

БЪЛГАРИЯ



Макроикономически и пазарни проучвания

„Приемане на еврото: Митове и реалност“

АВТОРИ

Кристофор Павлов, Главен икономист

Елена Костадинова, Старши икономист

Тази публикация съдържа аналитични материали, изготвени от икономистите на УниКредит Булбанк през последните три години, предшествващи присъединяването на България към еврозоната. Фокусът на изследванията е върху баланса между позитивите и негативите от въвеждането на еврото, както и върху произтичащите от това възможности и рискове за българското стопанство.

СЪДЪРЖАНИЕ

| | |
|---|-----------|
| ВЪВЕДЕНИЕ: ИСТОРИЧЕСКИ БЕЛЕЖКИ | 3 |
| ГЛАВА №1: ЧЛЕНСТВОТО В ЕВРОЗОНАТА ЩЕ ДОНЕСЕ ОСЕЗАЕМИ ПОЛЗИ | 6 |
| ГЛАВА №2: НЕДОСТАТЪЦИТЕ НА ЕВРОТО СЕ ПРЕУВЕЛИЧАВАТ ОТ ПРОТИВНИЦИТЕ НА ЧЛЕНСТВОТО ... | 9 |
| ГЛАВА №3: ЕФЕКТ ОТ ЧЛЕНСТВОТО В ЕВРОЗОНАТА ВЪРХУ ДОХОДИТЕ И ИНФЛАЦИЯТА..... | 12 |
| ГЛАВА №4: АНАЛИЗ НА СЦЕНАРИИТЕ АЛТЕРНАТИВА НА ПРИЕМАНЕТО НА ЕВРОТО | 16 |
| ГЛАВА №5: СЪСТОЯНИЕТО НА БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА НА ПРАГА НА ЕВРОЗОНАТА | 20 |
| ГЛАВА №6: СЛЕДВАЩИЯТ ЕТАП НА СБЛИЖАВАНЕТО ЩЕ БЪДЕ ПО-ТРУДЕН | 22 |
| ГЛАВА №7: ЧЛЕНСТВОТО В ЕВРОЗОНАТА ЩЕ УВЕЛИЧИ ПАРИЧНИЯ СУВЕРЕНИТЕТ НА БЪЛГАРИЯ | 29 |
| ГЛАВА №8: ЗАЩО НЯКОИ СТРАНИ НЕ БЪРЗАТ ДА СЕ ПРИСЪЕДИНЯТ КЪМ ЕВРОЗОНАТА | 31 |
| ЗАКЛЮЧЕНИЕ: В ЙЕРАРХИЯТА НА НАЙ-СТАБИЛНИТЕ ВАЛУТИ ЕВРОТО СТОИ ПО-ВИСОКО ОТ ЛЕВА | 33 |
| ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА..... | 34 |

ВЪВЕДЕНИЕ:

ИСТОРИЧЕСКИ БЕЛЕЖКИ

Създаването на еврото е свързано с три ключови надежди. Първо, че то ще насърчи по-нататъшната конвергенция между икономиките на ЕС и по този начин ще представлява следваща стъпка в задълбочаването на европейската икономическа интеграция. Второ, че икономическата конвергенция ще доведе до по-силен икономически растеж за страните членки. И трето, че по-дълбоката икономическа интеграция — последвана от по-нататъшна политическа и фискална интеграция — ще допринесе за една по-мирна Европа.

Основателите на еврото са описвани като визионери, стремящи се да създадат нова Европа. Те са били водени от убеждението, че високата степен на икономическа взаимозависимост между страните в Европа ще направи избухването на нова война невъзможно. Това едва ли е изненадващо, тъй като архитектите на еврото принадлежат към поколението политици от периода след втората световна война, които болезнено са осъзнавали ужасите на войната и чиято водеща цел е била да превърнат Европа в едно по-мирно място.

Известният американски икономист и носител на Нобелова награда Джоузеф Стиглиц сравнява основателите на еврото с аргонавтите, плаващи в неизследвани води, в които никой не е дръзвал да навлезе преди това. Действително, никога преди това в човешката история не е правен опит за създаване на паричен съюз между толкова голям брой държави, при това при наличието на толкова съществени различия в тяхното икономическо представяне.

Макар и не винаги изрично подчертавано, важен мотивиращ фактор за основателите на еврото е, че по-дълбоката икономическа интеграция ще увеличи геополитическото влияние на Европа. Според тях, ако общата парична политика се окаже успех, това ще засили не само икономическата тежест на Европа, но и нейното политическо влияние на глобалната сцена.

Основателите на еврото са били наясно, че в историята на света не е съществувал паричен съюз, който да е оцелял без да бъде подкрепен от политически съюз. Преди създаването на еврото доминиращото мнение в Германия е било, че за да успее паричният съюз, следва да бъде изграден едва след вече съществуващ фискален съюз и след достатъчно дълъг период, който да предостави ясни доказателства за успешното му функциониране. В останалата част на Европа, и по-специално в Южна Европа, е било широко разпространено убеждението, че създаването на паричен съюз рано или късно ще предизвика криза, която ще принуди правителствата бързо да пристъпят към изграждането на фискален и политически съюз, за да се предотврати обръщане на процеса на интеграция и потенциален разпад на ЕС.

Повечето влиятелни икономисти в Америка се отнасят скептично към плановете за създаване на еврото. Според Милтън Фридман, еврото ще се окаже източник на проблеми, тъй като ще доведе до увеличаване на политическото напрежение между страните членки, като трансформира икономически шокове, които лесно могат да бъдат абсорбирани в условията на плаващи валутни курсове, в политически противоречия. Мартин Фелдщайн от Харвард стига още по-далеч, като в своя публикация от 1997 г. предупреждава, че дори дълбоки политически връзки се разпадат, когато няма фискални амортизатори. Според него един нестабилен валутен съюз може да изостри икономическите и политически противоречия между страните членки до такава степен, че дори да се стигне до война между Франция и Германия. За Рюдигер Дорнбуш от Масачузетския технологичен институт, създаването на

еврото е фантазия, която не взема предвид последиците от разликите в цените и липсата на гъвкавост по отношение на работните заплати и заплашва да унищожи конкурентоспособността на южните икономики и да предизвика балони с цените на активите, които биха довели до нуждата от политики на смазващи фискални икономии, за да се избегнат експлозивни разпади с далече стигащи негативни последици за страните членки.

Архитектите на еврото не са разполагали с цялостна и напълно разработена теоретична рамка, на която да се опрат. Вместо това те са били водени от убеждението, че общата европейска валута ще допринесе за по-дълбока интеграция във всички области на икономиката.

Интересът на света при създаването на еврото е огромен. Това не е било изненада, предвид напредъка, който ЕС вече е бил постигнал по отношение на икономическата интеграция. Към този момент Европа вече е разполагала с единен пазар със свободно движение на стоки, труд и капитали. Тарифните ограничения са били значително намалени, което е довело до осезаемо нарастване на вътрешноевропейската търговия и до по-висок икономически растеж. Този напредък вече е бил спечелил международно признание и е накарал света да следи внимателно следващите стъпки на ЕС. Ентузиазмът е бил толкова голям, че дори са започнали дискусии за възможното формиране на парични съюзи и в други части на света. Залогът е бил огромен. При провал на еврото е можело да се очаква силна негативна реакция, която потенциално е можело да доведе до безславен край на целия европейски проект.

Днес, двадесет и шест години след старта на еврото, общата европейска валута е несъмнен успех. Еврото е втората най-важна валута за международната търговия с 30% дял от фактурираните покупки-продажби на стоки и услуги. 21% от резервите на централните банки по света са активи в евро, докато 28% от всички международни кредити са отпуснати в евро.

Когато еврото се изправи пред изпитания по време на голямата финансова криза през 2008 г. и последвалата скоро след това дълговата криза през 2010 г., страните членки избраха да действат заедно и в крайна сметка успяха да отстоят независимостта на Европа в областта на провежданата парична политика. В тези решителни за историята на Европейската интеграция моменти еврото се оказва фактор, който допринесе за увеличаване на стабилността и суверенитета, като предпази европейската икономика от външни шокове, и създаде предпоставки за проява на повече солидарност между страните членки, точно както създателите на еврото се надяваха и предвиждаха две десетилетия преди това.

Първоначално в България въвеждането на еврото изглеждаше сравнително просто решение. Тази представа се основаваше на наличието на множество доказателства, че българската икономика се справяше добре в условията на фиксиран валутен курс към еврото, а преди това и към германската марка, в резултата на въвеждането на валутен съвет през 1997 г.

Продължителната липса на стабилно про-европейско правителство обаче се отрази негативно на процеса, като в крайна сметка България прие еврото три години по-късно от Хърватия, при положение, че двете страни станаха едновременно членове на ERM II през 2020 г.

Важен фактор, който се отрази негативно на процеса на присъединяване, беше и дезинформационната кампания, предполагаемо финансирана и насочвана от руските мрежи за влияние, която имаше за цел да подхранва недоверие към общата европейска валута, и която се активизира значително в условията на продължаващата повече от четири години война в Украйна. Активизмът срещу еврото беше предвождан от партия Възраждане, като в центъра на хибридните атаки и дезинформационната кампания насочена срещу приемането

на еврото се оказаха твърденията, че то обслужва само интересите на елита и ще подкопае националния суверенитет и идентичността на страната.

Това което при други обстоятелства трябваше да бъде лесна и логична следващата стъпка в процесът на по-нататъшно задълбочаване на интеграцията на българската икономика в европейските производствени вериги се оказа далеч по-разединяващо. Две изследвания на общественото мнение проведени от Евробарометър през 2025 г. показаха, че подкрепата за еврото беше на ниво от малко над 40%, докато около 50% от респондентите бяха против. Въпреки това правителството на премиера Росен Желязков успя да завърши процеса и България стана двадесет и първия член на еврозоната на 1 януари 2026 г.

Опита от първите седмици след въвеждането на еврото в началото на 2026 г. сочи, че от техническа гледна точка преходът към новата валута се оказа по-плавен от очакваното. Все още остава неясно доколко преходът към еврото е довел до спекулативно увеличение на цените от страна на недобросъвестни търговци. В повечето страни членки измереното увеличение на цените в месеците преди и малко след въвеждането на новата валута беше незначително. Нещата се оказаха по-сложни в България, след като поредното надигане на политическата нестабилност принуди правителството на премиера Росен Желязков да подаде оставка в края на 2025 г. Така усилията на администрацията за предотвратяване на опити за необосновано увеличение на цените бяха водени от правителство с ниска легитимност, което допълнително усили опасенията за увеличаване на инфлацията, която вече беше достигнала сравнително високи стойности в края на 2025 г. непосредствено преди старта на еврото.

За авторите на тази публикация приемането на еврото представлява поредна важна стъпка от процеса на задълбочаване на интеграцията на България в Европа. Еврото е свързано с осезаеми позитиви, които ще помогнат на България да премахне някои оставащи пречки преди увеличаване на търговията и инвестициите, и по този начин ще способства за ускоряване на икономическия растеж. Приемането на еврото ще допринесе и за имплементирането на някои важни структурни мерки, най-вече в областта на финансовия сектор, които ще способстват за укрепване на ценовата и финансовата стабилност.

Приемането на еврото обаче не е панацея. Преди всичко, членството в еврозоната не освобождава България от задължението да продължи да провежда благоразумна фискална политика. Сдържането на инфлационния натиск с подходящи структурни политики и мерки за увеличаване на конкуренцията също ще бъде важно. За да се превърне еврото в успех ще бъде нужно да се намали неефективността и разхищенията на публичните разходи, без това да се използва като претекст за възпрепятстване на увеличаването на инвестициите в образованието, здравеопазването и други социално значими сектори. Основополагащо ще бъде да няма много домакинства, които се чувстват изоставени и неуспели да се възползват от процесите на сближаване, защото само споделения просперитет е траен и устойчив.

Глава №1

ЧЛЕНСТВОТО В ЕВРОЗОНАТА ЩЕ ДОНЕСЕ ОСЕЗАЕМИ ПОЛЗИ

Членството в еврозоната ще премахне някои от оставащите пречки пред разширяването на търговията и инвестициите

Например, ще се подобри достъпът до капитал, което ще стимулира инвестициите, тъй като членството в еврозоната ще повиши оценките на финансовите пазари за качеството на провежданата в страната икономическа политика. Това, от своя страна, ще намали несигурността и така ще помогне за повишаване на суверенния кредитен рейтинг.

Влизането на България в еврозоната ще доведе до намаляване на транзакционните разходи, които включват не само разходите за конвертиране на лева в евро и други основни валути — оценявани от някои изследвания на около 0,5% от БВП на страната — но и значителна част от разходите, свързани с управлението на валутния риск.

Членството в еврозоната ще подобри предотвратяването и управлението на кризи. След присъединяването на страната към еврозоната, рисковете произтичащи от нестабилните капиталови потоци, които обикновено засягат малки и отворени икономики като българската, ще намалее. Това е важно, защото капиталовите потоци по природа са нестабилни и България може да се окаже уязвима при шокове, следващия път когато икономиката на света се изправи пред проблеми. Освен това, членството в еврозоната ще укрепи независимостта на централната банка, което ще способства за подобряване стабилността на финансовата система и редуциране на риска от неустойчиво бързо протичаща парична експанзия, която би могла да доведе до балони с цените на активите и натиск върху потребителските цени.

Присъединяването на България към еврозоната ще увеличи политическото ѝ влияние, особено сред европейските държави, тъй като страната ще участва във формирането на паричната политика на еврозоната. България няма да бъде пасивен наблюдател, който се съобразява с решенията на другите, а активен участник в процеса на вземане на решения. Степента на увеличаване на политическото влияние ще зависи от това колко проактивно страната се включва в дебатите относно провежданата парична политика, както и от силата на идеите и качеството на аргументите на българските представители в дискусиите.

Участието в банковия съюз ще подобри надзора върху финансовите институции

Членството в еврозоната ще помогне за подобряване на надзора върху финансовия сектор. През последните три десетилетия България е преживяла поне две банкови кризи. Ако през следващите три десетилетия кризите са по-малко, това ще представлява подобрение.

Членството на България в банковия съюз ще означава, че два регулатора едновременно ще наблюдават финансовата система. Те ще си сътрудничат и взаимно ще се допълват при изпълнение на задачите си по надзора, но в някаква степен и ще се конкурират да идентифицират първи наличието на евентуални проблеми и източници на слабост във финансовия сектор на страната, за да не позволят репутацията им да бъде увредена.

Банковият съюз ще помогне да се предотврати натиска за занижаване на надзорните стандарти, както и регулаторния арбитраж, където финансовите компании извличат изгода от

различията в регулаторните стандарти между страните. Всичко това може да не изглежда релевантно за България днес, когато местните банки имат едни от най-високите показатели по отношение на буферите от капитал и ликвидност на консолидирано ниво. Все пак това е полезно, тъй като няма да позволи, по един или друг начин, страната да започне да изоставя по отношение на прилаганите изисквания за капитал и ликвидност на банките в бъдеще.

Но членството в банковия съюз, ще помогне да се реши и един друг, по-важен проблем. При криза, регулаторните органи на отделните страни, предвид техните национални мандати, може да се опитат да ограничат загубите за местните данъкоплатци, като ги прехвърлят в други страни, където банките под техен надзор имат търговски операции. Рискът България да пострада при такъв сценарий ще намалее, ако страната е член на банковия съюз и еврозоната, защото страните членки на тези два съюза няма да имат интерес проблемите да се прехвърлят от една страна в друга и така да се разрастват и изострят допълнително.

Работата на финансовия сектор ще се промени

При валутен борд ролята на централната банка в определянето на лихвените проценти по депозитите и кредитите за домакинствата и фирмите е силно ограничена. В резултат на това лихвените проценти по кредити и депозити за клиенти (корпоративни и домакинства) се определят предимно от самите търговски банки, което увеличава тяхната ценова власт.

С присъединяването към еврозоната се появява допълнителен влиятелен участник — БНБ като част от ЕЦБ — който ще участва във формирането на финансовите условия в икономиката на страната. Очаква се това да намали ценовата власт на търговските банки.

След присъединяването на България към еврозоната пазарът на междубанкови депозити ще има далеч по-голяма роля. Ценообразуването на кредитите ще се промени. Ще има по-малко оферти, в които цената на кредита е обвързана с цени на депозити, които банките привличат директно от корпорации и домакинства, тъй като подобни практики възпрепятстват трансмисионния механизъм на паричната политика, провеждана от ЕЦБ. Вместо това ще се увеличи делът на кредитите, ценообразувани въз основа на междубанковите пазарни лихви, което ще подобри ефективността на трансмисията на паричната политика на ЕЦБ.

Коефициентът на задължителните резерви ще намалее до 1%. Това намаление е в полза на банките, тъй като досегашното високо ниво на минималните задължителни резерви (МЗР), по същество беше квази данък върху банковия сектор. Така присъединяването към еврозоната, на практика ще има за резултат намаляване на данъчната тежест за банките. От друга страна, това може да увеличи апетита за налагането на други данъци на банките, за да се компенсира загубата на приходи за бюджета поради намаляването на ставката на МЗР.

Членството в еврозоната ще укрепи независимостта на централната банка

Членството в еврозоната предоставя по-силни гаранции за запазването на независимостта на централната банка. Това намалява риска както от парична, така и от фискална експанзия. Високата инфлация най-често е резултат от монетарна или фискална експанзия. Тя е разрушителна за спестяванията и благосъстоянието на домакинствата, и особено на тези с фиксиран доход като пенсионерите и хората на социални помощи, които са и най-уязвими (тъй като това са домакинствата с най-ниски доходи).

За да се предпази икономиката от висока инфлация е важно централната банка да остане независима. Повечето случаи, в които централната банка губи независимостта си завършват с период на висока инфлация или нестабилност на банковия сектор. Стопанската история на България след въвеждането на валутния борд също има такива примери. През периода от 2004 до 2008 г. инфлацията достига 7.8% средногодишно, докато в еврозоната беше 2.4%. През този период високата инфлация беше предизвикана от кредитен бум, който доведе до много висок ръст на цените на жилищата, като последният преля и към всички останали цени в икономиката и така се стигна до висока потребителска инфлация. Допълнително, след въвеждането на борда, имаше и криза с четвъртата по големина банка — Корпоративна търговска банка (КТБ). Оказа се, че надзорът пропусна да забележи заобикалянето на правилата за отчетност и влошаване на управлението на риска, което в крайна сметка подкопа доверието в регулатора и струваше на данъкоплатците значителна сума пари.

Като член на еврозоната вероятността да се стигне до висока инфлация (или хиперинфлация в най-лошия сценарий) в България ще е по-малка, защото количеството пари в икономиката ще се контролира по-стриктно от ЕЦБ, отколкото ако тази отговорност остане изцяло в ръцете на БНБ. Домакинствата и фирмите в еврозоната държат значителни спестявания (депозити), което означава, че ЕЦБ има силен стимул да се въздържа от провеждането на политики, които биха довели до много висока инфлация. За разлика от това, сравнително по-ниските обеми на спестявания в България предполагат по-слаби стимули за поддържане на политики, насочени към предотвратяване на висока инфлация, която би обезценила спестяванията.

ГЛАВА №2

НЕДОСТАТЪЦИТЕ НА ЕВРОТО СЕ ПРЕУВЕЛИЧАВАТ ОТ ПРОТИВНИЦИТЕ НА ЧЛЕНСТВОТО

Необратимостта на еврото изглежда плашеща

Един важен недостатък на еврото е липсата на установен и организиран механизъм за излизане от валутния съюз. След като еврото бъде прието, път назад няма. В момента не съществува механизъм страни членки на еврозоната временно и организирано да напуснат валутния съюз, за да могат да девалвират валутите и след някакъв преходен период да се присъединят отново. Така, за да възстановят конкурентоспособността си в условията на фиксиран курс им остава единствено да извървят дългия и болезнен път на така наречената „вътрешна девалвация“. Опитът на Гърция показва, че всеки едностранен опит за излизане от еврозоната без съгласието на останалите държави членки крие риск от разрушителна криза.

Има идеи това да се промени и да се върви към някаква конструкция на еврозоната, която позволява на страните временно да я напускат по организиран начин, но дали тези идеи ще се трансформират в работещи решения е трудно да се предвиди. Тази финалност на присъединяването към еврото е плашеща за някои от участниците в дебата.

Конверсията на цените на стоките и услугите към новата национална валута ще предизвика еднократно увеличение на инфлацията

Макар този проблем да съществува, той често се преувеличава от противниците на еврото. Опитът на страните, които се присъединиха към еврозоната, показва, че непосредственият ефект върху ценовото равнище е в диапазона между 0,1% и 0,3% увеличение на инфлацията. По данни на Евростат инфлацията в Хърватия се е повишила с 0,2% през януари 2023 г. Оцененият ефект от въвеждането на еврото върху общата инфлация е 0,3% в Словения, 0,15% в Словакия, 0,3% в Естония, 0,2% в Латвия и 0,11% в Литва.

Тези оценки обаче обхващат само ефекта от закръгляването на цените в първия месец от прехода към новата национална валута. Следователно те не включват ефектът върху инфлацията поради спекулативното увеличение на цените от недобросъвестни търговци в един по-широк период от време, които започва веднага след като се обяви решението за въвеждането на новата валута, в случая с България в средата на 2025 г. и може да продължи дори в първите няколко месеца на 2026 г. след официалното приемане на еврото.

Това сочи, че еднократния ефект от въвеждането на еврото върху инфлацията е по-широко базиран, като включва поне два компонента. Първо, по-високата инфлация от закръгляването на цените, която се материализира през първия месец от въвеждането на новата валута. И второ, случаите на спекулативно увеличение на цените, които недобросъвестни търговци приписват на въвеждането на еврото, които могат да бъдат наблюдавани в един сравнително продължителен период, който може да продължи от няколко месеца до година. За България началото на въпросния период е маркирано от решението на Съвета на ЕС относно присъединяването на страната към еврозоната прието от министрите на финансите (ECOFIN) на 8 юли 2025 г..

Тази по-широка интерпретация би следвало да доведе до оценка за първоначалния ефект от въвеждането на еврото върху инфлацията, която е по-висока от отчетения от статистиката ръст на потребителските цени в първия месец след въвеждането на еврото. Колко точно е този по-широк ефект върху инфлацията е трудно да се оцени от днешна гледна точка, най-малкото защото към момента на изготвянето на тази публикация са били налични данни за инфлацията само за първия месец след присъединяването на България към еврозоната.

Дори да се окаже, че този по-широк първоначален ефект върху инфлацията от въвеждането на еврото е значителен, по-важно за домакинствата е какво се случва с покупателната способност на доходите им. Ако въпросния инфлационен натиск е адекватно измерен от статистиката и домакинствата получат увеличение на доходите, което компенсира изцяло натрупаната инфлация в годината преди приемането на еврото и в годината след това, то покупателната способност на доходите ще продължи да нараства и въвеждането на новата валута няма да бъде свързано с намаляване на доходите в реално изражение.

В държавите от Централна и Източна Европа (ЦИЕ) въвели еврото, двойното обозначаване на цените се доказва като успешна мярка за противодействие на опитите за необосновано повишение на цените от търговци, които искат да се възползват от въвеждането на еврото.

БНБ и Комисията за финансов надзор, в съответствие с правомощията им, ще осъществяват контрол за спазване изискванията от поднадзорните им лица – банки, застрахователни компании и пенсионни дружества. Основни органи по отношение на контрола за спазване на изискванията и санкционирането на злоупотребите от страна на търговците, свързани с въвеждането на еврото, ще бъдат: Комисията за защита на потребителите (КЗП), Комисията за защита на конкуренцията, Националната агенция за приходите (НАП). Всеки гражданин ще има право да подаде сигнал за нарушения до КЗП или до съответния контролен орган.

Еврозоната е незавършен проект и следователно има риск от дезинтеграция

Без фискален и политически съюз, еврозоната остава незавършена. В историята на света всяка успешна валутна унификация е била предхождана от държавна унификация. Ако България запази валутния борд за още едно десетилетие, ще може да види дали еврозоната ще предприеме необходимите реформи и какъв ще е техният резултат.

Този риск съществува и не трябва да се подценява. От друга страна, това, че никой в миналото не е успял в нещо, не означава задължително, че всеки, който опита в бъдеще, ще се провали. Шансовете еврозоната да остане незавършена и това да доведе до разпадането ѝ намаляват, тъй като, макар и бавно и понякога в последния момент, страните членки предприемат необходимите следващи стъпки (реформи) за институционалното ѝ изграждане. Примери за подобни реформи са създаването на Банковия съюз и учредяването на наднационален фонд, който да финансира общи разходи по време на кризи. Това по същество е създаване на допълнителни автоматични стабилизатори, от които еврозоната се нуждае, за да повиши устойчивостта на своята икономика и да ускори импулса за нови реформи.

За България присъединяването към еврозоната е свързано с реални позитиви, повечето от които ще бъдат налице от първия ден на членството. Да пренебрегне тези позитиви, защото се опасява, че еврозоната е незавършена, или пък, че финалността на влизането в еврозоната е плашещо са важни аргументи, които трябва да се имат предвид, но, според мен, тяхната тежест не е достатъчна, за да се откаже България от приемането на еврото. Това са реални

рискове, чиято вероятност да се материализират обаче е малка до умерена. Дори и при материализирането им не е ясно, дали оставането извън еврозоната би спестило на България значителна част от икономическите болки, свързани с подобен сценарий.

ГЛАВА №3

ЕФЕКТ ОТ ЧЛЕНСТВОТО В ЕВРОЗОНАТА ВЪРХУ ДОХОДИТЕ И ИНФЛАЦИЯТА

Приемането на еврото ще задълбочи процесите на интеграция

Икономиката на България е тясно интегрирана в икономиката на еврозоната. Доходите в българската икономика по данни за 2024 г. са 63% от средното в еврозоната, измерени чрез индикатора БВП на глава от населението, докато ценовото равнище в България е 57% от средното ценово равнище изчислено за страните от еврозоната.

Приемането на еврото ще задълбочи допълнително интеграцията на българската икономика с тази на еврозоната. В резултат на това, както доходите, така и цените в България ще продължат да нарастват малко по-бързо от тези в еврозоната.

Ако цените в еврозоната нарастват с около 2% годишно през следващото десетилетие, няма да е изненада, ако тези в България нарастват с около 2.5-3%. Ръст на цените у нас от 2.5-3% не е притеснителен. Всъщност, ръст на цените от 3% е по-добър от ръст от 2%, защото така процесите на реалокация на ресурси (капитал и работна сила) ще протичат по-бързо. Когато цените нарастват малко по-бързо, разликите в относителните цени са малко по-големи, а разликите в относителните цени са много важни за инвеститорите, за да вземат решения от кои сектори да изтеглят ресурси и към кои сектори да насочват ресурси. Тоест малко по-голяма инфлация в българската икономика ще я направи по-динамична и може да способства за ускоряване на икономическия растеж. Не съм срещал заслужаващо доверие изследване, което да доказва, че ръст на цените от 3% е близо до нивата, които могат да се разглеждат като вредни за догонваща икономика като българската, на която все още предстои дълъг път преди да достигне стандарта на живот на най-развитите страни в Европа.

Важното за българските домакинства е какво се случва с покупателната способност на доходите. Ако доходите на българите нарастват по-бързо от инфлацията, тоест ако доходите нарастват в реално изражение, като в същото време продължават да догонват средните в еврозоната, то няма причини за притеснения. Такъв положителен сценарий не е гарантиран, но историческите данни сочат, че най-вероятно тъкмо това ще се случи.

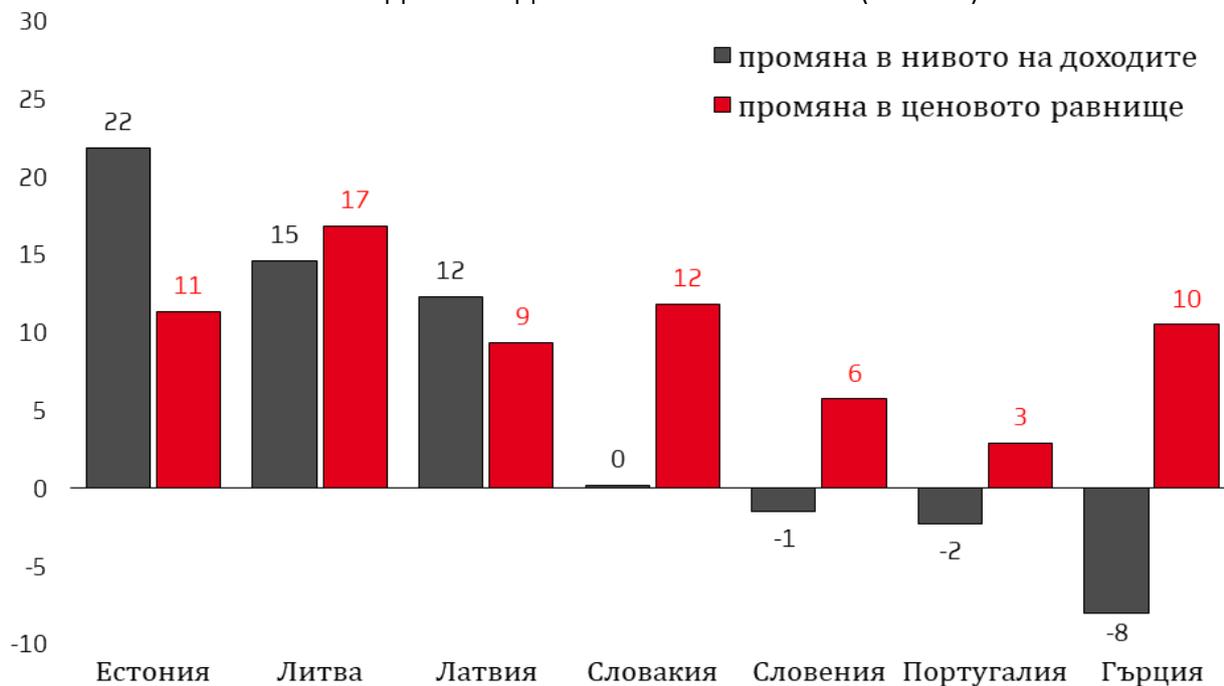
Опитът на страните от ЦИЕ, които вече са членове на еврозоната е положителен

Графика 1 показва степента на сближаване постигната в първите десет години след влизането в еврозоната на всяка едно от страните членки. От значение за България е най-вече опитът на страните от ЦИЕ, и то на тези от тях, които се присъединяват с най-големи първоначални различия в нивата на доходите и цените спрямо средните стойности отчетени в еврозоната.

От тази гледна точка най-релевантен за България, като че ли е примерът на Естония и Латвия, защото това са двете страни от ЦИЕ, присъединили се към еврозоната с ниво на доходи и ценови равнища най-близки до това, с което е на път да се присъедини и България.

ГРАФИКА 1: СЛЕДВАЙКИ БАЛТИТИЙСКИЯ ОПИТ

ПРОМЯНА ПРЕЗ ПЪРВИТЕ 10 ГОДИНИ СЛЕД ВЛИЗАНЕ В ЕВРОЗОНАТА (ЕЗ = 100)



Източник: Евростат, УниКредит Булбанк

Отчетените данни сочат, че след приемане на еврото, както доходите така и цените в Естония и Латвия са нараствали по-бързо от тези отчетени средно за еврозоната. По-конкретно за първите десет години от членството в еврозоната доходите на глава от населението в Естония спрямо средното в еврозоната, нарастват от 60% до 81%, докато в Латвия нарастването е от 56% до 68% (Таблица 1). За същия период ценовото равнище в Естония спрямо средното ниво отчетено в еврозоната нараства от 70% първоначално на 81%, докато в Латвия ръста е от 69% при влизането в еврозоната до 78% десет години по-късно (Таблица 2).

По този начин е отчетено повишаване на доходите в Естония и Латвия спрямо средното за еврозоната от 22 пр.п. и 12 пр.п. за първите десет години след приемането на общата европейска валута (Графика 1). За същия период от време ценовото равнище в Естония и Латвия спрямо средното в еврозоната е нараснало с 11 пр.п. и 9 пр.п. съответно.

Ако България успее да репликира опита на страните от ЦИЕ приели еврото конвергенцията на доходи и цени ще се задълбочи

Тоест, ако случилото се в тези две страни от ЦИЕ може да се разглежда като индикация за това какво предстои в България, след десет години, с други думи към 2036 г., може да очакваме дохода на глава от населението да достигне около 75-80% от този в еврозоната, в сравнение с доход на глава от населението преди влизането в еврозоната от около 65% очакван резултат за 2025 г.. По аналогичен начин ценовото равнище в България от очаквано ниво в годината преди присъединяването от около 59% от средното за еврозоната, може да се увеличи до стойност между 69% и 74% от средното за еврозоната след десет години.

ТАБЛИЦА 1: КОНВЕРГЕНЦИЯ НА ДОХОДИТЕ – БВП НА ГЛАВА ОТ НАСЕЛЕНИЕТО В ДЪРЖАВИТЕ ОТ ЕС (ППС, ЕВРОЗОНАТА = 100)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| ЕС | 87 | 88 | 88 | 89 | 89 | 89 | 90 | 91 | 91 | 92 | 92 | 92 | 92 | 93 | 93 | 93 | 93 | 94 | 94 | 95 | 96 | 95 | 96 | 96 |
| Еврозона | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Белгия | 108 | 109 | 110 | 110 | 109 | 107 | 106 | 105 | 108 | 110 | 109 | 112 | 111 | 112 | 111 | 110 | 109 | 109 | 110 | 112 | 111 | 113 | 112 | 111 |
| България | 26 | 28 | 30 | 31 | 34 | 34 | 36 | 39 | 40 | 41 | 42 | 43 | 43 | 45 | 45 | 47 | 48 | 50 | 52 | 55 | 57 | 60 | 61 | 63 |
| Чехия | 66 | 66 | 70 | 72 | 73 | 73 | 75 | 77 | 78 | 78 | 78 | 77 | 79 | 81 | 82 | 83 | 86 | 88 | 90 | 91 | 88 | 85 | 87 | 88 |
| Дания | 111 | 111 | 110 | 113 | 113 | 114 | 113 | 115 | 115 | 119 | 118 | 118 | 119 | 119 | 118 | 118 | 120 | 119 | 118 | 126 | 127 | 128 | 119 | 121 |
| Германия | 109 | 108 | 109 | 110 | 108 | 107 | 108 | 108 | 109 | 112 | 115 | 116 | 117 | 119 | 117 | 117 | 117 | 117 | 115 | 117 | 115 | 112 | 111 | 110 |
| Естония | 39 | 42 | 46 | 49 | 55 | 59 | 64 | 63 | 58 | 60 | 65 | 69 | 71 | 73 | 72 | 73 | 75 | 77 | 79 | 81 | 81 | 81 | 76 | 76 |
| Ирландия | 122 | 127 | 129 | 132 | 133 | 135 | 135 | 122 | 118 | 119 | 121 | 123 | 124 | 130 | 172 | 166 | 175 | 180 | 179 | 196 | 215 | 227 | 209 | 213 |
| Гърция | 76 | 79 | 83 | 85 | 82 | 86 | 83 | 84 | 85 | 77 | 68 | 65 | 65 | 66 | 64 | 62 | 62 | 62 | 62 | 59 | 61 | 64 | 66 | 67 |
| Испания | 86 | 88 | 89 | 89 | 91 | 94 | 94 | 92 | 92 | 88 | 85 | 84 | 83 | 84 | 85 | 86 | 86 | 86 | 86 | 79 | 81 | 84 | 86 | 88 |
| Франция | 103 | 103 | 100 | 99 | 101 | 99 | 98 | 98 | 99 | 100 | 100 | 99 | 101 | 100 | 99 | 98 | 97 | 97 | 99 | 99 | 96 | 93 | 95 | 94 |
| Хърватия | 44 | 46 | 49 | 50 | 51 | 54 | 56 | 58 | 58 | 56 | 56 | 57 | 57 | 56 | 56 | 58 | 59 | 60 | 64 | 63 | 67 | 69 | 72 | 74 |
| Италия | 106 | 104 | 104 | 101 | 99 | 99 | 98 | 98 | 98 | 97 | 97 | 95 | 93 | 91 | 90 | 92 | 91 | 91 | 91 | 89 | 91 | 94 | 94 | 94 |
| Кипър | 86 | 85 | 86 | 89 | 92 | 91 | 95 | 97 | 96 | 93 | 89 | 84 | 77 | 74 | 76 | 80 | 82 | 84 | 86 | 85 | 87 | 90 | 90 | 91 |
| Латвия | 33 | 35 | 37 | 40 | 44 | 46 | 50 | 52 | 47 | 48 | 49 | 54 | 56 | 57 | 58 | 59 | 60 | 62 | 63 | 66 | 68 | 66 | 68 | 68 |
| Литва | 35 | 38 | 43 | 45 | 48 | 50 | 55 | 58 | 52 | 55 | 60 | 65 | 68 | 69 | 69 | 70 | 73 | 76 | 79 | 83 | 84 | 84 | 83 | 84 |
| Люксембург | 210 | 211 | 213 | 221 | 227 | 240 | 245 | 252 | 247 | 249 | 250 | 254 | 256 | 260 | 260 | 257 | 249 | 243 | 235 | 244 | 251 | 238 | 231 | 232 |
| Унгария | 50 | 53 | 55 | 56 | 56 | 56 | 55 | 57 | 59 | 60 | 61 | 61 | 62 | 64 | 65 | 64 | 64 | 67 | 69 | 71 | 71 | 73 | 74 | 73 |
| Малта | 69 | 71 | 74 | 74 | 73 | 71 | 72 | 74 | 76 | 80 | 78 | 81 | 84 | 87 | 92 | 93 | 99 | 100 | 100 | 100 | 104 | 100 | 102 | 104 |
| Нидерландия | 125 | 125 | 122 | 123 | 125 | 126 | 127 | 130 | 128 | 125 | 125 | 125 | 126 | 123 | 123 | 121 | 121 | 122 | 121 | 125 | 126 | 128 | 125 | 128 |
| Австрия | 111 | 112 | 113 | 114 | 115 | 114 | 113 | 114 | 116 | 115 | 117 | 121 | 121 | 120 | 120 | 119 | 117 | 118 | 117 | 117 | 116 | 117 | 115 | 111 |
| Полша | 42 | 43 | 44 | 46 | 46 | 46 | 49 | 51 | 55 | 58 | 60 | 62 | 62 | 63 | 65 | 64 | 65 | 67 | 70 | 75 | 75 | 75 | 74 | 76 |
| Португалия | 73 | 74 | 74 | 73 | 75 | 75 | 74 | 74 | 75 | 75 | 71 | 69 | 71 | 71 | 71 | 72 | 71 | 72 | 73 | 71 | 71 | 74 | 77 | 78 |
| Румъния | 24 | 26 | 27 | 31 | 32 | 35 | 39 | 47 | 47 | 48 | 50 | 52 | 50 | 51 | 52 | 54 | 58 | 62 | 65 | 69 | 69 | 70 | 74 | 75 |
| Словения | 70 | 72 | 74 | 77 | 78 | 78 | 79 | 82 | 77 | 76 | 76 | 76 | 75 | 76 | 75 | 76 | 79 | 80 | 82 | 84 | 84 | 85 | 88 | 87 |
| Словакия | 46 | 48 | 50 | 52 | 54 | 57 | 61 | 65 | 65 | 70 | 70 | 71 | 71 | 72 | 73 | 68 | 66 | 66 | 71 | 70 | 68 | 71 | 72 | 72 |
| Финландия | 104 | 103 | 103 | 106 | 106 | 105 | 109 | 111 | 108 | 108 | 108 | 107 | 105 | 103 | 102 | 101 | 102 | 103 | 102 | 107 | 104 | 102 | 100 | 99 |
| Швеция | 112 | 112 | 113 | 115 | 113 | 115 | 118 | 116 | 114 | 116 | 118 | 119 | 117 | 116 | 117 | 114 | 111 | 110 | 110 | 115 | 114 | 109 | 107 | 108 |

Източник: Евростат, УниКредит Булбанк

Стойност в годината преди приемане на еврото
 Стойност 10 г. след приемане на еврото

Стойност в годината преди приемане на еврото в страните от ЦИЕ
 Стойност 10 г. след приемане на еврото в страните от ЦИЕ

ТАБЛИЦА 2: ИНДЕКСИ НА ЦЕНОВИТЕ РАВНИЩА ПО СТРАНИ ОТ ЕС, ХИПЦ (ЕВРОЗОНАТА = 100)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| ЕС | 96 | 96 | 96 | 95 | 96 | 96 | 96 | 96 | 95 | 96 | 95 | 95 | 95 | 95 | 95 | 95 | 95 | 95 | 95 | 94 | 95 | 95 | 95 | 96 |
| Еврозона | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Белгия | 106 | 104 | 105 | 104 | 105 | 106 | 106 | 107 | 106 | 106 | 106 | 106 | 106 | 106 | 105 | 107 | 108 | 109 | 109 | 107 | 109 | 111 | 112 | 111 |
| България | 39 | 39 | 38 | 40 | 41 | 44 | 46 | 49 | 51 | 51 | 50 | 49 | 48 | 47 | 47 | 47 | 49 | 49 | 51 | 52 | 53 | 55 | 56 | 57 |
| Чехия | 51 | 58 | 55 | 55 | 59 | 63 | 64 | 71 | 66 | 70 | 71 | 70 | 67 | 62 | 63 | 65 | 67 | 70 | 71 | 72 | 79 | 85 | 88 | 85 |
| Дания | 140 | 140 | 140 | 137 | 138 | 136 | 133 | 133 | 133 | 134 | 135 | 136 | 135 | 136 | 135 | 138 | 136 | 134 | 136 | 134 | 133 | 140 | 138 | 137 |
| Германия | 107 | 107 | 105 | 103 | 103 | 103 | 102 | 102 | 102 | 101 | 100 | 100 | 101 | 101 | 101 | 101 | 101 | 100 | 101 | 101 | 101 | 103 | 104 | 104 |
| Естония | 61 | 60 | 60 | 61 | 63 | 67 | 71 | 73 | 70 | 70 | 71 | 72 | 73 | 74 | 73 | 75 | 77 | 79 | 80 | 81 | 86 | 94 | 96 | 96 |
| Ирландия | 118 | 123 | 122 | 121 | 121 | 122 | 122 | 125 | 120 | 115 | 116 | 116 | 118 | 121 | 121 | 122 | 125 | 127 | 129 | 134 | 131 | 131 | 131 | 132 |
| Гърция | 83 | 81 | 83 | 84 | 86 | 87 | 90 | 89 | 91 | 93 | 93 | 91 | 88 | 84 | 84 | 83 | 82 | 82 | 82 | 83 | 83 | 83 | 82 | 82 |
| Испания | 87 | 86 | 87 | 89 | 90 | 91 | 93 | 93 | 94 | 95 | 95 | 94 | 93 | 91 | 90 | 90 | 90 | 91 | 91 | 92 | 89 | 89 | 87 | 87 |
| Франция | 104 | 104 | 106 | 107 | 106 | 106 | 106 | 108 | 107 | 107 | 106 | 106 | 105 | 105 | 106 | 106 | 107 | 108 | 107 | 107 | 108 | 107 | 107 | 106 |
| Хърватия | 67 | 68 | 66 | 68 | 71 | 72 | 71 | 72 | 71 | 71 | 69 | 68 | 67 | 65 | 64 | 65 | 66 | 67 | 67 | 67 | 66 | 69 | 71 | 73 |
| Италия | 99 | 100 | 99 | 101 | 101 | 101 | 100 | 98 | 98 | 97 | 99 | 100 | 100 | 101 | 101 | 99 | 98 | 98 | 96 | 96 | 96 | 95 | 93 | 93 |
| Кипър | 89 | 89 | 88 | 89 | 89 | 90 | 87 | 87 | 88 | 91 | 92 | 92 | 91 | 90 | 87 | 85 | 85 | 86 | 86 | 85 | 88 | 89 | 89 | 89 |
| Латвия | 58 | 57 | 54 | 55 | 57 | 63 | 69 | 75 | 71 | 67 | 69 | 70 | 69 | 70 | 69 | 70 | 71 | 73 | 74 | 74 | 71 | 76 | 78 | 78 |
| Литва | 54 | 54 | 51 | 52 | 54 | 57 | 59 | 63 | 63 | 61 | 62 | 62 | 62 | 61 | 61 | 62 | 63 | 64 | 64 | 66 | 68 | 75 | 78 | 78 |
| Люксембург | 109 | 108 | 107 | 110 | 110 | 109 | 111 | 111 | 114 | 116 | 117 | 117 | 118 | 119 | 119 | 121 | 122 | 120 | 125 | 130 | 131 | 130 | 128 | 127 |
| Унгария | 54 | 59 | 57 | 61 | 63 | 61 | 67 | 68 | 60 | 62 | 60 | 60 | 58 | 57 | 58 | 59 | 62 | 62 | 64 | 62 | 65 | 64 | 71 | 70 |
| Малта | 79 | 79 | 72 | 72 | 73 | 76 | 75 | 76 | 77 | 76 | 77 | 77 | 80 | 80 | 79 | 80 | 82 | 82 | 82 | 84 | 87 | 88 | 87 | 88 |
| Нидерландия | 103 | 103 | 105 | 103 | 103 | 102 | 100 | 101 | 103 | 105 | 106 | 106 | 107 | 108 | 108 | 110 | 109 | 108 | 111 | 110 | 109 | 109 | 112 | 111 |
| Австрия | 106 | 104 | 102 | 101 | 101 | 101 | 101 | 101 | 102 | 102 | 102 | 103 | 103 | 104 | 104 | 104 | 106 | 106 | 107 | 105 | 103 | 103 | 107 | 108 |
| Полша | 64 | 60 | 52 | 51 | 60 | 62 | 61 | 66 | 55 | 58 | 56 | 55 | 55 | 55 | 55 | 53 | 56 | 56 | 57 | 56 | 57 | 58 | 64 | 69 |
| Португалия | 81 | 83 | 81 | 81 | 80 | 80 | 82 | 83 | 83 | 83 | 84 | 83 | 81 | 82 | 82 | 83 | 84 | 83 | 83 | 85 | 84 | 83 | 83 | 83 |
| Румъния | 41 | 42 | 41 | 40 | 52 | 55 | 61 | 58 | 52 | 52 | 52 | 50 | 52 | 52 | 51 | 52 | 53 | 52 | 52 | 53 | 57 | 58 | 61 | |
| Словения | 75 | 75 | 75 | 74 | 75 | 76 | 78 | 80 | 83 | 83 | 82 | 81 | 81 | 82 | 81 | 82 | 82 | 82 | 82 | 82 | 82 | 84 | 85 | 86 |
| Словакия | 43 | 45 | 49 | 53 | 55 | 58 | 64 | 68 | 70 | 68 | 68 | 68 | 67 | 67 | 67 | 74 | 78 | 80 | 81 | 78 | 78 | 81 | 80 | 81 |
| Финландия | 125 | 125 | 124 | 121 | 121 | 120 | 116 | 115 | 116 | 116 | 117 | 119 | 120 | 120 | 119 | 119 | 119 | 119 | 119 | 119 | 119 | 120 | 119 | 118 |
| Швеция | 117 | 120 | 121 | 118 | 117 | 115 | 112 | 108 | 100 | 114 | 120 | 124 | 128 | 123 | 121 | 124 | 124 | 118 | 116 | 118 | 122 | 116 | 109 | 110 |

Източник: Евростат, УниКредит Булбанк

 Стойност в годината преди приемане на еврото
 Стойност 10 г. след приемане на еврото

 Стойност в годината преди приемане на еврото в страните от ЦИЕ
 Стойност 10 г. след приемане на еврото в страните от ЦИЕ

ГЛАВА №4

АНАЛИЗ НА СЦЕНАРИИТЕ АЛТЕРНАТИВА НА ПРИЕМАНЕТО НА ЕВРОТО

Запазването на статуквото е свързано с малко на брой позитиви

Паричният съвет е добре познат и добре приет от домакинствата и бизнеса в страната.

Ако се запази режимът на паричният съвет през следващото десетилетие ще може да се изчака, за да се види какви реформи ще предприемат страните членки на еврозоната, за да надградят институционалната архитектура на еврозоната, защото тя не е завършена и това представлява риск за нейната стабилност в случай на екзистенциална криза.

Ако се изчака може да се напредне още с изравняването на цените и доходите в България с тези в еврозоната. Ако в процеса на догонване на цени и заплати България загуби конкурентоспособност, защото реформите насочени към подобряване на качеството на институциите и увеличаване на производителността забуксват, то тогава може да се обезцени националната валута преди страната да приеме еврото. Така икономиката може да избегне криза подобна на тази в Гърция през 2010 г., която беше много болезнена, защото в условията на фиксиран курс икономиката на страната трябваше да премине през процес на реална девалвация, която се смята за по-болезнена от номиналната девалвация.

Доколко подходяща е общата парична политика не трябва да бъде оценявано единствено въз основа на степента на сближаване на доходите или ценовите равнища. По-съществено значение имат степента на синхронизация на икономическите цикли, гъвкавостта на пазарите на стоки и труд, устойчивостта на финансовия сектор и способността на фискалната политика да действа като стабилизиращ фактор. Различията в равнищата на доходите между държавите членки на еврозоната съществуват още от създаването на Икономическия и паричен съюз, без това да възпрепятства ефективното провеждане на единната парична политика. Структурната хетерогенност е присъща характеристика на един паричен съюз и се управлява чрез пазарни механизми за приспособяване, национални фискални политики и структурни реформи.

Отлагането на приемането на еврото в очакване на по-нататъшни институционални реформи в еврозоната е свързано с несигурност. Институционалната архитектура на еврозоната се разви съществено след дълговата криза през 2010 г., включително чрез засилване на надзора върху фискалната политика на отделните страни членки, създаване на общи предпазни механизми, които се активират по време на шокове и разработване на нови инструменти, насочени към гарантиране на финансовата стабилност. Макар да е необходимо по-нататъшно задълбочаване, настоящата рамка демонстрира значително повишен капацитет за реакция при шокове, както се видя по време на последните периоди на турбуленция.

В по-широк план запазването на статуквото би съхранило паричен режим, който е функционирал ефективно, но без да предоставя на България участие в процесите на вземане на решения в еврозоната. При условията на паричен съвет паричната политика на практика се „внася“, без страната да има участие в управленските структури на Евросистемата. Следователно приемането на еврото би формализирало интеграцията на България в институционалната рамка, в която се вземат решенията по отношение на общата европейска парична политика, и би осигурило достъп до общите финансови предпазни механизми.

В този по-широк контекст стратегическият избор се отнася преди всичко до достигнатата степен на институционална интеграция на страната, и до това доколко България има доверие в останалите страни членки, че ще провеждат политика, която няма да вреди на страната, и разбира се, дали страната иска да се позиционира в ядрото на Европейския съюз.

Основният негатив е илюзията, върху която почива доверието в паричния съвет

Стабилността и доверието в паричния съвет са базирани на една илюзия. Тази илюзия е, че всички левове в икономиката са обезпечени с резервна валута при определеното със Закона за приемане на валутния борд съотношение от 1.95583 лева за едно евро.

Последното е валидно за високо ликвидните пари - банкноти и монети в обръщение, плюс депозити на търговски банки и правителството при централната банка, но не и за останалите компоненти на парите, като депозитите на домакинствата и фирмите в лева при търговските банки. Следователно при голяма криза резервите на централната банка ще стигнат да се трансформират в евро всички високо-ликвидни пари, но не и да се трансформират в евро всички левови депозити на домакинства и фирми при търговските банки.

Запазването на паричния съвет е свързано с увеличени макроикономически и финансови рискове. Рискът от нов балон в цените на недвижимостите по подобие на кризата от 2005 – 08 г., както и нова криза като тази с КТБ е по-голям при този сценарий отколкото при приемане на еврото.

Паричният съвет работи добре в добри години, но се изправя пред ограничения, когато дойдат лошите години за икономиката. При криза капиталите (включително банкови депозити) започват да изтичат от считаните за по-слаби икономики към считаните за по-силни. Възможностите на централната банка да се противопостави на това, действайки като кредитор от последна инстанция са силно ограничени, при валутен съвет. Ограничените възможности да се противодейства при условия на криза са важен недостатък на паричния съвет.

Друг негатив е увеличаваният риск от изолация и изоставане от процесите на интеграция в Европа, в случай на запазване на паричния съвет и отлагане приемането на еврото. Такъв сценарий предполага ограничено участие на страната във взимането на важни решения, лимитиран достъп до общите стабилизационни механизми в Европа, и по-ниска скорост на институционална конвергенция със страните от икономическия и паричен съюз.

На пръв поглед връщането към самостоятелна парична политика изглежда примамливо

При този сценарий ще се възстанови достъпа до два много важни инструмента за правене на стопанска политика, от които България доброволно се отказа през 1997 г. с въвеждането на паричния съвет. Това са валутния курс и контрола върху лихвите.

Тези два инструмента нямат голяма роля за икономиката в добри години, но тяхната роля значително нараства когато дойдат лошите години. Те представляват важни „автоматични стабилизатори“. При спад в икономиката те автоматично инжектират допълнително количество пари (в смисъл на увеличена покупателна способност), което не позволява опасно свиване на съвкупното търсене. Това може да се смекчи ефекта от негативните шокове.

Друг позитив е, че България може да се възползва от предимствата на гъвкавия валутен курс докато постигне по-голям напредък по отношение на изравняването на цени и заплати с тези в еврозоната и едва след това да се присъедини към общата европейска валута.

Връщането към самостоятелна парична политика може да се окаже прекалено рисковано

На пръв поглед излизането от паричния съвет и възстановяването на контрола на централната банка върху лихвените проценти и валутния курс изглежда примамлива алтернатива. Това обаче ще изложи икономиката на страната на няколко значими риска.

Ще нарасне рискът от изолация. На първо място в съвременния свят страните не съществуват в условията на геополитически вакуум. Ако Българската икономика не се интегрира с тези на Европа, най-вероятно това ще е за сметка на увеличаване на геополитическото и икономическо влияние на други играчи. В региона на балканския полуостров това са няколко страни от БРИКС, най-вече Русия, но също Турция и Китай, които стават все по-уверени и агресивни в отстояването на своите геополитически и икономически интереси.

Освен геополитически при този сценарий има и други заплахи. Например, ще се увеличи рискът от спекулативни атаки. Ще са възможни периоди на нестабилност на курса, които може да повлияят негативно на търговията и инвестициите. Определянето на цените ще е непознато, а транзакционните разходи ще нараснат, защото флукуациите на курса ще карат хората да обменят валута както по-често, така и в по-големи количества, в сравнение със съществуващия в момента режим на паричен съвет и особено при приемане на еврото.

Най-големия проблем, обаче е, че да се извърши преход към по-гъвкав режим на валутен курс може да изглежда лесно на думи, но е далеч по-сложно на практика. Такава промяна ще изисква консултации с основните ни търговски партньори, най-вече европейските страни, които доминират картината на външнотърговските и капиталови потоци. България ще трябва да обясни на своите партньори в Европа, защо предпочита да замени валутния съвет с гъвкав режим на валутен курс вместо да приеме еврото, нещо което страната се е задължила да направи с договора си за присъединяване към ЕС, и нещо което преди това вече са направили, няколко страни, които замениха управляваните от тях парични съвети с еврото.

Без нужната координация и предварителна подготовка може да се стигне до проблем при прехода към новия режим. Моментът за такъв преход трябва да е добре избран. Това трябва да се случи в добри за икономиката години, когато има излишъци по текущата сметка, за да не се стигне до спекулативни атаки срещу новата валута още преди да се е появила.

И най-важното, такава мащабна структурна промяна в рамката на провежданата парична политика може да разчита на успех само, ако се осъществи от правителство, което се ползва със значителна обществена подкрепа. Голям риск би било такава фундаментална промяна в начина на функциониране на икономиката да се направи от правителство с рейтинг на одобрение близък до този наблюдаван през последното десетилетие, когато рейтинга на правителството, рядко е надхвърлял 30%, дори в началото на мандата му.

Дори правителството да направи всичко както трябва, ако то няма подкрепата на населението, бизнеса и най-важните политически играчи, подобен ход може да се окаже голяма авантюра. Това е още по-валидно за България, в която спомените от кризата през 1997 г. са живи в народната памет. Много е вероятно, ако някой дръзне да предложи такава промяна на

режима на валутен курс да бъде обвинен, че иска да ограби населението и спестяванията му, като се заиграва със стабилността на финансово-кредитната система и валутния курс.

След седем избора за парламент през последните пет години политическата нестабилност се превърна в трайна характеристика на българската политическа среда, а склонността на политическата система да произвежда конфликти нарасна значително. Като се има предвид колко разделено е българското общество и колко голяма степен на обществено доверие и подкрепа е необходима, за да може такава мащабна промяна в рамката на провеждане на стопанска политика да разчита на успех, изглежда е по-добре да не се рискува с нея.

Икономистите подкрепящи тази алтернатива често се позовават на успеха на страни като Чехия и Полша. Опитът на тези страни изглежда привлекателен, но България не е като тези страни. Тя няма икономика с подобно ниво на доходи, богатство и качество на институциите, която да поддържа стабилна, добре функционираща и заслужаваща доверие валута. България няма политическа стабилност, която е важно предусловие за такава алтернатива да работи добре. И най-важното подозренията, че такава стъпка се предприема, за да се ограбят спестяванията на населението по подобие на случилото се през 1996 -97 г. ще са толкова големи и силни, че пътя напред ще бъде блокиран от самото начало.

ГЛАВА №5

СЪСТОЯНИЕТО НА БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА НА ПРАГА НА ЕВРОЗОНАТА

България е готова за еврозоната

Българската икономика е конкурентоспособна и това добре се илюстрира от салдото по нетната международна инвестиционна позиция, която представлява баланса между чуждестранните активи и пасиви на българското правителство, домакинства, фирми и финансови институции. Само две страни от ЦИЕ имат салдо по нетната международна инвестиционна позиция в края на 2024 г., по-силно от това на България. Това е резултат от повече от десетилетие, в което икономиката произвеждаше повече, отколкото потребяваше, което позволи на България да редуцира планината от външни дългове, с които се оказа натоварена през 2008 г., непосредствено преди началото на голямата финансова криза.

Софистикацията на икономиката нараства и българските фирми, макар и по-бавно, отколкото на нас българите ни се иска, се изкачват във веригите за създаване на стойност към производства на продукти и услуги с по-висока добавена стойност, което позволява нарастване на доходите, без натрупване на макроикономически дисбаланси.

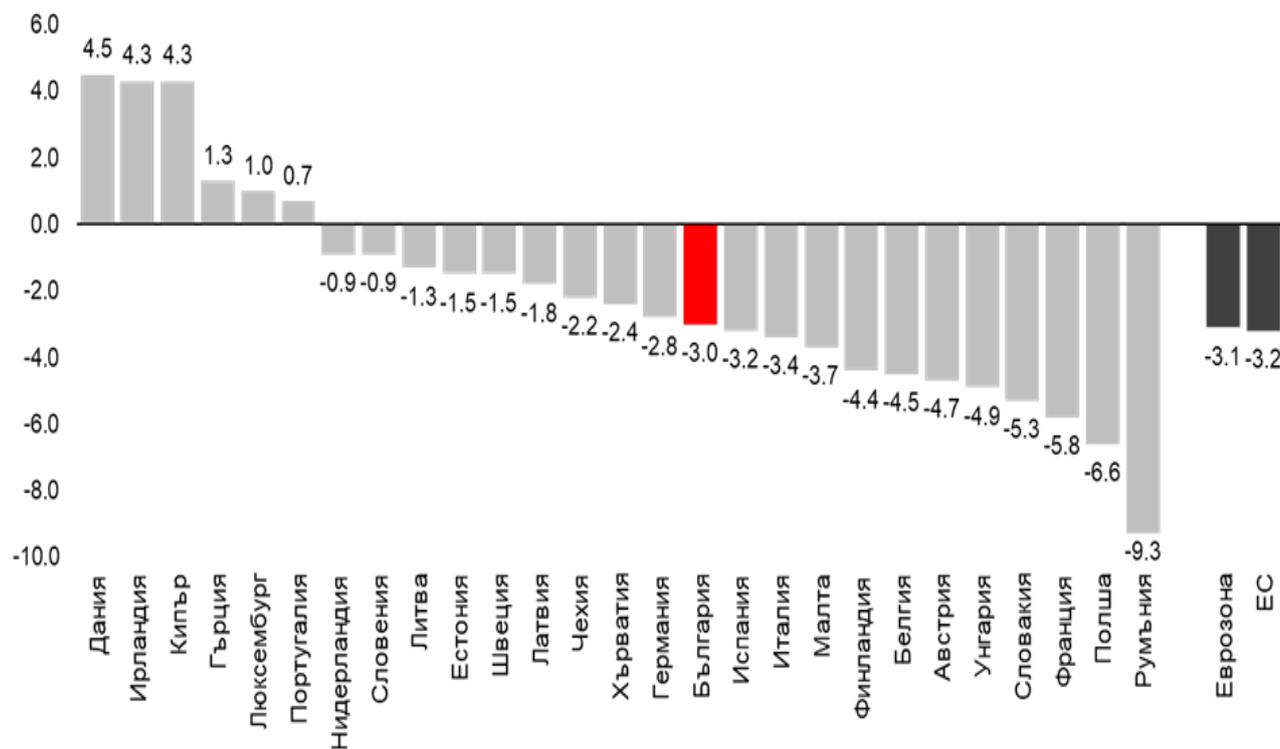
Всъщност, ако изключим големите неравенства в доходите и богатството, България няма значими макроикономически дисбаланси. Вярно е, че се наблюдават много разтегнати оценки на жилищата в някои сегменти от пазара на недвижимости, но централната банка внимателно наблюдава случващото се и изглежда решена да предприеме допълнителни мерки, за да адресира прекомерното натрупване на рискове, ако прецени за необходимо.

Фискалната политика остава стимулираща, но в по-малка степен, отколкото в други страни

Фискалната политика изглежда разхлабена, като се има предвид, че икономическият растеж е някъде около 3.5 - 4% в момента, а дефицитът в публичните финанси вероятно ще се окаже близо до 3% от БВП в три от последните четири години. Това, обаче, се случва в контекста на все още много ниско ниво на публичен дълг и на продължаващ силен ангажимент за запазване на благоразумната фискална политика от страна на партиите, които осигуряват парламентарна подкрепа на правителството на премиера Росен Желязков.

Всичко това се случва на фона на дефицити в публичните финанси на най-големите икономики в света, които достигат неустойчиви нива. САЩ поддържат ръст на БВП от порядъка на около 2.5% през последните няколко години. Този растеж, обаче, е възможен само защото са налице огромни фискални стимули, които изтласкаха дефицита в бюджета на федералното правителство до стойности от порядъка на 7% от БВП. В Китай се случва нещо подобно. Там дефицитът е дори по-висок от този в САЩ, докато растежът на БВП се очаква да се забави до малко над 4.5% от БВП през 2025 г.. В Европа дефицитът е по-нисък (Графика 2), но в същото време и растежът е далеч по-скромен. Средно за еврозоната очаквания дефицит в края на тази година е 3.5% от БВП, като в същото време повече от десет от общо двадесет и седем страни от ЕС изглежда ще имат дефицит по-голям от изисквания с Пакта за стабилност и растеж максимален лимит от 3% от БВП.

ГРАФИКА 2: ДЕФИЦИТИТЕ В ЕС – ПОД ГЛОБАЛНИТЕ ЕКСТРЕМНИ НИВА НО ПРИ СЛАБ РАСТЕЖ
 БЮДЖЕТНО САЛДО В СТРАНИТЕ ОТ ЕС (КАТО % ОТ БВП, 2024)



Източник: Евростат, УниКредит Булбанк

Опасността от Гръцки сценарий съществува, но не бива да се преувеличава

Това, което прави разликата между успешните и неуспешните страни, присъединили се към еврозоната, са структурните реформи. Тоест, онези промени в структурата на икономиката, които правят икономиката по-конкурентоспособна, или с други думи, които подобряват способността на икономиката да произвежда повече продукти и услуги при дадено, фиксирано ниво на използваните ресурси – капитал и работна сила.

Страните, които се присъединиха към еврозоната и продължиха да правят структурни реформи, останаха конкурентоспособни, въпреки че разходите за труд и цените в тези страни нарастваха с малко по-високи темпове от тези в ядрото на еврозоната.

Сценарий като този на Гърция е възможен, но е малко вероятен, защото опитът на повечето страни, присъединили се към еврозоната, сочи тъкмо обратното, че процесът на догонване на стандарта на живот на най-развитите икономики в еврозоната може и най-вероятно ще продължи, без да бъде съпроводен със загуба на конкурентоспособност.

ГЛАВА №6

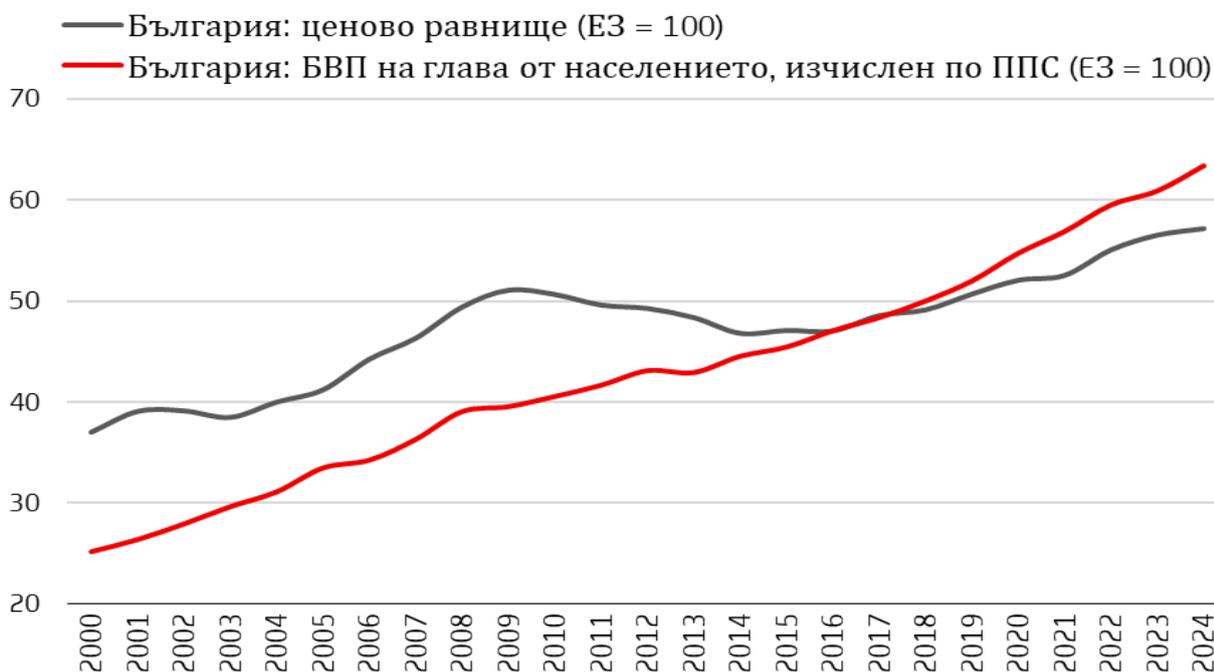
СЛЕДВАЩИЯТ ЕТАП НА СБЛИЖАВАНЕТО ЩЕ БЪДЕ ПО-ТРУДЕН

Постигнатото досега от България е впечатляващо

България постигна впечатляващ напредък по отношение сближаването на стандарта на живот с този на най-развитите икономики след присъединяването си към ЕС през 2007 г.. БВП на глава от населението в България нарасна от около 34% от средното в еврозоната през 2006 г. до 63% през 2024 г. За същия период общото ценово равнище в България нарасна от около 44% от средното в страните от еврозоната през 2006 г. до 57% през 2024 г. (Графика 3).

Така за последните осемнадесет години БВП на глава от населението в България нарасна с 3.4% средногодишно, като значително изпревари отчетената в еврозоната стойност от 0.7%. По подобен начин, цените в България нараснаха с 3.4% средногодишно за същия период от осемнадесет години, докато в еврозоната беше регистриран ръст от 2.1%.

ГРАФИКА 3: НИВАТА НА ДОХОДИТЕ И ЦЕНИТЕ В БЪЛГАРИЯ ОСТАВАТ ДАЛЕЧ ОТ ТЕЗИ В ЕВРОЗОНАТА ИНДЕКС НА ЦЕНОВИТЕ РАВНИЩА И БВП НА ГЛАВА ОТ НАСЕЛЕНИЕТО (ЕЗ = 100)



Източник: Евростат, УниКредит Булбанк

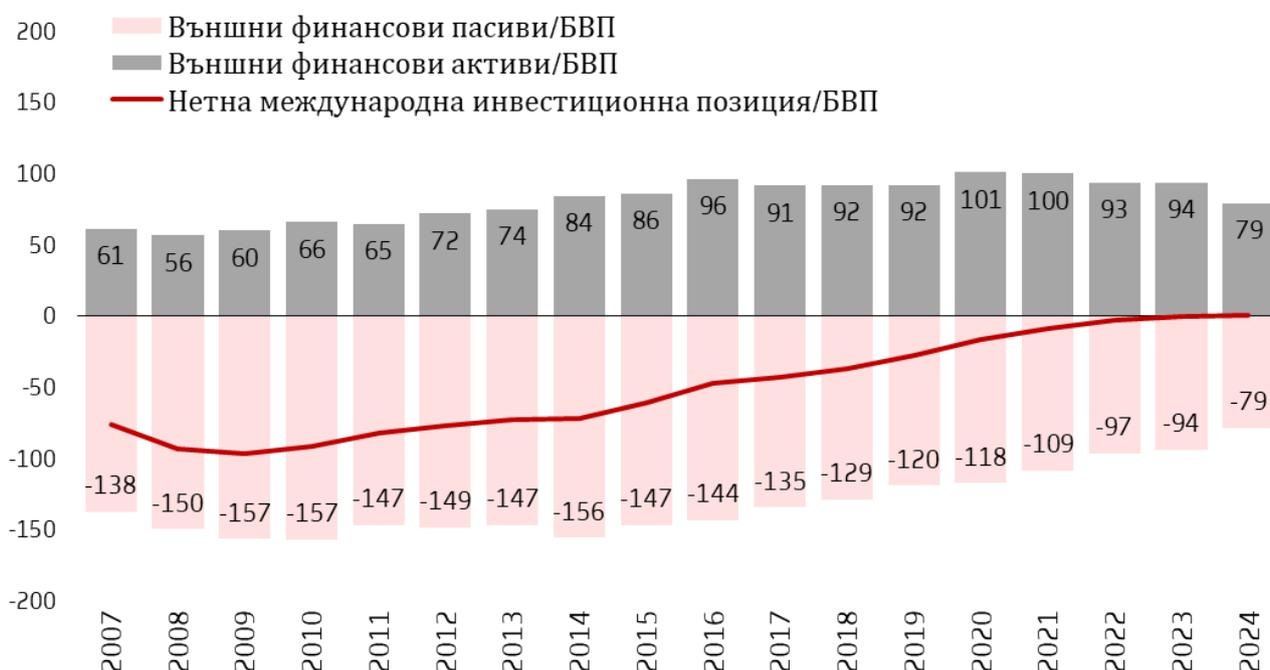
Целият този забележителен напредък по отношение на сближаването на доходите и цените в България с тези в еврозоната се случи в условията на фиксиран курс и без икономиката да загуби конкурентоспособност. Дори обратното, конкурентоспособността се подобри. Може би най-доброто доказателство за това е забележителната трансформация на баланса по текущата сметка на страната, който премина от неустойчив дефицит в размер на смущаващите 24% от БВП през 2007 г., до малък и следователно лесно управляем недостиг от едва 1,4% от

БВП през 2024 г. В резултат на това, нетната международна инвестиционна позиция (НМИП) на България, която представлява балансът между външните финансови активи и пасиви на страната, се подобри от масивен дефицит, съответстващ на цели 77% от БВП през 2007 г., до малък излишък от 0.4% от БВП на страната през 2024 г. (Графика 4).

Този впечатляващ резултат стана възможен поради напредъкът на България в осъществяването на практика на реформите насочени към подобряване качеството на институциите. Тези реформи позволиха конкурентоспособността на българската икономика да продължи да нараства през този осемнадесет годишен период, и така, изцяло да компенсира загубите на конкурентоспособност предизвикани от изравняването на доходите и цените в страната с тези в икономиката на еврозоната.

ГРАФИКА 4: ЗАПАЗВАНЕ НА КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТТА

ВЪНШНИ ФИНАНСОВИ АКТИВИ И ПАСИВИ И НМИП НА БЪЛГАРИЯ (%)



Източник: Българска Народна Банка, Национален Статистически Институт, УниКредит Булбанк

Няма място за самодоволство, обаче, тъй като следващата фаза на процеса на сближаване вероятно ще бъде по-трудна

Представянето на присъединилите се към еврозоната страни се обуславя от множество фактори. Стартовите нива на доходи и цени са от значение, тъй като страните, които се присъединяват с най-големи първоначални разлики, при равни други условия успяват да постигнат повече по отношение на процеса на сближаване през първите години от членството. Представянето на Гърция, Словения и Словакия беше по-сериозно повлияно от глобалната финансова криза, отколкото на балтийските страни, които се присъединиха към еврозоната в момент, когато спадът в глобалната икономика вече беше приключил.

В най-голяма степен, обаче, представянето на отделните страни е резултат от техния напредък в осъществяването на практика на реформите, имащи за цел подобряване качеството на институциите и най-вече тези насочени към ускоряване на растежа. Страните, водещи в осъществяването на реформите, отчитат най-значително подобрене на конкурентоспособността и по този начин бяха в състояние напълно да компенсират загубите на конкурентоспособност, предизвикани от процеса на изравняване на цени и заплати със средните в еврозоната. Следователно резултатът на отделните страни в най-голяма степен зависи от техния напредък в осъществяването на практика на въпросните реформи.

По време на прехода от икономика с централно планиране към икономика със свободен пазар, България успешно осъществи на практика дълъг списък от структурни реформи. Първоначално реформите бяха насочени към създаването на институциите и рамката от правила необходими, за да може свободният пазар да заработи, като бяха придружени от политики за макроикономическа стабилизация, които имаха за задача да минимизират социалната цена от предприемането на някои болезнени мерки. По-късно, фокусът се премести върху задълбочаване и консолидиране на структурните реформи необходими за изграждането на напълно развито, ефективно и конкурентоспособно пазарно стопанство.

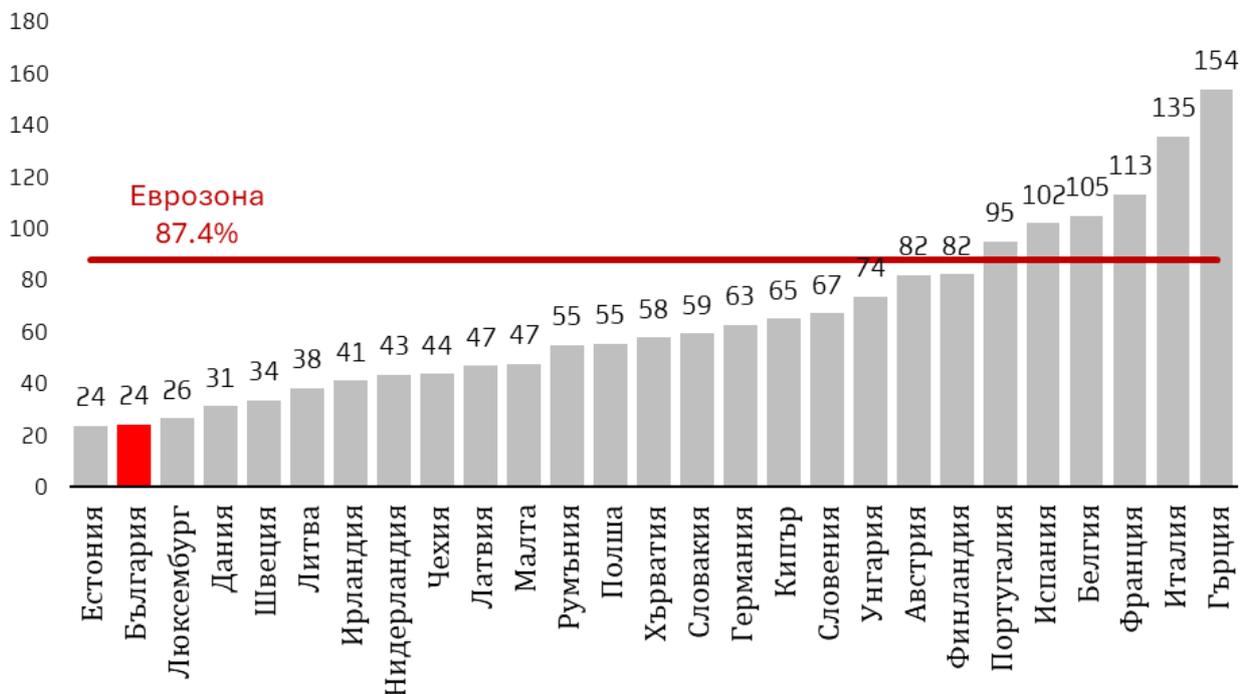
Реформите, които предстоят са по-трудни. Те не само се фокусират върху коригирането на все още нерешени, наследени от миналото проблеми, но също така имат за цел да подготвят икономиката за предизвикателствата на бъдещето. Те включват структурни мерки, насочени към овладяване на промените в климата, резултат от човешката дейност, адаптиране на пазара на труда към промените в използваните технологии и демографския спад, преход към икономика базирана на иновациите и знанието, и задълбочаване доверието на гражданите в институциите и пазарите. Тези реформи, понякога наричани реформи от трето поколение, изискват адаптивно управление и непрекъснато подобрене на процесите, което ги прави по-комплексни, по-нюансирани и ориентирани към по-далечното бъдеще.

Скоростта на имплементиране на реформите ще продължи да оформя резултатите

Преди всичко, членството в еврозоната не освобождава България от задължението да продължи да провежда благоразумна фискална политика. Поддържането на по-ниски нива на дълг и дефицит в публичните финанси, включително в сравнение със средните стойности в еврозоната, трябва да продължи, особено като се имат предвид неблагоприятните демографски тенденции в България, в която застаряването и намаляването на населението протичат с едни от най-високите скорости в Европа.

Поддържането на по-ниски нива на публичен дълг и фискални дефицити (Графика 5) в сравнение със средните за еврозоната следва да остане приоритет, особено предвид по-неблагоприятните демографски перспективи за България, където застаряването и намаляването на населението продължават с едни от най-бързите темпове в Европа.

ГРАФИКА 5: ЧЛЕНСТВОТО В ЕВРОЗОНАТА НЕ МОЖЕ ДА ЗАМЕНИ ФИСКАЛНАТА ДИСЦИПЛИНА
 ДЪРЖАВЕН ДЪЛГ В СТРАНИТЕ ОТ ЕС (КАТО % ОТ БВП, 2024)



Източник: Евростат, УниКредит Булбанк

Усилията трябва да се съсредоточат върху намаляване на неефективността и разхищенията в публичните разходи, без това обаче да се използва като претекст, от страна на десните икономисти, за възпрепятстване на увеличаването на инвестициите в образованието, здравеопазването и други социално значими сектори.

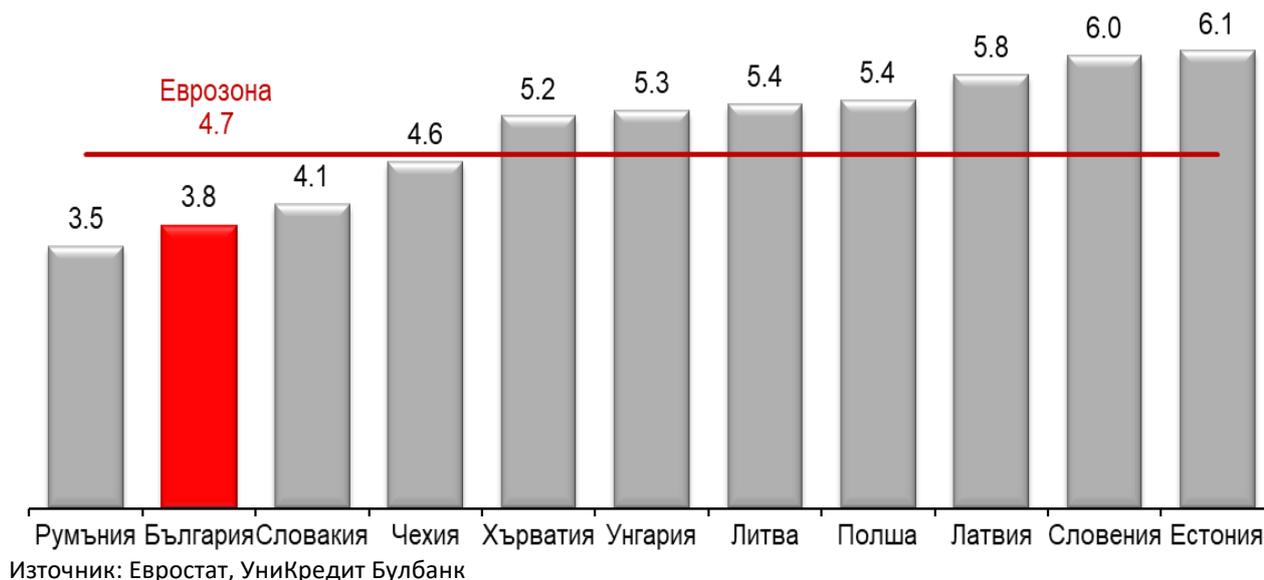
Сдържането на инфлационния натиск с подходящи структурни политики също е от ключово значение. За тази цел България се нуждае да подсили националните политики имащи за задача увеличаване на конкуренцията на продуктовете пазари, както и да предприеме решителни мерки за изграждане на административния капацитет необходим за редуциране прането на пари и избягването на данъци, които подкопават фискалната стабилност, а по този начин създават и рискове за провежданата обща парична политика.

Освен това, ще бъде важно България да продължи с процесите на модернизация на инфраструктурата и образователната система, които са ключови за производителността.

От съществено значение е да се ускори прилагането на структурни мерки, насочени към подобряване на образованието и увеличаване на инвестициите в човешки капитал (Графика б). Това е от особена важност предвид бързо намаляващото население.

ГРАФИКА 6: НИСКИТЕ РАЗХОДИ ЗА ОБРАЗОВАНИЕ ЗАБАВЯТ ПОВИШАВАНЕТО НА КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТТА НА БЪЛГАРИЯ

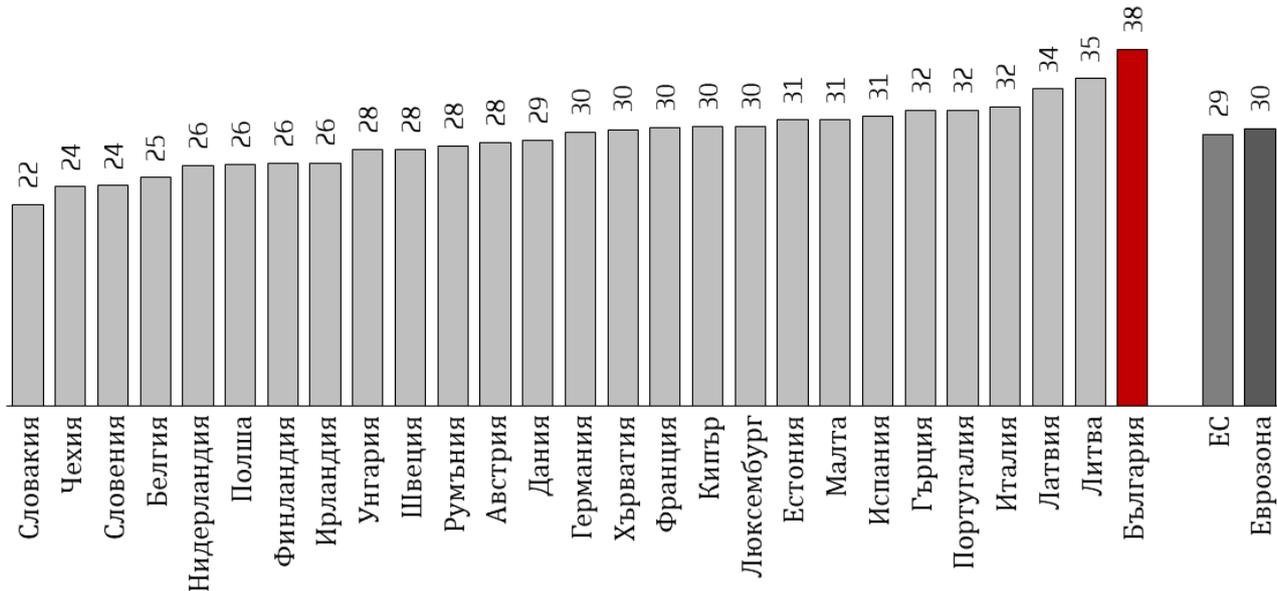
РАЗХОДИ НА ПУБЛИЧНИЯ СЕКТОР ЗА ОБРАЗОВАНИЕ В СТРАНИТЕ ОТ ЦИЕ (КАТО % ОТ БВП, 2024)



В допълнение, структурните реформи имащи за цел намаляване на корупцията са важни, за да се привличат повече инвестиции. България вече постигна много по отношение намаляването на корупцията, но още усилия са необходими, за да се намалят случаите, в които подсъдим с пари и връзки успяват да избегнат правосъдието.

Ключово ще бъде да няма твърде много домакинства, които се чувстват изоставени и неуспели да се възползват от процесите на сближаване, защото само споделения просперитет е траен и устойчив. Това е особено важно за България, в която неравенствата в доходите (Графика 7) и делът на домакинствата изложени на риск от бедност и социално изключване е най-високият в ЕС. Приоритизирането на тези политики ще бъде важно за начина, по който членството в еврозоната ще бъде възприемано и оценявано от гражданите.

ГРАФИКА 7: БЪЛГАРИЯ ИМА НАЙ-ВИСОКОТО НЕРАВЕНСТВО НА ДОХОДИТЕ В ЕС-27 ПРЕЗ 2024 Г.
КОЕФИЦИЕНТ НА ДЖИНИ В СТРАНИТЕ ЧЛЕНКИ НА ЕС



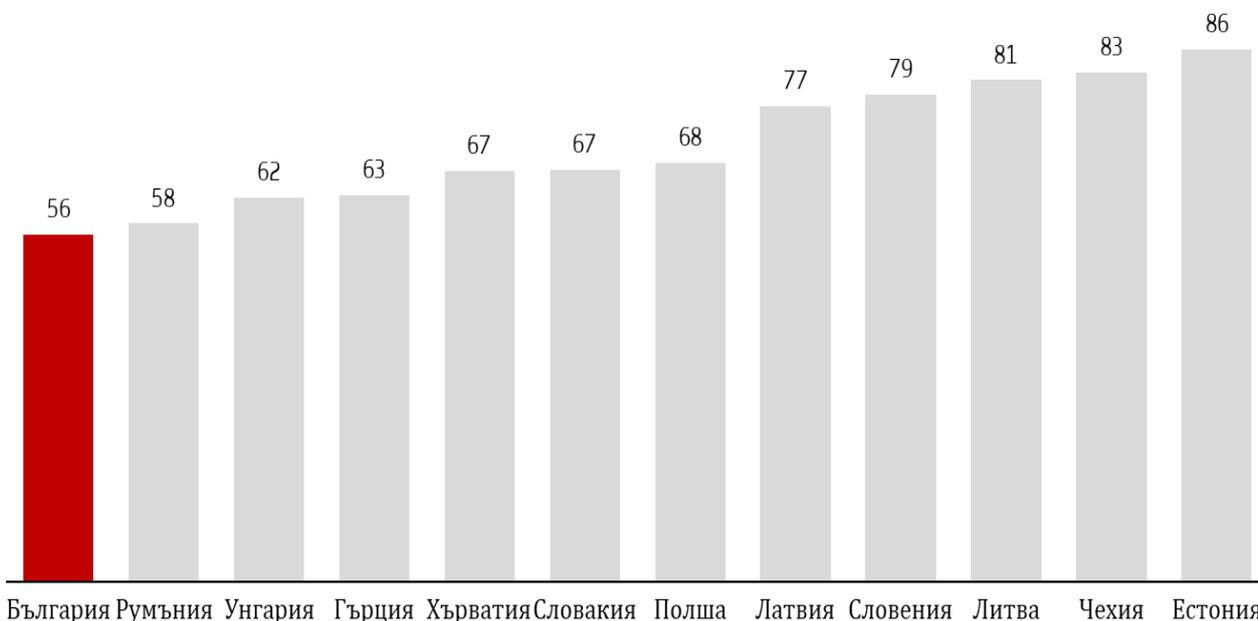
Източник: Евростат, УниКредит Булбанк

Бележка: Коефициентът на Джини измерва как се разпределят доходите в една икономика. Коефициент на Джини, равен на нула, показва пълно равенство, където всички в икономиката получават равни доходи. Коефициент на Джини, равен на единица (или 100%), отразява максималното неравенство между стойностите (например, когато един човек получава целия доход).

Постигането на силен растеж на производителността (и по този начин запазване на висока конкурентоспособност) изисква непрекъснати и последователни усилия за осъществяване на практика на структурните мерки и реформи, насочени към подобряване на качеството на институциите. Без такива структурни реформи, конкурентоспособността ще престане да се подобрява, а загубата на конкурентоспособност, предизвикана от нарастващи цени и заплати, би могла да тласне страната към криза, подобна на тази, преживяна от Гърция. В крайна сметка именно високото качество на институциите прави възможно постигането на силен, устойчив и приобщаващ икономически растеж (Графика 8).

ГРАФИКА 8: СИЛНИТЕ ИНСТИТУЦИИ СТИМУЛИРАТ ПРОИЗВОДИТЕЛНОСТТА И КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТТА

СВЕТОВНИ ИНДИКАТОРИ ЗА УПРАВЛЕНИЕ (WGI), 2024 (ИНДЕКС: 0 = НАЙ-ЛОШО, 100 = НАЙ-ДОБРО)



Източник: Световна банка, УниКредит Булбанк

Бележка: Световните индикатори за управление (WGI) изготвяни от СБ предоставят цялостна оценка на управлението в над 200 страни. Изследването се базира на шест индикатора: Свобода на словото и действието; Политическа стабилност и липса на насилие/тероризъм; Ефективност на управлението; Качество на работа на регулаторните органи; Върховенство на закона и Контрол върху корупцията. Процентният ранг (0–100) показва позицията на страната сред всички страни в света. 0 съответства на най-нисък ранг, а 100 — на най-висок ранг. Графиката показва проста средна аритметична на шестте индекса за съответната страна.

За да просперира всяка икономика се нуждае от стабилна и заслужаваща доверие национална валута. Приемането на еврото е важен момент за България. То ще премахне някои пречки пред търговията и инвестициите, докато, в същото време, ще създаде предпоставки за ускоряване на някои структурни мерки, най-вече тези, свързани с дейността на финансовата система и работата на централната банка, но само толкова. Само по себе си, членството в еврозоната не предоставя автопилот за повишаване на стандарта на живот в България до нивата на най-развитите европейски икономики. За да се постигне това са необходими неуморни и непрекъснати усилия за подобряване на качеството на институциите.

ГЛАВА №7

ЧЛЕНСТВОТО В ЕВРОЗОНАТА ЩЕ УВЕЛИЧИ ПАРИЧНИЯ СУВЕРЕНИТЕТ НА БЪЛГАРИЯ

Суверенитет, от юридическа гледна точка, означава властта да приемаш закони

Суверенитет, от юридическа гледна точка, означава властта да приемаш самостоятелно закони. Една по-обща дефиниция обаче, предложена от Джон Лок, английски философ работил през XVII и XVIII век, определя суверенитета като "способността да контролираш резултатите от процеси, които засягат важни нужди на хората като мир, сигурност, както и осигуряването на други важни обществени блага". Следователно, в този по-широк контекст, когато говорим за парична политика, суверенитет е способността да контролираш резултата към който е ориентирана паричната политика, а не да взимаш сам решенията.

С други думи, суверенитетът не се свежда до това дали можеш да взимаш самостоятелни решения по отношение на използването на определени инструменти за провеждане на парична политика, като какъв да бъде размерът на покупките на държавни ценни книжа, лихвите при отпускане на кредити на търговските банки и редица други решения, които са все примери за правомощията от арсенала на съвременните централните банки, а по-скоро доколко си в състояние да контролираш резултата от провежданата парична политика, тоест доколко инфлацията, заетостта и валутният курс, с които се свързват основните цели на паричната политика, са в съответствие с желаното от властите ниво.

Когато става въпрос за стопанска политика и особено за парична политика, малко страни в света са едновременно суверенни и независими

В съвременния свят икономиките на страните са взаимосвързани по много начини. Колкото по-взаимосвързани са страните, толкова по-изложени са на странични влияния, които са резултат от стопанските политики провеждани от други, близки и по-далечни страни. Всички тези странични влияния ограничават контрола на страните върху случващото се в собствените им икономики, тоест ограничават суверенитета им що се отнася до провежданата от тях стопанска политика. При това колкото по-малки са икономиките, толкова по-големи са загубите на контрол, тоест загубите на суверенитет, защото въпросните странични влияния са асиметрични, с други думи те са по-големи за страните с малки икономики и по-малки за страните с големи икономики.

Следователно в съвременния свят технологичните, финансовите и търговските взаимозависимости са толкова силни, че само най-големите държави могат едновременно да бъдат независими и суверенни по отношение на провежданата от техните правителства икономическа политика. В областта на паричната политика в частност суверенни и едновременно независими са много малка група държави. Това са икономиките на държави, които играят ролята на ключови геополитически и финансови центрове, като Съединените щати, еврозоната, Китай и, вероятно в някаква много по-малка степен Великобритания и Япония. За останалите страни, включително България, тези две характеристики - суверенитет и независимост - не са налице едновременно, когато става въпрос за парична политика.

Еврозоната дава възможност на малките държави да увеличат своя суверенитет

От всичко казано дотук става ясно, че съществува силен стимул малките държави да си сътрудничат с другите страни, за да защитят гражданите си от негативни външни влияния. ЕС и еврозоната предоставят точно такава защита, като позволяват на страните да получат позитивите от отвореността на техните икономики, тоест от участието им в процесите на глобализация, докато в същото време ограничава негативите произтичащи от същата тази отвореност и взаимосвързаност на икономиките в съвременния глобален свят.

Еврозоната не само кани по-малките страни членки на ЕС да се присъединят към нея, но предлага на тези страни роля в процеса на вземане на решения, която им дава непропорционално голяма власт, като се има предвид размера на техните икономики.

Илюзия е да се смята, че малка и отворена икономика в Европа може да провежда независима парична политика. Ако си страна извън еврозоната, трябва да водиш политика, която взема в достатъчна степен предвид тази провеждана от ЕЦБ. Ако не го правиш ще има неблагоприятни последици за макроикономическата стабилност, особено по отношение на икономическия растеж и инфлацията. Обратното, ако си член на еврозоната, ще имаш възможност да влияеш на провежданата от ЕЦБ политика. Колко голямо ще бъде това влияние ще зависи от силата на идеите на представителите на съответната страна в органите вземащи решения, както и от качеството на аргументите, с които тези идеи ще се защитават.

Паричният суверенитет при членство в еврозоната ще се увеличи

Като член на еврозоната България би се ползвала от по-висока степен на паричен суверенитет, отколкото при валутен борд.

Малка отворена икономика, с валутен борд, може да изглежда, че запазва паричен суверенитет, защото взема сама решения по отношение използването на ограничен брой инструменти за правене на парична политика, останали в инструментариума на централната банка след оръязването на правомощията и през 1997 г.. Това обаче не може да осигури някакъв особено далече стигащ контрол върху инфлацията, заетостта и валутния курс, тоест върху целите на провежданата политика. Следователно, в условията на валутен борд, България разполага с някакъв паричен суверенитет, но той е много силно ограничен.

Паричният суверенитет, които България придоби след влизането в еврозоната е ограничен, защото той се споделя с всички останали страни членки, участващи в правенето на общата парична политика, като някои от тези страни имат много по-големи икономики и следователно имат по-голяма тежест в процеса на взимане на решения. Като малка и отворена икономика обаче този ограничен, споделен паричен суверенитет, който приемането на еврото осигури, вероятно е максималното възможно ниво на контрол, който икономика като българската може да има върху инфлацията, заетостта и валутния курс.

ГЛАВА №8

ЗАЩО НЯКОИ СТРАНИ НЕ БЪРЗАТ ДА СЕ ПРИСЪЕДИНЯТ КЪМ ЕВРОЗОНАТА

Броят на държавите членки на еврозоната достигна 20

С присъединяването на Хърватия към еврото в началото на 2023 г., страните членки на еврозоната вече наброяват двадесет, което е близо две-трети от всички страни в Европа.

Първоначално повечето страни приемат еврото водени от убеждението, че като свържат валутните си курсове с германската марка ще получат ангажимент за постигане на ценова стабилност като този на централната банка на Германия. След разширяването на ЕС на изток, редица страни от бившия социалистически блок също се присъединяват, като заменят собствените си невинаги добре работещи национални валути с общата европейска валута.

Всички те са водени от разбирането, че като провеждат парична политика заедно с повечето страни в Европа, ще могат да получат позитивите от това, че са част от втората най-важна резервна валута в света, докато в същото време ще имат механизъм за ограничаване на негативите, произтичащи от отвореността и взаимната обвързаност на икономиките им с икономиките на останалите страни в съвременния глобален свят.

В момента, освен България, шест държави членки на ЕС остават извън еврозоната

Дания е договорила формално освобождаване от задължението да приеме еврото и затова не е юридически задължена да го въведе. Швеция, Чехия и Полша са формално ангажирани да приемат еврото, когато изпълнят всичките пет критерия за приемане на еврото, но все още не са го направили. Великобритания и Швейцария, от своя страна, не са членки на Европейския съюз и за тях въпросът за въвеждане на еврото не съществува изобщо.

Четири от тези шест страни - Дания, Швеция, Чехия и Полша - са сред най-успешните средно-големи европейски икономики днес. Това са страни със свои собствени национални валути, които работят толкова добре, че техните правителства смятат, че не се нуждаят от никакви допълнителни позитиви, които членството в еврозоната би могло да осигури.

Две от тях, Дания и Швеция, разбират, че не могат да имат независима монетарна политика при положение, че почти целите им търговски и капиталови потоци са в евро. Те обаче нямат мандат да приемат еврото, защото такава е волята на избирателите им, тъй като и двете са провели неуспешни референдуми за въвеждане на еврото. В тази ситуация това, което централните банки на тези две страни правят, е де факто да фиксират курса на националната валута към еврото и да полагат всяко усилие, за да запазят тази котва на провежданата от тях стопанска политика.

Чехия също признава, че това което има по-скоро са собствени банкноти и монети, но не и собствена парична политика, защото е много зависима от действията на ЕЦБ.

Тези страни предпочитат да останат извън еврозоната поради три основни причини

Освен, че имат собствени много добре работещи национални валути, тези няколко страни предпочитат да останат извън еврозоната поради три основни причини.

Първо, те се опасяват, че без фискален и политически съюз еврозоната остава незавършена. Поради това те предпочитат да изчакат, за да видят дали еврозоната ще предприеме необходимите структурни реформи и какъв ще е техният ефект. Второ, те не желаят да се разделят с възможността да използват девалвацията на националната си валута като последна мярка и своеобразен "амортизатор" за икономиката в случай на шок. И трето, някои от тях все още имат опасения, че процесът на изравняване на цени и заплати с тези в еврозоната още не е завършил и, ако се присъединят сега, икономиките им може да загубят конкурентоспособност в годините, докато процесът на изравняване не приключи.

Националните валути на Унгария и Румъния са в различна ситуация

Унгария живее с представата, че извън еврозоната може да има по-добър контрол върху инфлацията, заетостта и валутния курс в собствената си икономика. През последните няколко години делът, на тези които смятат, че като член на еврозоната Унгария ще се справя по-добре отколкото извън нея, нарасна до близо две-трети от населението. Техните аргументи изглеждаха особено убедително в началото на 2023 г., когато Унгарската централна банка беше принудена да увеличи основната лихва до 13%, за да се противопостави на изтичането на капитали от страната, а хармонизираната инфлация в края на 2022 г. достигна 25% годишно - най-високата сред всички страни членки на ЕС. През декември 2022 г. лихвата по новоотпуснатите дългосрочни корпоративни кредити се повиши до 13.53%, докато тази по ипотечните кредити достигна 8.80%. На този фон, нарастват опасенията, че ако цената на кредита остане висока твърде дълго, може да се стигне до влошаване качеството на кредитите, което да постави на изпитание стабилността на финансовата система.

В Румъния картината е по-нюансирана. В началото на прехода към пазарна икономика трудно можеше да се твърди, че страната има силна и заслужаваща доверие валута. През последното десетилетие обаче представянето на Румъния осезаемо се подобри. Особено впечатляващ е напредъкът по отношение на приближаването на румънските доходи към нивата на доходите преобладаващи в еврозоната. За нарастващото доверие към националната валута принос имат и напредъкът в борбата с корупцията по високите етажи на властта, както и усилията за установяването на върховенство на правото. Това изглежда особено важно, защото в дългосрочен план няма как да съществува добре работеща и заслужаваща доверие национална валута в страни с политическа нестабилност, високи нива на корупция и проблеми с върховенството на закона. В същото време, наличието на сравнително голям вътрешен пазар ограничава външните влияния, на които е изложена румънската икономика в резултат на стопанските политики, провеждани от други страни. Добрата демографска перспектива също спомага за подобряване на перспективата пред икономиката, което макар и индиректно, има стабилизиращ ефект и по отношение на доверието в националната валута.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ:

В ЙЕРАРХИЯТА НА НАЙ-СТАБИЛНИТЕ ВАЛУТИ ЕВРОТО СТОИ ПО-ВИСОКО ОТ ЛЕВА

Стабилността и доверието към националната валута зависи от широк набор от фактори, най-важните от които се отнасят до нивото на производителност и качеството на институциите в икономиката, като от най-голямо значение са тези свързани с дейността на финансово кредитната система. Като правило страните с най-стабилни, най-добре работещи и заслужаващи доверие валути са такива със сравнително голяма, добре диверсифицирана икономика с висока производителност и силна външна позиция. Политическата система е източник на стабилност, а качеството на институциите, особено тези свързани с дейността на финансово кредитната система, е високо.

Българският лев демонстрира стабилно представяне след въвеждането на валутен борд през 1997 г. Това не променя факта, че евроото стои по-високо от лева в йерархията на най-стабилните, най-добре работещите и заслужаващи най-много доверие валути в света.

Наред с провежданата много строга фискална политика, доверието в лева, в най-голяма степен се дължеше на това, че срещу всеки емитиран лев БНБ разполагаше с резерви в евро, при това в размер определен със закон, който в тази си част не беше променен от гласуването му за първи път от парламента през далечната 1997 г. Но докато банкнотите и монетите в обращение плюс депозитите в лева на търговските банки и правителството при БНБ бяха изцяло обезпечени с резерви, то депозитите на фирмите и домакинствата при търговските банки не бяха. Следователно, при малко вероятен апокалиптичен сценарий, при който всички депозити на фирми и домакинства трябваше да бъдат превалутирани в евро и изтеглени извън банковата система на страната, резервите на БНБ можеше да се окажат недостатъчни.

Макар и индиректно продължителните периоди на политическа нестабилност през последните няколко години също са оказали негативно влияние върху доверието към националната валута. По подобен начин, недостатъчният напредък в ограничаването на корупцията и продължаващата необходимост от укрепване на върховенството на закона тежаха върху кредитоспособността и общата устойчивост на националната валута.

За да просперира всяка икономика, се нуждае от добре работеща и заслужаваща доверие национална валута. Валутният борд свърши добра работа след въвеждането му през 1997 г. Това обаче не може да промени факта, че евроото е по-добре работеща и заслужаваща повече доверие валута и че въвеждането му като национална валута е свързано с редица важни позитиви за българското стопанство.

ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА

Dornbusch, Rudiger. 1996. "Euro Fantasies: Common Currency as Panacea?" *Foreign Affairs* 75, no. 5 (September/October 1996).

Friedman, Milton. 1997. "The Euro: Monetary Unity to Political Disunity?" Project Syndicate, December 1997.

Feldstein, Martin. 1997. "EMU and International Conflict." *Foreign Affairs* 76, no. 6 (November/December 1997): 60–73.

Архимандрит Никанор, *Искайте си еврото, бедни хора*, 25 февруари 2025 г.

Berlemaun, Michael, and Nikolay Nenovsky. 2004. "Currency Boards and Financial Stability: Experiences from Argentina and Bulgaria." In *Sovereign Risk and Financial Crises*, 237–256. Berlin: Springer.

European Central Bank. 2025. *Convergence Report, June 2025*. Frankfurt: ECB, 4 June. <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/convergence/html/ecb.cr202506~8941e288b6.en.html>

European Central Bank. 2024. *Convergence Report, June 2024*. Frankfurt: ECB, 26 June. <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/convergence/html/ecb.cr202406~475c2172bc.en.html>

European Central Bank. 2022. *Convergence Report, June 2022*. Frankfurt: ECB, 1 June. <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/convergence/html/ecb.cr202206~e0fe4e1874.en.html>

European Central Bank. 2024. *ECB reports on progress towards euro adoption*, 26 June. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240626~6e65eaed45.en.html>

European Central Bank. 2019–. *Yves Mersch speeches – ECB Press Key*. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/index.en.html>

European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. 2025. *Convergence Report 2025 on Bulgaria*. Institutional Paper 320, 4 June. https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/convergence-report-2025-bulgaria_en

European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. 2024. *Convergence Report 2024*, 26 June. https://economy-finance.ec.europa.eu/euro/enlargement-euro-area/convergence-reports_en

European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. 2022. *Convergence Report 2022*, 1 June. https://economy-finance.ec.europa.eu/euro/enlargement-euro-area/convergence-reports_en

Bulgarian National Bank. 2025. *Annual Report 2024*. Sofia: Bulgarian National Bank. https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_publication/annual_report_2024_en.pdf

King, Mervyn. 2017. *The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy*. London: W. W. Norton & Company.

Krugman, Paul. 2013. "Revenge of the Optimum Currency Area." In *NBER Macroeconomics Annual 2012*, edited by Daron Acemoglu, John Parker, and Michael Woodford, 439–448. Chicago, IL: University of Chicago Press.

Lagarde, Christine. 2023. "Twenty-Five Years of the European Central Bank", speech, 24 May.

Mersch, Yves. 2019. "Tenth Anniversary of the Euro in Slovakia", speech, BIS Review, 11 January. <https://www.bis.org/review/r190114b.htm>

Nenovsky, Nikolay. 1999. *Monetary Regimes and the Real Economy: Empirical Tests Before and After the Introduction of the Currency Board in Bulgaria*. Discussion Paper No. 10. Sofia: Bulgarian National Bank.

Nielsen, Erik F. 2022. *Sunday Wrap*, 5 June.

Nielsen, Erik F. 2023. *Sunday Wrap*, 28 May.

Димитър Радев, *Как публичните инвеститори следва да реагират на нестабилността. Пет ползи за България от приемането на еврото в един по-променлив, многополюсен свят*, Лондон, 15 май 2025 г.

Stiglitz, Joseph E. 2016. *The Euro and Its Threat to the Future of Europe*. New York: W. W. Norton & Company.

Ивайло Яйджиев и Димитър Бечев, *Защо България трябва да влезе в европейския банков съюз*, 2015 г.

International Monetary Fund. 2024. *IMF Executive Board Concludes 2024 Article IV Consultation with Bulgaria*, 13 June. <https://www.imf.org/en/news/articles/2024/06/13/pr-24215-bulgaria-imf-executive-board-concludes-2024-article-iv-consultation>

International Monetary Fund. 2025. *IMF Executive Board Concludes 2025 Article IV Consultation with Bulgaria*, 24 November. <https://www.imf.org/en/news/articles/2025/11/21/pr-25384-bulgaria-imf-executive-board-concludes-2025-article-iv-consultation>

International Monetary Fund. 2022. *IMF Executive Board Concludes 2022 Article IV Consultation with Bulgaria*, 24 June. <https://www.imf.org/en/news/articles/2022/06/24/pr22223-imf-executive-board-concludes-2022-article-iv-consultation-with-bulgaria>

ДИСКЛЕЙМЪР

Настоящият документ е изготвен на базата на обществено достъпна информация от източници, които се считат за надеждни, но за пълнотата или точността на тази информация не носим отговорност. Всички оценки и мнения, включени в този документ, представляват независима преценка на екип „Макроикономически и пазарни проучвания“ към момента на неговото публикуване. Ние си запазваме правото да променим изразеното в документа мнение по всяко време, без предварително уведомление, както и да не актуализираме тази информация или да я оттеглим без предварително уведомление.

Този документ е изготвен само с информационна цел, не е предназначен и (i) не съставлява, както и не е част от предложение или покана за продажба, отправяне на предложение за закупуване или записване на финансови инструменти; (ii) не представлява предложение за закупуване или записване на финансови инструменти; (iii) не е реклама. Инвестиционните възможности, дискутирани в този доклад, могат да се окажат неподходящи за някои инвеститори в зависимост от техните специфични инвестиционни цели и времеви хоризонт или в контекста на тяхното цялостно финансово състояние. Дискутираните инвестиции могат да се колебаят в цената или стойността. Инвеститорите могат да получат по-малко, отколкото са инвестирали. Промените в обменните курсове могат да окажат неблагоприятен ефект върху стойността на инвестициите. Освен това, минало изпълнение не е непременно показател за бъдещи резултати. В частност, рисковете, свързани с инвестиции във финансови инструменти в процес на обсъждане, не са обяснени в тяхната цялост.

Съдържащата се в този документ информация се отнася за момента, към който е предоставена, и не може да замести получаването на индивидуален съвет. Инвеститорите трябва да вземат свое собствено решение относно това дали инвестициите, които се реферират в документа, са подходящи с оглед на съответните рискове, своята инвестиционна стратегия и своя правен, данъчен и финансов статус.

Тъй като настоящият документ не представлява пряка или косвена инвестиционна препоръка, нито целият документ, нито част от него може да се счита за основа или мотив или обосновка за сключване на договор или поемане на какъвто и да е ангажимент. Инвеститорите се призовават да се свържат със своя външен инвестиционен консултант за индивидуални обяснения и съвет.

УниКредит Булбанк и/или неговите директори, мениджъри и служители не носят каквато и да е отговорност към получателите на този документ и/или към трети лица за каквито и да е загуби, произхождащи от ползването на настоящия документ или неговото съдържание.

Този документ не е предназначен за конкретни инвеститори и информацията, съдържаща се в него, не може да бъде разкривана, разпространявана, възпроизвеждана или публикувана по каквато и да е причина без предварителното съгласие на УниКредит Булбанк.