденов (Найденов, 2002 г.) разглежда три етапа в дълговото управление: „1) емисия на дълг и привличане на кредитни ресурси; 2) погасяване и обслужване на дълга и 3) обслужване на дълга в условията на дългова криза.“ Аналогия на тези етапи в дълговите решения може да се приложи и към други икономики със системни дългови проблеми и кризисно управление.

#### **2.4. Съображения относно факторите и въздействието на дълговото управление**

Управлението на дълга е процес пряко и многостранно обвързан с макроикономическата, фискалната, пазарната, институционалната и нормативната среда (Министерство на финансите на РБългария). Същевременно решенията за дълговото управление представляват важна част от фискалната и бюджетната политика, чийто обхват прецизират (Лилова, Р., Ангелов, П., 2017). Пазарната среда включва равнищата на лихвените проценти, валутните курсове, нивото на развитие на вътрешния пазар и др. Управлението на дълга има пряко въздействие върху неговата реална доходност, която трябва да намери равновесна точка между необходимото и достатъчно стимулиране на инвеститорите и поносимата бюджетна тежест (Брусарски, Р., Захариев, А., Манлиев, Г., 2015 г.). В своята докторска дисертация Л. Найденов, изследва зависимостта между икономическия растеж и редица макроикономически индикатори с държавния дълг на България за периода 1991–2001 г., при което установява еластичност на инвестиционната активност спрямо дълговата тежест и доказва негативното влияние на държавната задлъжнялост върху ценовата стабилност, процеса на капиталобразуване и икономическия растеж в Р България (Найденов, 2002 г.).

Решенията относно дълговото управление следва да отразяват причините за формиране на държавния дълг, както и факторите, обуславящи дълговата тежест. Последната зависи от редица фактори, които можем да обособим като вътрешни и външни спрямо дълга. Към *вътрешните дългови фактори* отнасяме величината и съотношенията по всички структурни компоненти на държавния дълг, част от които засегнахме по-горе. Към *външните дългови фактори* отнасяме най-общо макроикономическите показатели, състоянието на националния и международните дългови пазари, вътрешната политическа конюнктура и международната геополитика. На практика показателите от двете групи са неизбежно свързани и решенията относно дълговото управление не само са водени от външните при конфигуриране на вътрешните, но имат въздействие и върху външните.

#### **2.4.1. Въпросът – вътрешен или външен дълг**

Един от най-важните структурни компоненти е съотношението между вътрешния и външния дълг, както и решението по този въпрос при поемането на нов дълг. Тук следва да се отчита коректно влиянието и на двата компонента върху свободния (депозитен) ресурс и капиталобразуването в икономиката. При формиране на *вътрешен дълг* се проявява известният „ефект на изтласкването“ – пренасочването на част от разполагемия ликвиден ресурс вместо към инвестиции в националната икономика, то към финансиране на държавен дълг. С последния се осигуряват допълнителни бюджетни разходи, които по правило в голямата си част са непроизводителни.<sup>5</sup> На този фон изпъква примамливата страна на *външното държавно заемане*, която се състои именно в избягването на ефекта на изтласкването и запазването на капиталобразувателния потенциал.

Погасяването на вътрешните и външните заеми има обратен ефект – лихвите, изплатени към кредиторите–резиденти вливат ресурс в националната икономика и осигуряват доходност за фондовете и финансовия сектор като цяло, докато лихвите по външния дълг представляват изтичане на национален капитал. Според Мъзгрейв (Musgrave, 1973, стр. 693-694) в дългосрочен план и при равни лихвени условия, положителните и негативните ефекти между вътрешното и външното финансиране се балансират.

#### **2.4.2. Връзката дългова политика и данъчна тежест**

Друг аспект е свързан с *дълговата политика в по-дългосрочен план и нейната връзка с данъчната тежест*. Системното рефинансиране на държавния дълг и нарастването му с по-бързи темпове от ръста на БВП водят до формирането на критични нива на дълговата тежест. Последното налага постепенно увеличение на данъчната тежест, което придобива двустранно негативен ефект върху икономиката. Така все по-голям ресурс от формирания доход се изземва чрез данъци и все по-малка част от бюджетните разходи се насочва към населението и към икономическите субекти.

#### **2.4.3. Формиране на лихвените проценти и значение на лихвената крива**

Емисията на държавни облигации има двупосочна зависимост с пазарните лихвени проценти. Първо – емисията на външен дълг е неизбежно зависима от условията на международните дългови пазари. От тези лихвени нива се ръководят, като най-ниско рисков бенчмарк (основа за дисконтовата норма), всички инвестиционни решения. Заедно с това емисията на съкровищни бонове на вътрешния пазар не само пренасочва част

---

<sup>5</sup> По предназначение не водят до създаване на доход. Виж определения за „чиста публична стока“ (Rosen, 1988) и (Лилова, Р., 2016).

от ликвидния ресурс, но се ползва и като официален пазарен метод за формиране на референтните междубанкови лихвени проценти.

Заедно с това лихвената крива, или още „крива на доходността“, (която отразява съотношението между лихвените проценти по кредитите с различна срочност (Ставрова, 2010, стр. 45)) съдържа информация за състоянието на икономиката и тенденциите относно фазите на икономическия цикъл. Обръщането на нормалната крива, което формира по-ниски лихвени проценти за дългосрочните заеми, показва очаквания за забавяне на икономическата активност. Съответно изравняването на лихвените нива по краткосрочните и дългосрочните кредити е показател за нестабилност в икономическата активност (Ставрова, 2010, стр. 45-47).

#### 2.4.4. Управление на дълга и инфлационни въздействия

Сред външните за дълга макроикономически факторите с огромно значение за дълговото управление е *инфлацията*. Нейното влияние върху структурните компоненти на дълга – вътрешен и външен, е разнопосочно. Влиянието на инфлацията се проявява при фиксиран лихвен процент на дълга. При правилен разчет на лихвените и инфлационните тенденции дълговото управление е стимулирано да емитира облигации с фиксирана доходност и да поддържа ниски инфлационни равнища (до 3 – 4 % годишно), което обезсилва тежестта на *вътрешния* дълг. Разбира се, инфлацията има негативен ефект върху управлението на *външния* дълг, при това не едностранно: пряко – чрез допълнителния лихвен разход; и косвено – чрез загуба на доверие от кредиторите и влошаването на условията за дългово финансиране. Управлението на държавния дълг чрез пазарните инструменти не може да пренебрегва допълнителната изискуема доходност при по-високи инфлационни нива от лихвените, което отбелязва и Мъзгрейв (Musgrave, 1973, стр. 698). Затова като двустранно по-приемлив инструмент, особено при по-дългосрочните заеми, се налагат облигациите и договорите с плаващ лихвен процент. Ограничаването или премахването на лихвения риск е важно условие за по-ниска цена на дълга.

Особен случай за връзката между инфлация и държавния дълг представлява този на САЩ. Причина за това е обстоятелството, че и външният дълг на САЩ е номиниран в националната парична единица. Основа за това е статутът на щатския долар като валута с най-висока степен на конвертируемост – международно платежно средство и реално (все още) доминираща валута в международните търговски разплащания. Така обезценката на долара подпомага обслужването на глобалния, а не само вътрешния, дълг на САЩ, което се наблюдава като умишлен процес в продължителни периоди.

Към подобрите практики за управление на държавния дълг има множество случаи, в които прякото финансиране на бюджетния дефицит от централната банка достига безконтролни размери. Това е свързано със зло-

употреба с паричната емисия и неминуемо води до инфлация със застрашителни темпове. Показателен е случаят с дълговата криза на България и инфлацията, ескалирала до хиперравнища в началото на 1997 г., довели до налагането на паричния съвет.

### 3. Аналитична и методологична основа на изследването

Понятието *инвестиционна активност* има широк обхват и в него включваме всички дейности, имащи за цел извличането на доход чрез финансовите пазари или формирането на печалба от инвестиции в реалния сектор. По-тесен обхват има понятието *борсова активност*, което включва търговията на организираните капиталови, дериватни и валутни пазари, които съсредоточават най-интензивната част от сделките на финансовите пазари. Извън прекия обхват на борсовата активност остават извънборсовите пазари (Over-the-counter markets) и кредитният пазар, на които се търгуват огромен размер капитали и инструменти с не така тясно стандартизирани контракти. Последните не са включени в обсега на това изследване.

Съобразно фокуса на настоящата студия, който не е поставен поотделно нито върху дълговото управление, нито единствено върху инвестиционната активност, подборът ни тук обхваща ключовите индикатори за дълговата и инвестиционната сфери, които прилагаме в показатели за установяване на взаимовръзката между тези два процеса.

#### 3.а) Показатели и норми за дълговата тежест

Държавният дълг може да бъде изследван с различни показатели както по отношение на дълговата структура, дълговата тежест и методите за управление. Разбираемо е обстоятелството, че абсолютните стойности на дълга и неговите компоненти не са показателни за тежестта и възможностите за неговото обслужване. За тази цел се прилагат показатели, съотнасящи дълговите стойности с основните макроикономически индикатори. Г. Минасян (Минасян, 2007, стр. 96-112) представя някои от по-важните показатели за дългова тежест, като ги разглежда в две категории – „ситуационни“ и „оценъчни“. При оценката на потенциала за финансиране на държавен дълг следва да се отчита размерът на спестяванията на домакинствата, който осигурява инвестиционен ресурс на банките кредитори. Г. Беремска (Беремска, 19-20 October 1995) и А. Захариев (Брусарски, 2015) обръщат внимание на тези непазарни форми на дълговото финансиране.

Съобразно целите и ограничения обем на настоящото изследване, тук селектираме основните индикатори за структурата на дълга, които съпоставяме с основните макроикономически индикатори. Коефициентът консолидиран държавен дълг към БВП е не само фундаментален показател за дълговата тежест, но тук го разглеждаме и като показател, макар и най-обобщен, за отношението на дълга към икономическата, в това число и

инвестиционната, активност. Като измерител за дела на пазарните методи в дълговия мениджмънт поставяме показателя Стойност на секюритизирания дълг (държавните облигации) към общия национален дълг.

### **3.б) Показатели за размера на дълга и активността в реалния сектор**

За анализа на връзките между динамиката на основните елементи от дълга и инвестициите в реалния сектор прилагаме следните показатели:

- Държавен дълг / Преки инвестиции в националната икономика;
- Държавен дълг / Преки чуждестранни инвестиции;
- Вътрешен държавен дълг / Преки инвестиции;
- Външен държавен дълг / Преки инвестиции;
- Държавен дълг в облигации / Преки инвестиции.

### **3.в) Индикатори и показатели на борсовата активност**

За изследване на инвестиционната активност, съсредоточена на фондовите борси, тук селектираме нейните основни индикатори: пазарна капитализация, борсов оборот на пазара на акции, брой сделки, търговски обем. В категорията аналитични показатели прилагаме: коефициент на оборота; пазарна капитализация в процент от БВП и др.<sup>6</sup>

Погледът върху структурата на дълга от гледна точка на метода, чрез който е акумулиран – чрез пазарни дългови инструменти или други (в емпиричните 4-ти и 5-ти пункт), има за цел да установи промените в инвестиционната активност и потенциала на дълговия пазар в паралел с алтернативите на фондовия пазар, за което поставяме показателя – стойност на секюритизирания дълг спрямо пазарната капитализация.

### **3.г) Показатели за зависимостите между динамиката на дълговите и борсовите индикатори**

За анализ на зависимостта между динамиката на дълга и тази на борсовата активност последователно изчисляваме съотношенията между селектираните дългови и борсови индикатори (посочени в горните подпунктове). Всички показатели изследваме в динамика за периода 2007–2017 г. и в паралелен анализ за България и Гърция. Прилагаме корелационен анализ за установяване на наличието, силата и посоката на зависимост между представените по-горе индикатори.

В настоящото изследване не разглеждаме принципно възможните инфлационни ефекти и деформации поради обстоятелството, че за анализирания период инфлационните равнища са пренебрежимо малки, което се

---

<sup>6</sup> Подробна систематика на борсовите индикатори и показатели, както и конкретика за тяхната аналитична приложимост, представяме в (Симеонов, ИЗМЕРИТЕЛИ НА БОРСОВАТА АКТИВНОСТ - изследване на индикаторите и анализ на пазарния тренд, 2016).

регистрира и с рекордно ниските лихвени равнища. В критичните периоди от преговорите за обслужване и рефинансиране на гръцкия дълг от 2016 г. бе създаден инфлационен натиск, свързан с изявления на гръцкия премиер Алексис Ципрас за излизане от еврозоната и връщане на гръцката драхма, но както е известно впоследствие до това не се стигна. Тези процеси оставиха своя отпечатък като период на напрежение сред населението и икономическите агенти.

#### **4. Анализ на решенията и методите за управление на държавния дълг на България и Гърция за периода 2007 – 2017**

##### **4.1. Формиране на основния дълг, фактори и периоди**

Стойността на общия държавен дълг е първичният измерител, който отразява акумулираните дефицити, както и възможностите за финансиране на бъдещи дефицити. Затова е важно да разгледаме неговото изменение за периода 2007–2017 г., като се направи съпоставка между водещата в дългово отношение страна в Европа – Гърция и страната, придържаща се към „отличничките“ по държавен дълг и граничеща държава на Гърция – България. Ползваните по-долу бюджетни данни представляват отчетни – фактически стойности. Коефициентът дълг/БВП позволява обективна сравнимост по тези показатели между икономики с различни мащаби. За българските стойности се наблюдава динамика с промени в тенденцията, множество спадове и повишения, в които се разчита динамика на икономически и политически събития в глобален и национален мащаб. Най-високи стойности от 29,0% се отчитат през 2016 г., а най-ниска през 2008 г. (13,0%) (Табл. 1).

Видно е, че България се придържа към нормите, приети за Европейския съюз – критериите от Маастрихт (CSD, 1996) за дълг/БВП в размер на 60%. Максималната тежест от 29 % за България се достига през 2016 г. Съвсем различно е състоянието на Гърция, която силно нарушава европейското дългово правило и в края на 2016 г., когато също достига максимум, показателят е 181%. Необичайният ръст на българския държавен дълг за периода се формира през две от годините 2014 г. и 2016 г. Причините за тези увеличения са известни и те са извънредните дефицити, приети за справяне с фалита на КТБ (2014 г.) и непланираното заплащане на руските реактори за АЕЦ Белене (2016 г.).

Гръцките показатели за дълг към БВП (Таблица 1) са далеч от европейските изисквания, като през разглеждания период се наблюдава увеличение на дълга и същевременно намаление на икономическата активност (измерена с БВП). Тази двустранно негативна тенденция води до критично повишение и на коефициента дълг/БВП до 181% през 2016 г., но

най-ниската за периода стойност от 103,1 през 2007 г. е също проблемно висока. Големият държавен дълг на Гърция има по-дълбоки корени, които са специфични на бюджетната политика, характеризирани със системно дефицитно финансиране. Сред основните причините за големия гръцки дълг е и покупката на военноморска техника, свързани с НАТО ангажменти – обстоятелства, които обичайно се пропускат. Допълнителни фактори, допринесли за дълговата тежест на Гърция през последното десетилетие, са резултат от националната и европейската политика. Като сериозни проблеми за страната се явяват: приливът на икономически емигранти в страната, което създава трайни затруднения за социалната и здравната система; увеличаването на военните разходи; нарастването на числеността на административното управление; прикриването на бюджетни недостатъци и др., които водят до трайно увеличаване бюджетните разходи, хроничен дефицит и свръхзадлъжнялост.

Таблица 1  
Общ държавен дълг и Брутен вътрешен продукт

Година	България			Гърция		
	Дълг млн.евро	БВП млн.евро	Дълг в % от БВП	Дълг млн.евро	БВП млн.евро	Дълг в % от БВП
2007	5.296,9	32.708,0	16,2	239.915	232.694,6	103,1
2008	4.847,5	37.200,1	13,0	264.775	241.990,4	109,4
2009	5.108,7	37.317,7	13,7	301.062	237.534,2	126,7
2010	5.856,1	38.230,5	15,4	330.570	226.031,4	146,3
2011	6.284,2	41.292,0	15,2	356.235	207.028,9	172,1
2012	7.004,9	41.947,2	16,7	305.085	191.203,9	159,6
2013	7.147,0	42.011,5	17,0	320.498	180.654,3	177,4
2014	11.531,8	42.762,2	27,0	319.629	178.656,5	178,9
2015	11.771,8	45.286,5	26,0	311.724	176.312,0	176,8
2016	13.969,3	48.128,6	29,0	315.009	174.199,3	180,8
2017	12.815,1	50.430,1	25,4	317.407	177.735,3	178,6

Източник на данните: Евростат<sup>7</sup> и изчисления на авторите.

По отношение на абсолютния размер на държавния дълг и показателя държавен дълг в % от БВП е видно, че България и Гърция имат възходящия тренд, силно осезаем след 2008 г., когато икономиките попаднаха в световната рецесия и през следващите години бяха използвани значителни бюджетни ресурси за нейното преодоляване.

<sup>7</sup> [https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?jsessionid=Ejh11-Uyh3LJZ30\\_gpv96Uq5I0LguR6ZHw\\_7fjgWixAoBh60p2Tcup!1290106958?tab=table&plugin=1\\_&pcode=teina225&language=en](https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?jsessionid=Ejh11-Uyh3LJZ30_gpv96Uq5I0LguR6ZHw_7fjgWixAoBh60p2Tcup!1290106958?tab=table&plugin=1_&pcode=teina225&language=en), <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>

#### 4.2. Анализ на структура на държавния дълг, дълговата тежест и тяхната динамика

Основното структурно разделение на държавния дълг е по отношение на това, дали кредиторът се явява резидент или нерезидент. Вътрешният държавен дълг представлява размера на реално отпуснатите и дължими към отчетния момент договорни задължения на централното правителство и на местните власти към резидентите на страната (Коцев, Ц., Владимирова, Т., Владимиров, В., 2008 г.).

От данните в Таблица 2 е видно, че за периода 2007–2017 г. България има по-голям дял на вътрешния дълг от този на Гърция. Данните очертават основните критични точки в икономиката на двете страни. Най-високата стойност от 44,55% вътрешен дълг на България през 2013 г. може да се свърже с временната вътрешнополитическа нестабилност и последващите правителствени действия за предотвратяването на недоволството от управлението в страната. По отношение на Гърция се отличава 2011 г., когато делът на вътрешния дълг е най-нисък – 8,55%. В стремежа на гръцкото правителство за избягване на рецесията през този период страната е имала най-ниско ниво на вътрешния дълг за сметка на външния дълг.

Таблица 2

##### Вътрешен държавен дълг

Година	България		Гърция	
	Млн. Евро	% от общия	Млн. Евро	% от общия
2007	1.636,08	31,69	71.026,11	22,84
2008	1.571,35	32,46	102.134,60	27,84
2009	1.538,73	31,87	116.651,38	27,93
2010	2.011,52	37,35	88.537,27	21,13
2011	2.458,29	41,34	33.312,30	8,55
2012	2.546,74	36,43	148.039,10	32,67
2013	3.215,82	44,55	108.255,14	25,25
2014	4.219,08	37,33	104.740,64	24,68
2015	3.723,89	32,07	129.764,16	29,39
2016	-	-	116.728,02	27,04
2017	-	-	87.500,61	21,61

Източник на данните: Обзор на държавния дълг /Годишен бюлетин/ 2015 г. на Министерството на финансите на РБългария, Централната банка на Гърция и изчисления на авторите<sup>8</sup>.

За разглеждания период е видно (Таблица 3), че основна част в дълговата структура на двете държави заема външният компонент. За България делът на външния дълг варира в сравнително тесни граници – между 55 и

<sup>8</sup> Поради липсата на систематизирани годишни данни за вътрешния и външния държавен дълг на Гърция стойностите в следващите таблици са изчислени на база тримесечни отчети (Q4) за външния дълг за всяка година.

67 процента, с изключение на 2015 г., когато пада до 23,5%. Най-високият относителен дял на външен дълг на Гърция е през 2011 г. – 91,45%, когато е осъществена т. нар. спасителна програма за подпомагане на икономиката на страната от Европейския съюз и Международния валутен фонд.

Таблица 3

Външен държавен дълг

Година	България		Гърция	
	Млн. Евро	% от общия	Млн. Евро	% от общия
2007	3.526,74	68,31	310.941,1	77,16
2008	3.270,22	67,54	366.909,6	72,16
2009	3.289,75	68,13	417.713,4	72,07
2010	3.373,50	62,65	419.107,3	78,87
2011	3.487,62	58,66	389.547,3	91,45
2012	4.444,46	63,57	453.124,1	67,33
2013	4.002,85	55,45	428.753,1	74,75
2014	7.081,70	62,67	424.369,6	75,32
2015	7.889,64	67,93	441.488,2	70,61
2016	-	-	431.737,0	72,96
2017	-	-	404.907,6	78,39

Източник на данните: Обзор на държавния дълг /Годишен бюлетин/ 2015 г. на Министерството на финансите на РБългария, Централната банка на Гърция и изчисления на авторите.

Таблица 4

Държавен дълг и бюджетен дефицит (Млн. Евро)

Год.	България		Гърция	
	Дълг	Бюдж. салдо	Дълг	Бюдж. салдо
2007	5.296,9	3.572,0	239.915	-15.607
2008	4.847,5	591,4	264.775	-24.625
2009	5.108,7	-1.513,8	301.062	-35.966
2010	5.856,1	-1.190,3	330.570	-25.309
2011	6.284,2	-812,8	356.235	-21.280
2012	7.004,9	-134,2	305.085	-16.951
2013	7.147,0	-151,5	320.498	-23.765
2014	11.531,8	-2.331,9	319.629	-6.460
2015	11.771,8	-726,2	311.724	-9.990
2016	13.969,3	106,8	315.009	1.094
2017	12.815,1	470,6	317.407	1.454

Източник на данните: Евростат.

Поглед върху дефицита, като числов фактор за формирането на дълга, е представен с Таблицы 4 и 5 През първите две години от периода (2007 г. и 2008 г.) България все още има положително бюджетно салдо и тогава

правителството смяташе, че икономиката ни ще остане встрани от световната икономическа криза. След 2009 г. салдото променя рязко стойността си с отрицателен знак от 356%, първоначално под влиянието на световната рецесия, а впоследствие и поради процесите в националната икономика. Това от своя страна обуславя възходящата тенденция на държавния дълг. Най-голям ръст на бюджетния дефицит и дълга се наблюдава през 2014 г. (61,4% изменение на дълга и 14,5 пъти ръст на дефицита), когато се налага включването на държавата със заемни средства за преодоляване на кризата в банковата система, предизвикана от фалита на КТБ.

Таблица 5  
Изменение на държавния дълг и бюджетния дефицит (%)

Год.	България		Гърция	
	Дълг	Бюдж. салдо	Дълг	Бюдж. салдо
2007	-	-	-	-
2008	-8,5	66,0	10,4	57,8
2009	5,4	-356,0	13,7	46,1
2010	14,6	-21,4	9,8	-29,6
2011	7,3	-31,7	7,8	-15,9
2012	11,5	-83,5	-14,4	-20,3
2013	2,0	12,9	5,1	40,2
2014	61,4	1439,2	-0,3	-72,8
2015	2,1	-68,9	-2,5	54,6
2016	18,7	-114,7	1,1	-111,0
2017	-8,3	340,6	0,8	32,9

От 2017 г. се наблюдава стремеж и на двете страни за придържане към балансирана бюджетна и умерена дългова политика, в което се разчитат цели за стимулиране на инвестиционната активност, подобряване на макроикономическата стабилност, както и намеренията на българското правителство за включване в еврозоната. По отношение на размера и структурата на държавния дълг на България и Гърция за периода 2007–2017 г. могат да се открият следните основни изводи:

*Първо*, относно размера на държавния дълг: за България се очертава преобладаващо възходяща, като само в края на 2017 г. се наблюдава лек обрат. За Гърция най-голям ръст и най-високи абсолютни стойности дългът достига през 2010 и 2011 г.

*Второ*, основната част от държавния дълг на България и Гърция заема външният дълг за сметка на вътрешния държавен дълг.

*Трето*, относно дела на дълга в облигации: за България той е около две трети, като се наблюдава леко възходяща тенденция; за Гърция трендът е силно низходящ, като след 2011 г. делът на облигациите пада от 71% на 31% (Табл. 11).

#### 4.3. Зависимости между ключови решения в дълговото управление и активността в реалния сектор

Преките инвестиции (ПИ) в националната икономика са един от основните измерители за доверието и активността на инвеститорите в реалния сектор.

Таблица 6  
Общ дълг и преки инвестиции в националната икономика

Година	България			Гърция		
	Дълг млн.евро	ПИ млн. евро	ПИ към общия дълг (%)	Дълг млн.евро	ПИ млн. евро	ПИ към общия дълг (%)
2007	5296,9	-	-	239915	23094,3	9,63
2008	4847,5	-	-	264775	26916,2	10,17
2009	5108,7	-	-	301062	29763,4	9,89
2010	5856,1	236,5	4,04	330570	32083,8	9,71
2011	6284,2	287,1	4,57	356235	37215,6	10,45
2012	7004,9	253,0	3,61	305085	34062,4	11,16
2013	7147,0	140,6	1,97	320498	26320,7	8,21
2014	11531,8	279,2	2,42	319629	24227,9	7,58
2015	11771,8	147,2	1,25	311724	22428,8	7,20
2016	13969,3	373,7	2,68	315009	18237,5	5,79
2017	12815,1	262,6	2,05	317407	-	

Източник на данните: Евростат, Българска народна банка, Централна банка на Гърция и изчисления на авторите.

Най-добро съотношение спрямо държавния дълг за България се наблюдава в първите години след присъединяването на страната в ЕС, но трендът е променлив и низходящ (Таблица 6). Поради липсата на налични данни за 2007–2009 г. за преките инвестиции в националната икономика те не се разглеждат тук. Най-висок дял се наблюдава през 2011 г. (4,57%), а най-нисък – през 2015 г. (1,25%) поради намаляване интереса на инвеститорите следствие на снижаване в доверието към държавното управление и лабилната световна икономическа обстановка.

Въпреки голямата дългова тежест на Гърция, през последните единадесет години делът на преките инвестиции в нейната икономика е от два до пет пъти по-висок от този за България. Най-високо ниво на преките инвестиции в гръцката икономика се наблюдава през 2011 г. (37,216 милиарда евро или 10,45%). Рестриктивните бюджетни мерки през последните години оказват сериозно влияние на инвестиционната активност в страната, вследствие на което през 2016 г. съотношението на ПИНИ към дълга намалява до 5,8%.

*Преките чуждестранни инвестиции* са независим измерител на

доверието на чуждестранните инвеститори в националната икономика, както и обективна оценка за нейните сравнителни предимства, сигурността, устойчивостта на регулациите, прозрачността на процедурите, конкурентността и спазването на пазарните правила.

Таблица 7.1

Общ дълг и преки чуждестранни инвестиции<sup>9</sup>

Година	България			Гърция		
	Дълг млн.евро	ПЧИ млн.евро	ПЧИ в % от дълга	Дълг млн.евро	ПЧИ млн.евро	ПЧИ в % от дълга
2007	5.296,9	9.051,8	170,9	239.915	35.378,4	14,75
2008	4.847,5	6.685,9	137,9	264.775	27.140,1	10,25
2009	5.108,7	3.281,9	64,2	301.062	28.129,6	9,34
2010	5.856,1	1.169,7	20,0	330.570	30.140,6	9,12
2011	6.284,2	1.476,3	23,5	356.235	22.485,6	6,31
2012	7.004,9	1.320,9	18,9	305.085	18.951,1	6,21
2013	7.147,0	1.383,7	19,4	320.498	18.743,3	5,85
2014	11.531,8	1.160,9	10,1	319.629	17.750,0	5,55
2015	11.771,8	2.475,9	21,0	311.724	22.119,3	7,10
2016	13.969,3	1.079,6	7,7	315.009	23.883,6	7,58
2017	12.815,1	950,1	7,4	317.407	-	

Източник на данните: Евростат, Българска народна банка, Централна банка на Гърция и изчисления на авторите.

За България в началото на разглеждания период се наблюдават най-високите нива на ПЧИ в страната 9.051,8 млн. евро и съответно с най-висок дял спрямо държавния дълг 171% (Таблица 7.1.). Още в началото на световната икономическата рецесия започва оттегляне на капитали от реалния сектор на българската икономика, които към 2017 г. са почти десет пъти по-малко – едва 950,1 млн. евро или 7,4% спрямо държавния дълг. Налага се изводът, че ниските данъчни размери на доходното облагане в България не представляват достатъчно основание за привличане на външни инвестиции в страната и явно са засенчени от други негативни фактори. Отливът на капитали започва още по-рязко от финансовите пазари, където ликвидността на активите улеснява бързата мобилност на капиталите (както ще видим в трета точка).

Преките чуждестранни инвестиции в Гърция също имат негативен тренд, но и до 2014 г., когато е най-ниското съотношение на ПЧИ към държавния дълг (5,55 %). Несигурната инвестиционна среда в Гърция и задълбочаващата се дългова криза оказват своето негативно въздействие, като стремглаво намалят ПЧИ в страната от 35.378,4 млн. евро през 2007 г. до

<sup>9</sup> Данните за ПИ и ПЧИ са според официалния бюлетин на БНБ към 31 юли 2018.

17,750 млн. евро през 2014 г. Стременията на гръцкото правителство за възстановяване на икономическата сигурност водят до постепенно повишаване на ПЧИ в края на разглеждания период, което в относителен дял е 7,58% спрямо държавния дълг.

Таблица 7.2

Корелация между ОБЩИЯ държавен дълг и Преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ)

България	Гърция
- 0,5180	- 0,4334

Изчисления на авторите.

Корелационната зависимост между двата разглеждани индикатора, изчислена в Таблица 7.2 показва умерена по сила и обратна като посока зависимост между държавния дълг и преките чуждестранни инвестиции и за двете икономики. Знакът за обратна зависимост съвсем обективно показва намалението на инвеститорското доверие при увеличаването на държавния дълг.

Разглеждането поотделно на зависимостта с двата структурни компонента – вътрешен и външен дълг – има за цел да установи кой от тях има по-голяма значимост. Повишаването на вътрешния държавен дълг на страната в комбинация с намаляващите ПЧИ водят до влошаване на техния относителен дял, който от 553,3 % през 2007 г. се понижава до минималната си стойност от 27,52 % през 2014 г. (Таблица 8.1). В това отношение борещата се с дълговата криза Гърция реализира много по-малък относителен спад на ПЧИ и дори възстановяване през 2015 и 2016 г.

Таблица 8.1

Вътрешен дълг и Преки чуждестранни инвестиции

Година	България			Гърция		
	Вътрешен дълг /млн.евро/	ПЧИ /млн.евро/	ПЧИ в % от Вътр. дълг	Вътрешен дълг /млн.евро/	ПЧИ /млн.евро/	ПЧИ в % от Вътр. дълг
2007	1.636,09	9.051,8	553,3	71.026,11	35.378,4	49,81
2008	1.571,33	6.685,9	425,5	102.134,60	27.140,1	26,57
2009	1.538,71	3.281,9	213,3	116.651,38	28.129,6	24,11
2010	2.011,50	1.169,7	58,15	88.537,27	30.140,6	34,04
2011	2.458,28	1.476,3	60,1	33.312,30	22.485,6	67,50
2012	2.546,73	1.320,9	51,9	148.039,10	18.951,1	12,80
2013	3.215,83	1.383,7	43,0	108.255,14	18.743,3	17,31
2014	4.219,08	1.160,9	27,5	104.740,64	17.750,0	16,95

2015	3.723,90	2.475,9	66,5	129.764,16	22.119,3	17,05
2016	-	1.079,6	-	116.728,02	23.883,6	20,46
2017	-	950,1	-	87.500,61	-	-

*Източник на данните:* Българската народна банка, Централната банка на Гърция и изчисления на авторите.

Корелацията между вътрешния държавен дълг и преките чуждестранни инвестиции е много слаба и практически няма статистическа значимост (Таблица 8.2).

Таблица 8.2

*Корелация между ВЪТРЕШНИЯ държавен дълг и преките чуждестранни инвестиции*

България	Гърция
- 0,1185	- 0,1018

*Изчисления на авторите.*

Делът на преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ) във външния държавен дълг на България спада рязко (с над 50%) през 2009 г. (Таблица 9.1). Делът на ПЧИ във външния държавен дълг за Гърция е много по-малък и при нея тенденция на спад започва още от 2008 г.

Корелацията между външния дълг и преките чуждестранни инвестиции (таблица 9.2) за България няма практическа значимост. За Гърция връзката е умерена с отрицателен знак, което закономерно показва, че увеличението на външния дълг води до намаление на ПЧИ в страната и обратно.

Таблица 9.1

*Външен дълг и преки чуждестранни инвестиции*

Година	България			Гърция		
	Външен дълг млн.евро	ПЧИ млн.евро	ПЧИ в % от външ. дълг	Външен дълг млн.евро	ПЧИ млн.евро	ПЧИ в % от външ. дълг
2007	3.526,80	9.051,8	256,7	310.941,1	35.378,4	11,4
2008	3.270,20	6.685,9	204,5	366.909,6	27.140,1	7,4
2009	3.289,70	3.281,9	99,8	417.713,4	28.129,6	6,7
2010	3.373,40	1.169,7	34,7	419.107,3	30.140,6	7,2
2011	3.487,60	1.476,3	42,3	389.547,3	22.485,6	5,8
2012	4.444,46	1.320,9	29,7	453.124,1	18.951,1	4,2
2013	4.002,85	1.383,7	34,6	428.753,1	18.743,3	4,4
2014	7.081,70	1.160,9	16,4	424.369,6	17.750,0	4,2
2015	7.889,64	2.475,9	31,4	441.488,2	22.119,3	5,0
2016	-	1.079,6	-	431.737,0	23.883,6	5,5
2017	-	950,1	-	404.907,6	-	-

*Източник на данните:* Българската народна банка, Централната банка на Гърция и изчисления на авторите.

Таблица 9.2

Корелация между външния държавен дълг и преките чуждестранни инвестиции

България	Гърция
0,0748	- 0,4167

Изчисления на авторите.

С Таблица 10.1. представяме съотношението между дълга в облигации и преките инвестиции в националната икономика за периода 2007–2017 г.<sup>10</sup> След 2010 г. се наблюдава увеличение на дълга в облигации за сметка на намаляващи инвестиции в българската икономика. През 2015 г. съотношението е най-неблагоприятно поради двата фактора, а през 2016 г. състоянието е рекордно добро, когато е пикът на ПИНИ както и минимумът на секюритизирания дълг.

Динамиката при гръцкото съотношение на преките инвестиции в националната икономика към дълга в облигации е предопределена от рязкото намаление на секюритизирания дълг през 2012 г. Въпреки че последното показва с около 300% ръст на дела на ПИНИ, то следва да се отчита причината за това, която не е добра и тя е определена от ръста на дълга в непазарни форми.

Таблица 10.1

Дълг в облигации и преки инвестиции в националната икономика

Година	България			Гърция		
	ДО млн.евро	ПИНИ млн.евро	ПИНИ в % от ДО	ДО млн.евро	ПИНИ млн.евро	ПИНИ в % от ДО
2007	3.279,22	-	-	201.108	23.094,3	11,5
2008	3.069,13	-	-	225.449	26.916,2	11,9
2009	2.998,83	-	-	262.773	29.763,4	11,3
2010	3.500,15	236,5	6,76	262.555	32.083,8	12,2
2011	3.779,32	287,1	7,60	251.622	37.215,6	14,8
2012	4.577,70	253,0	5,53	93.432	34.062,4	36,5
2013	4.322,05	140,6	3,25	79.194	26.320,7	33,2
2014	7.017,23	279,2	3,98	69.466	24.227,9	34,9
2015	8.783,48	147,2	1,68	61.084	22.428,8	36,7
2016	1.065,07	373,7	35,09	57.163	18.237,5	31,9
2017	3.279,22	262,6	2,70	54.956	-	-

Източник на данните: Евростат, Българската народна банка, Централната банка на Гърция, Гръцкият статистически институт и изчисления на авторите.

<sup>10</sup> Липсата на статистически данни относно преките инвестиции за годините преди присъединяването на България в ЕС ограничава възможността за проследяване на динамиката за целия поставен период.

Таблица 10.2

Корелация между секюритизирания държавен дълг и преките инвестиции в националната икономка

България	Гърция
- 0,4528	0,5801

Изчисления на авторите.

## 5. Анализ на зависимостите между държавното дългово управление и инвестиционната активност на фондовите пазари за Гърция и България

### 5.1. Паралел между инвестиционната активност на Атинската фондова борса и БФБ–София

Известно е обстоятелството, че в цените и обемите на борсово търгуваните инструменти се отразяват най-бързо и практически незабавно промените в инвестиционната среда, докато макроикономическите ефекти имат чувствително забавяне от породилите ги фискални решения и промени. Тук не търсим единствено тези моментни реакции, а по-скоро по-трайните и взаимнообусловени зависимости между промените в държавния дълг и инвестиционните очаквания, като съпоставяме тяхната динамика. В съответствие с целите на настоящото изследване тук поставяме няколко показателя, които спомагат за изясняването на различни страни от зависимостта между дългостановието и инвестиционната активност.

Данните за динамичните индикатори (борсов оборот, брой сделки и борсов обем) са кумулативни по години, а статичните (пазарната капитализация) са отчетени в последния търговски ден за годината. За характеризиращите с по-голяма вариация пазарни индикатори, като брой сделки, прилагаме годишни и среднодневни стойности. Данните за БФБ–София обхващат целия пазар на акции – „основен“ (борсов) и „алтернативен“, като до 1-ви март 2012 г. двата подпазара са „регулиран“ и сделки извън регулиран пазар. Следва да се отчети и обстоятелството, че през разглеждания период голяма част от борсовите сегменти бяха реорганизирани, като бяха променени не само техните наименования, а изискванията за допускане и респективно броят и съставът на листваните дружества.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Вж. БФБ, Пазарна статистика, 2009.  
<http://www.bse-sofia.bg/?page=AnnualStatistics>

Пикът на общия индекс на ASE е отбелязан на 29 октомври 2007 – 5.289,22 пункта<sup>12</sup>, а пикът на SOFIX е ден след това на ниво 1.943,08.<sup>13</sup>

Погледът върху динамиката на секюритизирания компонент от държавния дълг (Таблица 11) показва съществени различия относно тенденцията на дела в облигации между Гърция и България. През разглеждания период България поддържа устойчив дял на облигациите спрямо общия дълг, вариращ около 60%, като в последните години се наблюдава увеличение до 76,28% през 2015 г. За разлика от това за Гърция се наблюдава силно изразен низходящ тренд на дълга в облигации след 2009 г., когато от 87,3% той намалява до 17,3% в края на анализирания период. Причините за това драстично намаление на дела на пазарните инструменти в гръцкия дълг могат да се търсят в трайно понижение на доверие от страна на инвеститорите в дълг. Тези процеси неизбежно намират отражение и в оценките на световните рейтингови институции, които в първите месеци на 2007 г. са „А1“ с тенденция „позитивна“ (според Moody's) и през няколко месеца постоянно се понижават, като през 2015 и ноември 2017 г. стигат до най-ниската група „С“ с тенденция „стабилна“ (според DBRC).<sup>14</sup>

Таблица 11

Стойност и дял на секюритизирания държавен дълг

Година	България		Гърция	
	Млн. евро	% от общия дълг	Млн. евро <sup>15</sup>	% от общия дълг
2007	3.279,2	61,91	201.108	83,82
2008	3.069,1	63,31	225.449	85,15
2009	2.998,8	58,70	262.773	87,28
2010	3.500,2	59,77	262.555	79,42
2011	3.779,3	60,14	251.622	70,63
2012	4.577,7	65,35	93.432	30,62
2013	4.322,1	60,47	79.194	24,71
2014	7.017,2	60,85	69.466	21,73
2015	8.783,5	74,62	61.084	19,60
2016	1.065,1	76,28	57.163	18,15
2017	9.725,3	75,89	54.956	17,31

Източник на данните: Евростат, Статистически институт на Гърция и изчисления на авторите.

<sup>12</sup> ASE - Athens Stock Exchange General Index.

<sup>13</sup> За подробности вж. (Симеонов, ИЗМЕРИТЕЛИ НА БОРСОВАТА АКТИВНОСТ - изследване на индикаторите и анализ на пазарния тренд, 2016, стр. 164-167).

<sup>14</sup> За подробния рейтинг виж. TRADING ECONOMICS, <https://tradingeconomics.com/greece/rating>

<sup>15</sup> Абсолютните стойности, представени в тази таблица, са закръглени, при изчисленията за следващите зависимости са ползвани стойности с по-голяма точност.

Съотношението между оборота с акции на атинската фондова борса и този на БФБ показва огромна разлика между инвестиционната активност на двата капиталови пазара (Таблица 12), като според средните стойности за периода гръцкият пазар е над 108 пъти по-интензивно функциониращ.

Таблица 12

*Борсов оборот с акции*

Година	Годишен борсов оборот (млрд. евро)		Среднодневен борсов оборот (млн. евро)	
	България	Гърция	България	Гърция
2007	1,172587	161,234	4,7	481,0
2008	0,944119	108,366	3,8	316,0
2009	0,339497	78,341	1,4	205,0
2010	0,281013	61,658	2,4	139,0
2011	0,245492	42,812	3,1	82,5
2012	0,274526	33,042	3,1	51,9
2013	0,656601	40,165 <sup>16</sup>	4,2	
2014	0,298148	47,288	2,9	127,1
2015	0,590402	35,035	2,4	85,7
2016	0,693883	26,955	2,8	60,5
2017	0,967282		3,9	

Източник на данните: Българска фондова борса – София, Athens Stock Exchange<sup>17</sup> и изчисления на авторите.

Друг ключов индикатор на инвестиционната активност – броят сделки също показва огромна разлика между двете борси, като според сделките Атинската фондова борса концентрира по-голяма активност от тази на БФБ с над петдесет пъти (Таблица 13).

Таблица 13

*Брой сделки с акции на фондовата борса*

	Годишен брой сделки (хил.)		Среднодневен бр. сделки <sup>18</sup>	
	България	Гърция <sup>19</sup>	България	Гърция
2007	396,297	11,677	1.585	46.708
2008	391,313	9,413	1.533	37.652
2009	205,837	10,140	823	40.560
2010	112,313	7,973	450	31.892
2011	111,458	6,500	450	26.000
2012	70,722	6,200	288	24.800
2013	88,808		360	

<sup>16</sup> Интерполирани стойности

<sup>17</sup> <http://www.athexgroup.gr/annual-reports>

<sup>18</sup> Стойността (броят) е изчислена на база 250 дни, колкото са средно търговските дни на фондовата борса (фактическите варират между 247-253 дни).

<sup>19</sup> Официалните данни за Атинската фондова борса са представени със закръгление.

2014	119,914	7.200	483	28.800
2015	61,810	6.000	251	24.000
2016	60,119	4.700	245	18.800
2017	81,899		330	

Източник на данните: Българска фондова борса – София<sup>20</sup>, Athens Stock Exchange<sup>21</sup> и изчисления на авторите.

Аналогично е положението, измерено и с показателя коефициент на оборота (съотношението на борсовия оборот към пазарната капитализация), изразяващ относителната активност спрямо мащаба на съответната борса (Таблица 14). В това отношение инвестиционната активност на Атинската борса е с над 11 пъти по-голяма от тази на БФБ–София.

Таблица 14

Коефициент на оборота (в %)

	България	Гърция
2007	7,41	82,50
2008	16,27	159,10
2009	4,69	93,60
2010	4,25	114,00
2011	4,37	159,20
2012	5,41	97,50
2013	12,83	60,30
2014	6,05	89,20
2015	13,45	74,90
2016	14,02	59,60
2017	8,01	

Изчисления на авторите.

Мащабите на капиталовия пазар, като дял от цялата икономика (пазарната капитализация / БВП), са значително – почти двойно – по-добри за Гърция спрямо показателя за България (Таблица 15.1). Корелационна зависимост между пазарната капитализация и БВП за Гърция е умерена, а за България слаба (Таблица 15.2).

Таблица 15.1

Пазарна капитализация и % от БВП

Година	Пазарна капитализация (млрд. евро)		Пазарна капитализация (в % от БВП)	
	България	Гърция	България	Гърция
2007	15,82	195,5	48,35	84,02
2008	5,80	68,1	15,60	28,14
2009	7,24	83,7	19,41	35,24

<sup>20</sup> <http://www.>

<sup>21</sup> <http://www.athexgroup.gr/annual-reports>

2010	6,62	54,1	17,31	23,93
2011	5,62	26,9	13,62	12,99
2012	5,07	33,9	12,10	17,73
2013	5,12	66,6	12,18	36,87
2014	4,93	53,0	11,53	29,67
2015	4,39	46,8	9,70	26,54
2016	4,95	45,2	10,29	25,95
2017	12,08		23,95	

Източник на данните: Българска фондова борса – София<sup>22</sup>, Athens Stock Exchange<sup>23</sup> и изчисления на авторите.

Таблица 15.2

Корелационна зависимост между пазарната капитализация и БВП

България	Гърция
- 0,2943	0,4918

## 5.2. Релации между динамиката на дълговата тежест и борсовата активност

Оценявайки обстоятелството, че причините за формирането на държавните дългове на България и Гърция, актуални за разглеждания период, са известни, тук обективно търсенето ни е насочено приоритетно към зависимостта в посока – реакцията на инвестиционната активност в резултат от управлението на дълга и промените в дълговата тежест.

Относителните мащаби на фондовата борса (пазарната капитализация) спрямо общия държавен дълг представят България в много по-добра позиция спрямо показателя за Гърция (Таблица 16). Прави впечатление това, че стойността на българските публични (борсово търгувани) дружества е три път по-голяма от общия ни дълг в края на 2007 г. Още през следващата – 2008 г. стойността на този показател се стопява на 120% и до 2016 постоянно се влошава до малко над една трета, т.е. 35,5%. От 2008 г. показателят за Гърция също рязко се влошава, като през целия период е с доста по-неблагоприятни стойности. През 2011 г. делът на фондовата борса спрямо дълга пада до 7,5%, но след това има леко възстановяване. Отрицателната зависимост между пазарната капитализация и общия държавен дълг, макар и твърде слаба за България и силно изразена за Гърция, приемаме като съвсем логична. Тя може да бъде израз на намаленото инвеститорско доверие от увеличението на държавния дълг, както и на положителната реакция на капиталовия пазар при намаление на държавния дълг.

<sup>22</sup> <http://www.>

<sup>23</sup> <http://www.athexgroup.gr/annual-reports>

Таблица 16

Пазарна капитализация в % от общия държавен дълг

	България	Гърция
2007	298,57	81,49
2008	119,68	25,72
2009	141,77	27,80
2010	112,98	16,37
2011	89,47	7,55
2012	72,44	11,11
2013	71,61	20,78
2014	42,77	16,58
2015	37,30	15,01
2016	35,44	14,35
2017	94,24	
Корелация	- 0,1544	- 0,8048

Изчисления на авторите.

Съотношението между пазарната капитализация и процентния дял на общия държавен дълг от БВП показва рязък спад на дела на ПК през 2008 г. и за двете държави (Таблица 17). Впечатляват абсолютно силните и прави зависимости между пазарната капитализация и общия държавен дълг в % от БВП и за двете икономики, особено при изчислените по-горе разбираемо отрицателни зависимости между ПК и абсолютната стойност на държавния дълг.

Таблица 17

Пазарна капитализация към общия държавен дълг в % от БВП

	България	Гърция
2007	48,35	84,02
2008	15,60	28,14
2009	19,41	35,24
2010	17,31	23,93
2011	13,62	12,99
2012	12,10	17,73
2013	12,18	36,87
2014	11,53	29,67
2015	9,70	26,54
2016	10,29	25,95
2017	23,95	
Корелация	0,9570	0,9856

Изчисления на авторите<sup>24</sup>.

<sup>24</sup> Стойностите във всички следващи таблици са изчисления на авторите, основани на базовите данни от предходните таблици и съответните източници.

Особено значение отдаваме на съотношението между пазарната капитализация и секюритизирания държавен дълг, тъй като с него изразяваме мащабите, и съответно инвестиционния потенциал на фондовата борса спрямо стойността на държавните облигации (Табл. 18.). От една страна, фондовият и дълговият пазар представляват инвестиционна алтернатива, но същевременно са налице рискове и положителни очаквания, които се отразяват еднозначно и върху пазарите на акции и държавни облигации. В паралела между България и Гърция се отличава това, че на фона на принципно незавидната оценка за мащабите и потенциала на българския фондов пазар, той значително надвишава размера на държавните облигации, което ни дава основание за много добра инвестиционна оценка. Очевидно огромният дълг на Гърция, дори само в неговия секюритизиран компонент, доминира и над капиталовия пазар за целия период. И двете фондови борси отбелязват най-голям дял спрямо държавните облигации през 2007 г., след което следва драстичен обрат, в чиято основа са едновременно световният срив на капиталовите пазари и ръстът на бюджетния дефицит. Корелационната зависимост между пазарната капитализация и секюритизирания държавен дълг за Гърция е слаба, а за България незначителна.

Таблица 18

Съотношение между пазарната капитализация и секюритизирания държавен дълг (в %)

	България	Гърция
2007	482,28	97,21
2008	189,03	30,21
2009	241,52	31,85
2010	189,03	20,61
2011	148,77	10,69
2012	110,85	36,28
2013	118,41	84,10
2014	70,28	76,30
2015	49,99	76,62
2016	464,81	79,07
2017	124,18	-
Корелация	0,0961	0,2495

Преди коментара по следващата зависимост с борсовия оборот следва да подчертаем, че борсовият оборот е функция на двата най-важни индикатора – цените на акциите и техния търговски обем, поради което причините за неговата динамика следва внимателно да се отчитат, особено когато цените се понижават, а обемите растат, и обратно. Семантиката на борсовите индикатори представяме подробно в (Симеонов, 2016, стр. 18-

37). Борсовият оборот, както и борсовият обем (изследван по-долу) позволяват проследяването на моментни и дневни реакции на инвестиционната активност, но това изисква наличието на пълните текущи стойности на тези индикатори, каквато масивна база данни не се поддържа от фондовите борси и не е достъпна за такъв продължителен период. Анализът на дневни зависимости дава друга насоченост на предмета и методиката на изследването.

От изчисленията в Таблица 19 е видно, че оборотът с акции на БФБ формира много малка част спрямо общия държавен дълг. Тенденцията е неблагоприятна и ако за 2007 и 2008 г. делът е около една пета, то през следващите години максимумът е 9,2%, а минимумът 2,6%. Въпреки че ситуацията в Гърция следва същия негативен тренд, то инвестиционната активност на Атинската фондова борса стартира (от две трети) и остава в по-добри съотношения спрямо размера на гръцкия дълг през целия период.

Корелационната зависимост между борсовия оборот и общия държавен дълг за българските индикатори е слаба без статистическа значимост. Зависимостта между тези индикатори за Гърция е много силна и обратна по знак (-0,84), което показва напълно нормална предпазна реакция на инвестиционната общност в резултат от кризисно растящата дългова тежест. Тук, разбира се, не следва да се пропуска и влиянието на световната рецесия, но трябва да се има предвид обстоятелството, че големите фондови пазари не изпаднаха в подобна стагнация.

Таблица 19

Борсов оборот към общ държавен дълг (%)

	България	Гърция
2007	22,14	67,20
2008	19,48	40,93
2009	6,65	26,02
2010	4,80	18,65
2011	3,91	12,02
2012	3,92	10,83
2013	9,19	12,53
2014	2,59	14,79
2015	5,02	11,24
2016	4,97	8,56
2017	7,55	
Корелация	0,0845	- 0,8383

Поставянето на релацията между размера (стойността) на секюритизирания дълг и борсовия оборот с акции концентрира фокуса върху пазарните инструменти, които формират най-ликвидната част от държавния дълг. От изчисленията в Таблица 20 е видно, че инвестиционната активност с акции на Атинската фондова борса има по-съществен размер спрямо потенциала на дълга. Инвестиционната активност в това отношение на БФБ

остава под 10% за шест от единадесетте години. Максималният относителен размер на оборота с акции на БФБ достига 65% през 2016 г., причина за което е рекордно ниският размер на облигациите в края на тази година от 1,065 милиарда евро. Корелацията между борсовия оборот и секюритизирания държавен дълг за българския пазар е без статистическа значимост. За разлика от това при гръцките дългови и дялови инструменти установяваме права средно силна зависимост, основна причина за която са паралелното намаление на секюритизирания дълг на Гърция и спадът на борсовата активност.

Таблица 20

*Борсов оборот към секюритизирания държавен дълг (в %)*

	България	Гърция
2007	35,76	80,17
2008	30,76	48,07
2009	11,32	29,81
2010	8,03	23,48
2011	6,50	17,01
2012	6,00	35,36
2013	15,19	50,72
2014	4,25	68,07
2015	6,72	57,36
2016	65,15	47,15
2017	9,95	
Корелация	0,0648	0,5287

Таблица 21

*Съотношение между борсовия оборот и вътрешния държавен дълг*

	България	Гърция
2007	71,67	227,01
2008	60,08	106,10
2009	22,06	67,16
2010	13,97	69,64
2011	9,99	128,52
2012	10,78	22,32
2013	20,42	37,10
2014	7,07	45,15
2015	15,85	27,00
2016		23,09
Корелация	- 0,3298	- 0,3511

В динамиката на съотношението между борсовия оборот и вътрешния държавен дълг (Таблица 21) за България се отличава 2014 г., през която вътрешният дълг достига рекордно високо ниво (близо 8,8 милиарда лв.) и успоредно с това годишният борсов оборот е малко под 600 милиона

лв., което е близо до неговите най-ниски стойности. За Гърция този показател е с неколккратно по-добри стойности, но с изключение на стойността за 2011 г. динамиката му следва по-стръмен тренд на влошаване. Корелационната зависимост между борсовия оборот и вътрешния държавен дълг е ниска и преди всичко с отрицателен знак, с близки стойности за България и Гърция. Отрицателната зависимост тук приемаме като емпирично потвърждение на ефекта на изтласкването на вътрешния дълг по отношение на националния инвестиционен ресурс.

Таблица 22

*Корелационна зависимост между борсовия оборот и външния държавен дълг*

България	Гърция
- 0,3112	- 0,9178

Корелацията между борсовия оборот и външния държавен дълг за България е почти същата както с вътрешния дълг. Това може да се обясни в голяма степен с отсъствието на чужди инвеститори на Българската фондова борса от 2008 г., като остават валидни тълкуванията, направени по-горе за връзката на борсовия оборот с вътрешния и общия дълг. Релацията на оборота на Атинската фондова борса с външния дълг е много силна – 92% с отрицателен знак, което е изключително показателно за негативната тенденция на ръст на външния дълг и спад в борсовата активност. Освен общите външни фактори, коментирани за брутният държавен дълг на Гърция, тук ясно личи предпазната реакция на инвестиционната общност, която показва отлив на местни и чуждестранни инвеститори.

Борсовият обем (броят на сделките с акции на официален пазар) е сред най-чувствителните борсови индикатори и тук му отдаваме приоритетно значение. Не представяме дял на този индикатор към другите дългови индикатори, приложени по-горе, поради несъпоставимостта между брой и парична стойност. Това не изключва обаче наличието и тестването на корелационна зависимост.

Таблица 23

*Корелационна зависимост между борсовия обем и общия държавен дълг*

България	Гърция
- 0,6097	- 0,7163

Корелационната зависимост между броя борсови сделки и общия държавен дълг е обратна и за двете икономики, като може да се определи като умерено силна за България и сравнително силна за Гърция. Приемаме

тази зависимост като съществена и показателна за чувствителността на капиталовия пазар към размера на държавния дълг.

*Таблица 24*

*Корелационна зависимост между броя борсови сделки и секюритизирания държавен дълг*

България	Гърция
- 0,3533	0,6492

Корелационната зависимост между броя борсови сделки и секюритизирания държавен дълг е по-слаба от тази с общия дълг. За българските капиталови инструменти зависимостта е слаба и отрицателна, докато за гръцките е права и умерено силна (Таблица 24). Обратната зависимост между стойността на дълга в държавните облигации и броя на борсовите сделки, установена за българските инструменти, тълкуваме като закономерна и израз на две рационални реакции: първо, повишението на дълга ерозира инвеститорското доверие и обратно, понижението на дълга окуражава позитивните очаквания; второ, увеличеното предлагане на дългови инструменти е конкурентна алтернатива на инвестициите в акции, които през този период на Българската фондова борса имат ниска доходност.

Правата зависимост, установена между секюритизирания държавен дълг на Гърция и борсовите обеми с акции на Атинската борса, е резултат от паралелното понижението на двата индикатора, чиято динамика в този период е обусловена от други известни фактори. Сред последните оценяваме доминиращото значение на следните еднопосочно въздействащи фактори: сътресенията на финансовите пазари от 2008 г.; световната икономическа рецесия от 2009 г.; кризисните нива на гръцкия дълг; ограничителните мерки, наложени от гръцкото правителство с цел овладяване на хроничните дефицити.

Допълнителна пълнота и категоричност на изводите относно изследваните тук зависимости между дълговите и борсовите индикатори може да се постигне чрез отчитане влиянието и на по-широк кръг пазарни и макроикономически индикатори, което предполага изследване с много по-обхватен формат. Тук визираме следните индикатори и зависимости:

- борсово или извънборсово се търгуват държавните облигации в националния дългов пазар;
- дял на държавните облигации в международния дългов пазар;
- коефициент на оборота с държавните облигации (по емисии и съвкупно) (*търговски оборот с държавни облигации/секюритизиран дълг*);
- изменение на агрегатите за паричната маса, спестяванията, депозитния ресурс в банките и др.

## Заклучение

В обобщение на основните резултати от изследването можем да открием следните изводи:

С теоретичен характер – относно методите за управление на държавния дълг поставяме систематичен поглед, при което прилагаме няколко критерия: 1 – същността на промените в стойността и структурата на дълга, при което прецизираме обхвата на пасивните и активните методи; 2 – времето и условията за вземане на решение за промени в дълга и 3 – начините на вземане на решенията. Систематиката на методите за управление на държавния дълг и задълбоченият поглед върху всички техни ефекти дават основа за правилно идентифициране на приоритетите на бюджетната политика, в които могат да се разчетат неоповестявани официално цели. Дефинираме обхвата на понятията инвестиционна активност и борсова активност.

От методологична гледна точка – поставени са оригинални съотношения за изследване на паралелната динамика и влиянието между държавния дълг и инвестиционната активност, при което фокусът е поставен върху активността на фондовите борси.

Практическото изследване установи следните главни зависимости:

През целия изследван период активността на Атинската фондова борса надвишава в десетки пъти тази на БФБ–София. Аналогично е и съотношението на борсовата активност спрямо държавния дълг на Гърция, в сравнение с борсовите и дългови стойности за България. И двете икономики показват тренд на влошаването на съотношенията за инвестиционна активност, но негативната тенденция за Гърция е много по-силна. Въпреки скромните показатели за мащабите на БФБ–София, то относителната инвестиционна активност към дълговата тежест поставят България в много по-добра позиция спрямо Гърция.

Като обща закономерност и за двете икономики зависимостите между дълговата динамика и активността на фондовата борса са по-силни отколкото тези с преките инвестиции в реалния сектор. По-силни и повече статистически значими зависимости между динамиката на структурните елементи от държавния дълг показват индикаторите за гръцкия капиталов пазар, докато за Българската фондова борса те са по-слаби. Това, макар и косвено, аргументира една от подхипотезите, че други фактори от икономическо и политическо естество имат по-сериозно влияние за активността на българския капиталов пазар.

От изследваните основни борсови индикатори и динамиката на държавния дълг най-силни отрицателни корелационни зависимости бяха установени между: борсовия оборот и външния дълг на Гърция; борсовия оборот и брутният дълг; и пазарната капитализация и брутният дълг. Интересно и съвсем обяснимо е резултатът, че чувствителността (обратната

зависимост) на гръцкия борсов оборот е по-силна към външния дълг отколкото към общия. Най-силна права (положителна) зависимост отчитаме между мащабите на капиталовия пазар (измерена с пазарната капитализация) и процентния дял на общия държавен дълг в БВП за двете икономики.

Всичко това потвърждава негативното влияние на дълговата тежест върху инвестиционната активност и неговото критично значение при кризисни нива като тези, достигнати с гръцкия дълг. Установяват се доказателства и за проявление на ефекта на изтласкването от страна на вътрешния дълг по отношение на инвестициите в националната икономика.

### Използвани източници

- CSD. (Януари 1996 г.). *Критериите за конвергенция от Маастрихт в контекста на бъдещото присъединяване на България към Европейския съюз*.
- Извлечено от <http://www.csd.bg/artShow.php?id=10499>
- Detragiache E., A. (January 2001). *Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation*. IMF, WP/01/2.
- Galitz, L. (1998). *Financial Times Handbook of Financial Engineering, Using Derivatives to Manage Risk*. PEARSON.
- Krueger, A. O. (April, 2002). *A New Approach To Sovereign Debt Restructuring*. Washington, D.C. : International Monetary Fund.
- Musgrave, R. A. (1973). *Public Finance in Theory and Practice* (Fourth edition изд.). New York: McGraw-Hill.
- Rosen, H. (1988). *Public Finance* (Second ed. изд.). Illinois, USA: IRWIN.
- Беремска, Г. (19-20 October 1995). Непазарни дългови инструменти, предназначени за дългови инвеститори. *Government Debt Management*. Sofia.
- Брусарски, Р. З. (2015). *Финансова теория*. В. Търново: Фабер.
- Брусарски, Р., Захариев, А., Манлиев, Г. (2015 г.). *Финансова теория*, В. Търново: изд. Фабер.
- Закон за държавния дълг. (17 Септември 2002 г.). София.
- Захариев, А. (2003). *Управление на дълга*. В. Търново: АБАГАР.
- Коцев, Ц., Владимирова, Т., Владимиров, В. (2008 г.). *Публични финанси*. гр. Варна: изд. к. Стено.
- Лилова Р., Ангелов, П. (2017). Бюджетно салдо – технически и финансови аспекти. *Народностопански архив*, 3.
- Лилова, Р. (2015). *Бюджет и бюджетна политика, Избрани лекции*. Свищов.
- Лилова, Р. (2016). *Бюджет и бюджетна политика*. В. Търново: Фабер.
- Манлиев, Г. (2009). *Икономика на публичния сектор*. КИНГ.
- Минасян, Г. (2007). *Външен дълг: теория, практика, управление*. София.

- Министерство на финансите на РБългария. (н.д.). *Стратегия за управление на държавния дълг за периода 2006-2008 г.* Извлечено от [www.minfin.bg/document/961:2](http://www.minfin.bg/document/961:2)
- Найденев, Л. (2002 г.). Макроикономически аспекти на управлението на държавния дълг в Република България. *Автореферат към дисертация за ОНС "Доктор"*. Варна: ИУ Варна.
- Симеонов, С. (2005). *Финансови деривати*. В. Търново: Абагар.
- Симеонов, С. (2016). *Измерители на борсовата активност - изследване на индикаторите и анализ на пазарния тренд* (Библиотека "Стопански свят" изд., Том 131). Свищов: АИ "Ценов".
- Ставрова, Е. (2010). *Управление на държавния дълг, състояние и проблеми, банкови инвестиции в ДЦК*. Благоевград: УИ ЮЗУ "Неофит Рилски".
- Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat>
- <https://countryeconomy.com/stock-exchange/greece>
- <http://www.athexgroup.gr/annual-reports>
- <https://tradingeconomics.com/greece/stock-market>
- <http://www.bse-sofia.bg/?page=MarketPerformance>