

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д.А.ЦЕНОВ“

Факултет „Финанси“

Катедра „Финанси и кредит“

Докторант Николай Михайлов Колев

D03021685

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертация за присъждане на научната

и образователна степен „доктор“

(по икономика) по докторска програма

„Финанси, парично обращение, кредит и застраховка“ (Финанси)

на тема:

„ФИНАНСОВИ ОПЕРАЦИИ С БЛАГОРОДНИ МЕТАЛИ – ПАЗАРНА ДИНАМИКА И ИНВЕСТИЦИОННИ ВЪЗМОЖНОСТИ“

Научен ръководител:

Проф. д-р Андрей Захариев

Свищов

2017

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

Данни за дисертационния труд:

Брой страници – 203

Брой фигури – 48

Брой таблици – 27

Брой литературни източници – 72

Брой публикации на дисертанта – 5

Защитата ще се проведе на 1.12.2017 г. от 12.30 ч. в Заседателна зала Ректорат на СА „Д. А. Ценов“.

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

СЪДЪРЖАНИЕ НА АВТОРЕФЕРАТА

- I. Обща характеристика на дисертационния труд
 1. Актуалност на темата
 2. Обект и предмет на изследването
 3. Изследователска теза
 4. Цел на дисертационния труд
 5. Задачи и методология на изследването
 6. Обхват на изследването
 7. Структура на изследването
 8. Приложимост на резултатите от изследването
- II. Основно съдържание на дисертационния труд

Глава първа

БЛАГОРОДНИТЕ МЕТАЛИ И ЕВОЛЮЦИЯТА НА ПАРИЧНИТЕ СИСТЕМИ

Глава втора

ПРИЛОЖИМИ РЕГУЛАЦИИ И ТЕНДЕНЦИИ ВЪВ ФИНАНСОВИТЕ ОПЕРАЦИИ С БЛАГОРОДНИТЕ МЕТАЛИ – АНАЛИЗ И ОЦЕНКА

Глава трета

РИСК И ВЪЗВРАЩАЕМОСТ ПРИ ФИНАНСОВИТЕ ОПЕРАЦИИТЕ С БЛАГОРОДНИ МЕТАЛИ

Заключение
- III. Насоки за бъдещи изследвания по темата на дисертацията
- IV. Справка за научните и научно-приложни приноси в дисертационния труд
- V. Списък с публикациите на докторанта
- VI. Декларация за оригиналност и достоверност

I. Обща характеристика на дисертационния труд

1. Актуалност на темата

С рязкото ускоряване на общественое-икономическото развитие през 20-ти век, както и шоковете на двете Световни войни се постига динамична еволюция на използването на благородните метали и в частност на златото от „пълноценни“ към „непълноценни“ парични системи. Първи ключов етап на прехода към „непълноценни“ парични системи е „златно-доларовият“ стандарт, въведен с решенията от Бретън-Уудс през 1944 г. Характерно за тази система е, че националната валута на САЩ изпълнява ексклузивни международни функции, включително чрез фиксиран обменен курс от 35 USD за една тройунция злато. Тази система се базира върху стойността на златния резерв на САЩ, който от своя страна е покритие на всички печатани от Федералния резерв долари. Самите долари стават покритие и резерв на останалите валути по света. Независимо от виждането за стабилизиращата и възстановяваща следвоенна роля на „златно-доларовия“ стандарт неговият логичен край се достига чрез суспендиране от САЩ на ангажмента им за фиксиран обмен на долари срещу злато, обявен от президента Р. Никсън през 1971 г.

Последвалият преход към системата на плаващи валутни курсове, базирани върху покупателна сила на националните парични знаци намира своят старт чрез международна конференция в Кингстън, Ямайка, проведена през м. януари 1976 г. Така златото претърпява „рязка“ смяна на ролята си от стабилизатор на глобалната валутно-финансова система до стока, която има няколко предназначения: промишлено (за използване във високите технологии, поради специфични качества на благородните метали, вкл. на златото); бижутерийно (за направа на накити и бижута), нумизматично (за колекционерски цели, доколкото законът позволява

това) и като „допълващ“ компонент на официалните резерви на отделните страни.

С новия глобален шок, последвал фалита на американския банков гигант „Лемън Брадърс“ със старта на процедура по банкрут от 15 септември 2008 г. светът изпада в криза в която погледите се обръщат към преоткриване на златото като инвестиционна възможност и съществен, динамично ревалвиращ компонент на официалните резерви, формиращ постоянна и устойчиво нарастваща стойност по пазарни цени. Така на 12.09.2008 г. златото стартира своята динамична пазарна ревалоризация от ниво \$761/ozt и достига само за три години цена от \$1889,70/ozt (на 22.08.2011 г.) или нарастване с 248,3%!

Независимо от последвалото ценово ребалансиране до нива от \$1300-1400/ozt златото в частност и благородните метали като цяло търпят процес на „ремонетизация“ като формират нова, актуална инвестиционна алтернатива за всички икономически агенти – официални власти, търговски банки, фирми и домакинства. Тази алтернатива позволява чрез съответни финансови операции да се извлече позитивна инвестиционна възвращаемост, при поносимо ниво на риск, в среда на прогнозируема пазарна ценова динамика.

2. Обект и предмет на изследването

На основата на така обрисуваната актуалност, за *обект* на дисертационния труд се определят благородните метали.

Предметът на разработката е с фокус върху финансовите операции с благородни метали, осъществявани от икономически агенти (официални власти, банки, фирми и домакинства), за постигане на съответна инвестиционна възвращаемост при съответно ниво на риск и в условия на пазарна ценова динамика.

3. Изследователска теза

Изследователската теза, която се тества в настоящия дисертационен труд се формулира, както следва: през второто десетилетие на 21-ви век се заражда процес на „ремонетизация“ на златото, изразен в устойчив тренд на търсене на благородни метали от основните икономически агенти и паралелно предлагане на финансови операции с тях, с оглед реализация на средно- и дългосрочна възвращаемост при съответно ниво на риск и съответна динамика на пазарните показатели.

4. Цел на дисертационния труд

Целта на разработката е в контекста на глобалните тенденции през второто десетилетие на 21-ви век да се изследва процеса на „ремонетизация“ на златото, изразен чрез устойчиво търсене на благородни метали от основни икономически агенти, формиращо съответна ценова динамика на пазарите на злато, сребро и платина, водещо и до паралелно развитие на нови банкови продукти за финансови операции с тях за постигане на средно- и дългосрочна възвращаемост при съответно ниво на риск.

5. Задачи и методология на изследването

Конкретните задачи, които се поставят в разработката са:

Първо. Да се направи критичен преглед на ролята и мястото на благородните метали в контекста на еволюцията на паричните системи.

Второ. Да се изследват тенденциите в пазарното търсене и предлагане на благородните метали в 21-ви век.

Трето. Да се анализира и систематизира международно хармонизираната нормативна рамка за финансови операции с благородни метали.

Четвърто. Да се апробира подход за факторен анализ в глобален, регионален и национален план на динамиката в количеството и стойността на официалните златни резерви.

Пето. Да се изследва практиката по предлагане на банкови продукти за финансови операции с благородни метали по примера на ТБ „Общинска банка“ АД.

Шесто. Да се изследва и установи ценовата динамика, риска и възвращаемостта при финансовите операции с монетарно злато, сребро и платина за периода 1990 – 2016 г. на дневна, месечна и годишна база.

Седмо. Да се изведат корелационни матрици и обосноват регресионни модели за анализ и прогнозиране на ценовата динамика на пазарите на благородни метали.

Поставените обект, предмет, основна изследователска теза, цел и задачи позволяват разработката да се фокусира върху тестването на следните **работни хипотези**:

Първа работна хипотеза. Благородните метали в 21-ви век отчитат ренесанс на интереса и финансовите операции с тях, потвърждаващ еволюцията на паричните системи от „златен“ и „сребърен“ стандарт, през „демонетизация“ на златото, до актуален процес на „ремонетизация“ на златото.

Втора работна хипотеза. Динамиката на пазарите на благородни метали оказва двуфакторно влияние, както върху официалните резерви на националните парични власти, така и върху възможностите за финансови операции с тях в условия на международно хармонизирана нормативна регулация.

Трета работна хипотеза. Финансовите операции с благородни метали са инвестиционна възможност пред икономическите агенти, която се мотивира от очакване за съответна възвращаемост при поемане на съответно ниво на риск.

В терминологичен план, за целите на дисертацията, от позициите на исторически аргументи и факти от еволюцията на паричните системи, ние дефинираме като *благородни метали тези химически елементи от групата на металите, които имат висока икономическа стойност, качествена еднородност, специфичен златист (злато) или сребрист (сребро или платина) блясък, както и способност за монетизация чрез „леене“ или „сечене“ при гарантирана устойчивост срещу износване.* Съгласно Менделеевата таблица и известните им химически свойства тези метали се отличават с висока точка на топене и поносимост срещу корозия и други вредни въздействия¹.

В методически аспект изследването се базира върху използването и прилагането на сравнителния анализ, методите на дедукцията и индукцията, графичен метод, индексно-факторен анализ, корелационен анализ, статистическите методи за анализ и др.

6. Обхват на изследването

Изследователските търсения в дисертационния труд, в тяхната теоретична и емпирична част, се ограничават в своя обхват до точно определени аспекти на операциите с благородни метали. Извън обхвата на изследването остават проблемите за търсенето на нова формула за функциониране на международната валутна система, основана върху ремонетизирана роля на златото, както и за конструирането на прецизни иконометрични модели за високо точно прогнозиране на борсови

¹ Заб. Популярността на златото и неговото глобално господство като водещ благороден метал се основа на следните постулати (вж. напр. www.cenazlato.com – посетен на 02.09.2016 - с авторски изменения и допълнения): Златото е химически елемент с много висока степен на стабилност; Златото не реагира на взаимодействие с широк спектър от киселини, химически основи и химически елементи; Златото не се поддава на окисляване в кислородна среда; Златото няма алергенна способност – понася се добре от човешкия организъм и останалите живи организми, вкл. за медицински цели; Златото е ковък метал и подлежи на формоване до придобиване на желана форма. и може лесно да се изтегли в нишка или във фолио или друга форма. Това го прави предпочитан материал в бижутерията; Златото е основен градивен материал в микропорцесорната техника, дължащо се на притежаваната висока топло и електропроводимост с паралелна резистентност на окисляване; Златото защитава срещу корозия и инфрачервени лъчи и се прилага чрез процес на позлатяване или като златно фолио за разнообразни цели, вкл. за защита на геостационарни спътници.

котировки на благородни метали. Тези проблеми логично могат да се посочат като насоки за бъдещи изследвания по темата на дисертацията.

7. Структура на изследването

Дисертационният труд е с общ обем 203 стандартни страници, структуриран в три глави по следния начин:

ВЪВЕДЕНИЕ 6

Глава първа

БЛАГОРОДНИТЕ МЕТАЛИ И ЕВОЛЮЦИЯТА НА ПАРИЧНИТЕ СИСТЕМИ 14

1. Критичен анализ на „златния стандарт“ като основополагащ етап в развитието на паричните системи 15
2. „Демонетизацията“ на златото и върховенството на покупателната сила на парите 25
3. „Ренесанс“ на благородните метали в 21-ви век – „ремонетизация“ на златото 31
4. Пазарно търсене и предлагане на благородни метали 38
 - 4.1. Анализ и оценка на пазарното търсене на благородни метали в 21-ви век 38
 - 4.2. Анализ и оценка на пазарното предлагане на благородни метали в 21-ви век 40

Глава втора

ПРИЛОЖИМИ РЕГУЛАЦИИ И ТЕНДЕНЦИИ ВЪВ ФИНАНСОВИТЕ ОПЕРАЦИИ С БЛАГОРОДНИТЕ МЕТАЛИ – АНАЛИЗ И ОЦЕНКА 46

1. Финансови операции с благородни метали – нормативен подход 47
2. Глобален сравнителен анализ и оценка на динамиката на световния златен резерв 52
 - 2.1. Оценка на тенденциите в националните златни запаси по данни на Световният златен съвет 53
 - 2.2. Оценка на тенденциите в златните запаси на МВФ, ЕЦБ и БИС 60
3. Факторен анализ на златото и официалните резерви 62
 - 3.1. Интервален индексно-факторен анализ на влиянието 63

на ценовата динамика на златото върху официалните резерви на България	
3.1.1. Ефект на пазарния растеж на цената на златото върху стойността на официалните резерви на България (2008/2011)	64
3.1.2. Ефект на пазарния спад на цената на златото върху стойността на официалните резерви на България (2011/2016)	66
3.2. Регионален интервален индексно-факторен анализ на влиянието на ценовата динамика на златото върху официалните резерви на страни от Централна и Югоизточна Европа	68
3.2.1. Ефект на пазарния растеж на цената на златото върху стойността на официалните резерви на страни от регион Централна и Югоизточна Европа (2008/2011)	68
3.1.2. Ефект на пазарния спад на цената на златото върху стойността на официалните резерви на страни от регион Централна и Югоизточна Европа (2011/2016)	77
4. Финансови операции с благородни метали в системата на търговските банки – по примера на ТБ „Общинска банка“ АД	85
Глава трета	
РИСК И ВЪЗВРАЩАЕМОСТ ПРИ ФИНАНСОВИТЕ ОПЕРАЦИИТЕ С БЛАГОРОДНИ МЕТАЛИ	95
1. Ценова динамика, риск и възвращаемост при финансовите операции с монетарно злато	95
1.1. Подход месечни данни (1990 – 2016 г.)	96
1.2. Подход седмични данни (1990 – 2016 г.)	97
1.3. Подход дневни данни (1990 – 2016 г.)	98
2. Ценова динамика, риск и възвращаемост при финансовите операции с монетарно сребро	100
2.1. Подход месечни данни (1990 – 2016 г.)	103
2.2. Подход седмични данни (1990 – 2016 г.)	104
2.3. Подход дневни данни (1990 – 2016 г.)	104
3. Ценова динамика, риск и възвращаемост при финансовите операции с платина	105
3.1. Подход месечни данни (1990 – 2016 г.)	106
3.2. Подход седмични данни (1990 – 2016 г.)	108
3.3. Подход дневни данни (1990 – 2016 г.)	108
4. Корелационни матрици на ценовата динамика на благородните метали (1990-2016 г.)	110

4.1. Подход дневни данни (1990 – 2016 г.)	110
4.2. Подход седмични данни (1990 – 2016 г.)	115
4.3. Подход дневни данни (1990 – 2016 г.)	120
5. Пазарно моделиране и прогнозиране на ценовите равнища на монетарното злато	126
6. Оценяване на хеджинговите характеристики на монетарното злато чрез метода на подвижната корелация	133
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	147
СПИСЪК със съкращения	151
СПИСЪК на цитираната и използвана литература	162
СПИСЪК с авторски публикации по темата на дисертацията	158
ПРИЛОЖЕНИЯ	160
ДЕКЛАРАЦИЯ за оригиналност	194

8. Приложимост на резултатите от изследването

Паралелно, в рамките на дисертационния труд, се следва виждането, че *финансовите операции с благородни метали са специфична област от компетенции, правомощия и услуги, вкл. покупка, продажба, съхранение, производство, стандартизиране, сертифициране, международно транспортиране, международна търговия и др. подобни, предоставяни от официалните парични власти, търговски банки, борси, одобрени икономически оператори² и други сертифицирани лица, които позволяват, в условията на международно хармонизирана нормативна регулация, осъществяване на спестовната паричната функция „запас на*

² Заб. Под одобрен икономически оператор (ОИО), разбираме означава лице, „което в рамките на своята стопанска дейност участва в дейности, обхванати от митническото законодателство“, вж. подр. (Захариев, 2014, стр. 88); респ. **Митнически** кодекс на общността, съгл. Регламент (ЕС) № 952/2013 на Европейския Парламент и на Съвета от 9 октомври 2013 година, където се определя, че съгл. чл. 38, параграф 2, буква а) от Кодекса – „одобрен икономически оператор за митнически опростявания, ... позволява на титуляря да се възползва от някои опростявания в съответствие с митническото законодателство“.

стойността“ (в условия на инфлационна имунизация) чрез предоставяне средно- и дългосрочни възможности за инвестиционна възвращаемост при съответно ниво на риск. В дисертационния труд защитаваме виждането, че инфлационната имунизация е вътрешно присъща за благородните метали способност (независимо дали са стокови пари или инвестиционен носител), която осигурява (при определена вариация) устойчиво нарастване на техния валутен (паричен) еквивалент в размер, компенсиращ индекса на потребителските цени.

II. Основно съдържание на дисертационния труд

ГЛАВА ПЪРВА

БЛАГОРОДНИТЕ МЕТАЛИ И ЕВОЛЮЦИЯТА НА ПАРИЧНИТЕ СИСТЕМИ

Работната хипотеза, която ще бъде тествана в настоящата глава първа се формулира, както следва: *Благородните метали в 21 век отчитат ренесанс на интереса и финансовите операции с тях, потвърждаващ еволюцията на паричните системи от „златен“ и „сребърен“ стандарт, през „демонетизация“ на златото, до актуален процес на „ремонетизация“ на златото.* Конкретните задачи които са поставени в глава първа респ. са:

- Да се направи критичен преглед на ролята и мястото на благородните метали в контекста на еволюцията на паричните системи.
- Да се изследват тенденциите в пазарното търсене и предлагане на благородните метали в 21-ви век.

С оглед на така формулираната работна хипотеза и изследователски задачи глава първа е структурирана в следните обособени параграфи:

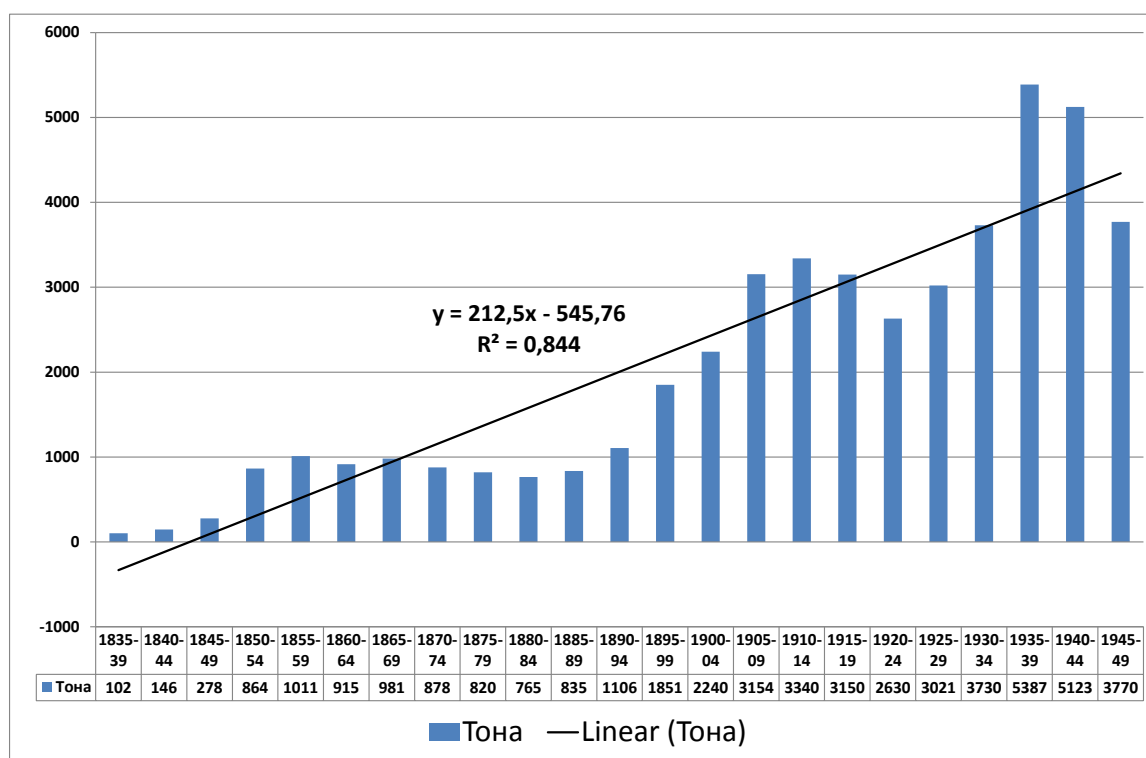
1. Критичен анализ на „златния стандарт“ като основополагащ етап в развитието на паричните системи.
2. „Демонетизацията“ на златото и върховенството на покупателната сила на парите.
3. „Ренесанс“ на благородните метали в 21-ви век – „ремонетизация“ на златото.
4. Пазарно търсене и предлагане на благородни метали.

На база изложението в глава първа се извеждат следните по-важни междинни изводи и констатации:

Първо. При прилагане подхода на формулиране на специфични изисквания към стоковите пари, които да позволят селектирането на търсената стока и нейното извеждане в орбитата на парите. Тези изисквания към парите позволяват систематизиране на следните приложими критерии за избор на стоката „пари“: стокова еквивалентност (стойността на стоката, изведена да бъде „пари“ и нейният физически носител да имат относителна еквивалентност); монометалност по отношение на съдържанието – химическа еднородност или да са съставени от един химически елемент, който в тегловни единици има съответна стокова стойност; преносимост (преодоляване на тегловните ограничения при пътувания чрез концентрация на висока стойност в относително ниско тегло); устойчивост (запазване на техните свойства и качества за относително дълъг период от време независимо от химически и други вредни влияния, като напр. корозия, студ, топлина, влага и т.н.); мащабност (способност да бъдат налични, респ. „сечени“ или „отливани“ в такъв минимален мащаб, който да осигури покупко-продажбата на най-ниско остойностената стока или услуга); ограничена веществена достъпност (техният носител, респ. химически елемент или изграждащо ги вещество да е с ограничена наличност в природата и по възможност да изисква определена технология за добиване, която да го отличава от останалите свободно достъпни в природата стоки).

Второ. Историческите примери за приложение на „златен стандарт“, „сребърен стандарт“ и „биметален стандарт“ на територията на САЩ биват прекратени с реформата на президента Уилям Маккинли в чиито мандат е приет „Закон за златния стандарт“ (одобрен на 14 март 1900 г.). Чрез този закон стойността на долара е фиксирана на 1.5046 грама чисто злато или \$20,67 за тройунция злато. Самият закон е в сила до януари 1934 години, когато САЩ приемат „Закона за златния резерв“, с който съкращават златното съдържание на един долар до ниво от \$35 за една

тройунция и въвеждат забрана за притежаването и разплащането със злато и златни монети с изключение за целите на бижутерията и за монетни колекции. Деervalвирането на долара през 1934 г. с 41 процента е нормативен подход за възстановяването на икономиката на САЩ след голямата депресия, който превръща САЩ в нетен купувач на злато, продаван от други страни на САЩ срещу долари. Така с еднократен акт на държавната администрация САЩ прекрояват картата на глобалните потоци от злато и превръщат своя „книжен“ долар в нов двигател за глобално възстановяване след Голямата депресия. Това търпи корекции с решенията от двете валутни конференции от Бретън Уудс (1944 г.) и Ямайка (1975 г.).

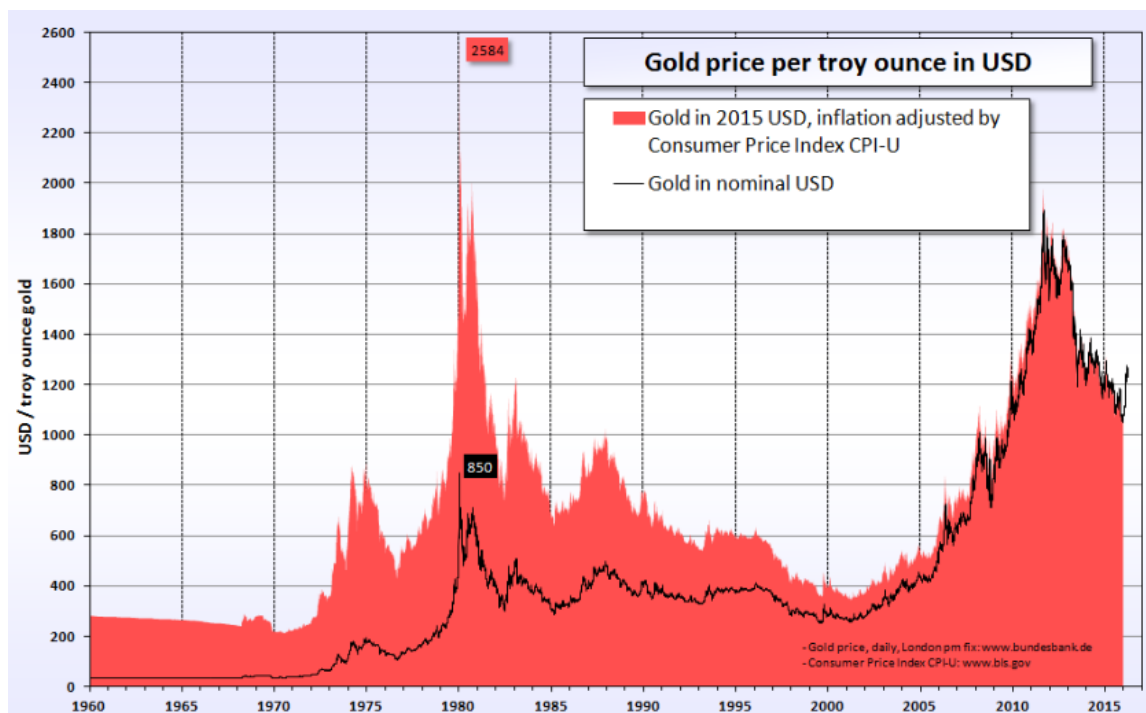


Фигура 1. Глобален добив и производство на монетарно злато (1835 – 1949 г.)

Трето. При следвоенната динамика на функциониране на Бретън-Уудската световна валутно-финансова система САЩ достигат исторически рекорд по притежаван и съхраняван златен резерв през 1962 год. с количествен показател за запаса си от монетарно злато в размер на 20663

тона. Глобалните данни сочат за рекордна 1965 г. по притежаван от всички страни и институции златен резерв в размер на 38347 тона. След едностранното суспендиране на златно-доларовия стандарт от страна на САЩ в началото на 70-те години на 20-ти век започва процес на демонетизация на златото, когато попълването и увеличението на запасите от златни резерви на централните банки практически се прекратява, а новото производство се насочва към технологичния сектор и бижутерията. Настъпва ерата на доминация на парите, базирани върху тяхната покупателна сила.

Четвърто. В 21-ви век, проекцията на глобалната финансова-система след Кингстън, Ямайка се основа на триединство на международни валутни отношения, международен валутен механизъм и международни валутни институции. За периода след 1970 год., когато президента Никсън едностранно суспендира „златно-доларовия“ стандарт до пика на глобалната финансово-икономическа криза през 2009 г. САЩ отчитат небивал по мащаб прираст на своя БВП в условия на „непълноценна“ парична система. Паралелно на процеса на „добавяне на стойност“ към БВП на САЩ се констатира и паралелен процес на пазарен възход на цената на монетарното злато. Нарастването на тази пазарна стойност достига своя исторически връх през 2011 г. като отражение на новата глобална посткризисна ситуация на преглед на традиционните механизми за монетарно ребалансиране и връщане към стабилизиращите устои на международна-валутно финансова система със засилена роля на „ремонетизираното“ злато, като нарастващ по значение и пазарна стойност компонент от официалните златно-валутни резерви не само на централните банки, но и на частни инвеститори.



Фигура 2. Пазарен възход на златото в USD/ozt (1960 – 2015 г.)

Пето. Паралелно с ценовия възход на благородните метали като изразител и носител на „пълноценните пари“ семейството на парите се обогатява и с тяхната съвременна електронна форма било то като „предварително предплатен инструмент“ („мрежеви пари“) или „електронен портфейл“.

Шесто. Пазарното търсене и предлагане на благородни метали се основава върху организирани статистически наблюдения в пет, отделни компонента: Сектор бижутерия; Сектор инвестиционни монети; Сектор инвестиционни фондове – ETF; Сектор технологични нужди; и Сектор централни банки. Данните за пазарното търсене естествено генерират и пазарно предлагане, което има два основни източника: ново производство чрез добив от златодобивни мини и рециклиране на изкупувана златна бижутерия, с по-ниско компонентно съдържание на златно съдържание. Глобалните данни за търсене на монетарно злато поставят в топ 5 по заявявани и закупувани количества съответно Индия, Китай, САЩ, Турция

и Германия. Реципрочните глобални данни за производство и предлагане на монетарно злато поставят в топ 5 по добити, рафинирани и монетизирани във вид на инвестиционно злато съответно Китай, САЩ, Русия, Австралия и ЮАР.

ГЛАВА ВТОРА

ПРИЛОЖИМИ РЕГУЛАЦИИ И ТЕНДЕНЦИИ ВЪВ

ФИНАНСОВИТЕ ОПЕРАЦИИ С БЛАГОРОДНИТЕ МЕТАЛИ – АНАЛИЗ И ОЦЕНКА

Работната хипотеза, която се тества в настоящата глава втора се формулира, както следва: *Динамиката на пазарите на благородни метали оказва двуфакторно влияние, както върху официалните резерви на националните парични власти, така и върху възможностите за финансови операции с тях в условия на международно хармонизирана нормативна регулация.* Конкретните **изследователски задачи**, които са поставени в глава втора, респ. са:

- Да се анализира и систематизира международно хармонизираната нормативна рамка за финансови операции с благородни метали.
- Да се апробира подход за факторен анализ в глобален, регионален и национален план на динамиката в количеството и стойността на официалните златни резерви.
- Да се изследва практиката по предлагане на банкови продукти за финансови операции с благородни метали по примера на ТБ „Общинска банка“ АД.

С оглед на така формулираната работна хипотеза и изследователски задачи глава втора е структурирана в следните обособени параграфи:

1. Финансови операции с благородни метали – нормативен подход.

2. Глобален сравнителен анализ и оценка на динамиката на световния златен резерв.

3. Факторен анализ на златото и официалните резерви.

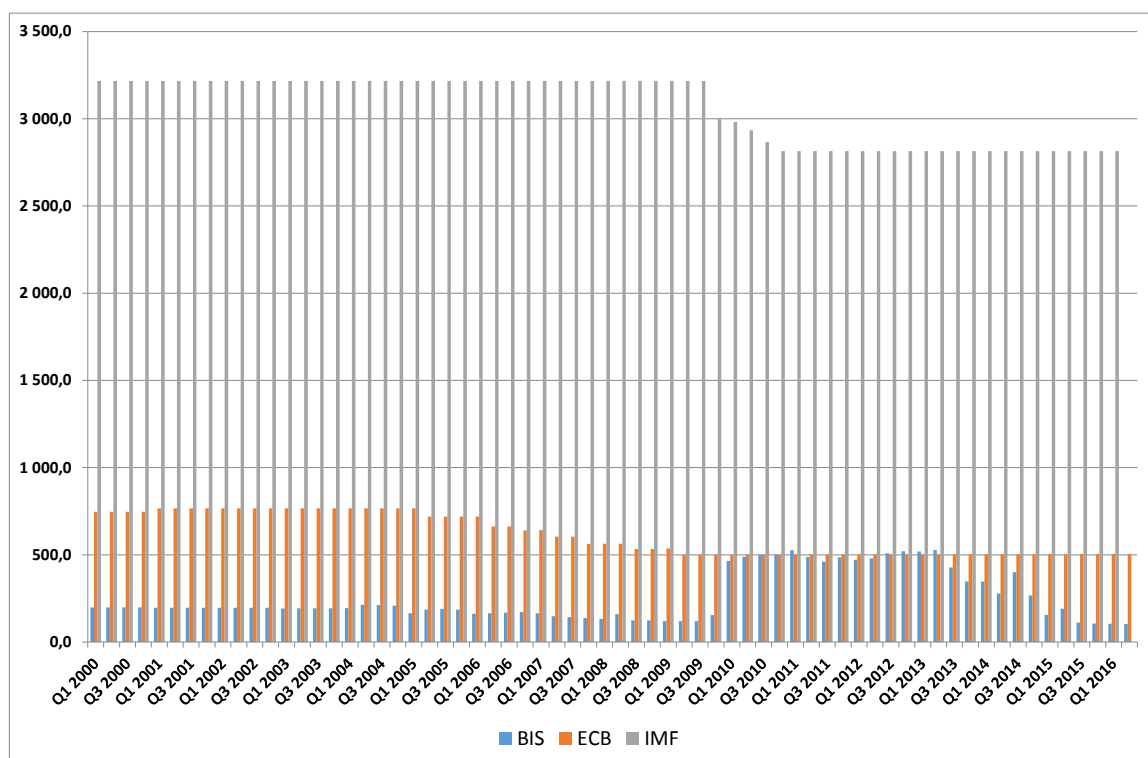
4. Финансови операции с благородни метали в системата на търговските банки – по примера на ТБ „Общинска банка“ АД.

На база изложението в глава втора се обобщават следните по-важни междинни изводи и констатации:

Първо. Нормативната уредба, която регулира финансовите операции и в частност търговията с благородни метали, включва следните нормативни и поднормативни актове: Валутен закон, регулиращ реда за добиване, преработване и сделки с благородни метали и скъпоценни камъни и изделия с и от тях по занятие; реда за пренасяне на благородни метали и скъпоценни камъни и изделия със и от тях през границата на страната; Закон за данък върху добавената стойност, даващ и нормативна трактовка на категорията „инвестиционно злато“. Наредба за условията и реда за вписване в регистъра и за изискванията към дейността на лицата, които осъществяват дейност по добиване, преработване и сделки с благородни метали и скъпоценни камъни и изделия със и от тях по занятие; Заповед МФ и БНБ №ЗМФ-653/15.07.2016 и №БНБ-62200/08.07.2016 за определяне за „инвестиционно злато“ на златни монети по опис за целите на ЗДДС; Митническо третиране и Стандарт БДС ISO 11426:2015 за прилагане на купелационен метод (огнево оценяване) за определяне на злато в златни бижутерски сплави.

Второ. По данни на Световния златен съвет за периода от 2000 г. до второто полугодие на 2016 г. световният златен резерв се е понижил с 1,39%, притежаваният от правителствата и международните валутно-финансови институции резерв също е претърпял редукция с 0,45%. Драстично е намалението в златния резерв на Еврозоната с минус 14,78% и на страните, подписали 4-то споразумение на 20-те централни банки с

22,53 %. Линиите на тренда на намалението на резерва за 4-те изследвани групи притежатели на монетарно злато сочат съответно тримесечна отрицателна бета за глобално разполагаемия монетарен златен резерв от минус 11,667 тона; за разполагаемия златен запас от правителствата и международните валутно-финансови институции, респ. минус 6,0168 тона за всяко тримесечие; за разполагаемия златен резерв от централните банки на Еврозоната, вкл. ЕЦБ с минус 36,238 тона на тримесечие и за 20-те централни банки от 4-то споразумение CBGA – респ. с минус 58,666 тона на тримесечие.



Фигура 3. Златни запаси на МВФ, ЕЦБ и БИС Q1 '2000 - Q2 '2016
(в тона монетарно злато)

Анализът на данните сочи, че за периода от 66 тримесечия, считано от 01.01.2000 г. лидер по продажби от всички мониторирувани страни е Швейцария с 1 550,2 тона; следвана от Франция с 588,9 тона; Холандия с 299,4 тона; Великобритания с 278,0 тона; Испания с 241,9 тона; Португалия с 224,3 тона и др. При съпоставка между притежаваното в края на периода количество златен резерв и този, който е на минимално ниво за

всички 66 наблюдения като лидери по покупки и попълване на златния си запас се оценяват Китай с покупки за 1428,3 тона; следвани от Руската федерация с 1155,3 тона; Турция с 358,3 тона, Индия с покупки за 200,0 тона; Казахстан със 185,5 тона; Саудитска Арабия с покупки за 180,0 тона.

Трето. Чрез методиката на адитивния индексно-факторен анализ е проведено изследване на официалните златните резерви през призмата на динамиката на техния стойностен еквивалент, притежаван от монетарните власти на България, Гърция, Словакия, Сърбия и Чехия. Това позволява да се оцени ефекта от влиянието на факторите цена и количество върху златния компонент в официалните резерви на посочените 4 селектирани страни от Балканския полуостров. Изследването е чрез интервален подход за индексно-факторен анализ по данни в две насоки: преди исторически най-високата борсова стойността на златото през 2011 г. с измерване за периода 2008/2011 г. преди фалита на Lehmon Brothers (ефект на пазарния растеж на цената на златото $(X_1 - X_0)$, допълнена с промени в златния запас $(Y_1 - Y_0)$, дължащи се на нетни покупки/продажби от страна на съответните централни банки); след исторически най-високата борсова стойността на златото през 2011 г. с измерване за периода 2011/2016 г. (ефект на пазарния спад на цената на златото $(X_2 - X_1)$, допълнена с промени в златния запас $(Y_2 - Y_1)$, дължащи се на нетни покупки/продажби от страна на съответните централни банки). Конкретните аналитични резултати показват липса на единна стратегия за Централните банки за действие преди ценова динамика, като с най-устойчив интерес към покупки на монетарно злато се отличава Централната банка на Сърбия, следвана от БНБ.

Четвърто. Търговска банка „Общинска банка“ АД е основен доставчик на услуги за осъществяване на финансови операции с благородни метали за българския пазар. Банката участва активно в пазарния пласмент на освободени от ДДС класически златни

инвестиционни кюлчета с ежедневно предлагани котировки „цена купува“ и „цена продава“ и златни чуждестранни инвестиционни монети. Характерно за политиката на банката при търговията с инвестиционно злато е оферирането на марж между офертите „купува“ и „продава“ от над 10%, водещо до избягване на спекулативни финансови операции с благородни метали и мотивиращо търсенето на средно- и дългосрочна инвестиционна възвращаемост.

Инвестиционно злато на кюлчета	Освободено от ДДС	Освободено от ДДС
Златно кюлче 1 гр.	125.00	125.00
Златно кюлче 2 гр.	215.00	215.00
Кюлче златно 5 гр.	512.00	512.00
Кюлче златно - 10 гр.	965.00	965.00
Кюлче златно - 20 гр	по курса на деня	по курса на деня
Кюлче златно - 50 гр.	по курса на деня	по курса на деня
Кюлче златно - 100 гр.	по курса на деня	по курса на деня
Кюлче златно - 250 гр.	по курса на деня	по курса на деня

Фигура 4. Цени „продава“ на изделия от инвестиционно злато, предлагани от ТБ „Общинска банка“ АД към м. септември 2017

(http://www.municipalbank.bg/displaybg.aspx?page=prceni_invmoneti)

От гледна точка на управлението на риска в банката (вж. подр. (Трифенова, 2015)) имаме един строго хеджиран подход, който мотивира инвеститорите за операции с офертиращата котировки „продава“ банка за изделия от инвестиционно злато само при дългосрочен инвестиционен хоризонт. Обявяваната от банката маржова надценка над борсовата цена на инвестиционно злато, превалутирано от котировки с USD за тройунция в лева за грам (и по-високи тегловни компоненти) може да бъде оценена и като логично и обосновано поведение на банката с оглед глобалното „изчерпване“ на запасите от инвестиционно злато и на залежите от златна руда, за извличане на златен запас. В изследване на (Проданов & колектив,

2013) се потвърждават и типичните за един инвеститор етапи на вземане на инвестиционни решение във видовете активи, базирано върху връзката „риск – възвращаемост“, които определено намират приложение в политиката на ценообразуване на оферти продава инвестиционно злато от страна на мениджмънта на „Общинска банка“ АД.

ГЛАВА ТРЕТА

РИСК И ВЪЗВРАЩАЕМОСТ ПРИ ФИНАНСОВИТЕ ОПЕРАЦИИТЕ С БЛАГОРОДНИ МЕТАЛИ

Работната хипотеза, която се тества в настоящата глава трета се формулира, както следва: *Финансовите операции с благородни метали са инвестиционна възможност пред икономическите агенти, която се мотивира от очакване за съответна възвращаемост при поемане на съответно ниво на риск.* Конкретните **изследователски задачи**, които са поставени в глава трета, респ. са:

- Да се изследва и установи ценовата динамика, риска и възвращаемостта при финансовите операции с монетарно злато, сребро и платина за периода 1990 – 2016 г. на дневна, месечна и годишна база.
- Да се изведат корелационни матрици и обосноват регресионни модели за анализ и прогнозиране на ценовата динамика на пазарите на благородни метали.

С оглед на така формулираната работна хипотеза и изследователски задачи глава трета е структурирана в следните обособени параграфи:

1. Ценова динамика, риск и възвращаемост при финансовите операции с монетарно злато.
2. Ценова динамика, риск и възвращаемост при финансовите операции с монетарно сребро.

3. Ценова динамика, риск и възвращаемост при финансовите операции с платина.

4. Корелационни матрици на ценовата динамика на благородните метали (1990-2016 г.).

5. Пазарно моделиране и прогнозиране на ценовите равнища на инвестиционното злато.

6. Оценяване на хеджинговите характеристики на монетарното злато чрез метода на подвижната корелация

В рамките изложението в глава трета се извеждат следните по-важни междинни изводи и констатации:

Първо. Златото от инвестиционна гледна точка служи основно за резервен актив, в който да се инвестира при проблеми на капиталовите пазари. Основните стокови борси, на които се търгува златото са Ню Йоркската (COMEX), Токийската (TOCOM) и Шанхайската (SHFE). Поради това могат да се разгледат три отделни котировки на златото. На COMEX за периода от 1990 г., до септември 2016 г. най-високата стойност до която достига метала е 1889.7 щатски долара, а минималната е 253.2 долара. Това дава ранг от 1636.5 долара за период от 16 години. Средната стойност за период е 676.4 долара. Относно доходността на тази борса златото реализира анюализирана доходност от над 6% при стандартно отклонение 3.3%, което означава, че коефициента на вариация е 0.58, означавайки доста добра стабилност на актива. Дългият ред от положителна доходност определено превръща този актив в един от най-търсените. На TOCOM златото достига до 61.3 евро на грам, при средна стойност от 20.63 евро. На тази борса анюализираното стандартно отклонение е доста по ниско от това на американската и има стойност от 2.1% , при анюализирана доходност от 6.65%. Това дава коефициент на вариация от 0.33 на дневна база. Златото отчита има по-добри инвестиционни характеристики на Японската стокова борса отколкото на

Американската. На Шанхайската борса за фючърси средната годишна доходност, реализирана от златото е най-висока 7.2%, при стандартно отклонение от 2.3%, това дава коефициент на Шарп от 3.2, отново доказвайки, че златото е едно доста добра инвестиционна алтернатива. От трите международно известни котировки на златото най-добре се представя тази в Шанхай, но инвестиционните характеристики (риск-доходност) и на трите борси поставят златото като една доста добра алтернативна инвестиция на капиталовите пазари.

Второ. Като инвестиционен актив среброто представлява резервен актив, инвестирането в който може да се осъществява с цел хеджиране на инвестиционния риск, съхраняване на стойността и богатството или алокация и диверсификация на инвестиционния портфейл. Основните котировки, които същото има на световните фондови борси са Silver COMEX, Silver CBOT и Silver TOCOM, респективно котиран на Ню Йоркската, Чикагската и Токийската фондова борса. Търговията на Silver COMEX и Silver CBOT е в щатски долари за трой унция (troy oz.), докато търговията на Silver TOCOM е в японски йени за грам. Търговията на Silver CBOT започва на 06.10.2004 год., докато търговията на Silver TOCOM – на 06.01.1992 год. За периода от 01.01.1990 год. до 26.08.2016 год. търговията на трите котировки може да се представи в следните обособени данни: Стойността на Silver COMEX в началото на разглеждания период (01.01.1990 год.) е 5.21 USD/Troy oz., достигайки до 18.65 USD/Troy oz. в края на периода (26.08.2016 год.), при минимална стойност от 3.51 USD/Troy oz. на 22.02.1991 год. и максимална стойност от 48.60 USD/Troy oz. на 29.04.2011 год.; Стойността на Silver CBOT в началото на търговията (06.10.2004 год.) е 7.25 USD/Troy oz., достигайки до 18.65 USD/Troy oz. в края на периода (26.08.2016 год.), при минимална стойност от 6.45 USD/Troy oz. на 07.01.2005 год. и максимална стойност от 48.57 USD/Troy oz. на 29.04.2011 год.; Стойността на Silver TOCOM в

началото на търговията (06.01.1992 год.) е 0.13 JPY/gr., достигайки до 0.59 JPY/gr. в края на периода (26.08.2016 год.), при минимална стойност от 0.11 JPY/gr. на 23.02.1993 год. и максимална стойност от 1.58 JPY/gr. на 25.04.2011 год.;

Трето. За периода от 01.01.1990 год. до 26.08.2016 год. трите котировки на среброто (Silver COMEX, Silver CBOT и Silver TOCOM) отчитат следната доходност: Silver COMEX реализира анюализирана средна дневна доходност за периода в размер на 4.90% при CAGR в размер на 0.0017%; Silver CBOT реализира анюализирана средна дневна доходност за периода в размер на 8.27% при CAGR в размер на 0.0065%; Silver TOCOM реализира анюализирана средна дневна доходност за периода в размер на 6.45% при CAGR в размер на 0.0066%. Рискът, измерен чрез стандартното отклонение на доходността на трите котировки през периода, е: Silver COMEX реализира анюализирано дневно стандартно отклонение в размер на 29.94%; Silver CBOT реализира анюализирано дневно стандартно отклонение в размер на 36.22%; Silver TOCOM реализира анюализирано дневно стандартно отклонение в размер на 30.36%. Представянето на котировките за периода се изследва и през призмата на реализирана доходност-реализиран риск (коефициент на Шарп) и коефициента на вариация, където същите имат стойности: Съотношение доходност-риск Silver COMEX в размер на 0.16 и коефициента на вариация в размер на 6.11; Съотношение доходност-риск Silver COMEX в размер на 0.23 и коефициента на вариация в размер на 4.38; Съотношение доходност-риск Silver COMEX в размер на 0.21 и коефициента на вариация в размер на 4.71.

Четвърто. Като благороден метал платината се счита, че следва да има инвестиционните характеристики на резервен актив – ниска волатилност, отрицателната корелация с основните инвестиционни инструменти и т.н. За разлика от златото и среброто, платината се търгува

основна на Ню Йорската стокова борса COMEX. Най-ниската стойност е отчетена стойност за изследвания 27-годишен период 331.5 USD/ ozt, а най-високата съответно 2276.1 USD/ ozt. За разлика от среброто и златото, представянето на платината е сериозно засегнато от световната финансово-икономическа криза от 2008 г., но в последващите години успява да възстанови голяма част от загубената си стойност. Анюализираната средноседмична доходност от инвестиция в метала е 5.5% при стандартно отклонение от 2.8%. Така коефициентът на детерминация е 0.50, което е значително над останалите метали. Различното представяне на платината до голяма степен се обяснява от факта, че за разлика от златото и среброто, платината се използва като производствен ресурс в някои индустрии и съответно това влияе върху борсовата търговия.

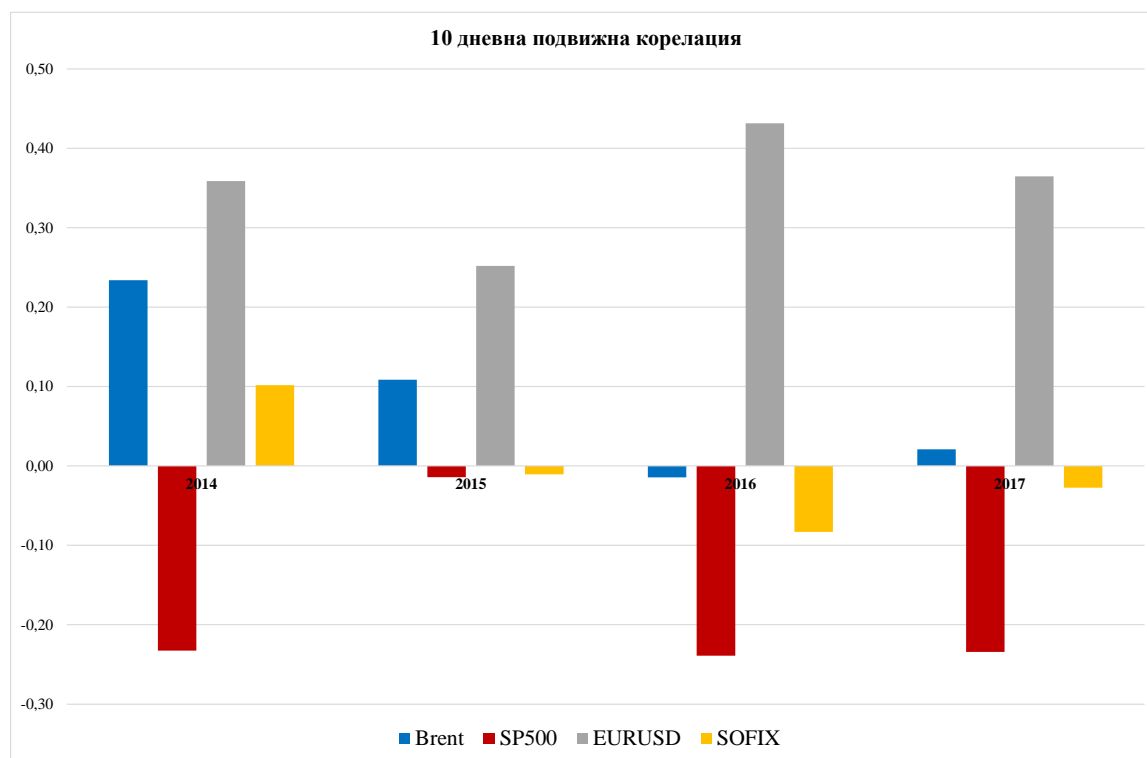
Пето. Чрез обобщаване на дневни, седмични и месечни данни за период от 27 години (1990 – 2016 г.) са конструирани годишни корелационни матрици върху котировки за злато, сребро, платина и паладий на стоковите борси в Ню Йорк, Токио и Шанхай. Със стъпка през 5 г., вкл. началото и края на този 27-годишен период е даден интервален поглед върху изменението на корелационните зависимости, както следва. Резултатите сочат, че вътрешно груповата корелация в рамките на благородния метал сребро на дневна и седмична база е най-висока, докато междугруповата корелация от отделните благородни метали е по-ниска с рекордно ниски показатели спрямо паладия. Данните за 2008 г. на дневна и седмична база, която е годината на началото на глобалната финансово-икономическа криза се отчита и рекордно висок среден показател за позитивна корелация на база дневни данни. През тази година средният размер на отчетената корелация за всички изследвани корелационни двойки е най-висок за целия 27-годишен масив от данни и достига +0,549. Това се дължи и на масовото „бягство“ от традиционни финансови инструменти като инвестиции в акции и облигации и търсене на

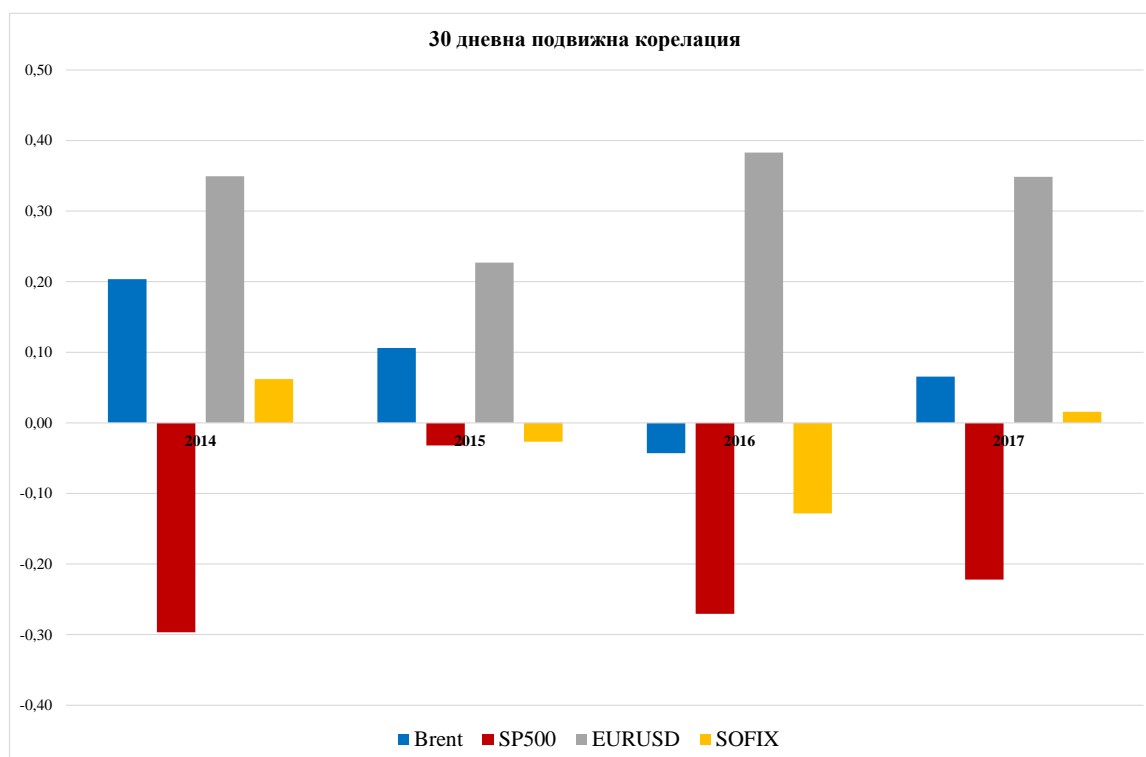
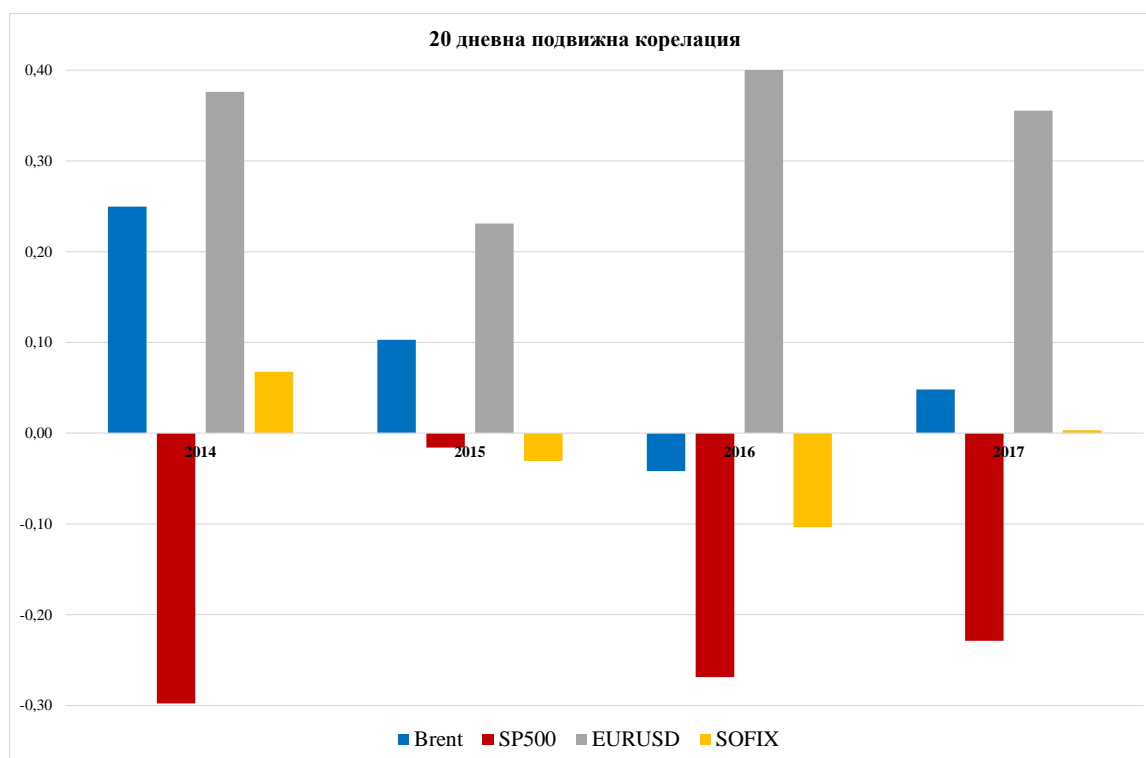
„сигурното“ (при кризи) убежище на благородните метали. За разлика от данните на дневна и седмична база вътрешно груповата корелация с данни на месечна база (общо 311 наблюдения) в рамките на благородния метал злато е най-висока (при седмичните данни лидер е благородния метал сребро), докато междугруповата корелация е по-ниска с рекордно ниски показатели отново спрямо паладия. Данните за 2011 г., която е годината на рекордно високи борсови котировки за всички благородни метали, позволяват да се отчете и рекордно висок среден показател за позитивна корелация на база месечни измервания на борсови котировки на благородни метали. През тази година средният размер на отчетената корелация за всички изследвани корелационни двойки на месечна база е най-висока за целия 27-годишен масив от данни и достига $+0,79$. По-различни обаче са показателите за тази година с данните на седмична база от $+0,66$ и на дневна база от $+0,47$.

Шесто. Пазарното моделиране и регулиране на ценовите нива на групата на благородните метали е функция и на корелационните коефициенти за обвързаност на ценовата динамика, като между отделните благородни метали, така и между техните отделни котировки на съответните борси. Чрез иконометричен анализ и моделиране на дневни данни за цената на инвестиционно злато за една тройунция в USD, на базата на 4360 наблюдения в периода 01.01.2000 – 16.09.2016 г. при ценови мащаб към 01.01.1999 г. е конструиран множествен регресионен модел за прогнозиране цената на златото на базата зависимост от два влияещи фактора: „Композитен индекс на производството на 5-те държави с най-голямо отчитан капацитет добив на злато от собствени златни находища“ (Китай, САЩ, Русия, Австралия и ЮАР) и „Композитен индекс на потребителското търсене на 5-те държави с най-голямо търсене на злато“ (Индия, Китай, САЩ, Турция и Германия). Резултатите от модела са статистически значими, както за модела като цяло, така и за

коэффициентите алфа, бета1 и бета2. Отчитаната корелация между двата фактора и резултат е позитивна в мащаб от +0,975. Дескриптивната статистика за масива от дневни данни за цената на една тройунция монетарно злато в USD (по ценови мащаб към 01.01.1999 г.), производствения индекс и потребителския индекс също потвърждават наличие на съпоставими стойности на средни величини и отклонения от средната.

Седмо. Чрез метода на подвижната корелация провеждаме анализ с данни за последните четири години (2014 – 2017) за да установим доколко добър хедж е инвестицията в монетарно злато през различните инвестиционни хоризонти. За целите на анализа са изчислени и графично интерпретирани 10 дневна подвижна корелация; 20 дневна подвижна корелация; 30 дневна подвижна корелация, на ценовите равнища в котировки USD/oz спрямо четири инвестиционни показателя: глобалния пазар представено от S&P 500; българския пазар представен от SOFIX; на форекс пазара представен от валутния курс EUR/USD, и на петролния пазар (Brent).





Фигури 5, 6 и 7. Годишни профили на 10 дневна, 20 дневна и 30 дневна подвижна корелация на златото спрямо 4 инвестиционни алтернативи: глобалния пазар представено от S&P 500, българския капиталов пазар (SOFIX), на форекс пазара (EUR/USD) и петролния пазар (Brent)

Оценката на получените графични резултати показва силно наситена в позитивната скала корелационна зависимост спрямо валутния пазар и силна наситеност в негативната скала зависимост спрямо глобалния индекс на капиталовия пазар SP 500. Най-добри хеджингови характеристики златото има спрямо инвестиция в глобалния капиталов индекс SP 500. Пикови стойности на отрицателна корелация се отчитат за целия период с изключение на 2015 г. Чрез графични модели се потвърждава установената силна хеджингова способност на златото спрямо глобалния капиталов пазарен индекс SP 500 с пикови аналитични резултати за 20 дневната подвижна корелация.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Фокусирането на темата на разработката върху благородните метали позволи да се развие проучване, последователно базирано върху:

Първо. Критичен преглед на еволюционното развитие на паричните системи от „златния стандарт“, през „демонетизацията“ на златото, до съвременния „златен ренесанс“ обоснован в изследването като процес на „ремонетизация“ на златото в частност и благородните метали като цяло.

Второ. Проучване на хармонизираната международна рамка за финансови операции с благородни метали, допълнено с установяване на динамиката и тенденциите в количеството и стойностния еквивалент на официалните златни резерви на глобално, регионално и национално ниво чрез прилагане на сравнителен и интервален индексно-факторен анализ, както и полемичен преглед на примера на ТБ „Общинска банка“ АД за предоставяне на банкови продукти за финансови операции с благородни метали.

Трето. Анализи и оценки на ценовата динамика, риска и възвращаемост при финансовите операции с монетарно злато, сребро и платина на дневна, седмична и месечна бази. Изграждат се корелационни матрици на ценовата динамика в рамките на групата на благородните метали за периода 1990 – 2016 г. Извеждат се многофакторни регресионни модели за ценово прогнозиране на благородните метали.

Представеното изложение потвърждава в дискуссионно-полемичен и аналитично-дедуктивен план валидността на изследователската теза, а именно: *през второто десетилетие на 21-ви век се заражда процес на „ремонетизация“ на златото, изразен в устойчив тренд на търсене на благородни метали от основните икономически агенти и паралелно предлагане на финансови операции с тях, с оглед реализация на средно- и дългосрочна възвращаемост при съответно ниво на риск и съответна динамика на пазарните показатели.*

Направените анализ, изводи и обобщения позволяват да се твърди, че е постигнато и потвърждаване на водещите **работни хипотези**:

Първа работна хипотеза. Благородните метали в 21-ви век отчитат ренесанс на интереса и финансовите операции с тях, потвърждаващ еволюцията на паричните системи от „златен“ и „сребърен“ стандарт, през „демонетизация“ на златото, до актуален процес на „ремонетизация“ на златото.

Втора работна хипотеза. Динамиката на пазарите на благородни метали оказва двуфакторно влияние, както върху официалните резерви на националните парични власти, така и върху възможностите за финансови операции с тях в условия на международно хармонизирана нормативна регулация.

Трета работна хипотеза. Финансовите операции с благородни метали са инвестиционна възможност пред икономическите агенти, която се мотивира от очакване за съответна възвращаемост при поемане на съответно ниво на риск.

В конкретен план се установи, че златото от инвестиционна гледна точка служи основно за резервен актив, в който да се инвестира при проблеми на капиталовите пазари. Основните стокови борси, на които се търгува златото са Ню Йоркската (COMEX), Токийската (TOCOM) и Шанхайската (SHFE). От трите международно известни котировки на златото най-добре се представя тази в Шанхай, но може да се отбележи, че инвестиционните характеристики (риск-доходност) и на трите борси поставят златото като една доста добра алтернативна инвестиция на капиталовите пазари.

Като инвестиционен актив среброто представлява резервен актив, инвестирането в който може да се осъществява с цел хеджиране на инвестиционния риск, съхраняване на стойността и богатството или алокация и диверсификация на инвестиционния портфейл.

Един от не толкова търсените благородни метали е платината. Като благороден метал тя също би следвало да има характеристиките на резервен актив – ниска волатилност, отрицателната корелация с основните инвестиционни инструменти и т.н. За разлика от среброто и златото, представянето на платината е сериозно засегнато от световната финансово.икономическа криза от 2008 г., но в последващите години успява да възстанови голяма част от загубената си стойност. Тази на пръв поглед висока корелация с капиталовия пазар означава, че платината трудно би могла да изпълнява ролята на резервен актив в инвестиционна стратегия. Различното представяне на платината до голяма степен се обяснява от факта, че за разлика от златото и среброто, платината се използва като производствен ресурс в някои индустрии и съответно това влияе върху борсовата търговия.

Независимо от представените идеи и виждания темата за финансовите операции с благородни метали може да се определи за перманентно актуална поради цикличния профил на развитие на икономиките с изпадане в кризисни състояния и търсене на алтернативи в структурата на хеджиращите инвестиционни стратегии.

III. НАСОКИ ЗА БЪДЕЩИ ИЗСЛЕДВАНИЯ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИЯТА

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

1. Проблемите за търсенето на нова формула за функциониране на международната валутна система, основана върху ремонетизирана роля на златото;
2. Конструирането на прецизни иконометрични модели за високо точно прогнозиране на борсови котировки на благородни метали.
3. Обосновката на инвестиционни стратегии за хедж фондове с разширено включване на финансови инструменти, базирани върху благородни метали за имунизиране срещу сринове на капиталовите пазари и стабилизиране на характеристиките „риск-възвращаемост“ на инвестиционните портфейли.

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

Първо. Чрез исторически преглед и критичен анализ се установява, че благородните метали в 21-ви век отчитат ренесанс на интереса и финансовите операции с тях, потвърждаващ еволюцията на паричните системи от „златен“ и „сребърен“ стандарт, през „демонетизация“ на златото (след средата на XX век), до актуален процес на „ремонетизация“ на златото (през второто десетилетие на XXI век).

Второ. Тества се и доказва наличие на двуфакторно влияние на динамиката на пазарите на благородни метали, както върху официалните резерви на националните парични власти, така и върху възможностите за финансови операции с тях в условия на международно хармонизирана нормативна регулация, които при позитивен пазарен тренд генерират съществена ревалоризация на разполагаемите официални резерви на изследваните страни.

Трето. Чрез исторически анализ на данни за пазарни котировки на благородни метали (монетарно злато, сребро и платина) се потвърждава наличието на инвестиционни възможности пред икономическите агенти, мотивирани от очакване за съответна възвращаемост при поемане на съответно ниво на риск, вариращо на дневна, седмична и месечна база. Изградените корелационни матрици на ценовата динамика в рамките на групата на благородните метали за периода 1990 – 2016 г. позволяват да се установи, че платината има различно представяне спрямо златото и среброто, дължащо се до голяма степен на факта, им характеристики и на производствен ресурс в определени индустрии, което формира нови факторни въздействия в посока търсене и предлагане, водещо до ценови отклонения и самостоятелен тренд в борсовата търговия.

Четвърто. Чрез иконометричен анализ и моделиране на дневни данни за цената на инвестиционно злато за една тройунция в USD, на базата на 4360 наблюдения в периода 01.01.2000 – 16.09.2016 г. при ценови мащаб към 01.01.1999 г. е конструиран множествен регресионен модел за прогнозиране цената на златото на базата зависимост от два влияещи фактора: „Композитен индекс на производството на 5-те държави с най-голямо отчитан капацитет добив на злато от собствени златни находища“ (Китай, САЩ, Русия, Австралия и ЮАР) и „Композитен индекс на потребителското търсене на 5-те държави с най-голямо търсене на злато“ (Индия, Китай, САЩ, Турция и Германия). Резултатите от модела са статистически значими, както за модела като цяло, така и за коефициентите алфа, бета1 и бета2. Отчитаната корелация между двата фактора и резултат е позитивна в мащаб от +0,975.

Пето. Чрез метода на подвижната корелация се установява доколко добър хедж е инвестицията в монетарно злато през различните инвестиционни хоризонти, моделирани чрез 10 дневна подвижна корелация; 20 дневна подвижна корелация; 30 дневна подвижна корелация на ценовите равнища в котировки USD/oz спрямо четири инвестиционни показателя: глобалния пазар представено от S&P 500; българския пазар представен от SOFIX; на форекс пазара представен от валутния курс EUR/USD, и на петролния пазар (Brent), като се установява, че най-добри хеджингови характеристики златото има спрямо инвестиция в глобалния капиталов индекс SP 500. Пикови стойности на отрицателна корелация се отчитат за целия период с изключение на 2015 г. Чрез графични модели се потвърждава установената силна хеджингова способност на златото спрямо глобалния капиталов пазарен индекс SP 500 с пикови аналитични резултати за 20 дневната подвижна корелация.

V. СПИСЪК С ПУБЛИКАЦИИТЕ НА ДОКТОРАНТА

A. СТУДИИ и СТАТИИ (2)

1. Zahariev, A. and **Kolev, N.** The Recovery Factors and the “Gold Anchor” – SEE and BSEC countries comparative analyses and evaluation (2006 – 2015). // *Ekonomika i organizatsia upravlinnia*, Donetsk national university, Faculty of economics, Vinnytsia, 2016.
2. **Колев, Н.** Инвестиции в благородни метали – пазарна динамика и тенденции. // Годишен алманах „Научни изследвания на докторанти“, 2016, стр. 59-88.

Б. НАУЧНИ ДОКЛАДИ (3)

1. **Колев, Н.** Златото като официален резерв в балканските страни – индексно-факторен анализ на ефектите от ценовата динамика. Сборник с електронни публикации от междууниверситетска кръгла маса за докторанти на тема: „Проблеми на регионалната интеграция и международния бизнес“, Свищов, 16 септември 2016 г. по Проект №ИП8-2015: „Лаборатория за научни изследвания на докторанти в областта на световното стопанство и международните икономически отношения“, 7 стр.
2. Захариев, А. и **Колев, Н.** Инвестиции в благородни метали - банкови услуги и пазарни тенденции. Сборник с научни доклади от международна научна конференция „Икономическо благосъстояние чрез споделяне на знания“, посветена на 80-годишнината от основаването на Стопанска академия „Д. А. Ценов“ – Свищов, 9-10 ноември 2016 г.

3. **Колев, Н.** Световният златен резерв (2000 – 2016 г.): динамика и тенденции. Сборник с научни доклади от международна научнопрактическа конференция „Съвременни предизвикателства пред финансовата наука в променяща се Европа“, посветена на 65-годишнината от учредяването на катедра „Финанси и кредит“ при СА „Д. А. Ценов“, 7-8 април 2017 г., стр. 184 – 191.

VI. ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Дисертационният труд в обем от 203 стр. под заглавие: „Финансови операции с благородни метали – пазарна динамика и инвестиционни възможности“ и разработения върху него Автореферат са автентични и представляват собствена научна продукция на автора. В тях са използвани авторски идеи, текстове и визуализация чрез графики, схеми, таблици и формули, като са спазени всички изисквания на Закона за авторското и сродните му права чрез надлежно цитиране и позоваване на чужда авторска мисъл, както и данни, включително:

1. Постигнатите в дисертационния труд резултати и изведени приноси са оригинални и не са заимствани от изследвания и публикации, в които авторът няма участия.
2. Представената от автора информация във вид на копия на документи и публикации, лично съставени справки и др. съответства на обективната истина.
3. Научните резултати, които са получени, описани и/или публикувани от други автори, са надлежно и подробно цитирани в библиографията.

.....
Докт Николай Колев, D03021685