



БЪЛГАРИЯ



Макроикономически и пазарни проучвания

„Приемане на еврото: Митове и реалност“

АВТОРИ

Кристофор Павлов, Главен икономист
Елена Костадинова, Старши икономист

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 ИНФЛАЦИЯТА И РАСТЕЖА	11
ГЛАВА №4: АНАЛИЗ НА СЦЕНАРИИТЕ АЛТЕРНАТИВА НА ПРИЕМАНЕТО НА ЕВРОТО	14
ГЛАВА №5: СЪСТОЯНИЕТО НА БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА НА ПРАГА НА ЕВРОЗОНАТА	18
ГЛАВА №6: СЛЕДВАЩИЯТ ЕТАП НА СБЛИЖАВАНЕТО ЩЕ БЪДЕ ПО-ТРУДЕН	20
ГЛАВА №7: ЧЛЕНСТВОТО В ЕВРОЗОНАТА ЩЕ УВЕЛИЧИ ПАРИЧНИЯ СУВЕРЕНИТЕТ НА БЪЛГАРИЯ	28
ГЛАВА №8: ЗАЩО НЯКОИ СТРАНИ НЕ БЪРЗАТ ДА СЕ ПРИСЪЕДИНЯТ КЪМ ЕВРОЗОНАТА	30
ЗАКЛЮЧЕНИЕ: В ЙЕРАРХИЯТА НА НАЙ-СТАБИЛНИТЕ ВАЛУТИ ЕВРОТО СТОИ ПО-ВИСОКО ОТ ЛЕВА	32
ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА.....	33

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 в 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 много 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 най-вече 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 обаче 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 непосредствено преди старта на еврото в края на 2025 г.

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.

В настоящата публикация са включени подбрани аналитични материали, изготвени от икономистите на УниКредит Булбанк през последните три години, предшествващи присъединяването на България към еврозоната. Фокусът на представените изследвания е върху баланса между позитивите и негативите от въвеждането на еврото в страната, както и върху произтичащите от това възможности и рискове за българското стопанство.

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, следващият 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 просто 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 за провежданата парична политика, както и от силата на идеите и качеството на аргументите на българските представители в дискусиите.

Членството 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 българските 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 изостава 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.

Членството в еврозоната ще трансформира функционирането на финансовия сектор

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 в България към еврозоната пазара на междубанкови депозити ще има далеч по-голяма роля. Ценообразуването на кредитите ще се промени. Ще има по-малко офери, в които цената за 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, които доведе до много висок ръст на цените на жилищата, като последния 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. Оказа се, че надзора пропусна да забележи заобикалянето на правилата на отчетност и влошаване 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 е 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 участници в дебата.

Този недостатък не бива да се преувеличава. Не е ясно дали вътрешната девалвация (при фиксиран обменен курс) е непременно по-болезнена от номиналната девалвация, която прави възможно режимът на гъвкав валутен курс. Следователно, предимствата на режима на гъвкав валутен курс за страна като България може да се окажат преувеличени.

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

Макар този риск 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.

В държавите от Централна и Източна Европа въвели еврото, двойното обозначаване на цените се доказва като успешна мярка за противодействие на опитите на недобросъвестни търговци необосновано да повишават цените, възползвайки се от въвеждането на новата валута.

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 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.

Евронзоната 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 и намаляват, тъй като, макар и бавно, и понякога в последния момент, страните членки предприемат необходимите следващи стъпки (реформи) за институционалното и 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 реформаторския импулс.

За България присъединяването към еврозоната е свързано с реални позитиви, повечето от които ще бъдат налице от първия ден на членството. Да се откаже от 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.

България не е изправена пред алтернативата, пред която стои Дания, Чехия или Полша. България няма собствена успешна и независима парична политика и всеки опит тя да бъде изградена от нулата най-вероятно би се оказал много рисково начинание.

ГЛАВА №3

ЕФЕКТ ОТ ЧЛЕНСТВОТО В ЕВРОЗОНАТА ВЪРХУ ИНФЛАЦИЯТА И РАСТЕЖА

През последните близо три десетилетия България имаше високи темпове на растеж в условията на сравнително ниска инфлация

Икономиката на България е тясно интегрирана в икономиката на еврозоната. Общото ценово равнище на българската икономика по данни за 2024 г. е 57% от средното в еврозоната, докато доходите на домакинствата в България са малко над това ниво, като дял от средните в еврозоната, по-точно 63%, измерени чрез индикатора БВП на глава от населението.

Приемането на еврото ще задълбочи допълнително интеграцията на българската икономика с тази на еврозоната. В резултат на това, както цените, така и доходите 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 (тоест на 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 тъкмо онова, което инвеститорите следят, за да вземат решения от кои сектори да изтеглят ресурси и към кои сектори да насочват ресурси. Тоест една идея 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 еврозоната.

Важното за българските домакинства е какво се случва с покупателната способност на доходите им. 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.

Какво показва опитът на другите страни от Централна и Източна Европа (ЦИЕ), които се присъединиха към еврозоната преди България?

Най-релевантен за България, като че ли е примерът на Естония и Латвия, защото това са две страни от ЦИЕ, присъединили се към еврозоната с ниво на доходи и ценови равнища най-близки до това, с което ще се присъедини и нашата страна.

Отчетените данни сочат, че след приемане на еврото, както цените така и доходите са нараствали по-бързо от тези средно в еврозоната. По-конкретно за първите десет години от членството в еврозоната ценовото равнище в Естония спрямо средното за еврозоната нараства от 70% до 81%, докато в Латвия нарастването е от 69% до 78%. За същия период доходите на глава от населението в Естония спрямо средното ниво в еврозоната нарастват от

59.7% първоначално до 81.5%, докато в Латвия са нараснали от 55.5% при влизането в еврозоната до 67.8% десет години по-късно (Таблица 1).

Тоест налице е повишаване на ценовото равнище в Естония и Латвия спрямо средното за еврозоната от 11.3 пр.п. и 9.4 пр.п. за първите десет години след приемането на еврото (Таблица 2). За същия период от време доходите в Естония и Латвия спрямо средните в еврозоната са нараснали с 21.8 пр.п. и 12.3 пр.п. съответно. Тоест, ако България репликира случилото се в тези две икономики, след десет години, тоест към 2036 г., може да очакваме дохода на глава от населението да достигне около 73-78% от този в еврозоната, в сравнение с доход на глава от населението преди влизането в еврозоната от около 63%. В същото време ценовото равнище в България от около 57% от средното за еврозоната въвеждането на еврото, може да се увеличи до стойност между 67% и 72% от средното за еврозоната.

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	77	79	81	82	83	86	88	90	91	88	85	87	88	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	66	71	70	68	71	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

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
Евروزона	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	64	66	68	75	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	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

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.

Ако се запази 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 увеличавения 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.

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 глобални 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 управляването 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 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 вероятна, 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. Този опит изглежда привлекателен, но България не е като тези страни. Тя няма икономика с подобно ниво на доходи, богатство и sofистикация на финансовата система, 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.

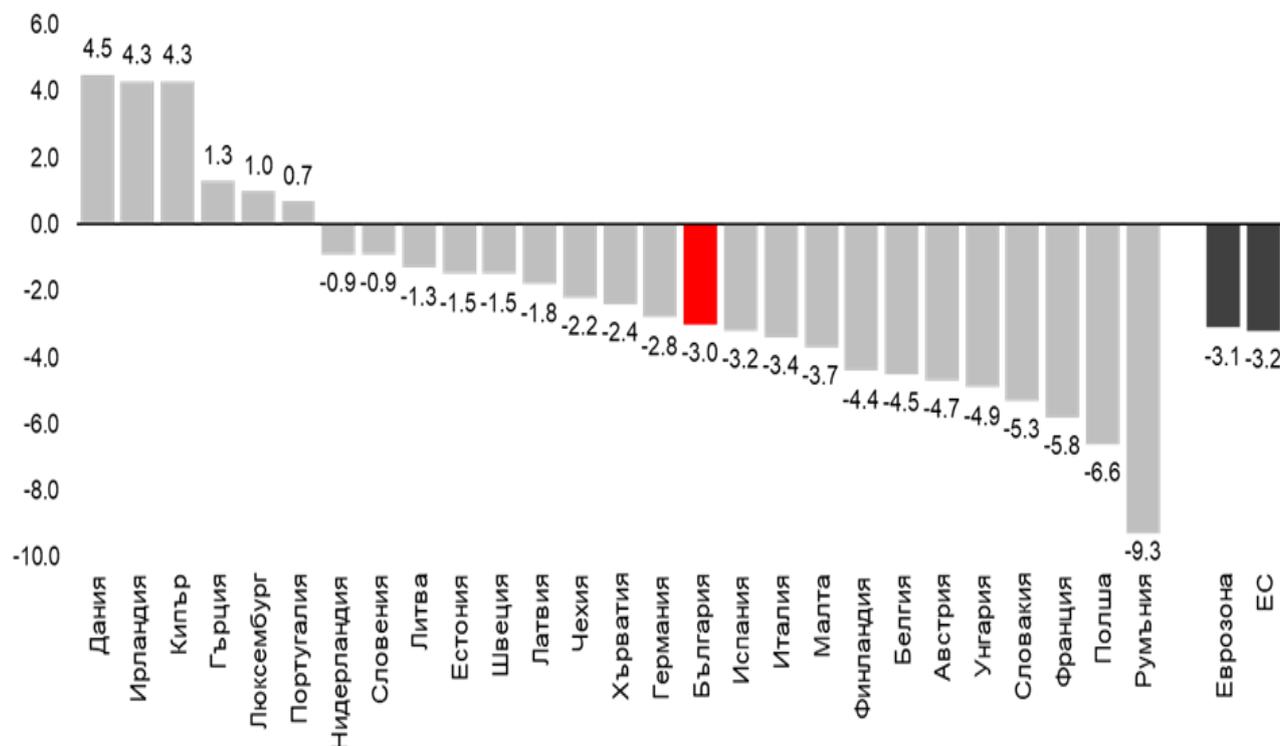
Всъщност, ако изключим големите неравенства в доходите и богатството, България няма значими макроикономически дисбаланси. Вярно е, че се наблюдават много разтегнати оценки на жилищата в някои сегменти от пазара на недвижимости, но централната банка внимателно наблюдава случващото се и изглежда решена да предприеме допълнителни мерки, за да адресира риска от прегряване, 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 година. В Европа дефицитът е по-нисък, но в същото време и растежът е далеч по-скромен (Графика 1). 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 1: 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 61% през 2023 г. За същия период общото ценово равнище в България нарасна от около 44% от средното в страните от еврозоната през 2006 г. до 56% през 2023 г. (Графика 1).

Така за последните седемнадесет 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 3.5% средногодишно за същия период от седемнадесет години, докато в еврозоната беше регистриран ръст от 2.1%.

ГРАФИКА 2: 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

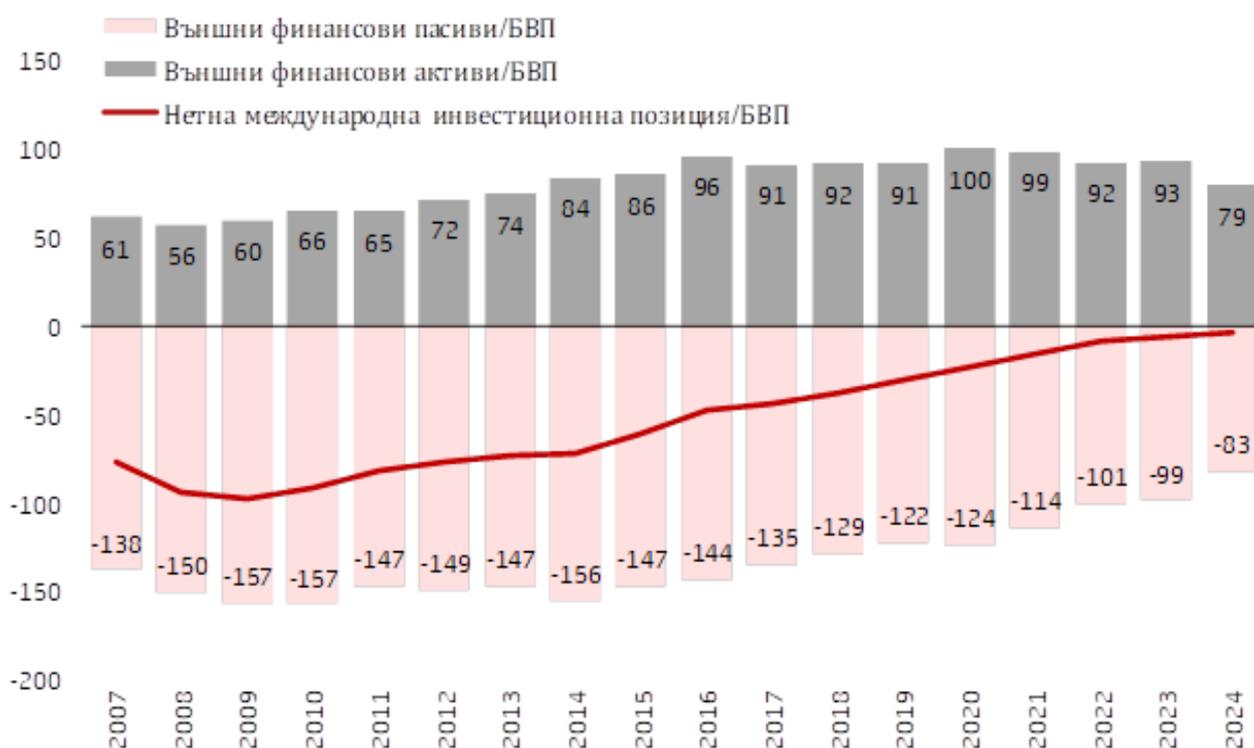
Целият този забележителен напредък по отношение на сближаването на доходите и цените в България с тези в еврозоната се случи в условията на фиксиран курс и без икономиката да загуби конкурентоспособност. Дори обратното, конкурентоспособността се подобри. Може би най-доброто доказателство за това е забележителната 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 1,8% 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 незначителен недостиг от само 3,7% от БВП през 2024 г. (Графика 3).

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 седемнадесет 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 3: ЗАПАЗВАНЕ НА КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТТА

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



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

Пътят напред изглежда още по-предизвикателен

Няма място за самодоволство, обаче, тъй като следващата фаза на процеса на сближаване вероятно ще бъде по-трудна. Тъй като процесът на изравняване на доходи и цени все още не е приключил, може да очакваме както цените така и доходите в България да продължат да нарастват с темпове по-високи от тези в еврозоната. Например, ако цените в еврозоната нараснат със средно 2% годишно през следващото десетилетие, няма да бъде изненада, ако цените в България нараснат с 2.5-3% в същото време.

Нива на инфлацията от 2.5-3% годишно не изглеждат притеснителни. Освен това, инфлация от 3% може да бъде по-добра за икономиката от 2%, тъй като малко по-висока инфлация ще

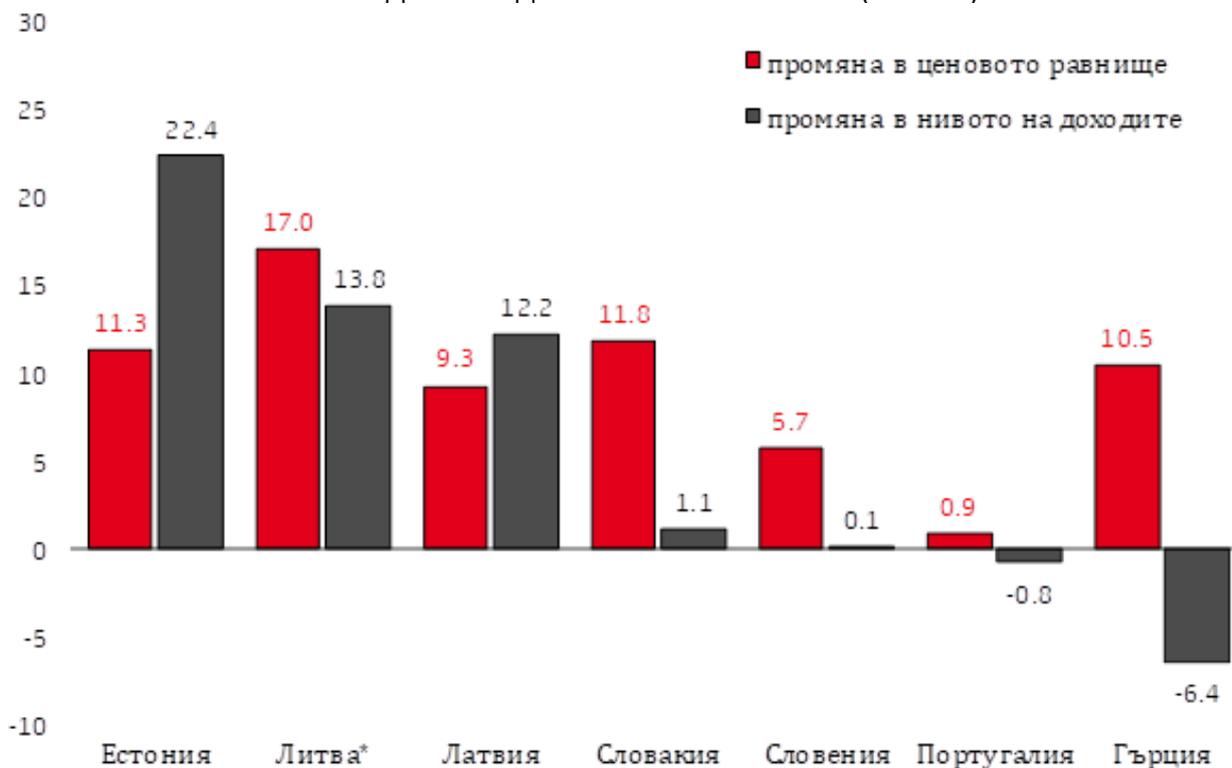
направи възможно процесът на реалокация на ресурсите да се ускори. Когато инфлацията е по-висока разликите в относителните цени са по-големи, което увеличава вероятността инвеститорите да започнат да изтеглят ресурси (капитал и работна сила) от секторите с представяне под средното за икономиката към секторите с най-добра перспектива. С други думи, малко по-висока инфлация ще направи икономиката по-динамична и ще помогне за ускоряване на темповете, с които нарастват инвестициите, защото стимулите за инвеститорите да увеличат скоростта на процесите на реалокация на ресурси ще се увеличат.

Това което е по-важно за българските домакинства е какво се случва с покупателната сила на доходите им – дали тя нараства, и, ако нараства, как увеличаването на покупателната сила на доходите в България се сравнява с промяната в покупателната сила на доходите в другите европейски страни. Ако доходите в България нарастват по-бързо от инфлацията (тоест нарастват в реално изражение), докато, в същото време, догонват (като покупателна сила) тези в най-развитите икономики, няма място за притеснения.

Подобен положителен сценарий не е гарантиран но наличните данни сочат, че това би бил най-вероятния резултат. Графика 4 показва степента на сближаване постигната в първите десет години след влизането в еврозоната на седем страни, които по подобие на България са се присъединили с големи първоначални различия в нивата на цените и доходите спрямо средните в еврозоната.

ГРАФИКА 4: СЛЕДВАЙКИ БАЛТИТИЙСКИЯ ОПИТ

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



Източник: Евростат, УниКредит Булбанк

Бележка: *Литва – промяната през първите девет години след влизане в еврозоната.

Представянето на страните се обуславя от много на брой фактори. Стартовите нива на доходи и цени спрямо тези в еврозоната 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 шоковете резултат 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 подобрение 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 преходът 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 свободния 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 подобрение на процесите, което ги прави по-комплексни, по-нюансирани и ориентирани към по-далечното бъдеще.

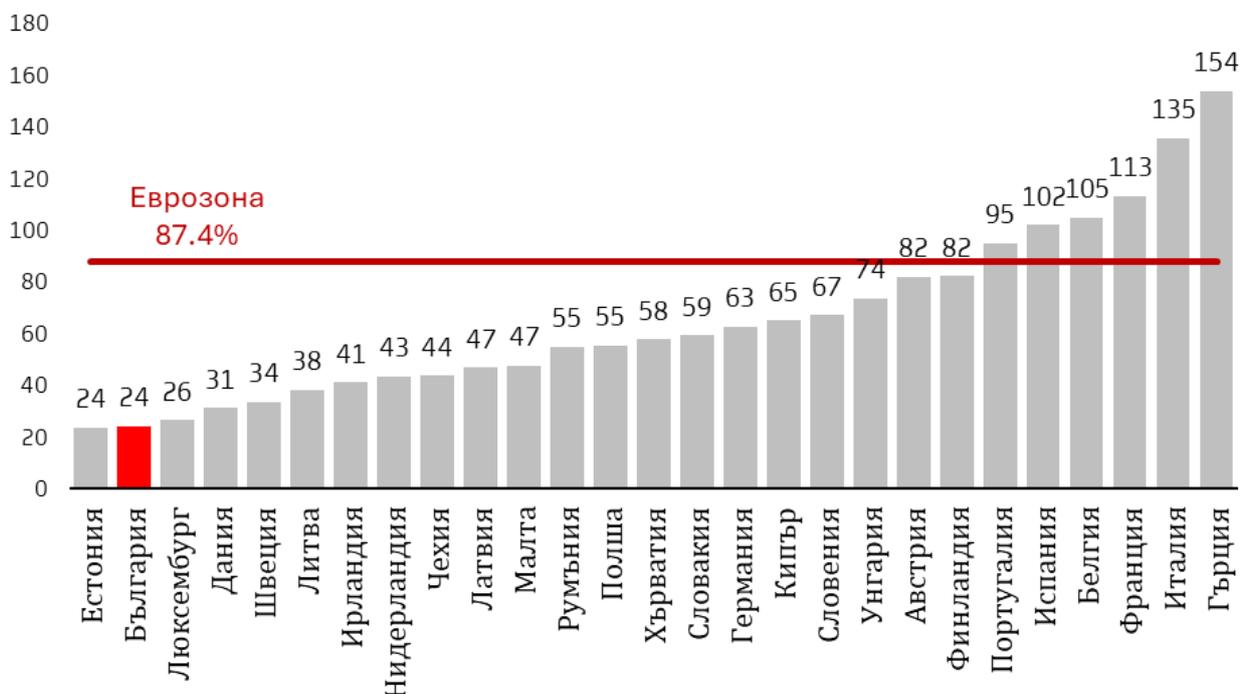
Реформите ще продължат да оформят резултатите

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 ПО СТРАНИ 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.

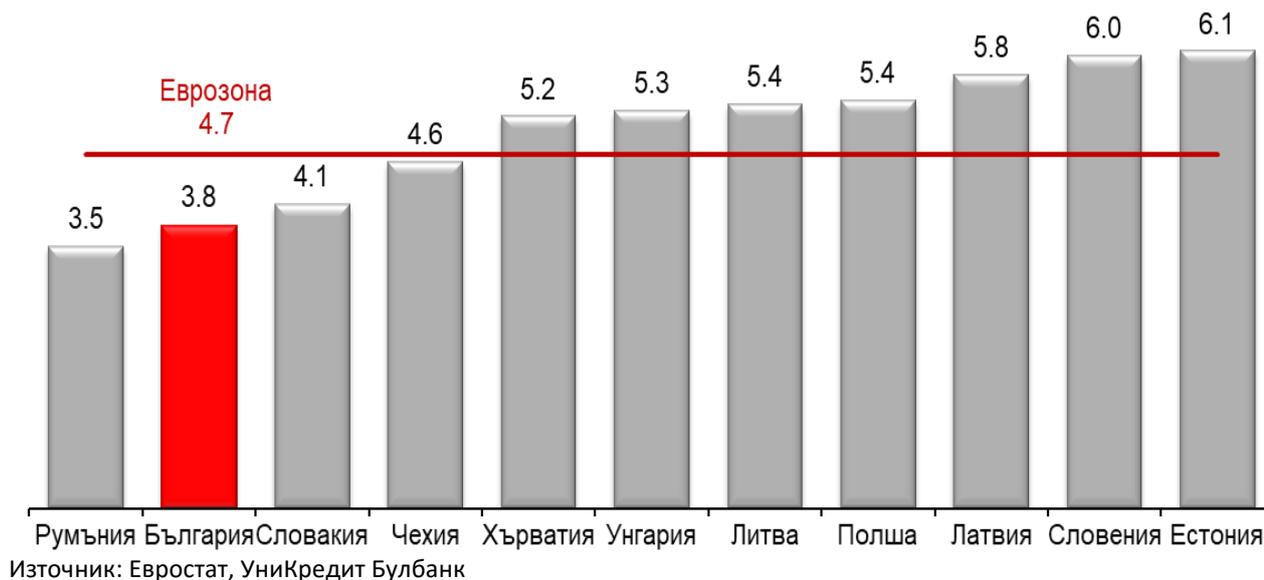
Сдържането на инфлационния натиск с подходящи структурни политики също е от ключово значение. За тази цел България се нуждае да подсили националните политики имащи за задача увеличаване на конкуренцията на продуктовете пазари, както и да предприеме решителни мерки за изграждане на административния капацитет 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 6). Това е от особена важност предвид бързо намаляващото население.

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

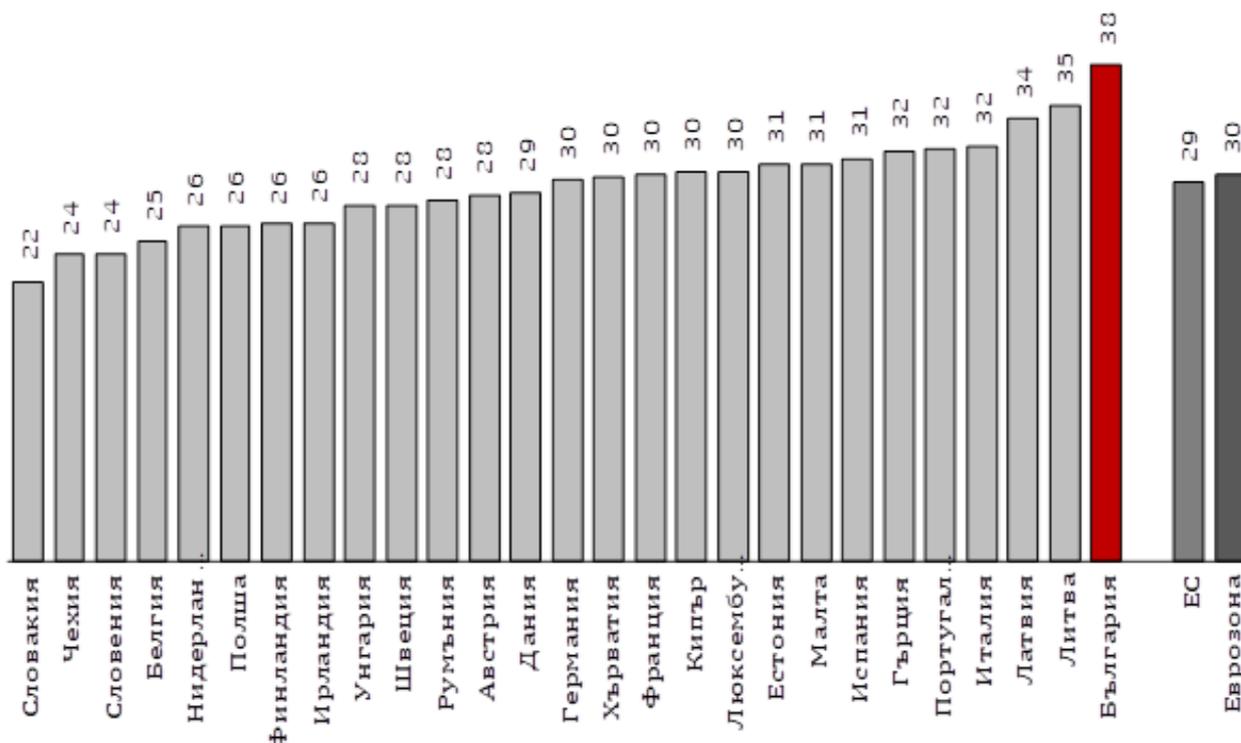
РАЗХОДИ НА ПУБЛИЧНИЯ СЕКТОР ЗА ОБРАЗОВАНИЕ В СТРАНИТЕ ОТ ЦИЕ (КАТО % ОТ БВП, 2024)



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



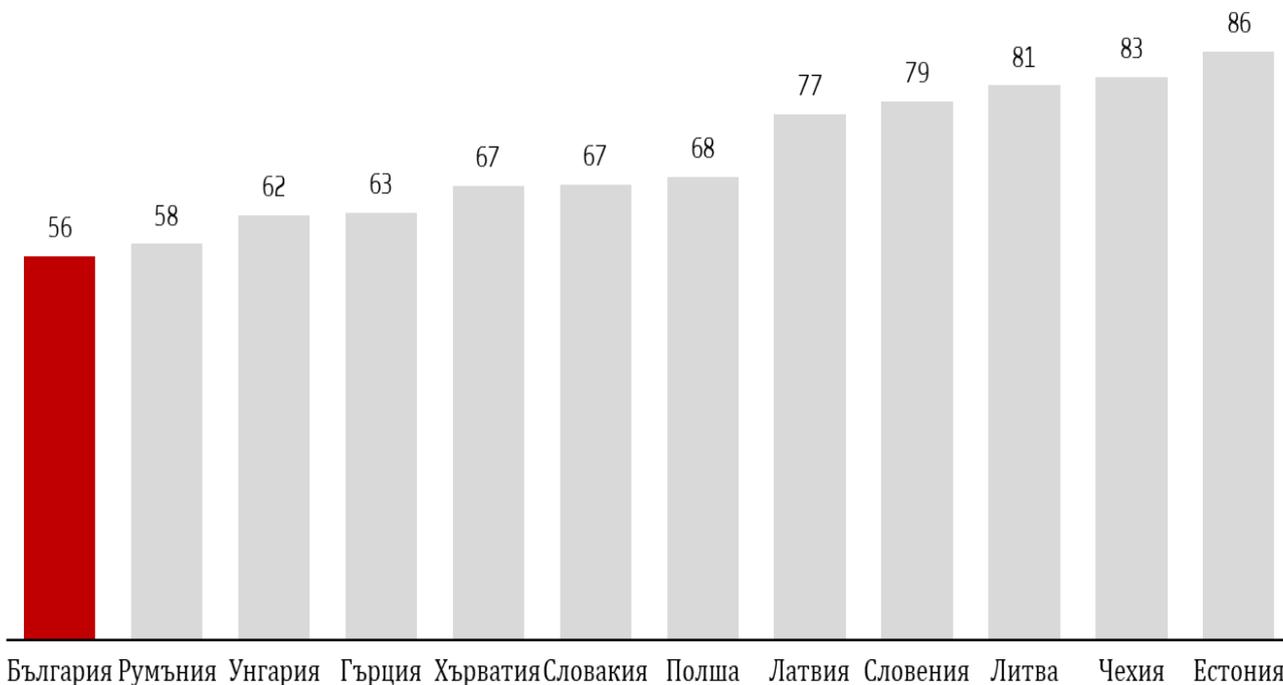
Източник: Евростат, УниКредит Булбанк

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 институционалното функциониране 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 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 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 и еврозоната, а в по-малка степен — Китай и, вероятно донякъде Япония. За останалите страни, включително България, тези две характеристики — суверенитет и независимост — не са налице едновременно, когато става въпрос за парична политика.

Евروزоната 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.

Евروزоната 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 БНБ след оръзването 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 ще придобие след влизането в еврозоната, ще бъде ограничен, защото той ще бъде споделян с всички останали страни членки, участващи в правенето на общата парична политика, като някои от тези страни имат много по-големи икономики и следователно ще имат по-голяма тежест в процеса на взимане на решения. Като малка и отворена икономика обаче този ограничен споделян паричен суверенитет, който приемането на еврото може да осигури, ще бъде много повече, от онова на което България може да се надява, ако остане страна с валутен борд.

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 същия ангажимент към постигане на ценова стабилност какъвто има централната банка на Германия. След разширяването на ЕС на изток, редица страни от бившия социалистически блок също се присъединяват, като заменят собствените си, често недостатъчно 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 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 "амортизьор" 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 на страната.

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 (измерена като баланс между външните активи и външните пасиви). 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 режима на валутен борд в България през 1997 г. Това не променя факта, че евроото стои много 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 днес, в най-голяма степен се дължи на това, че срещу всеки емитиран лев БНБ разполага с резерви в евро, при това в размер определен със закон, който в тази си част не е 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 са изцяло обезпечени с резерви, то депозитите на фирмите и домакинствата при търговските банки не са. Следователно, при малко вероятен апокалиптичен сценарий, при който всички депозити на фирми и домакинства трябва да бъдат превалутирани в евро и изтеглени извън банковата система на страната, резервите на БНБ може да се окажат недостатъчни.

Макар и индиректно продължителните периоди на политическа нестабилност през последните четири 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 тежат 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 би донесло 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.

Berlemann, 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.